中國必需消費行業

低估值股票具較佳防禦性，首予行業大市同步評級

❖ **大市同步** 在 2016 年經濟下行周期，MSCI 中國必需消費指數於 2016 年 2 月到底，較於 2Q18 及 3Q18 到達 6.7%底部的 GDP 增速爲早。由於現時該指數估值爲 22.0x P/E，較 2016 年 2 月底部的 18.6x 高，我們相信行業估值仍有下行空間。但是，我們宏觀經濟分析師預期這次 GDP 增速或會於 2Q19 見底，因此行業可能於 1Q19 見底。我們相信低估值股票具較佳防禦性，**首次覆蓋旺旺(151 HK)及萬洲國際(288 HK)，給予買入評級**。

❖ **行業趨勢** 我們預期以下食品飲料行業將會持續：(1)隨着收入水平上升，消費者更注重健康，標榜健康的產品將會更受歡迎；(2)行業參與者持續發展高速增長的電商渠道，銷售渠道多元化，以及進一步於低級別城市滲透；(3)持續進行產品創新及升級以提高單價及利潤率。我們預期城鎮化及人口增長將帶動猪肉消費於 2017 至 2020 年均複合增長 2.6%。

❖ **旺旺 - 多重發力驅動增長，估值不合理地低** (1)我們預期 2HFY19E 毛利率同比升幅較 1HFY19 更爲强勁，原因是 1QFY19 提價及主要原材料(全脂奶粉及白糖)價格下跌。(2)公司積極推動品牌年輕化，新興渠道多元化及開發新產品驅動銷售增長，1HFY19 銷售增長一半來自新興渠道或新產品。(3)公司一半以上收入來自小孩，6-12 歲人口自 2017-2022 年恢復增長是利好。(4)我們預測 FY18-21E 每股盈利年均複合增長 9.5%，給予目標價 7.4 港元，對應 FY20E 21.7 倍市盈率，基於過去五年平均值。(5)該股目前估值爲 17.2 倍 FY20E 市盈率，處於歷史區間 16-36 倍底部，我們認爲現時估值不合理地低，因往績顯示公司收入下跌時，估值才跌至區間底部水平，然而我們預期 FY19/20E 收入增長分別爲 4%/5%。**催化劑：** (1)FY19E 收入增長符合預期；(2)公司或管理層買入股份。

❖ **萬洲國際-最壞時候已經過去，美國市場可望於 FY19 復蘇** (1)受到中國及墨西哥加征猪肉進口關稅以及非洲猪瘟疫情等打擊，萬洲股價於 2018 年大幅跑輸大市。(2)FY19 美國生猪供求情況有望改善，美國市場可望復蘇。首先，如果 USMCA 獲通過，墨西哥對美國進口猪肉的 20%關稅將會取消；第二，2018 年 12 月美國農業部報告顯示繁殖猪只存欄數及生猪存欄數增速放慢。此外，管理層預期更新美國生猪屠宰設施及投入自動化生產設備可改善鮮肉業務利潤率。(3)公司 CFO 於 2018 年 12 月增持股份是利好。(4)我們預期 FY18 經調整淨利潤下跌 10.9%，但於 FY19 反彈 10.1%。我們給予 SOTP 爲基準的目標價爲 7.8 港元，對應國際業務 10.3 倍市盈率估值及中國業務 16.2 倍市盈率估值。**催化劑：** (1)中國對美國猪肉降低關稅或增加進口。(2)墨西哥取消對美國進口猪肉徵收關稅。

❖ **風險因素：** (1)銷售低於預期；(2)原材料價格走勢不利；(3)USMCA 實行時間延遲；(4)非洲猪瘟疫情使猪肉價格大漲；(5)食物安全事故。

行業估值表

必需消費品 上市公司	代码	市值 (百万港元)	股价	目标价 (HK$)	潜在升幅 (%)	评级	年结	市盈率(x) FY1	市盈率(x) FY2	每股盈利增长率(%) FY1	每股盈利增长率(%) FY2
万洲	288 HK	88,640	6.04	7.8	29	买入	Dec-17	11.5	10.5	(11)	11
中国旺旺 #	151 HK	72,828	5.85	7.4	26	买入	Mar-18	18.3	17.2	11	9

#公司於 3 月底年結

資料來源：公司及彭博預測

同步大市
(首次覆蓋)

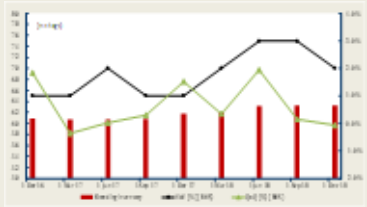
葉建中，CFA
電話：(852) 3900 0838
郵件：albertyip@cmbi.com.hk

中國必需消費行業

新西蘭 GDP 全脂牛奶價格下跌

資料來源：彭博、招銀國際

美國產子母猪數量增速連續兩季下跌



資料來源：美國農業部、招銀國際

行業研究

免責聲明及披露

分析員聲明

負責撰寫本報告的全部或部分內容之分析員，就本報告所提及的證券及其發行人做出以下聲明：（1）發表於本報告的觀點準確地反映有關於他們個人對所提及的證券及其發行人的觀點；（2）他們的薪酬在過往、現在和將來與發表在報告上的觀點幷無直接或間接關係。

此外，分析員確認，無論是他們本人還是他們的關聯人士（按香港證券及期貨事務監察委員會操作守則的相關定義）（1）幷沒有在發表研究報告 30 日前處置或買賣該等證券；（2）不會在發表報告 3 個工作日內處置或買賣本報告中提及的該等證券；（3）沒有在有關香港上市公司內任職高級人員；（4）幷沒有持有有關證券的任何權益。

招銀證券投資評級

買入 ：股價於未來 12 個月的潛在漲幅超過 15%
持有 ：股價於未來 12 個月的潛在變幅在-10%至+15%之間
賣出 ：股價於未來 12 個月的潛在跌幅超過 10%
未評級 ：招銀國際幷未給予投資評級

招銀國際證券行業投資評級

優於大市 ：行業股價於未來12 個月預期表現跑贏大市指標
同步大市 ：行業股價於未來12 個月預期表現與大市指標相若
落後大市 ：行業股價於未來 12 個月預期表現跑輸大市指標

招銀國際證券有限公司

地址: 香港中環花園道 3 號冠君大厦 45 及 46 樓　　電話: (852) 3900 0888　　傳真: (852) 3900 0800

招銀國際證券有限公司("招銀證券")爲招銀國際金融有限公司之全資附屬公司 (招銀國際金融有限公司爲招商銀行之全資附屬公司)

重要披露

本報告內所提及的任何投資都可能涉及相當大的風險。報告所載數據可能不適合所有投資者。招銀證券不提供任何針對個人的投資建議。本報告沒有把任何人的投資目標、財務狀況和特殊需求考慮進去。而過去的表現亦不代表未來的表現，實際情況可能和報告中所載的大不相同。本報告中所提及的投資價值或回報存在不確定性及難以保證，幷可能會受目標資產表現以及其他市場因素影響。招銀證券建議投資者應該獨立評估投資和策略，幷鼓勵投資者諮詢專業財務顧問以便作出投資決定。

本報告包含的任何信息由招銀證券編寫，僅爲本公司及其關聯機構的特定客戶和其他專業人士提供的參考數據。報告中的信息或所表達的意見皆不可作爲或被視爲證券出售要約或證券買賣的邀請，亦不構成任何投資、法律、會計或稅務方面的最終操作建議，本公司及其雇員不就報告中的內容對最終操作建議作出任何擔保。我們不對因依賴本報告所載資料采取任何行動而引致之任何直接或間接的錯誤、疏忽、違約、不謹慎或各類損失或損害承擔任何的法律責任。任何使用本報告信息所作的投資決定完全由投資者自己承擔風險。

本報告基於我們認爲可靠且已經公開的信息，我們力求但不擔保這些信息的準確性、有效性和完整性。本報告中的資料、意見、預測均反映報告初次公開發布時的判斷，可能會隨時調整，且不承諾作出任何相關變更的通知。本公司可發布其它與本報告所載資料及/或結論不一致的報告。這些報告均反映報告編寫時不同的假設、觀點及分析方法。客戶應該小心注意本報告中所提及的前瞻性預測和實際情況可能有顯著區別，唯我們已合理、謹慎地確保預測所用的假設基礎是公平、合理。招銀證券可能采取與報告中建議及/或觀點不一致的立場或投資決定。

本公司或其附屬關聯機構可能持有報告中提到的公司所發行的證券頭寸幷不時自行及/或代表其客戶進行交易或持有該等證券的權益，還可能與這些公司具有其他相關業務聯繫。因此，投資者應注意本報告可能存在的客觀性及利益衝突的情況，本公司將不會承擔任何責任。本報告版權僅爲本公司所有，任何機構或個人於未經本公司書面授權的情況下，不得以任何形式翻版、複製、轉售、轉發及或向特定讀者以外的人士傳閱，否則有可能觸犯相關證券法規。

如需索取更多有關證券的信息，請與我們聯絡。

對於接收此份報告的英國投資者
本報告僅提供給符合(I)2000 年英國不時修訂之金融服務及市場法令 2005 年(金融推廣)令("金融服務令")第 19(5) 條之人士及(II) 屬金融服務令第 49(2)(a) 至(d) 條(高淨值公司或非公司社團等)之機構人士，未經招銀證券書面授權不得提供給其他任何人。

對於接收此份報告的美國投資者
本報告僅提供給美國 1934 年證券交易法規則 15a-6 定義的"主要機構投資者"，不得提供給其他任何個人。接收本報告之行爲即表明同意接受協議不得將本報告分發或提供給任何其他人。