

中国必需消费行业

低估值股票具较佳防御性，首予行业大市同步评级

❖ **大市同步** 在2016年经济下行周期，MSCI中国必需消费指数于2016年2月到底，较于2Q18及3Q18到达6.7%底部的GDP增速为早。由于现时该指数估值为22.0xP/E，较2016年2月底部的18.6x高，我们相信行业估值仍有下行空间。但是，我们宏观经济分析师预期这次GDP增速或会于2Q19见底，因此行业可能于1Q19见底。我们相信低估值股票具较佳防御性，**首次覆盖旺旺(151 HK)及万洲国际(288 HK)**，给予**买入**评级。

❖ **行业趋势** 我们预期以下食品饮料行业将会持续：(1)随着收入水平上升，消费者更关注健康，标榜健康的产品将会更受欢迎；(2)行业参与者持续发展高速增长电商渠道，销售渠道多元化，以及进一步于低级别城市渗透；(3)持续进行产品创新及升级以提高单价及利润率。我们预期城镇化及人口增长将带动猪肉消费于2017至2020年均复合增长2.6%。

❖ **旺旺-多重发力驱动增长，估值不合理地低** (1)我们预期2HFY19E毛利率同比升幅较1HFY19更为强劲，原因是1QFY19提价及主要原材料(全脂奶粉及白糖)价格下跌。(2)公司积极推动品牌年轻化，新兴渠道多元化及开发新产品驱动销售增长，1HFY19销售增长一半来自新兴渠道或新产品。(3)公司一半以上收入来自小孩，6-12岁人口自2017-2022年恢复增长是利好。(4)我们预测FY18-21E每股盈利年均复合增长9.5%，给予目标价7.4港元，对应FY20E 21.7倍市盈率，基于过去五年平均值。(5)该股目前估值为17.2倍FY20E市盈率，处于历史区间16-36倍底部，我们认为现时估值不合理地低，因往绩显示公司收入下跌时，估值才跌至区间底部水平，然而我们预期FY19/20E收入增长分别为4%/5%。**催化剂**：(1)FY19E收入增长符合预期；(2)公司或管理层买入股份。

❖ **万洲国际-最坏时候已经过去，美国市场可望于FY19复苏** (1)受到中国及墨西哥加征猪肉进口关税以及非洲猪瘟疫情等打击，万洲股价于2018年大幅跑输大市。(2)FY19美国生猪供求情况有望改善，美国市场可望复苏。首先，如果USMCA获通过，墨西哥对美国进口猪肉的20%关税将会取消；第二，2018年12月美国农业部报告显示繁殖猪只存栏数及生猪存栏数增速放慢。此外，管理层预期更新美国生猪屠宰设施及投入自动化生产设备可改善鲜肉业务利润率。(3)公司CFO于2018年12月增持股份是利好。(4)我们预期FY18经调整净利润下跌10.9%，但于FY19反弹10.1%。我们给予SOTP为基准的目标价为7.8港元，对应国际业务10.3倍市盈率估值及中国业务16.2倍市盈率估值。**催化剂**：(1)中国对美国猪肉降低关税或增加进口。(2)墨西哥取消对美国进口猪肉征收关税。

❖ **风险因素**：(1)销售低于预期；(2)原材料价格走势不利；(3)USMCA实行时间延迟；(4)非洲猪瘟疫情使猪肉价格大涨；(5)食物安全事故。

行业估值表

必需消费品 上市公司	代码	市值 (百万港元)	股价	潜在升幅			评级	年结	市盈率(x)		每股盈利增长率(%)	
				目标价 (HK\$)	幅 (%)	评级			FY1	FY2	FY1	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	

#公司于3月底年结

资料来源：公司及彭博预测

同步大市 (首次覆盖)

叶建中, CFA

电话: (852) 3900 0838

邮件: albertyip@cmbi.com.hk

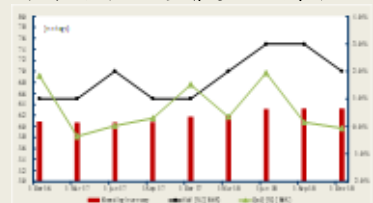
中国必需消费行业

新西兰 GDP 全脂牛奶价格下跌



资料来源：彭博、招银国际

美国产子母猪数量增速连续两季下跌



资料来源：美国农业部、招银国际

免责声明及披露

分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告 30 日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告 3 个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

招银证券投资评级

买入	: 股价于未来 12 个月的潜在涨幅超过 15%
持有	: 股价于未来 12 个月的潜在变幅在-10%至+15%之间
卖出	: 股价于未来 12 个月的潜在跌幅超过 10%
未评级	: 招银国际并未给予投资评级

招银国际证券行业投资评级

优于大市	: 行业股价于未来12个月预期表现跑赢大市指标
同步大市	: 行业股价于未来12个月预期表现与大市指标相若
落后大市	: 行业股价于未来 12 个月预期表现跑输大市指标

招银国际证券有限公司

地址: 香港中环花园道 3 号冠君大厦 45 及 46 楼 电话: (852) 3900 0888 传真: (852) 3900 0800

招银国际证券有限公司("招银证券")为招银国际金融有限公司之全资附属公司(招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司)

重要披露

本报告期内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招银证券不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受目标资产表现以及其他市场因素影响。招银证券建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决定。

本报告包含的任何信息由招银证券编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视作证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的错误、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律上责任。任何使用本报告信息所作的投资决定完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银证券可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。

如需索取更多有关证券的信息，请与我们联系。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)2000年英国不时修订之金融服务及市场法令2005年(金融推广)令("金融服务令")第19(5)条之人士及(II)属金融服务令第49(2)(a)至(d)条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，未经招银证券书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美国投资者

本报告仅提供给美国1934年证券交易法规则15a-6定义的"主要机构投资者"，不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。