

买入

中国业务稳健增长，美国业务已见改善

万洲国际 (288.HK)

2020-10-29 星期四

投资要点

目标价: **9.0 港元**
 现价: 6.67 港元
 预计升幅: 34.9%

事件: 公司发布三季报, 按生物公允价值调整前计, 1-9 月收入 187.67 亿美元, 同比+9.2%; 归母净利润 8.9 亿美元, 同比+8.5%; 其中, 3Q20, 收入 62.86 亿美元, 同比+3.6%, 归母净利润 3.4 亿美元, 同比-4.8%。得益于中国业务的稳健增长及美国业务的持续改善, Q3 业绩表现好于市场预期。

➤ **中国肉制品业务经营大幅增长, 推动收入和利润再创新高:**

今年前三季度中国业务收入及经营利润分别为 80.56/8.77 亿美元, 同比变动+31.7%/+23.7%。受益于前期提价和产品组合的调整, 肉制品销售收入和经营利润同比分别+14.07%/+30.78%。考虑到明年原材料成本将呈下降趋势, 而成本的节省公司将用于改善产品品质及市场投入方面, 达到既定目标的剩余部分将体现在利润上, 预期单吨利润会保持稳步增长趋势。生鲜肉业务方面, 尽管生猪出栏逐步改善, 猪价有所回落, 但整体仍处高位, 屠宰盈利水平仍在低位徘徊, 而部分损失被进口猪肉的强劲增长所弥补, 前三季度收入和经营利润分别录得 44.31/1.94 亿美元, 同比变动+42.11%/+0%。

➤ **最坏时期已过, 美国业务已见改善:**

3Q20 美国业务收入和经营利润分别为 28.54/1.88 亿美元, 同比-7.8%/-9.1%, 经营利润跌幅较 Q2 大幅收窄, 经营利润率环比+4.9pct 至 6.6%。Q3 伴随餐饮业重新营运, 肉制品需求回暖, 肉制品业务收入及经营利润同比变动-11.9%/-0.6%, 经营利润率环比+4.2pct 至 9.8%; 生鲜肉业务得益于中美猪肉贸易套利空间扩大带来的出口量提升增厚业务利润, 期内录得经营利润 0.92 亿美元; 生猪养殖业务因生猪价格处于历史低位影响盈利, Q3 录得经营亏损 0.16 亿美元。

➤ **维持“买入”评级, 目标价 9.0 港元:**

因美国疫情的不确定性, 预期 4Q20 公司仍会面临较大的经营压力, 2021 年在疫情得到良好控制下, 公司有望实现稳步复苏。我们维持原盈利预测, 2020/2021 年 EPS 将分别为 0.082/0.112 美元, 维持 9.0 港元的目标价, 对应 2021 年 10 倍 PE, 较现价有 34.9% 的涨幅空间, 维持“买入”评级。

重要数据

日期	2020/10/28
收盘价 (港元)	6.67
总股本 (亿股)	147.28
总市值 (亿美元)	982.4
净资产 (亿美元)	94.5
总资产 (亿美元)	172.8
52 周高低 (港元)	8.585/5.605
每股净资产 (美元)	0.64

数据来源: Wind、国元证券经纪 (香港) 整理

主要股东

雄域投资有限公司 (23.61%)

相关报告

万洲国际(288.HK)首发报告-20200305
 万洲国际(288.HK)更新报告-20200325
 万洲国际(288.HK)更新报告-20200429
 万洲国际(288.HK)更新报告-20200812

研究部

姓名: 陈欣
 SFC: BLO515
 电话: 0755-21516057
 Email: chenxin@gyzq.com.hk

百万美元	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业额	22,605	24,103	25,332	27,201	28,507
同比增长	1.01%	6.63%	5.10%	7.38%	4.80%
毛利率	20.78%	21.71%	19.95%	21.31%	21.86%
归母净利润	943	1,465	1,201	1,650	1,865
同比增长	-16.77%	55.36%	-18.01%	37.35%	13.02%
净利润率	5.10%	7.03%	5.51%	7.05%	7.61%
每股盈利	0.064	0.100	0.082	0.112	0.127
PE@6.67HKD	13.2	8.5	10.4	7.6	6.7

数据来源: Wind、公司年报、国元证券经纪 (香港) 整理

报告正文

业绩简述:

2020 前三季度，生猪出栏量同比下降 4.1%至 15,324 千头；生猪屠宰量受非洲猪瘟及新冠疫情影响，同比下降 19.1%至 33,165 千头；肉制品销量 2,383 千公吨，同比下降 2.3%。期内，按生物公允价值调整前计，公司实现收入 187.67 亿美元，同比增加 9.2%；经营利润同比增长 14.0%至 14.76 亿美元；归母净利润 8.9 亿美元，同比上升 8.5%。单看三季度业绩表现，公司收入 62.86 亿美元，同比+3.6%，归母净利润 3.4 亿美元，同比-4.8%，公司第三季度业绩表现好于市场预期，主要得益于中国业务的稳健增长以及美国业务的持续改善。

图 1：2020 前三季度主要营运数据

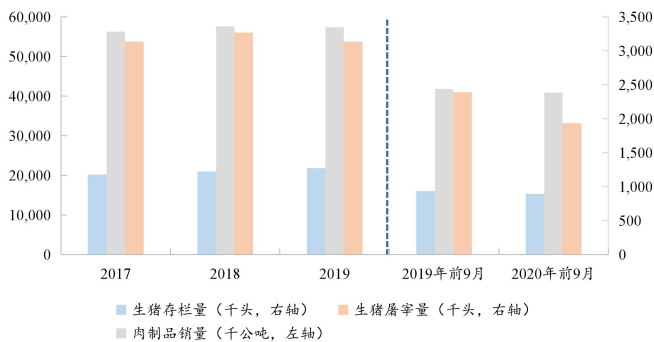
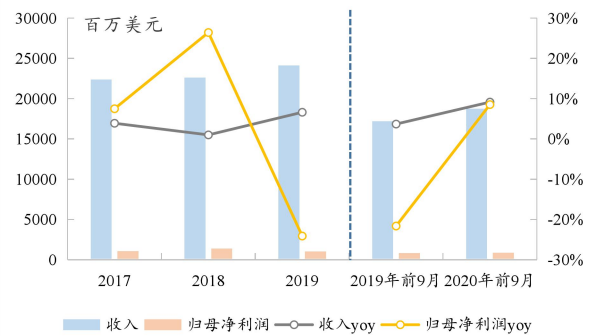


图 2：公司前三季度业务收入及归母净利润



资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

图 3：公司季度收入及增速

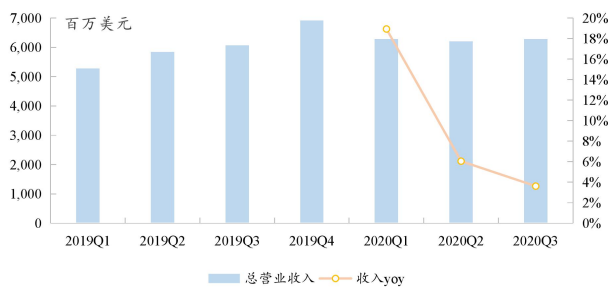
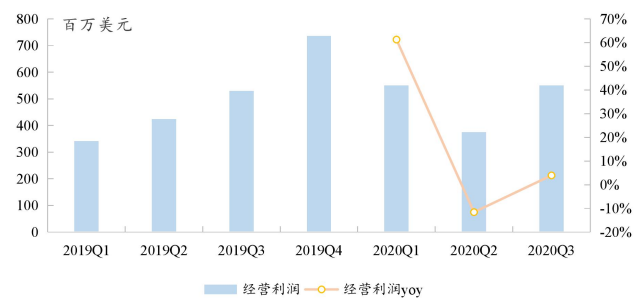


图 4：公司季度经营利润及增速



资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

分业务来看，肉制品业务：2020 年前三季度肉制品销量下降 2.3%至 238.3 万吨，主要是美国餐饮业受到新冠疫情影响需求不足所致；受益于中国和欧洲销量的提升以及前期提价和产品组合的调整，收入端下降 1.2%至 87.89 亿美元，贡献公司 46.8%的收入和 75.3%的盈利。

生鲜猪肉业务：受到非洲猪瘟和新冠肺炎疫情的影响，2020 年前三季度公司生猪屠宰量较同期下降 19.1%至 3316.5 万头；得益于公司扩大肉类进口及中国生鲜猪肉售

价的提升（期内平均生猪价格为 34.75 元/公斤，同比大幅上升 105.3%），生鲜猪肉业务收入同比上升 13.7%至 81.89 亿美元，贡献 43.6%的收入和 27.9%的盈利。

生猪养殖业务：期内，生猪出栏量下跌 4.1%至 1,532.4 万头，主要是受到非洲猪瘟和新冠疫情影响所致。但得益于美国对冲收入的增加，生猪养殖的收入大幅上升 73.4%至 9.85 亿美元，贡献 5.2%的收入和 2.2%的盈利。

表 1：分业务收入占比

收入占比	2017A	2018A	2019A	2019前三季度	2020前三季度
生猪养殖	2.6%	3.0%	3.9%	3.3%	5.2%
生鲜猪肉	42.6%	40.4%	41.8%	41.9%	43.6%
肉制品	52.6%	53.7%	51.2%	51.7%	46.8%
其他	2.3%	2.8%	3.1%	3.1%	4.3%

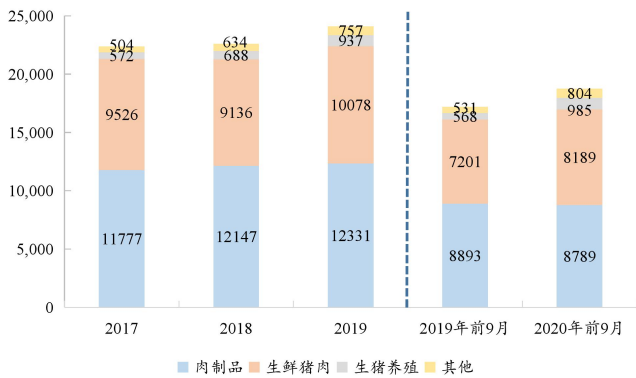
资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

表 2：分业务营业利润占比

经营利润占比	2017A	2018A	2019A	2019前三季度	2020前三季度
生猪养殖	3.0%	-6.8%	8.2%	5.4%	2.2%
生鲜猪肉	29.4%	14.9%	19.8%	12.0%	27.9%
肉制品	77.1%	93.8%	77.5%	88.3%	75.3%
其他	-9.5%	-1.8%	-5.6%	-5.8%	-5.5%

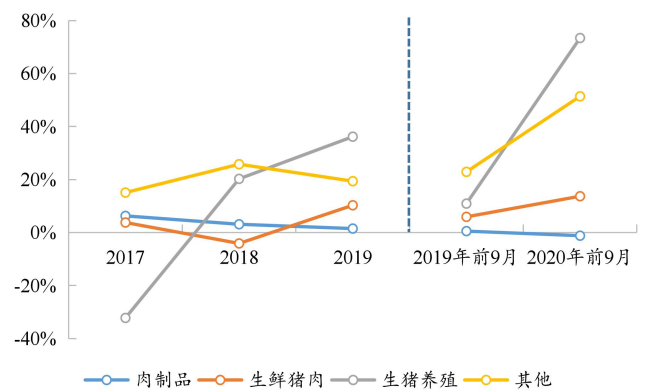
资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

图 5：各业务营业收入



资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

图 6：各业务收入增速



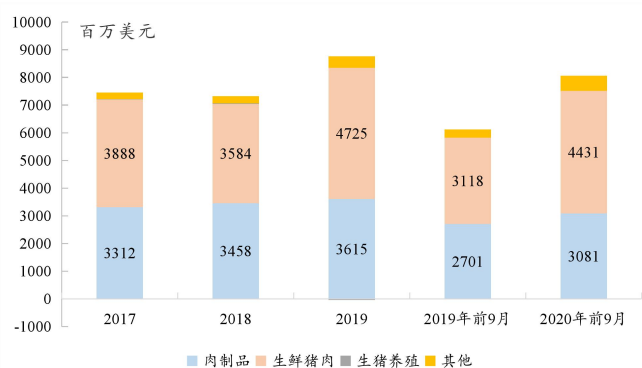
资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

中国收入和盈利再创新高，业绩维持稳健增长。2020 前三季度中国业务收入 80.56 亿美元，同比增长 31.7%，占总营业收入的 42.9%，经营利润同比增长 23.7%至 8.77 亿美元，占公司总经营利润的 59.4%。3Q20 中国区业务实现稳健增长，收入及经营利润分别为 28.39/3.27 亿美元，同比分别增加 19.7%/14.5%。

分业务来看，肉制品业务大幅增长是公司收入和利润再创新高的主要推手。2020 年前三季度，受益于前期提价和产品组合调整的影响，肉制品销售收入和经营利润同比分别增长 14.07%/30.78%。预期明年猪价伴随出栏量的增加将呈下降趋势，而因猪价下降带来的成本节省公司将用于改善产品品质及市场投入方面，达到既定目标的剩余部分将体现在利润上。单吨利润预期会保持稳步增长趋势。

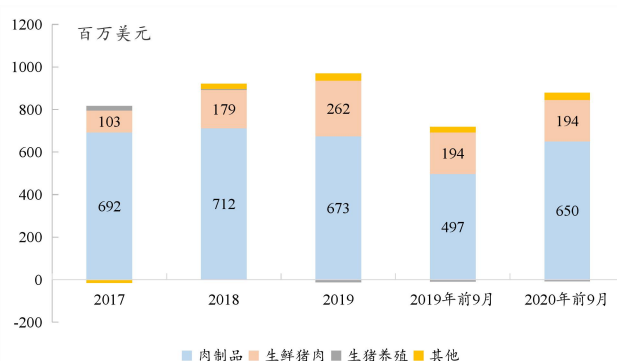
生鲜猪肉业务，虽然生猪市场供应受非洲猪瘟影响大幅减少，但受益于猪肉价格的提升和进口猪肉的拉动，公司生鲜猪肉业务实现收入 44.31 亿美元，同比增加 42.11%；经营利润因偏低的屠宰量削弱了盈利空间，前三季度经营利润与去年同期持平。

图 5：中国区业务收入



资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

图 6：中国区业务营业利润

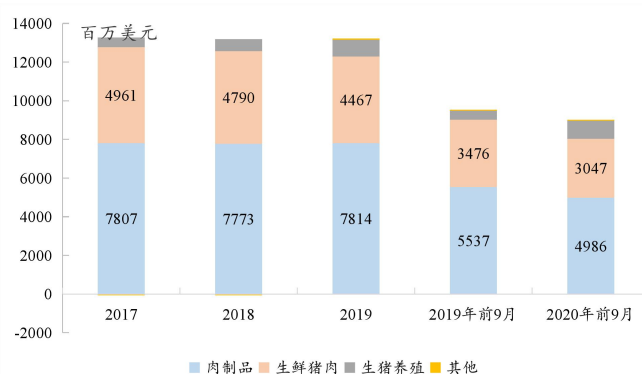


资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

美国最坏时期已过，美国业务已见改善。2020 年前三季度，美国业务收入 89.7 亿美元，同比减少 5.97%，占总营业收入的 47.8%，经营利润同比减少 7.4% 至 4.64 亿美元，占公司总经营利润的 31.4%。虽然新冠疫情导致公司产出减少、市场受阻、销售不畅，业务面临较大的经营压力，伴随公司积极调整产品结构和经营策略，以及餐饮业逐步复苏趋势下，Q3 经营已有所恢复。

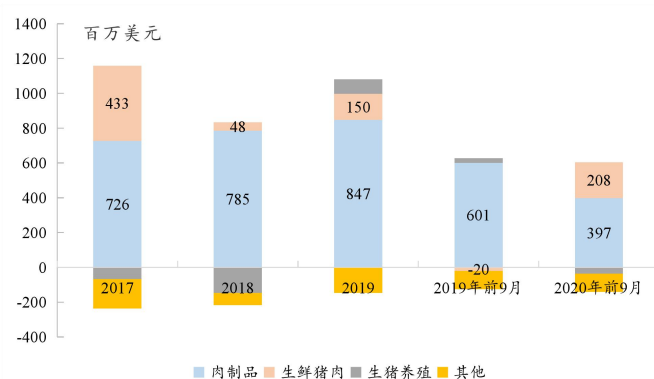
3Q20 美国业务收入和经营利润分别为 28.54/1.88 亿美元，同比-7.8%/-9.1%，经营利润跌幅较 Q2 大幅收窄，经营利润率环比+4.9pct 至 6.6%。Q3 伴随餐饮业重新营运，肉制品需求回暖，肉制品业务收入及经营利润同比变动-11.9%/-0.6%，经营利润率环比+4.2pct 至 9.8%；生鲜肉业务得益于中美猪肉贸易套利空间扩大带来的出口量提升增厚业务利润，期内录得经营利润 0.92 亿美元；生猪养殖业务因生猪价格处于历史低位影响盈利，Q3 录得经营亏损 0.16 亿美元。

图 7：美国业务收入



资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

图 8：美国业务营业利润

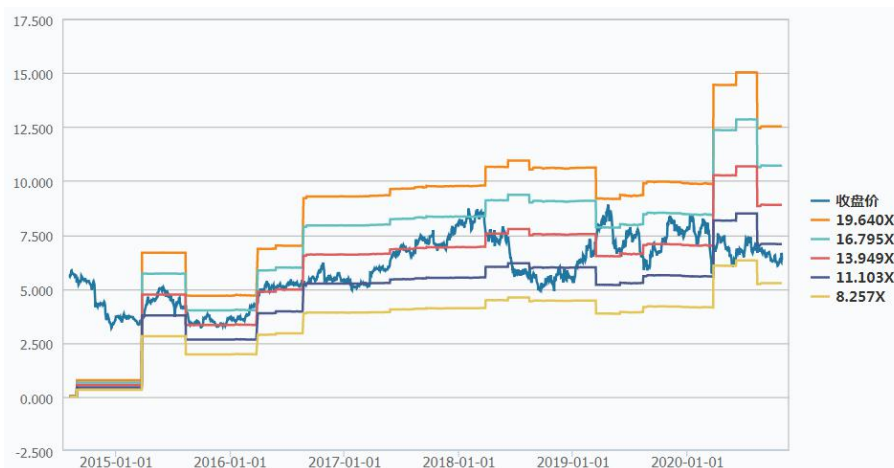


资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

維持“買入”評級，目標價 9.0 港元：

因美國疫情的不確定性，預期 4Q20 公司仍會面臨較大的經營壓力，2021 年在疫情得到良好控制下，公司有望實現穩步復蘇。我們維持原盈利預測，2020/2021 年 EPS 將分別為 0.082/0.112 美元，維持 9.0 港元的目標價，對應 2021 年 10 倍 PE，較現價有 34.9% 的漲幅空間，維持“買入”評級。

圖 9：公司 PE Band（截至 2020 年 10 月 29 日）



資料來源：Wind、國元證券經紀（香港）整理

财务报表摘要

资产负债表						利润表					
单位:百万美元						单位:百万美元					
会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	5,460	6,707	6,351	6,576	6,915	营业收入	22,605	24,103	25,332	27,201	28,507
货币资金	579	593	625	744	894	营业成本	17,907	18,871	20,277	21,405	22,275
交易性金融资产	30	419	447	400	400	毛利	4,698	5,232	5,055	5,795	6,232
应收账款	1,135	1,047	1,013	1,088	1,140	销售费用	2,139	2,059	2,331	2,394	2,509
其他应收款	430	508	304	321	334	管理费用	732	811	836	898	941
存货	2,969	4,010	4,009	4,023	4,147	其他经营费用	-339	-230	-166	-132	-104
非流动资产	9,838	10,575	11,577	12,027	12,382	营业利润	2,166	2,592	2,055	2,636	2,888
可供出售金融资产	7	10	10	10	10	其他支出	74	63	76	82	86
长期股权投资	352	347	350	354	358	其他收入	98	59	101	109	114
投资性房地产	1	2	3	4	5	权益性投资损益	35	15	34	35	37
固定资产净值	5,300	5,406	5,409	5,411	5,414	非经营性损益	-21	53	51	14	14
商誉及无形资产	3,581	3,667	3,685	3,704	3,722	财务成本	115	144	139	109	114
土地使用权	175	-	-	-	-	利润总额	1,411	2,052	1,693	2,339	2,644
其他非流动资产	423	1,145	2,123	2,547	2,878	所得税	258	357	296	421	476
资产总计	15,298	17,282	17,929	18,603	19,298	净利润	1,153	1,695	1,397	1,918	2,168
流动负债	3,328	3,869	3,799	3,931	4,061	少数股东损益	210	230	196	269	304
短期借款及长期借款当期到期	819	905	860	817	776	归属母公司净利润	943	1,465	1,201	1,650	1,865
应付票据及账款	977	1,074	1,014	1,070	1,114	EPS(美元)	0.064	0.100	0.082	0.112	0.127
应缴税金	61	96	99	102	105						
其他流动资产	1,471	1,794	1,827	1,942	2,066	主要财务比率					
非流动负债	3,552	3,961	3,998	4,034	4,067	会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
长期借款	2,259	2,187	2,187	2,187	2,187	成长性(%)					
其他	1,293	1,774	1,811	1,847	1,880	营业收入增长率	1.0%	6.6%	5.1%	7.4%	4.8%
负债合计	6,880	7,830	7,797	7,965	8,128	营业利润增长率	-21.0%	43.3%	-19.2%	37.7%	12.9%
流动资产净值	2,132	2,838	2,552	2,645	2,855	净利润增长率	-16.8%	55.4%	-18.0%	37.3%	13.0%
股本	1	1	1	1	1						
未分配利润	7,745	8,683	9,117	9,573	10,052	盈利能力(%)					
少数股东权益	672	768	1,013	1,064	1,117	毛利率	20.8%	21.7%	20.0%	21.3%	21.9%
股东权益合计	8,418	9,452	10,131	10,638	11,170	净利率	5.1%	7.0%	5.5%	7.1%	7.6%
负债及权益合计	15,298	17,282	17,929	18,603	19,298	ROE	13.7%	17.9%	13.8%	18.0%	19.4%
现金流量表						偿债能力(%)					
会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	资产负债率	45.0%	45.3%	43.5%	42.8%	42.1%
净利润	1,153	1,695	1,397	1,918	2,168	流动比率	1.64	1.73	1.67	1.67	1.70
折旧和摊销	437	450	464	478	492	速动比率	0.87	1.03	1.02	1.02	1.06
营运资金的变动	-570	-890	100	-139	-214						
出售固定资产收到现金	20	18	16	15	13	营运能力(次)					
资本性支出	-	-	-	-	-	资产周转率	1.48	1.39	1.41	1.46	1.48
投资损失	1,197	856	795	988	986	存货周转率	8.86	6.50	7.00	7.37	7.37
债务增加	8,658	8,745	8,307	8,307	8,307						
债务减少	8,654	8,221	8,304	8,304	8,304	每股资料(美元)					
支付股利合计	795	907	1,047	1,222	1,442	每股收益	0.064	0.100	0.082	0.112	0.127
经营活动产生现金流量	1,255	1,264	1,912	2,335	2,581	每股经营现金	0.09	0.09	0.13	0.16	0.18
投资活动产生现金流量	-1,217	-874	-811	-1,002	-999	每股净资产	0.57	0.64	0.69	0.72	0.76
融资活动产生现金流量	-790	-384	-1,043	-1,218	-1,438						
现金净变动	-752	6	58	115	143	估值比率(倍)					
现金的期初余额	1,279	484	490	548	663	PE	13.23	8.53	10.40	7.57	6.70
现金的期末余额	484	490	548	663	806	PB	1.48	1.32	1.23	1.17	1.12

投资评级定义和免责条款

投资评级

买入	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅不小于 20%
持有	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅在正负 20%之间
卖出	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅不小于-20%
未评级	对未来 12 个月内目标价不做判断

免责声明

一般声明

本报告由国元证券经纪（香港）有限公司（简称“国元证券经纪（香港）”）制作，国元证券经纪（香港）为国元国际控股有限公司的全资子公司。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国元证券经纪（香港）及其关联机构对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成对买卖任何证券或其他金融工具的出价或征价或提供任何投资决策建议的服务。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或投资操作性建议。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，自主审慎做出决策并自行承担风险。投资者在依据本报告涉及的内容进行任何决策前，应同时考虑各自的投资目的、财务状况和特定需求，并就相关决策咨询专业顾问的意见对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国元证券经纪（香港）及/或其关联人员均不承担任何责任。

本报告署名分析师与本报告中提及公司无财务权益关系。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，国元证券经纪（香港）可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

本报告署名分析师可能会不时与国元证券经纪（香港）的客户、销售交易人员、其他业务人员或在本报告中针对可能对本报告所涉及的标的证券或其他金融工具的市场价格产生短期影响的催化剂或事件进行交易策略的讨论。这种短期影响的分析可能与分析师已发布的关于相关证券或其他金融工具的目标价、评级、估值、预测等观点相反或不一致，相关的交易策略不同于且也不影响分析师关于其所研究标的证券或其他金融工具的基本面评级或评分。

国元证券经纪（香港）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。国元证券经纪（香港）没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国元国际控股有限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不一致的投资决策。

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。

本报告提供给某接收人是指，投资决策是投资者自身基于对潜在投资的目标、需求、机会、风险、市场因素及其他投资考虑而独立做出的。

特别声明

在法律许可的情况下，国元证券经纪（香港）可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到国元证券经纪（香港）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。

本报告的版权仅为国元证券经纪（香港）所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

分析员声明

本人具备香港证监会授予的第四类牌照——就证券提供意见。本人以勤勉的职业态度，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。

国元国际控股有限公司
香港中环康乐广场8号交易广场三期17楼
电话：(852) 3769 6888
传真：(852) 3769 6999
服务热线：400-888-1313