

买入 (维持)

00288.HK 万洲国际

港股通 (沪、深)

目标价: 7.00 港元

现价: 6.07 港元

上半年基本符合预期 行业地位难以撼动

2018年8月15日

预期升幅: 15.3%

市场数据

日期	2018.08.14
收盘价(港元)	6.07
总股本(亿股)	146.7
总市值(亿港元)	890.5
净资产(亿美元)	82.22
总资产(亿美元)	152.58
每股净资产(美元)	0.57

数据来源: Wind

相关报告

万洲国际 (0288.HK) _跟踪报告_20170323
 万洲国际 (0288.HK) _跟踪报告_20170427
 万洲国际 (0288.HK) _跟踪报告_20170524
 万洲国际 (0288.HK) _跟踪报告_20170814
 万洲国际 (0288.HK) _跟踪报告_20180329
 万洲国际 (0288.HK) _跟踪报告_20180521

海外消费研究

分析师: 张忆东

兴业证券经济与金融研究院副院长

zhangyd@xyzq.com.cn

SFC: BIS749

SAC: S0190510110012

联系人: 李明

limingy@xyzq.com.cn

SFC: AXK332

SAC: S0190118070111

主要财务指标

会计年度	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万美元)	22,379	23,391	24,751	26,261
同比增长	3.92%	4.52%	5.82%	6.10%
净利润(百万美元)	1,133	1,104	1,211	1,349
同比增长	9.36%	-2.56%	9.67%	11.44%
毛利率	19.29%	19.42%	19.37%	20.02%
净利率	5.89%	5.55%	5.75%	6.04%
净资产收益率	16.04%	14.95%	15.62%	16.58%
每股收益(美元)	0.078	0.075	0.082	0.092
股息率	4.45%	3.70%	3.98%	4.34%

数据来源: 公司资料、兴业证券经济与金融研究院

投资要点

- **公司总体收入上升 4.8%, 除生鲜猪肉外其余业务收入全部增长:** 公司 1H18 实现营业收入 111.7 亿美元, 同比+4.8%。分产品来看, 肉制品实现营业收入 59.0 亿美元, 同比+6.9%, 占公司总收入的 52.8%; 生鲜猪肉实现营业收入 45.9 亿美元, 同比-1.1%, 占营业总收入 41.0%; 生猪养殖实现营业收入 3.97 亿美元, 同比+44.4%, 占比 4%; 其他业务实现营业收入 2.8 亿美元, 同比+27.6%, 占比 2.0%。从区域角度分析, 欧洲市场实现营业收入 9.4 亿美元, 同比-26.6%, 占比 8.5%; 中国市场实现营业收入 36.7 亿美元, 同比+5.3%, 占比 32.8%; 美国市场实现营业收入 65.6 亿美元, 同比+2.1%。
- **生猪肉产品价格下降, 公司经营利润下降 3.7%:** 公司 1H2018 实现经营利润 8.7 亿美元, 同比-3.7%。在三个核心业务中, 肉制品尤其值得关注。肉制品实现 7.9 亿美元营业利润, 同比+14.9%, 占比 90.9%; 生鲜猪肉实现营业利润 9.3 亿美元, 同比-62.2%, 占公司营业利润 10.7%; 生猪养殖实现营业利润 2.2 亿美元, 同比-55.1%, 占比 2.5%; 其他业务亏损 3.6 亿美元, 占比 4.2%。按区域而言, 中国市场实现营业利润 4.7 亿美元, 同比+32.0%, 占比 54.7%; 美国市场实现营业利润 3.3 亿美元, 同比-30.1%, 占比 38.1%; 欧洲市场实现营业利润 0.6 亿美元, 同比-10.0%, 占比 7.2%。
- **我们的观点:** 自贸易战以来, 公司股价一直承压, 主要担心美国业务受到贸易战的影响, 同时也担心中国猪肉成长上升。我们预计: 下半年中国业务将继续维持较好表现, 原因是高端新品不断推出以及低价猪肉库存有利于下半年业务的营业利润率。美国方面二季度承压, 但预计随着美国和墨西哥贸易摩擦问题的推进解决, 美国市场对于猪肉价格的预期将不会那么悲观, 四季度有望明显改善。综合来看, 下半年中国和美国业务相对较为乐观, 唯一中美贸易摩擦对行业的影响仍有不确定性, 但已基本反应在股价当中。我们下调了公司 2018-2019 年 EPS 预测分别至 0.075 及 0.082 美元, 下调目标价至 7 港元, 相当于 2018 年 12 倍 PE, 维持买入评级。

风险提示: 食品安全及瘟疫; 猪肉价格超预期波动; 汇兑风险; 贸易政策



报告正文

- **公司总体收入上升 4.8%，除生鲜猪肉外其余业务收入全部增长：**公司 1H18 实现营业收入 111.7 亿美元，同比+4.8%。分产品来看，肉制品实现营业收入 59.0 亿美元，同比+6.9%，占公司总收入的 52.8%；生鲜猪肉实现营业收入 45.9 亿美元，同比-1.1%，占营业总收入 41.0%；生猪养殖实现营业收入 3.97 亿美元，同比+44.4%，占比 4%；其他业务实现营业收入 2.8 亿美元，同比+27.6%，占比 2.0%。从区域角度分析，欧洲市场实现营业收入 9.4 亿美元，同比-26.6%，占比 8.5%；中国市场实现营业收入 36.7 亿美元，同比+5.3%，占比 32.8%；美国市场实现营业收入 65.6 亿美元，同比+2.1%。

图 1、产品收入结构

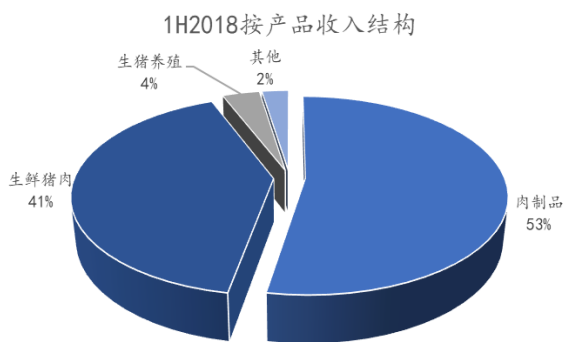
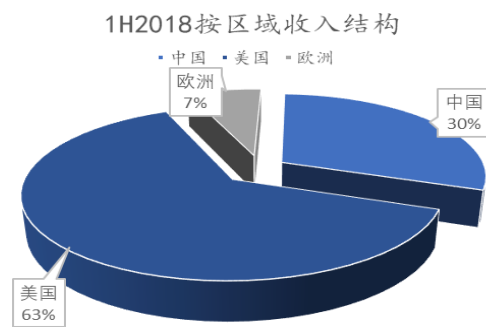


图 2、区域收入结构

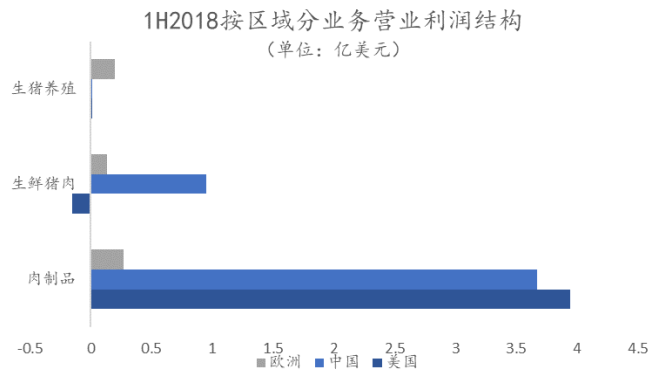


数据来源:公司资料,兴业证券经济与金融研究院整理

数据来源:公司资料,兴业证券经济与金融研究院整理

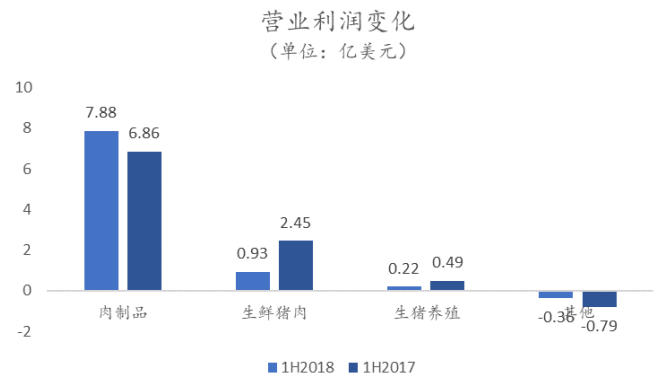
- **生猪肉产品价格下降,公司经营利润下降 3.7%：**公司 1H2018 实现经营利润 8.7 亿美元，同比-3.7%。在三个核心业务中，肉制品尤其值得关注。肉制品实现 7.9 亿美元营业利润，同比+14.9%，占比 90.9%；生鲜猪肉实现营业利润 9.3 亿美元，同比-62.2%，占公司营业利润 10.7%；生猪养殖实现营业利润 2.2 亿美元，同比-55.1%，占比 2.5%；其他业务亏损 3.6 亿美元，占比 4.2%。按区域而言，中国市场实现营业利润 4.7 亿美元，同比+32.0%，占比 54.7%；美国市场实现营业利润 3.3 亿美元，同比-30.1%，占比 38.1%；欧洲市场实现营业利润 0.6 亿美元，同比-10.0%，占比 7.2%。

图 3、区域业务细分表现



数据来源: 公司资料, 兴业证券经济与金融研究院整理

图 4、肉制品经营利润实现 7.9 亿美元



数据来源: 公司资料, 兴业证券经济与金融研究院整理

- 我们的观点:** 自贸易战以来, 公司股价一直承压, 主要担心美国业务受到贸易战的影响, 同时也担心中国猪肉成长上升。我们预计: 下半年中国业务将继续维持较好表现, 原因是高端新品不断推出以及低价猪肉库存有利于下半年业务的营业利润率。美国方面二季度承压, 但预计随着美国和墨西哥贸易摩擦问题的推进解决, 美国市场对于猪肉价格的预期将不会那么悲观, 四季度有望明显改善。综合来看, 下半年中国和美国业务相对较为乐观, 唯一中美贸易摩擦对行业的影响仍有不确定性, 但已基本反应在股价当中。我们下调了公司 2018-2019 年 EPS 预测分别至 0.075 及 0.082 美元, 下调目标价至 7 港元, 相当于 2018 年 12 倍 PE, 维持买入评级。
- 风险提示:** 食品安全及瘟疫; 猪肉价格超预期波动; 汇兑风险; 贸易政策

附表

资产负债表					利润表				
单位:百万美元					单位:百万美元				
会计年度	2017A	2018E	2019E	2020E	会计年度	2017A	2018E	2019E	2020E
流动资产	5,666	6,026	6,600	7,163	营业收入	22,379	23,391	24,751	26,261
货币资金	1,440	1,729	2,129	2,628	营业成本	18,061	18,848	19,957	21,003
交易性金融资产	-	-	-	-	毛利	4,318	4,543	4,794	5,259
应收账款	989	936	990	1,050	销售费用	1,930	2,129	2,228	2,416
其他应收款	342	368	361	359	管理费用	823	772	792	867
存货	2,895	2,994	3,121	3,125	其他经营费用	318	-	-	-
非流动资产	9,592	9,596	9,617	9,687	营业利润	1,247	1,643	1,775	1,976
可供出售金融资产	7	7	7	7	其他支出	326	94	99	105
长期股权投资	295	298	301	304	其他收入	113	94	99	105
投资性房地产	-	1	2	3	权益性投资损益	22	23	24	25
固定资产净值	5,037	5,138	5,163	5,166	非经营性损益	7	12	12	13
商誉及无形资产	3,580	3,633	3,687	3,706	财务成本	198	94	74	79
土地使用权	197	199	201	203	利润总额	1,501	1,584	1,737	1,936
其他非流动资产	476	321	257	301	所得税	182	285	313	348
资产总计	15,258	15,622	16,217	16,850	净利润	1,319	1,299	1,424	1,587
流动负债	3,499	3,390	3,497	3,643	少数股东损益	186	195	214	238
短期借款及长期借款当期到期	809	769	730	694	归属母公司净利润	1,133	1,104	1,211	1,349
应付票据及账款	1,076	942	998	1,050	EPS(美元)	0.078	0.075	0.082	0.092
应缴税金	50	52	53	55					
其他流动资产	1,564	1,628	1,716	1,844					
非流动负债	3,537	3,546	3,600	3,631	主要财务比率				
长期借款	2,297	2,297	2,320	2,320	会计年度	2017A	2018E	2019E	2020E
其他	1,240	1,249	1,280	1,311	成长性(%)				
负债合计	7,036	6,936	7,097	7,274	营业收入增长率	3.92%	4.52%	5.82%	6.10%
流动资产净值	2,167	2,636	3,104	3,520	营业利润增长率	2.62%	8.00%	8.04%	11.35%
股本	1	1	1	1	净利润增长率	9.36%	-2.56%	9.67%	11.44%
未分配利润	7,444	7,816	8,207	8,617	盈利能力(%)				
少数股东权益	777	869	912	958	毛利率	19.29%	19.42%	19.37%	20.02%
股东权益合计	8,222	8,686	9,120	9,576	净利率	5.89%	5.55%	5.75%	6.04%
负债及权益合计	15,258	15,622	16,217	16,850	ROE	16.04%	14.95%	15.62%	16.58%
现金流量表					偿债能力(%)				
会计年度	2017A	2018E	2019E	2020E	资产负债率	46.11%	44.40%	43.76%	43.17%
净利润	1,319	1,299	1,424	1,587	流动比率	1.62	1.78	1.89	1.97
折旧和摊销	389	401	413	425	速动比率	0.94	1.08	1.19	1.28
营运资金的变动	-321	-257	-205	-164					
出售固定资产收到现金	40	36	32	29	营运能力(次)				
资本性支出	530	546	562	579	资产周转率	1.47	1.50	1.53	1.56
投资损失	1,274	1,317	1,362	1,407	存货周转率	9.48	9.50	9.50	10.00
债务增加	4,181	4,223	4,265	4,308					
债务减少	4,117	4,158	4,200	4,242	每股资料(美元)				
支付股利合计	668	655	644	634	每股收益	0.078	0.075	0.082	0.092
经营活动产生现金流量	1,512	1,626	1,726	1,815	每股经营现金	0.10	0.11	0.12	0.12
投资活动产生现金流量	-784	-808	-832	-857	每股净资产	0.57	0.59	0.62	0.65
融资活动产生现金流量	-591	-561	-533	-507					
现金净变动	137	257	360	451	估值比率(倍)				
现金的期初余额	1,123	1,279	1,555	1,934	PE	9.93	10.29	9.38	8.42
现金的期末余额	1,279	1,555	1,934	2,404	PB	1.37	1.31	1.25	1.19

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级(另有说明的除外)。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：A股市场以上证综指或深圳成指为基准，香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		审慎增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

有关财务权益及商务关系的披露

兴证国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与大森控股集团有限公司、兴证国际金融集团有限公司、尚捷集团控股有限公司、Dangdai Henju International Inc.、阳光油砂有限公司、立高控股有限公司、中国和谐新能源汽车控股有限公司、浦江中国控股有限公司、建发国际投资集团有限公司、中国万桐园(控股)有限公司、众诚能源控股有限公司、高萌科技集团有限公司、德斯控股有限公司、海天能源国际有限公司、普天通信集团有限公司、中国山东高速金融集团有限公司、航星集团控股有限公司、惠理集团有限公司、游莱互动集团有限公司、华立大学集团有限公司、森浩集团股份有限公司、龙皇集团控股有限公司、民信国际控股有限公司、浙商银行股份有限公司、MS Concept Limited、惠陶集团(控股)有限公司、信源企业集团有限公司、银合控股有限公司、Republic Healthcare Limited、江西银行股份有限公司、胜利证券(控股)有限公司、百应租赁控股有限公司和融创中国控股有限公司有投资银行业务关系。

使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供兴业证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民(1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外)。

本报告由受香港证监会监察的兴证国际证券有限公司(香港证监会中央编号：AYE823)于香港提供。香港的投资者若有任何关于本报告的问题请直接联系兴证国际证券有限公司的销售交易代表。本报告作者所持香港证监会牌照的牌照编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。