

日常消费

港股 2018 策略：引入“快乐 6+1”年度推荐组合

观点聚焦

投资建议

引入“快乐 6+1”年度推荐组合（恒安国际、中国旺旺、达利食品、周黑鸭、万洲国际、现代牧业和中国食品），前 6 只 2018 年市盈率估值均不足 20 倍，中国食品除权后股价大幅回落至接近 20 倍低估区。预计未来一年组合内个股股价平均涨幅不低于两成（即来到 2018 年 20-25 倍合理估值区间），基本面持续改善是基础，低估值提供安全边际，业绩超预期是股价上涨催化剂。

理由

复苏始于 2017，2018 业绩前瞻更佳：复苏始于 2017 年中，在友善的宏观环境依托下，企业五大自下而上努力（购并促成长、组织改造与员工激励增业绩、创新引领产品升级与高端化趋势、去产能增厚盈利与现金、企业资产或业务重组后的活力再现）促成业绩复苏，预计 17 年板块盈利增幅 9.7%，优于 16 年 5.5%。来年企业自下而上努力或可带来更多惊喜，惯性因素亦使业绩前瞻优于 2017 年，预计 18 年板块盈利增幅可达 18.4%。

预期差来自市场对企业复苏前景认知不足，带来低估值个股股价与估值续升机会：建议优先布局低估值个股，并引入“快乐 6+1”年度推荐组合。低估值背后隐含市场对个股业绩复苏前景的迟疑：体现在持续高企的板块做空动力，亦反映在中金与市场现有一致盈利预期期间的差异。相信市场认知落后将在未来一年，随公司靓丽业绩递送得以纠正，从而带来我们推荐组合中的低估值个股股价上涨与估值续升机会。

盈利预测与估值

推荐组合盈利同比增幅预计将由 2017 年 3.2% 升至 2018 年 14.2%。当前股价下，组合 2018 年平均市盈率预测 16.3 倍，低于港股 Staple 板块均值 21.8 倍和近五年均值 18.6 倍，同时也低于现时美股 21.9 倍和 A 股 43.4 倍 Staple 板块均值。组合较市场估值溢价率 78%，亦低于港股 Staple 板块溢价率均值 131% 和近五年均值 138%，显示推荐组合具备足够估值安全边际与未来改善空间。

风险

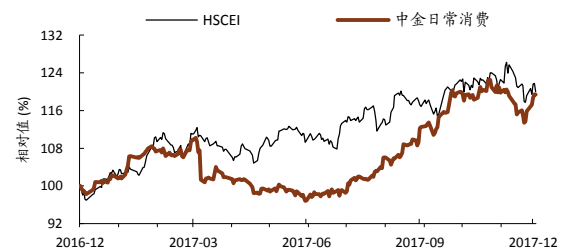
推荐个股业绩复苏力度不达预期，市场出现大幅回调制约估值续升动力。

股票名称	评级	目标价格	P/E (x)	
			2017E	2018E
万洲国际-H	推荐	10.51	14.6	12.3
恒安国际-H	推荐	92.7	20.6	18.0
达利食品-H	推荐	8.06	21.5	18.3
中国旺旺-H	推荐	7.34	17.1 (a)	15.2 (a)
周黑鸭-H	推荐	9.72	18.9	16.4
中国食品-H	推荐	6.21	27.0	21.3
现代牧业-H	推荐	2.28	N.M.	10.5

注：现代牧业估值使用剔除生物资产公允价值重估损失的核心盈利
 标有 (a) 的数值所对应的年份为本列顶部所示年份之后的一年

中金一级行业

日常消费



相关研究报告

- 周黑鸭-H | 风物长宜放眼量 (2017.12.13)
- 万洲国际-H | 或将重拾升势 (2017.12.04)
- 中国旺旺-H | 复苏启动，增长可持续 (2017.11.24)
- 达利食品-H | 增长动力来自产品与扩张前景 (2017.11.16)
- 中国食品-H | 专注饮料业务，释放长期增长潜力 (2017.10.19)
- 现代牧业-H | 上调至推荐：重组业务模式预计带动复苏 (2017.08.31)

资料来源：万得资讯、彭博资讯、中金公司研究部

袁霏阳

分析师

feiyang.yuan@cicc.com.cn
 SAC 执业编号：S0080511030012
 SFC CE Ref: A12727

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明



“慧博资讯”是中国领先的投研大数据分享平台

点击进入 <http://www.hibor.com.cn>

目录

企业自下而上努力开始显现效果	3
期待 18 年业绩满月绽放, 基本面前瞻优于 2017	6
引入“快乐 6+1”年度推荐组合	8
1. 港股市场估值反映盈利变化趋势的规律没变	8
2. 优先布局低估值个股, 预期差来自市场对其业绩复苏认知不足	8
3. 低估值个股首要关注短期业绩反转, 高估值个股必须看清长期趋势	10
4. 快乐 6+1: 基于绝对收益且即可买入的年度推荐组合	11

图表

图表 1: 现代渠道各品类消费复苏趋势一览	4
图表 2: 农民工外出人数增幅统计 (2013-2017 年)	5
图表 3: 新开工项目计划总投资额同比增速 (2013-2017 年)	5
图表 4: 企业五大自下而上自救努力及相应实践	5
图表 5: 港股必选消费板块估值反映盈利变化趋势	6
图表 6: 中金盈利预测与市场一致预期比较	7
图表 7: 主要推荐公司业绩复苏趋势 (恒安、旺旺、达利、周黑鸭、万洲国际、中国食品)	7
图表 8: 港股必选消费板块过去 5 年市盈率及均值	8
图表 9: 港股必选消费板块过去 5 年相对大盘估值溢价	8
图表 10: A 股、美股及港股必选消费板块过去 5 年市盈率比较	8
图表 11: 个股当前做空天数与年内平均做空天数	9
图表 12: 年内个股股价表现及板块与市场涨幅比较	10
图表 13: 中金已覆盖个股估值表	11
图表 14: “快乐 6+1”组合入选个股估值表	11



企业自下而上努力开始显现效果

回顾过去一年, 虽有消费持续升级及政府投资驱动下农村流向城镇人口恢复增长所带来的消费总量复苏贡献, 但企业自下而上努力仍是促成 2017 不少 Staple 公司业绩出现复苏的最主要动力。

我们总结到的企业五大自下而上努力分别是: 1) 购并促成长, 2) 组织改造与员工激励增业绩, 3) 创新引领产品升级与高端化趋势, 4) 去产能增厚盈利与现金, 以及 5) 企业资产或业务重组后的活力再现。

在过去一年里, 我们看到上述五大努力带来的企业业绩复苏案例层出不穷:

1) 购并促成长:

万洲国际 (288.HK): 连续在 2016 和 2017 年末收购美国西海岸公司及东欧罗马尼亚和波兰资产, 这些收购将分别贡献 2017-2018 公司销售和盈利增长。

华润啤酒 (291.HK): 公司愿意考虑通过境外品牌收购角逐国内高端啤酒市场, 同时觊觎国内大型啤酒集团整合机会, 拟获得更多区域垄断市场实现销售增长和利润率提升目标。

康师傅控股 (322.HK): 与星巴克、阿华田等品牌合作扩大饮料品类, 最近又购回朝日股权增厚饮料持股比例, 达到提升饮料业务盈利目的。

恒安国际 (1044.HK): 收购马来西亚皇城集团拓展东南亚市场, 拟将马来西亚公司旗下经营的棉制护理用品引入中国, 增厚其国内市场业绩。

2) 组织改造与员工激励增业绩:

恒安国际 (1044.HK): 年初开始推行阿米巴改革, 并引入超额利润分享机制激励员工, 刺激业绩于年中开始复苏。

中国旺旺 (151.HK): 面对销售滞涨瓶颈, 公司于年初改变组织架构, 从事业部改为销售大区制, 并引入员工双向激励措施, 刺激销售从二季度起同比止跌回升。

蒙牛乳业 (2319.HK): 年初公司组织架构改回更擅长的事业部制, 并且持续推进员工激励计划 (股权激励+限制性股票激励), 销售复苏从 2016 年起持续至今。

3) 创新引领产品升级与高端化趋势:

恒安国际 (1044.HK): 公司卫生巾业务已持续两年均价双位数提升, 干湿纸巾业务于年初分离后湿巾推出创新与高毛利率产品, 提升品类业绩。最近公司又开始延伸老三大产品至四大品类和两小品类, 目的仍在于进一步推动产品升级与高端化趋势。

蒙牛乳业 (2319.HK): 公司提出产品引领增长口号, 今年上半年通过产品升级抬升毛利率近 1 个百分点。

康师傅控股 (322.HK): 公司在高端方便面市场后来居上, 短短一年市场份额已追上领先品牌; 年内饮料产品亦开始升级, 尽管第一年高端产品收入占比仅为 2%。

华润啤酒 (291.HK): 产品不断升级, ASP 和利润率已持续多年稳步攀升。

达利食品 (3799.HK): 年内连续推出豆奶和品质早餐两大新品类, 进一步提升产品结构, ASP 与毛利率持续改善中。

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明



4) 去产能增盈利和现金

康师傅控股 (322.HK): 年内公司成功启动饮料去产能努力, 饮料固定资产余额同比下降 11%, 饮料折旧金额同比减少 8%, 收获现金与盈利。

华润啤酒 (291.HK): 2015 年起公司以拨备方式启动冗余资产处置工作, 为将来正式启动去产能努力提前簿记成本。

5) 企业资产和业务重组后活力再现

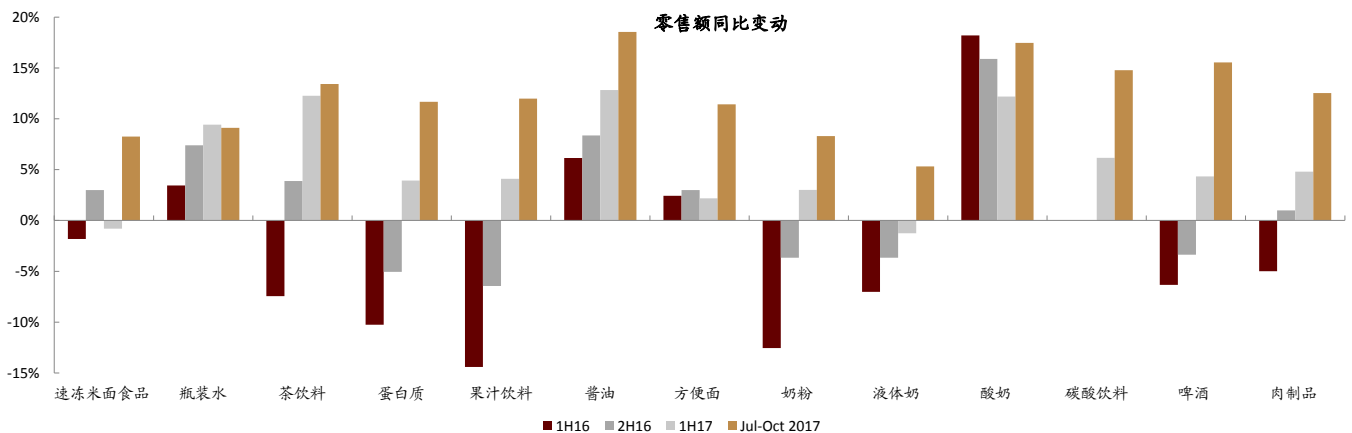
中国食品 (506.HK): 年内成功剥离非盈利业务, 仅留下业绩增长前景被看好的饮料业务, 非盈利资产剥离所获现金派发特殊股利, 刺激业绩与股价上行。

现代牧业 (1117.HK): 年中已将非盈利下游业务剥离至蒙牛, 为明年起盈利复苏和经营性自由现金流转正打下基础。

这些努力帮到了相关企业业绩于年内陆续出现复苏, 例如:

- 1) **恒安国际 (1044.HK):** 阿米巴改革 6 月起呈现效果, 收入增幅由低单升至高单, 盈利更于上半年即出现双位数同比增长。
- 2) **中国旺旺 (151.HK):** 实施内部组织架构改造与双向激励机制, 使公司销售从二季度起止跌回升, 增长态势持续至今。
- 3) **达利食品 (3799.HK):** 公司于 5 月和 7 月分别推出豆奶和品质早餐系列两大新品, 获得成功, 销售和盈利均有望从今年下半年起回归双位数增长。
- 4) **现代牧业 (1117.HK):** 公司于年中重组其业务模式, 剥离亏损下游业务交给蒙牛打理, 预计下半年起账面亏损和负自由现金流状况均有望持续大幅改善。
- 5) **中国食品 (506.HK):** 公司于年内完成业务重组, 剥离非核心业务过程中录得高额投资收益并收获大笔现金, 转而以特殊股息形式派出。
- 6) **康师傅控股 (322.HK):** 公司于年内启动饮料冗余资产减负, 并于年末提前买回朝日持有的 20% 饮料股权; 同时开发多款高价方便面, 及时捕捉到了始于 2016 年的方便面消费快速升级趋势, 今年公司盈利增幅有望高达 50%。

图表 1: 现代渠道各品类消费复苏趋势一览



资料来源: 商务部, 中金公司研究部

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明



图表2: 农民工外出人数增幅统计 (2013-2017年)



资料来源: 国家统计局, 中金公司研究部

图表3: 新开工项目计划总投资额同比增速 (2013-2017年)



资料来源: 国家统计局, 中金公司研究部

图表4: 企业五大自下而上自救努力及相应实践

购并促成长	组织改造与员工激励增业绩	创新引领产品升级与高端化趋势	去产能增盈利和现金	企业资产和业务重组后活力再现
<ul style="list-style-type: none"> • 万洲国际: 于2016/17年收购美国西海岸公司及东欧罗马尼亚和波兰资产 • 华润啤酒: 考虑通过境外品牌收购角逐国内高端市场; 觊觎国内啤酒集团整合机会 • 康师傅控股: 与星巴克、阿华田等品牌合作扩大饮料品类, 购回朝日股权 • 恒安国际: 收购马来西亚皇城集团拓展东南亚市场 	<ul style="list-style-type: none"> • 恒安国际: 年初开始推行阿米巴改革, 并引入超额利润分享机制激励员工 • 中国旺旺: 于年初改变组织架构, 从事业部改为销售大区制, 并引入员工双向激励措施 • 蒙牛乳业: 年初公司组织架构改回更擅长的事业部制, 并且持续推进员工激励计划(股权激励+限制性股票激励) 	<ul style="list-style-type: none"> • 恒安国际: 湿中推出创新与高毛利产品; 开始延伸老三大产品至四大品类/两小品类 • 蒙牛乳业: 提出产品引领增长口号 • 康师傅控股: 公司在高端方便面市场后来居上, 市场份额已追上领先品牌; 年内饮料产品亦开始升级 • 华润啤酒: 产品不断升级 • 达利食品: 推出豆奶和品质早餐两大新品类 	<ul style="list-style-type: none"> • 康师傅控股: 年内公司成功启动饮料去产能努力, 饮料固定资产余额同比下降11%, 饮料折旧金额同比减少8% • 华润啤酒: 2015年起公司以拨备方式启动冗余资产处置工作 	<ul style="list-style-type: none"> • 中国食品: 年内成功剥离非盈利业务, 仅留下业绩增长前景被看好的饮料业务 • 现代牧业: 年中已将非盈利下游业务剥离至蒙牛, 为明年起盈利复苏和经营性自由现金流转正打下基础

资料来源: 公司数据, 中金公司研究部

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明



期待 18 年业绩满月绽放，基本面前瞻优于 2017

Staple 公司 2018 年基本面前瞻较 2017 更为乐观的原因主要来自：

- 1) **预计宏观环境继续支持消费稳健复苏**：如果说今年出现的总量复苏得益于投资驱动的话，2018 年消费持续增长的动力将来自投资带来的收入增速小幅提升前景（因为我们预期投资可能受高基数影响而出现增速放缓）。
- 2) 企业自下而上努力始于 2017，会在未来几年持续，而且我们发现有更多企业启动类似努力，使得 **2018 可能出现更多基本面复苏惊喜**。例如，我们预计达利食品和中国旺旺 2018 均可能会有收购兼并项目落地，中国食品预计会在二季度启动混合所有制改革等。
- 3) 企业业绩复苏始于 2017 年中，**惯性因素及来年新增努力会使这些公司业绩在 2018 满月绽放**。

从图表 5 估值与盈利变化趋势中我们发现，港股 Staple 公司 2017 盈利增幅预期高于 2016，2018 盈利增速前景更为乐观，这将为股价上涨与板块估值续升打下基础。同时，从图表 6 中金和市场一致预期比较中我们发现，主要推荐公司中金给出的 2018 盈利预测明显高于现有市场一致预期（如：旺旺+19.1%，康师傅+13.2%，恒安+10.7%，万洲+8.9%，中国食品+4.4%）。我们相信这些企业 2018 盈利超市场预期确定性较高，往前看市场一致预期存在持续上调可能。

图表 5: 港股必选消费板块估值反映盈利变化趋势



资料来源：彭博资讯，公司数据，中金公司研究部
注：2018 年数据基于彭博一致预期

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

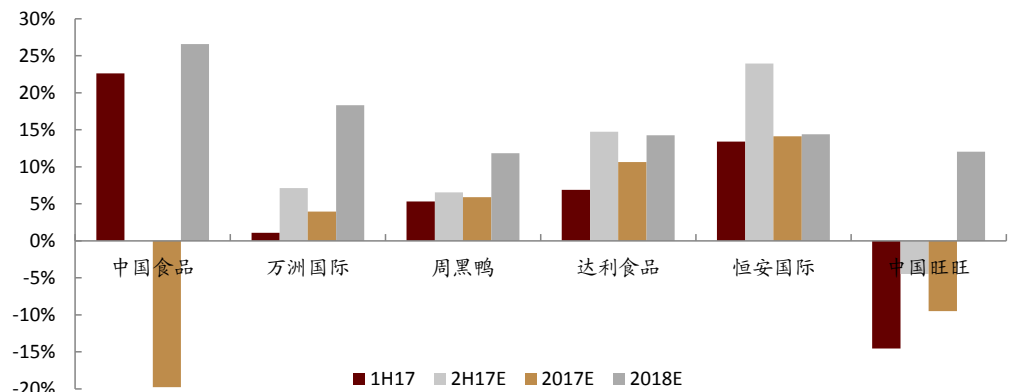


图表6: 中金盈利预测与市场一致预期比较

净利润 代码	公司	货币单位	彭博一致预期						中金预测		与一致预期差异	
			中报前		中报后		变动		2017E	2018E	2017E	2018E
调高												
506.HK	中国食品	百万港元	307	443	428	486	39.4%	9.7%	401	507	-6.3%	4.4%
220.HK	统一企业中国	百万元	790	890	881	1,026	11.5%	15.3%	790	811	-10.3%	-20.9%
1112.HK	健合国际	百万元	835	989	916	1,111	9.7%	12.3%	869	1,063	-5.1%	-4.3%
322.HK	康师傅控股	百万元	1,594	1,870	1,711	2,048	7.4%	9.6%	1,739	2,318	1.6%	13.2%
3799.HK	达利食品	百万元	3,400	3,820	3,468	3,965	2.0%	3.8%	3,470	3,965	0.1%	0.0%
1044.HK	恒安国际	百万元	3,780	4,001	3,815	4,214	0.9%	5.3%	4,071	4,666	6.7%	10.7%
1458.HK	周黑鸭	百万元	775	907	776	904	0.1%	-0.4%	758	847	-2.3%	-6.2%
未调整												
1432.HK	中国圣牧	百万元	322	551	322	551	0.0%	0.0%	277	378	-14.0%	-31.3%
1579.HK	颐海国际	百万元	250	308	250	308	0.0%	0.0%	245	314	-1.9%	2.1%
调低												
291.HK	华润啤酒	百万元	1,800	2,159	1,791	2,144	-0.5%	-0.7%	1,977	2,251	10.4%	5.0%
151.HK	中国旺旺	百万元	3,105	3,203	3,087	2,996	-0.6%	-6.5%	3,185	3,568	3.2%	19.1%
288.HK	万洲国际	百万美元	1,100	1,217	1,084	1,182	-1.5%	-2.9%	1,087	1,287	0.3%	8.9%
3331.HK	维达国际	百万港元	709	828	691	823	-2.5%	-0.6%	714	906	3.4%	10.1%
0606.HK	中国粮油控股	百万港元	1,846	1,796	1,792	1,772	-2.9%	-1.3%	1,846	1,643	3.0%	-7.3%
2319.HK	蒙牛乳业	百万元	2,522	3,185	2,445	3,384	-3.1%	6.3%	2,377	3,395	-2.7%	0.3%
168.HK	青岛啤酒	百万元	1,470	1,547	1,420	1,538	-3.4%	-0.6%	1,188	1,217	-16.4%	-20.8%
1230.HK	雅士利	百万元	-128	26	-169	22	-31.6%	-16.4%	-175	63	3.7%	188.8%
0043.HK	卜蜂国际	百万美元	319	331	86	205	-73.0%	-38.1%	86	205	-0.4%	-0.1%
1117.HK	现代牧业	百万元	146	290	-616	257	n.m	-11.4%	-868	110	-41.0%	-57.1%

资料来源: 彭博资讯, 公司数据, 中金公司研究部; 注: 现代牧业盈利我们使用包含生物资产公允价值重估损失的账面盈利进行对比

图表7: 主要推荐公司业绩复苏趋势 (恒安、旺旺、达利、周黑鸭、万洲国际、中国食品)



资料来源: 公司数据, 中金公司研究部

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明



引入“快乐 6+1”年度推荐组合

1. 港股市场估值反映盈利变化趋势的规律没变

从图表 5 和 8 中看出, 港股估值反映盈利变化趋势的规律从未改变。港股 Staple 估值目前已来到 2017 年 21.8 倍, 超越过去 5 年均值 (18.6 倍) 是因为 2013-2016 年间是企业增长最困难时期估值相对较低, 相信在 2017-2018 板块盈利增速持续回升前景下, Staple 板块有望在 2018 站稳当年 20-25 倍估值区间。

如图表 9-10 显示, 20-25 倍市盈率区间相对全市场估值的溢价率仅停留在历史均值水平 (138%) 附近, 并不显得突兀。与 A 股及美股同行相比港股 Staple 板块当前估值仍具有安全边际。援引中金策略组 2018 港股市场 15% 升幅展望, 我们预计 Staple 板块会有类似表现。其中我们“快乐 6+1”推荐组合因 2018 预测市盈率低至 16.3 倍, 预期来年年会有 20% 或更高涨幅。

图表 8: 港股必选消费板块过去 5 年市盈率及均值



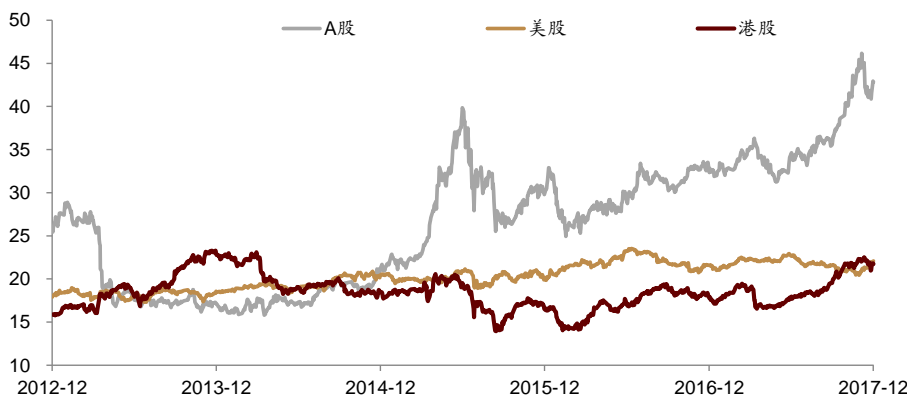
资料来源: 彭博资讯, 公司数据, 中金公司研究部

图表 9: 港股必选消费板块过去 5 年相对大盘估值溢价



资料来源: 彭博资讯, 公司数据, 中金公司研究部

图表 10: A 股、美股及港股必选消费板块过去 5 年市盈率比较



资料来源: 彭博资讯, 中金公司研究部

2. 优先布局低估值个股, 预期差来自市场对其业绩复苏认知不足

从中金和市场一致预期比较中我们发现, 部分重点推荐个股市场并没有充分认知其业绩复苏前景, 反映在图表 6 盈利预测差异上, 例如:

- 1) 恒安国际 (1044.HK): 我们预期 2018 销售增幅将从 17 年 5% 升至 9.9%, 2018 核心盈利增幅将从 17 年 14% 小幅提升至 14.4%。目前市场一致预期 2017 和 2018 盈利同

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明



比分别增长 9.9%和 10.5%，均低于我们预期，对其品类扩张与海外业务拓展可能带来的超预期增长认知不够充分，尽管中报以来市场一直在跟随上调盈利预测。

- 2) **中国旺旺 (151.HK)**: 我们预期 2018 销售增幅将从 17 年 3.3%升至 13.6%，2018 盈利增幅预计可达 12% (17 年盈利同比下降)，但市场一致预期 2018 盈利同比下降，显然没有认识到公司在组织架构、新品开发、渠道拓展等领域的改革努力会带来业绩积极变化，使得我们 2018 盈利预测领先市场一致预期 19.1%，更何况公司海外市场扩张与可能落地的收购兼并尚未录入我们现有盈利预测之中。
- 3) **万洲国际 (288.HK)**: 我们预计 2018 公司盈利增幅将从 17 年 5.0%大幅提升至 18.3%，但市场预期只有 9%，没有对东欧收购贡献、中美两地现有业务稳定运营前景、财务费大幅改善以及美国业务所得税率可能下降做出足够反应，使得市场一致预期低于我们 2018 盈利预测值 8.9%。
- 4) **中国食品 (506.HK)**: 预计饮料业务 2018 盈利同比增长 26.6%，我们的预测虽已高出市场一致预期 4.4%，但相信将于明年二季度启动的公司混改可能带来更多盈利惊喜。

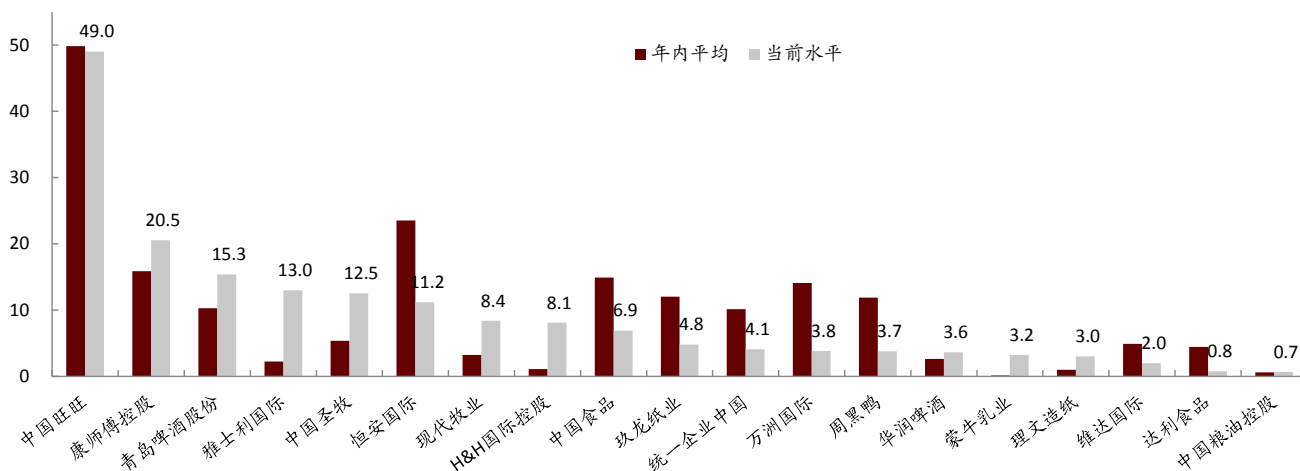
其他三只进入我们推荐组合的个股达利食品、周黑鸭、现代牧业，虽然没有出现我们 2018 年盈利预测明显高出市场一致预期的情形，但相比 2017 年，这三家公司 2018 盈利同比增速均有望超越 2017。具体来看：

- 1) **达利食品 (3799.HK)**: 预计 2018 盈利同比增幅将由 2017 年 10.6%升至 14.3%，同时收购可能落地会使来年盈利存在超预期机会。
- 2) **周黑鸭 (1458.HK)**: 预计 2018 盈利同比增幅将由 2017 年 5.9%升至 11.8%，同时新品与衍生品收入贡献存在超预期可能 (目前我们估计 5%贡献)。
- 3) **现代牧业 (1117.HK)**: 预计 2018 核心盈利转正，同时经营性自由现金流首次转正。

市场对企业业绩复苏认知迟疑还反映在个股做空天数 (我们用空仓余额除以该股年内日均交易额来模拟空仓天数) 上，截止目前，空仓天数排名前三的分别是中国旺旺 (49.0)、康师傅控股 (20.5) 和青岛啤酒 (15.3)。我们重点推荐的其他几家公司：恒安国际 11.2 天，现代牧业 8.4 天，万洲国际 3.8 天，周黑鸭 3.7 天，只有达利食品 (0.8) 空压最轻。

我们相信，市场认知落后会在未来一年随公司靓丽业绩递送得以纠正，从而带来相关个股股价上涨与估值提升机会。

图表 11: 个股当前做空天数与年内平均做空天数



资料来源: 香港 SFC, 彭博资讯, 中金公司研究部

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明



3. 低估值个股首要关注短期业绩反转, 高估值个股必须看清长期趋势

过去一年, 港股 Staple 板块股价平均上涨 33.9%, 高于同期恒生国企指数 21.0% 涨幅。在我们已覆盖的 17 只个股 (未含卜蜂国际和中国粮油控股两家农业公司) 中, 按照 2018 预测市盈率水平看, 形成鲜明的两组:

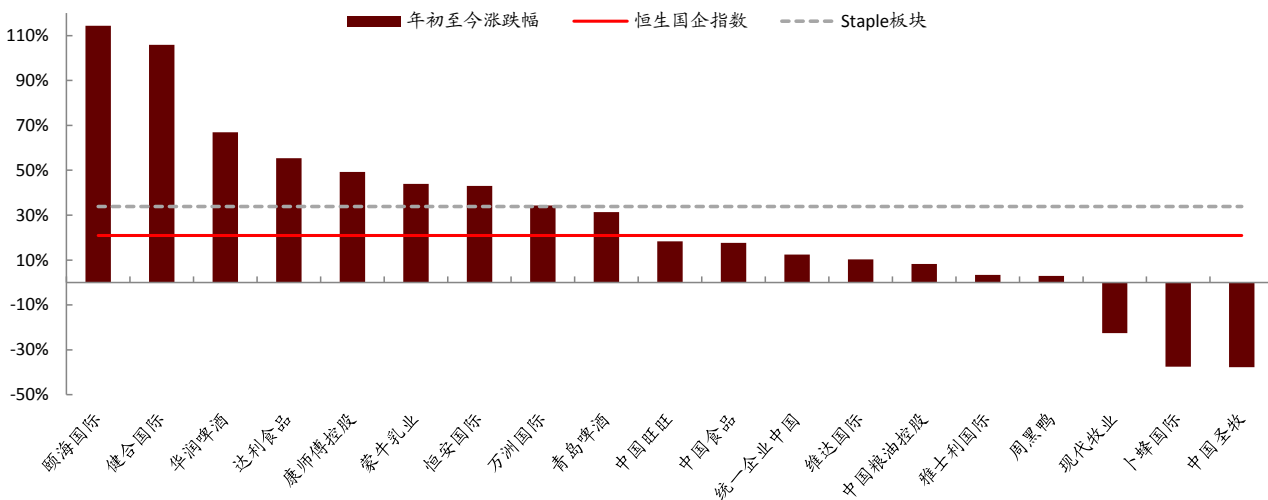
1) 仍停留在低估值区 (不到 20 倍) 的个股共有 7 只, 具体包括万洲国际 (12.3)、达利食品 (18.3)、现代牧业 (10.5, 基于核心净利润)、圣牧 (19.3)、中国旺旺 (17.1)、周黑鸭 (16.4)、恒安国际 (18.0)。

2) 高估值区个股 (超过 25 倍) 共有 6 只, 分别是康师傅控股 (29.2)、健合国际 (25.2)、雅士利 (99.7)、青岛啤酒 (36.6)、华润啤酒 (31.7)、统一 (28.0)。

3) 蒙牛乳业 (21.3)、颐海国际 (20.0)、维达国际 (21.1) 和中国食品 (21.3) 处在 20-25 倍区间。

我们相信, 与高估值个股背后已经隐含的饱满甚至有些过度的盈利增长预期相比, 低估值个股存在市场对其短期盈利复苏前景认知不足的预期差机会, 所以低估值个股关注重点是 2018 年短期业绩释放动力, 只要超出市场现有预期股价就有上涨空间; 而高估值个股因短期业绩预期饱满, 只能从长期持续超预期增长中寻找进一步推升其股价和估值的理由, 但相对较难, 因为长期预测存在更多不确定因素, 也难以很快说服市场。因此, 我们 2018 推荐组合只是小心翼翼地从高估值区挑选出一只近期股价回调幅度较大, 估值已接近低区, 且未来 3-5 年业绩持续改善前景明朗的中国食品。同在 20-25 倍估值区间的蒙牛乳业和维达国际存在来年不达我们现有盈利预期的压力, 来年实际市盈率水平可能已接近 25 倍高估值区; 而颐海国际未选入组合仍因其流动性太差的缘故。

图表 12: 年内个股股价表现及板块与市场涨幅比较



资料来源: 彭博资讯, 中金公司研究部

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明



图表 13: 中金已覆盖个股估值表

公司	代码	股价		市值 百万港元	评级	市盈率 (x)			市净率 (x)			净资产收益率 (%)			股息收益率 (%)			EV/EBITDA (x)		
		2017/12/17	目标价			2016A	2017E	2018E	2016A	2017E	2018E	2016A	2017E	2018E	2016A	2017E	2018E	2016A	2017E	2018E
食品饮料																				
中国食品	0506.HK	3.87	6.21	10,825	推荐	21.7	27.0	21.3	2.0	1.9	1.7	9.2	6.9	8.1	0.6	0.0	0.0	12.0	9.8	7.7
万洲国际	0288.HK	8.42	10.51	123,434	推荐	15.3	14.6	12.3	2.5	2.3	2.1	16.4	15.8	16.8	3.2	3.3	3.9	8.1	7.7	7.0
康师傅控股	0322.HK	14.08	15.92	78,940	推荐	57.9	38.9	29.2	3.7	3.5	3.3	6.4	9.0	11.2	0.9	1.3	1.7	11.5	10.8	9.2
达利食品	3799.HK	6.37	8.06	87,232	推荐	23.8	21.5	18.3	5.4	4.9	4.4	22.6	22.9	23.3	2.9	2.8	3.2	14.3	12.6	10.9
健合国际	1112.HK	49.30	33.70	31,400	中性	28.0	30.8	25.2	8.4	6.6	5.2	29.9	21.4	20.7	0.0	0.0	0.0	15.2	15.2	13.3
雅士利国际	1230.HK	1.54	1.47	7,308	中性	n.m	n.m	99.7	1.1	1.1	1.1	-5.6	-3.2	1.1	0.0	0.0	0.3	n.m	n.m	22.4
蒙牛乳业	2319.HK	21.50	20.24	84,436	推荐	n.m	30.4	21.3	3.5	3.2	2.8	-3.6	10.4	13.2	0.5	0.8	1.1	66.4	15.7	13.6
现代牧业*	1117.HK	1.48	2.28	9,074	推荐	18.9	n.m	10.5	1.1	1.3	1.2	5.9	1.0	11.8	0.0	0.0	0.0	15.2	15.5	8.3
中国圣牧	1432.HK	1.34	1.39	8,515	中性	10.7	26.3	19.3	1.4	1.3	1.2	12.7	4.9	6.3	0.0	0.0	0.0	7.3	10.8	8.9
青岛啤酒股份	0168.HK	38.50	26.93	52,013	中性	42.7	37.5	36.6	2.7	2.6	2.5	6.4	7.0	6.8	1.1	1.0	1.0	14.6	15.8	15.3
中国旺旺	0151.HK	5.88	7.34	73,298	中性	17.9	19.8	17.1	5.2	4.6	4.0	29.1	23.2	22.7	1.7	1.8	2.0	10.7	11.2	9.9
华润啤酒	0291.HK	25.70	22.29	83,375	推荐	113.5	36.1	31.7	4.1	3.7	3.4	3.6	10.2	10.6	0.4	0.6	0.6	20.3	17.0	15.3
统一企业中国	0220.HK	6.15	5.94	26,564	中性	37.5	28.8	28.0	1.9	1.8	1.7	5.0	6.2	6.1	0.5	0.7	0.7	9.8	9.1	8.5
颐海国际	1579.HK	7.01	5.74	7,339	推荐	33.7	25.7	20.0	5.0	4.0	3.2	14.7	15.5	15.9	0.7	0.8	1.0	23.1	14.1	10.2
周黑鸭	1458.HK	7.00	9.72	16,682	推荐	20.0	18.9	16.4	3.3	3.5	3.0	16.4	18.3	17.8	2.0	1.9	2.1	11.7	10.7	9.3
维达国际	3331.HK	16.00	18.36	19,107	推荐	29.2	26.7	21.1	2.8	2.6	2.4	9.6	9.7	11.2	0.7	0.9	1.2	11.9	10.8	9.1
恒安国际	1044.HK	81.45	92.70	98,148	推荐	24.4	20.6	18.0	5.7	5.5	4.8	23.4	26.5	26.8	4.1	3.2	3.6	16.9	13.2	11.5
平均						31.7	26.0	24.8	3.4	3.1	2.7	11.9	12.1	12.8	1.2	1.2	1.3	16.3	12.2	10.6

资料来源: 彭博资讯, 公司数据, 中金公司研究部; 注: "*" 现代牧业采用核心盈利进行计算

4. 快乐 6+1: 基于绝对收益且即可买入的年度推荐组合

我们把 2018 市盈率估值不到 20 倍的低估值区 6 股恒安国际 (18.0)、中国旺旺 (17.1)、达利食品 (18.3)、周黑鸭 (16.4)、万洲国际 (12.3) 和现代牧业 (10.5) 纳入 2018 年度推荐组合, 我们相信所有 6 间公司 2018 盈利增幅均有望优于 2017, 助力其估值提升。

同时, 我们把特殊股息除权后股价由高估值区 ($\geq 25 \times$ 2018 市盈率) 迅速回落至低估值区附近的 中国食品 (21.3) 一并纳入, 构建“快乐 6+1”年度推荐组合。选到中国食品一方面是看到股价快速回调带来重新介入机会, 另一方面也是因为公司已经清晰传达未来 3-5 年发展目标与路径的缘故。

该组合基于绝对收益, 并且即可买入, 因为港股通常会有年末调整年初可能见到未来一年价格低点的规律。用“快乐”一词形容组合是因为在较为确定的 2018 业绩提速前景之下, 低估值会使组合中个股股价上涨预期显得安全而且容易。

图表 14: “快乐 6+1”组合入选个股估值表

公司	代码	股价		市值 百万港元	评级	市盈率 (x)			市净率 (x)			净资产收益率 (%)			股息收益率 (%)			EV/EBITDA (x)		
		2017/12/17	目标价			2016A	2017E	2018E	2016A	2017E	2018E	2016A	2017E	2018E	2016A	2017E	2018E	2016A	2017E	2018E
万洲国际	0288.HK	8.42	10.51	123,434	推荐	15.3	14.6	12.3	2.5	2.3	2.1	16.4	15.8	16.8	3.2	3.3	3.9	8.1	7.7	7.0
恒安国际	1044.HK	81.45	92.70	98,148	推荐	24.4	20.6	18.0	5.7	5.5	4.8	23.4	26.5	26.8	4.1	3.2	3.6	16.9	13.2	11.5
达利食品	3799.HK	6.37	8.06	87,232	推荐	23.8	21.5	18.3	5.4	4.9	4.4	22.6	22.9	23.3	2.9	2.8	3.2	14.3	12.6	10.9
中国旺旺	0151.HK	5.88	7.34	73,298	中性	17.9	19.8	17.1	5.2	4.6	4.0	29.1	23.2	22.7	1.7	1.8	2.0	10.7	11.2	9.9
周黑鸭	1458.HK	7.00	9.72	16,682	推荐	20.0	18.9	16.4	3.3	3.5	3.0	16.4	18.3	17.8	2.0	1.9	2.1	11.7	10.7	9.3
中国食品	0506.HK	3.87	6.21	10,825	推荐	21.7	27.0	21.3	2.0	1.9	1.7	9.2	6.9	8.1	0.6	0.0	0.0	12.0	9.8	7.7
现代牧业*	1117.HK	1.48	2.28	9,074	推荐	18.9	n.m	10.5	1.1	1.3	1.2	5.9	1.0	11.8	0.0	0.0	0.0	15.2	15.5	8.3
平均						20.3	20.4	16.3	3.6	3.4	3.0	17.6	16.4	18.2	2.1	1.9	2.1	12.7	11.5	9.2

资料来源: 彭博资讯, 公司数据, 中金公司研究部; 注: "*" 现代牧业采用核心盈利进行计算



法律声明

一般声明

本报告由中国国际金融股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融股份有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）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，不构成所述证券买卖的出价或征价。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。投资者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，中金公司不向客户提供税务、会计或法律意见。我们建议所有投资者均就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

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，中金公司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中金公司的客户、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。这种短期影响可能与分析师已发布的关于相关证券的目标价预期方向相反，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的基本面评级。

中金公司的销售人员、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。中金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。中金公司的资产管理部、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。

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。

本报告提供给某接收人仅是基于该接收人被认为有能力独立评估投资风险并就投资决策能行使独立判断。投资的独立判断是指，投资决策是投资者自身基于对潜在投资的机会、风险、市场因素及其他投资考虑而独立做出的。

本报告由受香港证券和期货委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。香港的投资者若有任何关于中金公司研究报告的问题请直接联系中国国际金融香港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。

本报告由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）于新加坡向符合新加坡《证券期货法》定义下的认可投资者及/或机构投资者提供。提供本报告于此类投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第 36 条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可向中金新加坡提出。

本报告由受金融服务监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）于英国提供。本报告有关的投资和服务仅向符合《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19（5）条、38 条、47 条以及 49 条规定的人士提供。本报告并未打算提供给零售客户使用。在其他欧洲经济区国家，本报告向被其本国认定为专业投资者（或相当性质）的人士提供。

本报告将依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

特别声明

在法律许可的情况下，中金公司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，投资者应当考虑到中金公司及/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。

与本报告所含具体公司相关的披露信息请访问 http://research.cicc.com/disclosure_cn，亦可参见近期已发布的相关个股报告。

与本报告所含具体公司相关的披露信息请访问 http://research.cicc.com/disclosure_cn，亦可参见近期已发布的关于该等公司的具体研究报告。

研究报告评级分布可从 <http://www.cicc.com.cn/CICC/chinese/operation/page4-4.htm> 获悉。

个股评级标准：分析员估测未来 6~12 个月绝对收益在 20% 以上的个股为“推荐”、在 -10%~20% 之间的为“中性”、在 -10% 以下的为“回避”。星号代表首次覆盖或再次覆盖。

行业评级标准：“超配”，估测未来 6~12 个月某行业会跑赢大盘 10% 以上；“标配”，估测未来 6~12 个月某行业表现与大盘的关系在 -10% 与 10% 之间；“低配”，估测未来 6~12 个月某行业会跑输大盘 10% 以上。

本报告的版权仅为中金公司所有，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。

V160908

翻译：刘波

编辑：张莹



北京

中国国际金融股份有限公司
北京市建国门外大街1号
国贸写字楼2座28层
邮编: 100004
电话: (86-10) 6505-1166
传真: (86-10) 6505-1156

深圳

中国国际金融股份有限公司深圳分公司
深圳市福田区深南大道7088号
招商银行大厦25楼2503室
邮编: 518040
电话: (86-755) 8319-5000
传真: (86-755) 8319-9229

上海

中国国际金融股份有限公司上海分公司
上海市浦东新区陆家嘴环路1233号
汇亚大厦32层
邮编: 200120
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 5888-8976

Singapore

China International Capital Corporation (Singapore) Pte. Limited
#39-04, 6 Battery Road
Singapore 049909
Tel: (65) 6572-1999
Fax: (65) 6327-1278

香港

中国国际金融(香港)有限公司
香港中环港景街1号
国际金融中心第一期29楼
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

United Kingdom

China International Capital Corporation (UK) Limited
Level 25, 125 Old Broad Street
London EC2N 1AR, United Kingdom
Tel: (44-20) 7367-5718
Fax: (44-20) 7367-5719

北京建国门外大街证券营业部

北京市建国门外大街甲6号
SK大厦1层
邮编: 100022
电话: (86-10) 8567-9238
传真: (86-10) 8567-9235

上海黄浦区湖滨路证券营业部

上海市黄浦区湖滨路168号
企业天地商业中心3号楼18楼02-07室
邮编: 200021
电话: (86-21) 56386-1195、6386-1196
传真: (86-21) 6386-1180

南京汉中路证券营业部

南京市鼓楼区汉中路2号
亚太商务楼30层C区
邮编: 210005
电话: (86-25) 8316-8988
传真: (86-25) 8316-8397

厦门莲岳路证券营业部

厦门市思明区莲岳路1号
馨基中心商务楼4层
邮编: 361012
电话: (86-592) 515-7000
传真: (86-592) 511-5527

重庆洪湖西路证券营业部

重庆市北部新区洪湖西路9号
欧瑞蓝爵商务中心10层及欧瑞
蓝爵公馆1层
邮编: 401120
电话: (86-23) 6307-7088
传真: (86-23) 6739-6636

佛山季华五路证券营业部

佛山市禅城区季华五路2号
卓远商务大厦一座12层
邮编: 528000
电话: (86-757) 8290-3588
传真: (86-757) 8303-6299

宁波扬帆路证券营业部

宁波市高新区扬帆路999弄5号
11层
邮编: 315103
电话: (86-0574) 8907-7288
传真: (86-0574) 8907-7328

北京科学院南路证券营业部

北京市海淀区科学院南路2号
融科资讯中心B座13层1311单元
邮编: 100190
电话: (86-10) 8286-1086
传真: (86-10) 8286-1106

深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号
免税商务大厦裙楼201
邮编: 518048
电话: (86-755) 8832-2388
传真: (86-755) 8254-8243

广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号
粤海天河城大厦40层
邮编: 510620
电话: (86-20) 8396-3968
传真: (86-20) 8516-8198

武汉中南路证券营业部

武汉市武昌区中南路99号
保利广场写字楼43层4301-B
邮编: 430070
电话: (86-27) 8334-3099
传真: (86-27) 8359-0535

天津南京路证券营业部

天津市和平区南京路219号
天津环贸商务中心(天津中心)10层
邮编: 300051
电话: (86-22) 2317-6188
传真: (86-22) 2321-5079

云浮新兴东堤北路证券营业部

云浮市新兴县新城镇东堤北路温氏科技园服务
楼C1幢二楼
邮编: 527499
电话: (86-766) 2985-088
传真: (86-766) 2985-018

福州五四路证券营业部

福州市鼓楼区五四路128-1号恒力城办公楼
38层02-03室
邮编: 350001
电话: (86-591) 8625 3088
传真: (86-591) 8625 3050

上海浦东新区世纪大道证券营业部

上海市浦东新区世纪大道8号
上海国金中心办公楼二期46层4609-14室
邮编: 200120
电话: (86-21) 2057-9499
传真: (86-21) 2057-9488

杭州教工路证券营业部

杭州市教工路18号
世贸丽晶城欧美中心1层
邮编: 310012
电话: (86-571) 8849-8000
传真: (86-571) 8735-7743

成都滨江东路证券营业部

成都市锦江区滨江东路9号
香格里拉办公楼1层、16层
邮编: 610021
电话: (86-28) 8612-8188
传真: (86-28) 8444-7010

青岛香港中路证券营业部

青岛市市南区香港中路9号
香格里拉写字楼中心11层
邮编: 266071
电话: (86-532) 6670-6789
传真: (86-532) 6887-7018

大连港兴路证券营业部

大连市中山区港兴路6号
万达中心16层
邮编: 116001
电话: (86-411) 8237-2388
传真: (86-411) 8814-2933

长沙车站北路证券营业部

长沙市芙蓉区车站北路459号
证券大厦附楼三楼
邮编: 410001
电话: (86-731) 8878-7088
传真: (86-731) 8446-2455

西安雁塔路证券营业部

西安市雁塔区二环南路西段64号
凯德广场西塔21层02/03号
邮编: 710065
电话: (+86-29) 8648 6888
传真: (+86-29) 8648 6868



CICC
中金公司

