

18H1 符预期，产业链升级布局， 全球肉制品龙头有望稳增

万洲国际 (00288. HK)

事件

9月10日，万洲国际发布2018年中期报告。

公司2018年1-6月实现营业收入111.69亿美元，同比增长4.79%；实现毛利润23.41亿美元，同比增长14.92%；实现归母净利润5.14亿美元，同比下滑7.72%。

业绩基本符合预期。

我们的分析与判断

全球布局+产业协同，肉制品龙头18H1业绩稳增

尽管受到中美贸易战影响，公司通过发挥全球产业布局和产业链优势，持续提升产销规模，保持营收和核心利润增长。其中，2018上半年营业收入111.69亿美元，同比增长4.79%；净利润5.14亿美元，同比下滑7.72%；核心利润5.57亿美元，同比增长13.21%。

分业务看：**肉制品业务方面**，尽管生猪价格走势下行，公司肉制品平均销价仍随产品组合优化上升，表现良好，2018上半年肉制品销量同比提升2.80%至160.3万吨，营收同比增长6.86%至59.01亿美元（占总营收的52.83%）；**生鲜猪肉业务方面**，公司通过调整各市场的屠宰量及肉类价格，灵活应对供需变化及生猪价格变动。2018年上半年生猪屠宰量同比上升7.30%至2783.2万头，生鲜猪肉业务营收同比下滑1.10%至45.89亿美元（占比41.09%）；**生猪养殖业务方面**，由于公司增加谷物销售及对冲结果有利，2018年上半年生猪养殖量同比上升1.30%至1012.7万头，生猪养殖业务营收同比增长44.36%至3.97亿美元（占比3.55%）。

分区域看，2018年上半年中国市场营收同比增长5.34%至36.69亿美元，占总营收的32.85%；美国市场营收同比增长2.05%至65.57亿美元，占总营收的58.71%；欧洲及其他市场营收同比增长25.73%至9.43亿美元，占总营收的8.44%。

中国市场：低位猪价支持需求+肉制品产品组合优化，驱动业绩回暖

受益于屠宰业规模大幅提升、肉制品结构持续调整，公司在中国市场的业绩获得改善。**生鲜猪肉方面**，猪价处于低位有

首次覆盖

不予评级

花小伟

huaxiaowei@csc.com.cn

010-85156325

执业证书编号：S1440515040002

香港牌照：BJU617

孙金琦

sunjinqi@csc.com.cn

010-65608481

执业证书编号：S1440517050002

研究助理：罗乾生

010-85130305

luoqiansheng@csc.com.cn

研究助理：王泽选

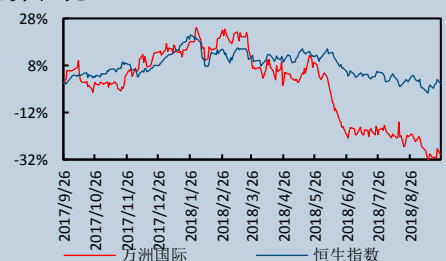
wangzexuan@csc.com.cn

010-85156473

发布日期：2018年09月26日

当前股价：5.51 港元

股价表现



效地支持了市场需求，2018 年上半年公司在中国的生猪屠宰量大幅增长 30.4%，达到 827.4 万头，营收同比小幅下滑 1.83%至 17.72 亿美元。伴随着国内屠宰行业整合，公司将持续发挥现有产能来实现销量增长，不断扩大市场占有率。**肉制品方面**，受高端产品表现强劲所带动，2018 上半年中国的销量同比提升 3.0%，营收同比增长 12.16%至 17.62 亿美元，经营利润同比提升 15.05%至 3.67 亿美元。有利的猪价以及产品持续升级，将继续推动中国肉制品业务盈利能力的有效提升。

美国市场：肉制品继续稳定增长，生鲜猪肉业务下半年预计企稳

2018 年上半年，美国生鲜肉业务受到市场供应增加和贸易摩擦的影响有所下滑，但凭借积极有效的对冲和产业链的优势，养殖业务盈利大幅改善，肉制品业务稳步增长。**肉制品方面**，随着产品组合向高附加值升级以及相对低廉的猪肉价格带来原材料成本优势，美国肉制品业务 2018H1 营收同比增长 2.00%至 37.33 亿美元，经营利润同比提升 10.67%至 3.94 亿美元。**生鲜猪肉方面**，上半年美国生猪屠宰规模有所下滑，屠宰量较去年同期下跌 1.4%，公司美国生鲜猪肉业务营收同比下降 2.22%至 24.62 亿美元。随着屠宰量下跌对产能扩充的抑制，下半年公司在美国的生鲜肉业务将有望企稳。**生猪养殖方面**，2018 年上半年公司在美国的生猪养殖业务营收同比增长 46.56%至 3.62 亿美元，同时公司采取方案成功对冲生猪价格下降，使经营利润由去年同期亏损 2,100 万美元转为今年上半年获利 100 万美元。

欧洲市场：兼并收购完善产业布局，经营规模、竞争优势持续提升

2018 年上半年公司通过收购罗马尼亚肉制品产能项目，继续完善在欧洲的产业布局，营收规模大幅提升。其中肉制品欧洲业务营收同比增长 39.52%至 4.06 亿美元，主要得益于量价齐升，公司未来也将通过持续扩张销量及提高效率促进增长。生鲜猪肉方面，公司在欧洲的生猪屠宰量较去年同期增长 8.50%，有力支持了肉制品业务的增长并继续提升规模经济效益。

规模效应助推毛利率上升，公司费用率、净利率相对稳定

毛利率方面，2018 年上半年公司实现毛利 23.41 亿美元，同比增长 14.92%，毛利率为 20.96%，同比提升 1.85pct。**费用率方面**，2018 年上半年公司销售费用率为-9.27%，同比下降 0.64pct；管理费用率为-3.37%，同比下降 0.02pct；财务费用率为-0.49%，同比提升 0.82pct。公司期间费用率保持相对稳定。

净利率方面，2018 年上半年公司净利率为 4.60%，同比下降 0.62pct。

投资建议：

随着全球业务的进一步完善和布局，以及产品持续升级、产品结构优化，公司有望保持增长。我们预计，万洲国际 2018-2019 年收入分别为 232.29、243.56 亿美元，同比分别增长 3.80%、4.85%；归母净利润分别为 11.84、13.14 亿美元，同比分别增长 4.50%、11.00%。公司当前市值为 806 亿港元（按照最新汇率对应市值为 103 亿美元），2018、2019 年对应 PE 分别为 8.7x 和 7.8x，首次覆盖，暂未给予评级。

风险提示：

猪价变动剧烈、肉制品行业竞争加剧、生鲜猪肉业务发展不如预期。

表 1：万洲国际主要财务数据及盈利预测

	2014	2015	2016	2017H1	2017	2018H1	2018E	2019E
营业收入（亿美元）	222.43	212.09	215.34	106.58	223.79	111.69	232.29	243.56
同比 (%)	97.66	-4.65	1.53	1.96	3.92	4.79	3.8	4.85
毛利（亿美元）	32.64	40.8	42.07	20.37	43.18	23.41	-	-
同比 (%)	84.09	25	3.11	0.05	2.64	14.92	-	-

归母净利润 (亿美元)	7.66	7.86	10.36	5.57	11.33	5.14	11.84	13.14
同比 (%)	-391.25	2.61	31.81	1.09	9.36	-7.72	4.5	11
销售毛利率 (%)	14.67	19.24	19.54	19.11	19.29	20.96	-	-
归母净利润率 (%)	3.44	3.71	4.81	5.23	5.06	4.6	-	-
销售费用率 (%)	-6.79	-8.41	-8.33	-8.62	-8.62	-9.27	-	-
管理费用率 (%)	-3.41	-3.49	-3.47	-3.35	-3.68	-3.37	-	-
财务费用率 (%)	-1.67	-1.03	-0.85	-1.31	-0.88	-0.49	-	-
ROE(摊薄) (%)	14.93	13.64	16.4	8.38	15.22	6.86	-	-
EPS (最新摊薄股本)	0.05	0.05	0.07	-	0.08	-	0.08	0.09
PE (最新市值 / 归母净利润)	13.45	13.1	9.94	-	9.09	-	8.7	7.84

资料来源: Wind 中信建投证券研究发展部

表 2: 万洲国际业绩拆分

	2016	2017H1	2017	2018H1
营业收入 (亿美元)	215.34	106.58	223.79	111.69
分产品				
肉制品 (亿美元)	110.74	55.22	117.77	59.01
同比 (%)	-1.48	3.37	6.35	6.86
占比 (%)	51.43	51.81	52.63	52.83
生鲜猪肉 (亿美元)	91.78	46.40	95.26	45.89
同比 (%)	6.83	1.20	3.79	-1.10
占比 (%)	42.62	43.54	42.57	41.09
生猪养殖 (亿美元)	8.44	2.75	5.72	3.97
同比 (%)	-14.75	-13.52	-32.23	44.36
占比 (%)	3.92	2.58	2.56	3.55
其他 (亿美元)	4.38	2.21	5.04	2.82
同比 (%)	12.89	6.25	15.07	27.60
占比 (%)	2.03	2.07	2.25	2.52
分地区				
中国 (亿美元)	77.55	34.83	74.46	36.69
同比 (%)	9.43	-10.44	-3.98	5.34
占比 (%)	36.01	32.68	33.27	32.85
美国 (亿美元)	123.58	64.25	132.78	65.57
同比 (%)	-3.04	8.99	7.44	2.05
占比 (%)	57.39	60.28	59.33	58.71
欧洲及其他 (亿美元)	14.21	7.50	16.55	9.43
同比 (%)	3.20	12.11	16.47	25.73
占比 (%)	6.60	7.04	7.40	8.44

资料来源: Wind 中信建投证券研究发展部

分析师介绍

花小伟：中信建投消费行业分析师，统计学硕士。获 2015 年第十三届新财富轻工造纸最佳分析师第 5 名；2016 年第十四届新财富轻工造纸最佳分析师第 4 名，2016 年水晶球第 2 名，金牛奖第 4 名；2017 年第十五届新财富轻工造纸最佳分析师第 3 名，水晶球第 2 名。

孙金琦：金融硕士，3 年轻工制造行业研究经验，2017 年加入中信建投证券从事轻工造纸行业研究，所在团队获 2017 年第十五届新财富轻工造纸最佳分析师第 3 名，曾历任广发证券、东兴证券从事行业研究工作。

研究助理 罗乾生：中国人民大学管理学硕士，2018 年加入中信建投轻工造纸团队。

研究助理 王泽选：中国人民大学金融学硕士，2018 年加入中信建投。

研究服务

机构销售负责人

赵海兰 010-85130909 zhaohailan@csc.com.cn

保险组

张博 010-85130905 zhangbo@csc.com.cn

高思雨 gaosiyu@csc.com.cn

张勇 010-86451312 zhangyongzgs@csc.com.cn

张宇 010-86451497 zhangyuyf@csc.com.cn

北京公募组

黄玮 010-85130318 huangwei@csc.com.cn

朱燕 85156403 zhuyan@csc.com.cn

任师蕙 010-8515-9274 renshihui@csc.com.cn

黄杉 010-85156350 huangshan@csc.com.cn

王健 010-65608249 wangjianyf@csc.com.cn

杨济谦 010-86451442 yangjiqian@csc.com.cn

社保销售组

姜东亚 010-85156405 jiangdongya@csc.com.cn

私募业务组

李静 010-85130595 lijing@csc.com.cn

赵倩 010-85159313 zhaopian@csc.com.cn

上海销售组

李祉瑶 010-85130464 lizhiyao@csc.com.cn

黄方禅 021-68821615 huangfangchan@csc.com.cn

戴悦放 021-68821617 daiyuefang@csc.com.cn

翁起帆 wengqifan@csc.com.cn

李星星 021-68821600-859 lixingxing@csc.com.cn

范亚楠 fanyanan@csc.com.cn

李绮绮 liqiqi@csc.com.cn

薛皎 xuejiao@csc.com.cn

许敏 xuminzgs@csc.com.cn

王罡 wanggangbj@csc.com.cn

深广销售组

胡倩 0755-23953981 huqian@csc.com.cn

许舒枫 0755-23953843 xushufeng@csc.com.cn

程一天 chengyitian@csc.com.cn

曹莹 caoyingzgs@csc.com.cn

张苗苗 020-38381071 zhangmiaomiaocsc.com.cn

廖成涛 0755-22663051 liaochengtao@csc.com.cn

陈培楷 020-38381989 chenpeikai@csc.com.cn

评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5% 之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。

重要声明

本报告仅供本公司的客户使用，本公司不会仅因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见和预测均仅反映本报告发布时的资料、意见和预测，可能在随后会作出调整。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成投资者在投资、法律、会计或税务等方面的最终操作建议。本公司不就报告中的内容对投资者作出的最终操作建议做任何担保，没有任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，据本报告做出的任何决策与本公司和本报告作者无关。

在法律允许的情况下，本公司及其关联机构可能会持有本报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布本报告。任何机构和个人如引用、刊发本报告，须同时注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和/或修改。

本公司具备证券投资咨询业务资格，且本文作者为在中国证券业协会登记注册的证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了作者的研究观点。本文作者不曾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。

股市有风险，入市需谨慎。

中信建投证券研究发展部

北京

东城区朝内大街 2 号凯恒中心 B 座 12 层（邮编：100010）
电话：(8610) 8513-0588
传真：(8610) 6560-8446

上海

浦东新区浦东南路 528 号上海证券大厦北塔 22 楼 2201 室（邮编：200120）
电话：(8621) 6882-1612
传真：(8621) 6882-1622

深圳

福田区益田路 6003 号荣超商务中心 B 座 22 层（邮编：518035）
电话：(0755) 8252-1369
传真：(0755) 2395-3859