傻瓜式投資：15 倍買，25 倍賣

行業報告

—震盪市下的消費品投資策略　2008 年 4 月 30 日

李嶽
86755-33367200
David.li@firstshanghai.com.hk

許斐娜
86755-33367861
feina.xu@firstshanghai.com.hk

行業評價：正面

首先，從宏觀策略角度講，我們對今年的判斷是經濟問題較大，**市場將會延續震盪走勢**：

其次，我們對消費品行業的**劃分原則是產業鏈**，我們只關心服裝及通路（百貨），食品以及通路（超市）以及家電通路（家電賣場）。

再次，我們對整個消費品行業的判斷是：

1、**消費品行業的空間還非常大，**距離所謂的瓶頸還有巨大的空間。
2、**最看好服裝及百貨產業鏈，建議超配：**經濟上升週期中首選最受惠於消費升級的產品，例如服裝，而百貨行業我們看好它的整合前景。如果經濟轉向衰退，則首選食品及超市。（詳情參照我們 3 月 3 日發出的百貨行業報告）
3、從估值角度看，我們認爲在今年震盪的市況下，應該尋求安全位置，我們通過對香港最近今年中最偉大的成長股以及美國最偉大的成長股 Coach 以及 Nike 的歷史估值帶進行分析，**認爲以未來一年預測每股盈利的 15 倍來對公司進行估值是非常安全的，因爲這從歷史看已經接近熊市估值，而當未來一年的預測市盈率高過 25 倍，或者 30 倍，可能就需要注意是否已被高估**。

最後，我們在最後一張表中列出了我們覆蓋的香港消費品公司未來一年預測每股盈利所對應的 15 倍市盈率線，當有機會擊穿這個價格，我們認爲將是非常非常安全的，當然前提是這間公司的基本面沒有出現問題。

匯率：1.00 港元=0.90 人民幣

目 錄

震盪市下的消費品投資策略 3
我們的研究特點：務須與務實+產業鏈研究法 3
為什麼要關注香港的消費品：馬斯洛五大需求和最好的企業 3
我們的結論：看好服裝及百貨產業鏈，另外建議震盪市下“低買高賣” 3
香港消費品公司概覽：產業分類和商業模式分類 4
價值鏈的分配：最看好品牌環節和管道商環節 5
中國消費品公司規模還有巨大提升空間 5
優秀消費品公司所需要的核心能力 6
子行業分開看：服裝與鞋 6
子行業分開看：百貨行業之黃金十年（3 月 3 日百貨行業報告） 8
子行業分開看：食品和超市 9
子行業分開看：家電賣場 9
結論：首選服裝及服裝通路 9
估值篇：尋找策略上的“安全底線”，預測 15 倍市盈率 10
傻瓜式投資：“15 倍買，25 倍賣” 13

本報告不可對加拿大、日本、美國地區及美國國籍人士發放

震盪市下的消費品投資策略

——全球視野的消費品（QDII 基金推介稿）

我們的研究特點：務須與務實+產業鏈研究法

首先，我們主要做兩方面的研究，第一是務實的研究，這主要包括了對公司盈利預測，估值等，第二是務虛的研究，主要是一些更深層次的研究，比如商業模式的研究，產業鏈價值分配等。

其次，我們的研究方法主要採用產業鏈研究法：在一個好的產業中，把握最好的產業環節，這是我們所追求的目標。

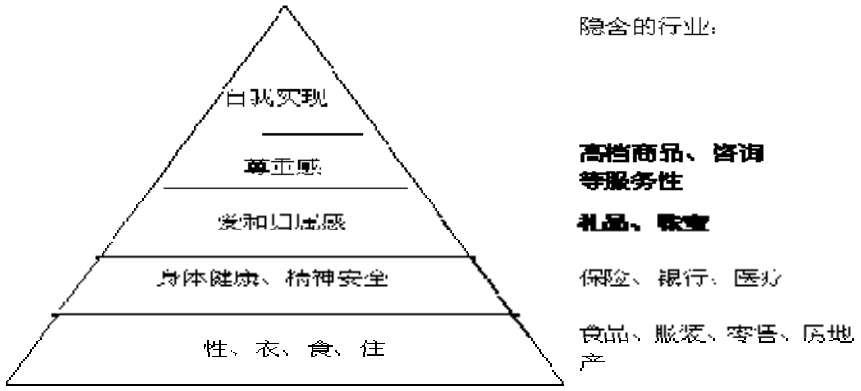
再次，我們所覆蓋的消費品主要集中在吃穿用三個領域，按照我們的產業鏈劃分邏輯，我們集中關注服裝及服裝通路（百貨）、食品及食品通路（超市）以及家電及家電通路（家電賣場）。

爲什麼要關注香港的消費品：馬斯洛五大需求和最好的企業

首先，消費品是值得長期關注的，從馬斯洛的人類五大需求來看，衣食住行是人類最基本需求，因此空間最大，在這個產業鏈中能夠誕生超級公司，比如沃爾瑪以及可口可樂。

其次，香港市場中聚集了最多的優秀消費品公司，這和中國的國情有關：許多優秀的民營企業爲了獲得較低稅率，紛紛註冊成爲外商企業，而在消費品這個完全競爭行業中，優秀的企業都是民企。

圖表 1: 馬斯洛人類五大需求



資料來源：第一上海

我們的結論：看好服裝及百貨產業鏈，另外建議震盪市下“低買高賣”

經過長期的研究跟蹤，我們的認爲在目前經濟和證券市場環境下，應該：

1、看好服裝及百貨產業鏈，特別是目前的百貨產業

2、市場的震盪走勢將會延續，策略上建議“低買高賣”

本報告不可對加拿大、日本、美國地區及美國國籍人士發放

“安全底線”約爲預測市盈率的 15 倍，跌穿即可買入

當高於 30 倍時可擇機沽出

3、關注“估值平移”：9 月至次年 3 月完成全年絕大部分漲幅

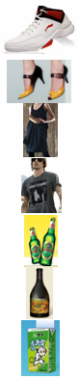
4、首選公司：寶姿（0589）、安踏（2020）、國美（0493）、銀泰（1833）、蒙牛（2319）

香港消費品公司概覽：產業分類和商業模式分類

我們將消費品各產業進行了重新分類，細分到運動裝備、皮鞋等，從下表中我們可以看出，幾乎所有的優秀消費品公司都在香港上市。（紅色是我們所覆蓋的公司）

另外，各家公司的賺錢模式都是不一樣的，我們在下表中也進行了重新分類，比如李甯和安踏的模式就是完全不同的，他們所處的產業鏈位置也有所不同。

圖表 2: 香港消費品產業分類概覽

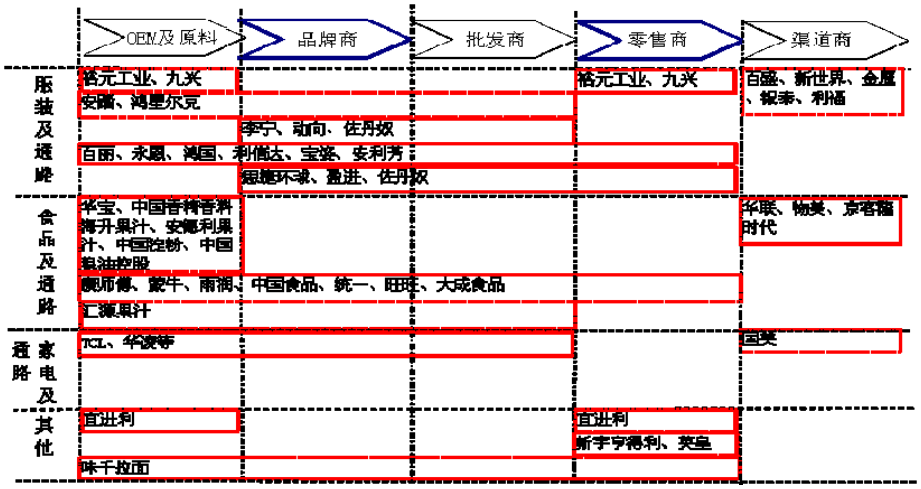


- 运动装备：李宁、安踏、动向、鸿星
- 女鞋：百丽、达芙妮、鸿国国际、盈进
- 女装：宝姿、华鼎、安莉芳
- 休闲装：思捷环球、佐丹奴、堡狮龙
- 啤酒：青岛、金威、生力啤、雪花
- 葡萄酒：长城（中国食品）、王朝
- 食品等：统一、汇源、雨润、蒙牛、康师傅、旺旺
- 其他：华宝、中国香精香料、裕元工业、九兴

- 百货公司：百盛、新世界、银泰、金鹰、利福
- 超级市场：联华、物美 、时代、京客隆
- 家电卖场：国美
- 手表卖场：新宇亨得利、英皇、宜进利
- 快餐：味千、大快活、大家乐

資料來源：第一上海

圖表 3: 香港消費品公司商業模式概覽



資料來源：第一上海

本報告不可對加拿大、日本、美國地區及美國國籍人士發放

價值鏈的分配：最看好品牌環節和管道商環節

在一個產業鏈中，包含了幾個環節，例如生產、品牌、零售，我們認爲品牌環節和管道環節是最有價值的。

品牌環節：比較容易理解，品牌是最強的壁壘，擁有優秀品牌的公司會獲得最高的溢價，品牌的替代性最弱。

管道環節：以傳統的銷售模式來講（非網路），品牌對管道是有較強依賴性的，因此管道由於地域的稀缺性而極具價值。

圖表 4: 價值鏈分配概覽（管道商特指百貨、超市以及家電零售）

	OEM	品牌商	零售商	渠道商
此环节职责	OEM业务：负责来样生产加工 ODM业务：负责设计并且生产加工	强化品牌形象，吸引消费者，另外将上下游有效的联接起来	负责寻找通路和为消费者提供购物环境，并对上游形成需求	寻找合适物业，并集中许多品牌，提升客流量 其实是零售商的嫁接体
被替代性	极易被替代，谈判能力极弱	产业链中最强势的一端，被替代可能性最弱，但是运作难度也较大	规模决定谈判力，被替代可能性较高	背书效用比较明显，被替代可能性较弱
产业链中的利润分配	李宁为例： 销售价格：25元 成本：20元 毛利：5元 费用：4元 毛利率：20% 净利率：4% 行业 毛利率：10%-20% 净利率：2%-5%	李宁为例： 销售价格：53元 成本：25元 毛利：28元 费用：22元 毛利率：47% 净利率：11% 行业 毛利率：30%-80% 净利率：10%-30%	李宁为例： 销售价格：100元 成本：53元 毛利：47元 费用：40元 毛利率：47% 净利率：7% 行业 毛利率：30%-60% 净利率：5%-15%	行业： 销售价格：100 成本：0 毛利：20 费用：12 毛利率：20% 净利率：5%-8%

資料來源：第一上海

中國消費品公司規模還有巨大提升空間

我們認爲參照國際公司，中國消費品公司的規模提升空間還十分巨大，例如中國本土品牌中的第一名李寧，只有４４億的銷售額，而耐克達到 1143 億元，僅在美國就有 500 億元，因此我們認爲中國消費品公司的規模提升空間可能還有數十倍，而支撐這一邏輯的主要證據有四：

1、我們的人口基數很大，5 億城鎮居民，整個歐美、日本總人口也就這個數字。

2、人口結構還很年輕，老齡化需要十年以上

3、人均消費金額正在迅速提升。

4、市場集中度需要提升

因此我們認爲中國消費品公司還有巨大的成長空間。

本報告不可對加拿大、日本、美國地區及美國國籍人士發放

圖表 5: 中國領先消費品公司與全球領先消費品公司情況比較圖

亿元人民币		按销售额计算		销售额比较		净利润比较		市值比较		渠道数目	
		全球最大	中国最大	全球最大	中国最大	全球最大	中国最大	全球最大	中国最大	全球最大	中国最大
	运动品	耐克	李宁	1,143	44	104	5	2,292	217	47,000	5,233
服装公司	休闲服装	Zara	美特斯邦威	861	30	126	4	3,281		3,000	1000-1500
	高档正装	Polo	宝姿	301	14	28	4	429	108	400	360
	奢侈品	路易威登		1,730		213		4,933			
食品公司	食品	雀巢	康师傅	7,529	220	745	14	12,478	730		
	饮料	可口可乐	蒙牛	2,020	218	418	9	9,930	316		
	百货公司	梅西	百盛	1,842	90	64	7	728	365	957	41
零售公司	超级市场	沃尔玛	联华	24,115	180	891	3	14,609	65	6,780	3,700
	家电连锁	百思买	国美	2,515	430	97	16	1,190	543	1,160	750

資料來源：第一上海

優秀消費品公司所需要的核心能力

眾所周知，消費品行業是完全競爭市場，因此如果一間企業沒有核心競爭力，那麼可能會很快沉淪，比如佐丹奴，堡獅龍這些公司。我們總結了五大能力，分別是品牌、技術、供應鏈、網路以及整合。

其實每一間公司都有自己獨特的一面，比如 LV 和百麗，兩間公司做的都非常好，但是他們的核心競爭力是不同的，LV 是第一類能力強，也就是品牌能力極強，而百麗我自己理解更像是一個零售商，而不是品牌商，它的優勢更多地體現在供應鏈和對網路資源的壟斷方面。

幾乎所有的公司都可以在這五大能力裏面找到其對應的點，而對這些點的把握對理解公司的競爭優勢是有巨大幫助的。

1、 品牌：精確的定位，成功的消費者期望管理，例如 LV、Nike、寶姿

2、 技術：擁有某種別人難以複製的能力，例如寶磯表發明的陀飛輪技術，及華寶研製獨特配方的能力

3、 供應鏈：速度、效率以及對終端的控制體現出企業細節能力，例如沃爾瑪、ZARA 以及百麗

4、 網路：首先具備廣泛覆蓋且具深度的管道，其次也需要擁有持續維護管道健康運轉的能力。例如康師傅

5、 整合：市場整合能力很強，未來行業的整合者，例如百麗、國美，華寶

子行業分開看：服裝與鞋

我們將這個行業的特性和未來發展趨勢做了簡單判斷，結果如下：

1、 產品特性：即時性消費，所謂即時性消費是指消費的目的性不強，消費行爲往往是“逛”出來的。

2、 中高端女裝、休閒裝以及運動裝增長最快，鞋子的消費慣性最強（見下表）

本報告不可對加拿大、日本、美國地區及美國國籍人士發放

3、二線城市可能是未來增長最快的地區

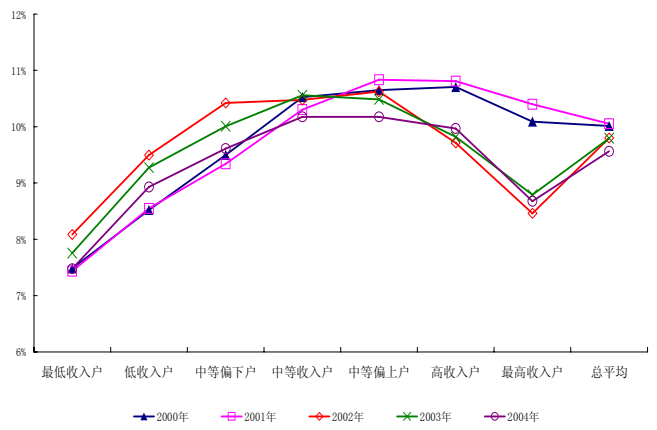
4、五大能力中強調“品牌能力”及“網路能力”

5、全球視野：商業模式發生轉變，強調自營，因爲門店就是品牌的延伸，需要精心呵護

6、未來的發展方向依然是跑馬圈地，佔領管道資源，一個奇怪的現象，一條街上一個店 100 萬銷售，而開 2 個就可以實現 200 萬銷售。

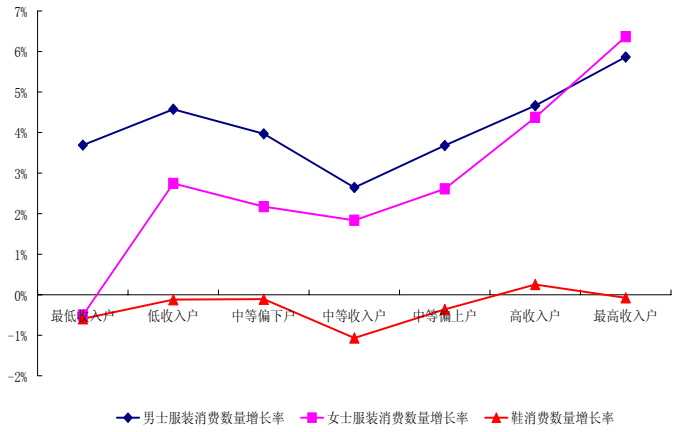
7、產品品類的變化順序是：正裝—運動裝—功能性服裝，這和人收入提升有關，我們剛開始有錢的時候首先添置的服裝肯定是正裝，爲了上班，因此過去十年正裝發展的高峰期，誕生了一批這樣的公司，比如杉杉，雅戈爾，而當收入繼續提升，人們開始有了運動要求，因此從 2002 年開始運動產品進入了高速發展期，從這個邏輯來看，我們認爲未來十年將會是運動品和功能性產品的發展黃金期。

圖表 6: 各收入階層服裝消費佔據收入比重



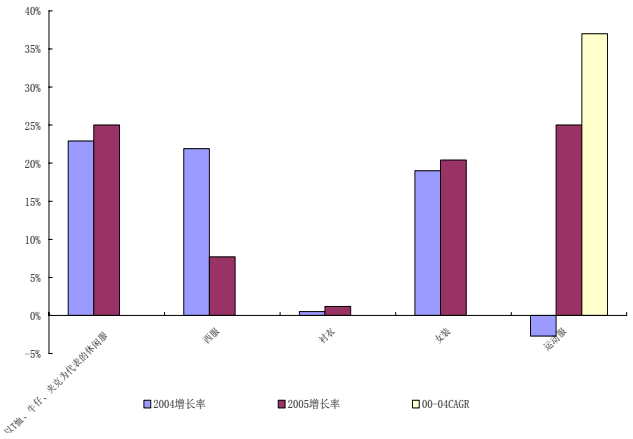
資料來源：國家統計局

圖表 7: 各收入階層服裝及鞋消費數量年均複合增長率



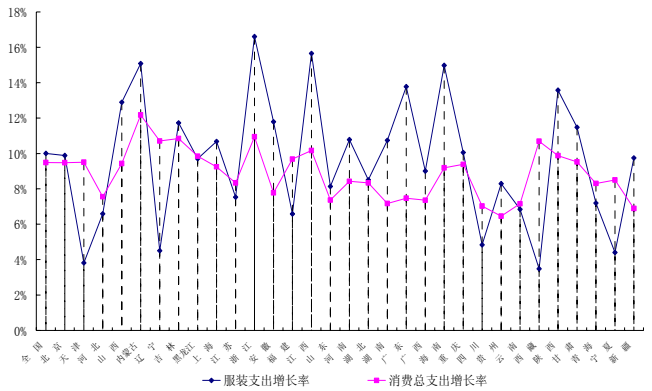
資料來源：國家統計局

圖表 8: 04 及 05 年各類服裝產品銷售金額增長率



資料來源：國家統計局

圖表 9: 各地區服裝消費及收入年均複合增長率



資料來源：國家統計局

本報告不可對加拿大、日本、美國地區及美國國籍人士發放

子行業分開看：百貨行業之黃金十年（3 月 3 日百貨行業報告）

1、產品特性：品牌服裝及化妝品消費的延伸，相互依賴性很高

2、目前中國百貨公司依然只是二房東

A、依附於所租賃或自有的經營物業

B、需創造比租金水準更高的每平米經營利潤

3、目前的機會較大，百貨行業的黃金十年

A、對品牌服裝需求增長很快，通路也會受惠，按照 CEIC 的統計，未來三年品牌服裝消費金額的年均複合增長率將達 20%，而 2007 年 100 家大型零售企業的統計資料顯示，品牌服裝的增長率達到 27.8%。

B、百貨產業集中度有巨大空間提升，參照家電零售產業。在美國這樣的成熟國家，三大零售產業的集中度相若，前五大的市場份額都達到 50%（參照下表），但是在中國，家電零售集中度最高，達到 27.5%，而百貨只有 2%左右。

C、優秀民企初露頭角，整合大幕即將拉開。在競爭行業中，國企當然不被看好，而外資雖然管理經驗豐富，但是在中國的人際資源比較匱乏，因此很難找到合適的標的物進行收購，百盛和新世界一直都希望收購，但是卻很難做到，帳面現金都高達 30 億。

D、上游品牌商不夠強大，百貨肩負著通路和“背書”雙職責，暴利的來源

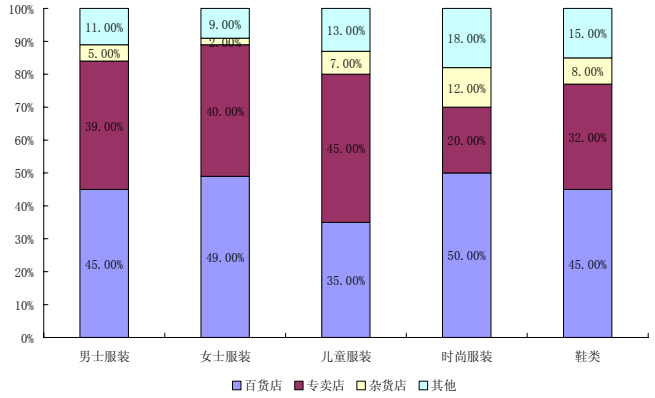
E、獨特的篩選機制，永遠只賣最好賣的品牌

4、全球視野：變成超級通路，繼續壓縮產業環節，一個例證：Coach 和梅西百貨

5、兩個能力和四項指標快速定位：位置和品牌組合，四項指標指平銷及同店、扣點率、新店平衡期以及帳面現金。

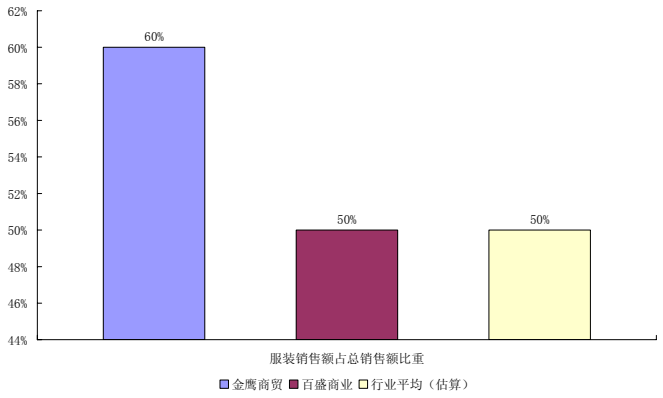
6、估值方法：PE 法不盡合理，建議使用單店現金流模型、PS、PCF 及目標 PE

圖表 10: 服裝銷售管道分解



資料來源：國家統計局

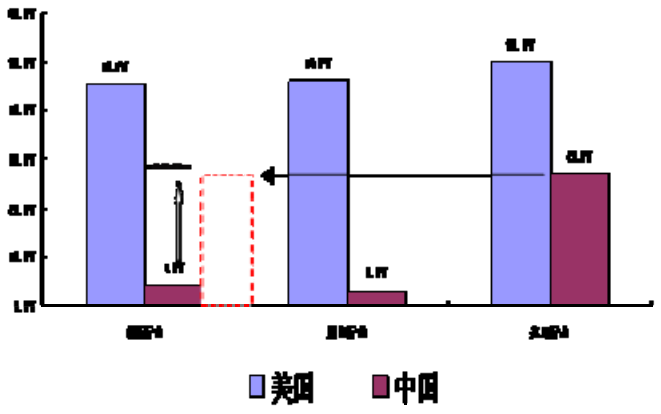
圖表 11: 百貨中銷售產品分解



資料來源：國家統計局

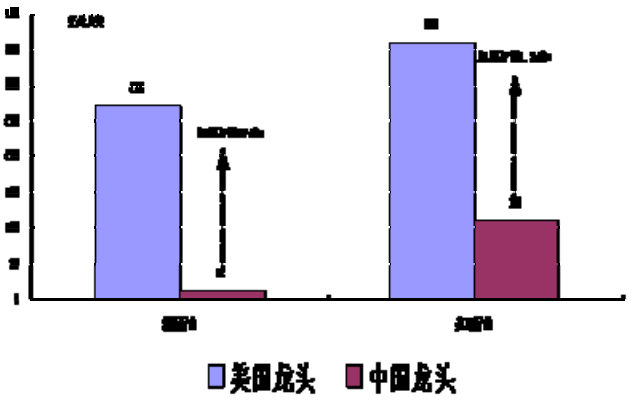
本報告不可對加拿大、日本、美國地區及美國國籍人士發放

圖表 12: 中美三大零售產業集中度概覽（最大五家）



資料來源：公司資料、CEIC

圖表 13: 中美最大家電零售及百貨公司規模比較



資料來源：公司資料、CEIC

子行業分開看：食品和超市

1、產品特性：市場容量最大

2、目前中國超市產業還沒有到最佳擴張時機，內生成長較慢，外延擴張成本壓力很大

3、大型超市：利潤率太低，對細節管理和物流管理要求極高，中國超市暫時還沒有優勢

4、綜合超市：未來中國超市的發展方向

5、超市地域差異很大，因此看好本地擴張+外地收購模式

6、超市１０－２０%的成長速度，無法給高估值

7、溫和通脹之時，食品壓力最大，其次是超市

子行業分開看：家電賣場

1、產品特性：日用家電的下游，6500 億的市場總量(06 年)，目的性消費

2、產業特點：集中度最高，產業鏈最短

3、未來的趨勢是集中度繼續提升，另外，下游開始向上游蔓延

4、另外一個看點是單店銷售能力和盈利能力的改善

結論：首選服裝及服裝通路

1、從市場空間來看，食品及超市這個產業鏈是最大的

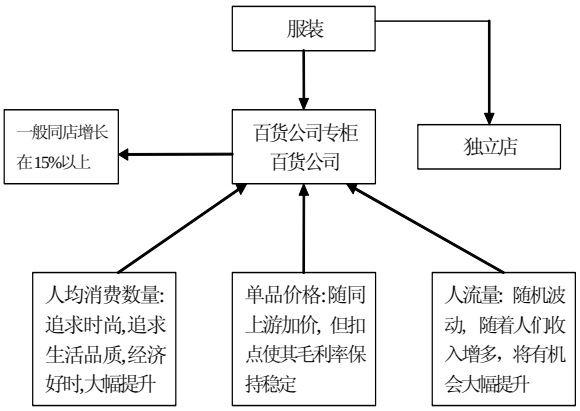
2、但是當經濟好的時候，服裝、百貨會最大程度受惠於消費升級，內生、外生增長均強勁

3、當經濟不好的時候，食品超市的防禦性夠好

本報告不可對加拿大、日本、美國地區及美國國籍人士發放

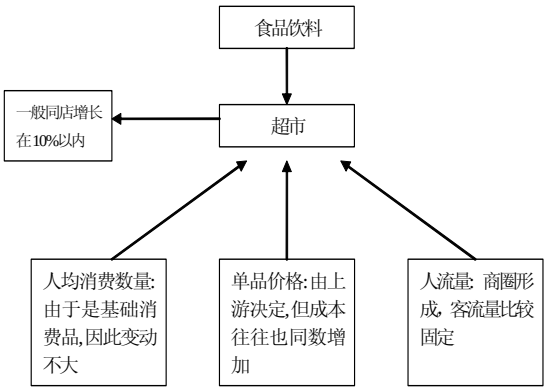
4、08 年的經濟？…，我們認爲還沒有嚴重惡化

圖表 14 服裝百貨產業鏈內生成長因素分解圖



資料來源：第一上海

圖表 15: 食品超市產業鏈內生成長因素分解圖



資料來源：第一上海

估值篇：尋找策略上的“安全底線”，預測 15 倍市盈率

我們面臨了一個比較大的問題，那就是市場整體估值水準的下滑，牛市中我們所選取的３０倍估值到底還合不合理就成了一個比較明顯的問題。

我們試圖通過**橫向**（全球同類公司的估值比較）以及**縱向**（尋找歷史上消費品公司的估值水準）兩種途徑尋找策略上的“安全底線”。

橫向來看，08 年香港市場的平均估值水準爲 23.6 倍，相比全球的 15.9 倍爲高，但是從 09 年的角度看，17.4 倍的估值相比全球的 14.0 倍就比較接近，主要因爲中國消費品的增長率較高所致。因此從全球角度看，目前香港消費品的估值水準還算合理。

本報告不可對加拿大、日本、美國地區及美國國籍人士發放

圖表 16: 全球消費品估值表

	名称	代码	货币	股价	08PE	09PE	08息率	08-09 ESP 增长
百货公司	Macy's	M	USD	22.0	10.9	9.4	2.4%	15.2%
	Dillard's	DDS	USD	16.7	214.5	48.8	1.0%	339.7%
	Saks	SKS	USD	11.9	24.3	17.8	0.0%	36.7%
	百盛	3368	HKD	66.3	35.1	26.1	1.3%	34.7%
	金鹰	3308	HKD	6.6	27.7	20.8	1.6%	33.3%
	银泰	1833	HKD	5.4	19.6	14.5	1.4%	34.6%
食品饮料	Nestle	NESN	CHF	496.5	17.2	14.8	2.7%	15.9%
	Kraft	KFT	USD	30.8	16.2	14.8	3.6%	9.5%
	Coca Cola	KO	USD	60.9	20.2	18.4	2.4%	9.6%
	康师傅	322	HKD	10.2	29.8	25.1	7.6%	18.6%
	雨润食品	1068	HKD	9.8	17.2	13.2	1.2%	30.8%
	蒙牛乳业	2319	HKD	22.7	23.0	15.9	1.2%	44.4%
	中国香精香料	3318	HKD	2.6	7.6	6.4	4.6%	19.4%
	华宝国际	336	HKD	6.4	18.8	14.6	1.5%	28.9%
	汇源	1886	HKD	5.9	23.8	15.0	1.1%	58.0%
超级市场	Wal-Mart	WMT	USD	52.1	15.3	13.9	1.8%	10.6%
	Carrefour	CA	EUR	48.5	16.6	14.9	2.4%	11.6%
	Metro	MEO	EUR	51.2	15.9	13.7	2.4%	16.1%
高档时装	Hugo Boss	BOS3	EUR	34.2	14.1	12.8	4.4%	10.7%
	Ralph Lauren	RL	USD	57.6	15.8	14.5	0.3%	9.0%
	Burberry	BRBY	GBP	448.8	15.0	12.7	2.7%	17.9%
	宝姿	589	HKD	22.0	24.4	18.0	2.3%	35.6%
休闲装及鞋	Inditex	ITX	EUR	35.5	17.5	15.6	3.0%	12.3%
	H & M	HM'B	SEK	360.0	18.7	16.5	4.5%	13.5%
	百丽	1880	HKD	8.07	26.2	20.4	1.0%	28.6%
	永恩	210	HKD	4.07	12.7	10.0	2.2%	26.7%
运动产品	Adidas	ADS	EUR	41.8	13.5	11.4	1.4%	18.4%
	Nike	NKE	USD	41.4	11.4	10.4	2.1%	9.1%
	李宁	2331	HKD	21.95	29.4	22.0	1.2%	33.8%
	安踏	2020	HKD	8.28	25.1	18.8	0.8%	33.3%
	动向	3818	HKD	4.16	22.3	16.8	1.3%	33.1%
快餐	McDonld's	MCD	USD	35.5	11.1	10.1	4.9%	10.0%
	KFC	YUM	USD	36.9	19.8	17.5	1.7%	13.4%
	味千	538	HKD	9.8	30.8	22.9	1.1%	34.0%
家电卖场	Best Buy	BBY	USD	40.6	13.2	12.1	1.1%	8.8%
	国美	493	HKD	17.9	27.0	15.8	0.8%	70.8%
全球平均	不可用	不可用	不可用	不可用	15.9	14.0	2.4%	13.8%
香港平均	不可用	不可用	不可用	不可用	23.6	17.4	1.9%	35.2%

資料來源：First Call、第一上海

縱向看，我們從以下 6 張表得出四個結論（參照 1 月份消費品行業報告之策略性的進攻）：

1、大多數時間消費品公司的預測 PE 都在在 10-15 倍

2、當盈利連續兩年出現高增長，估值水準會提升，有些公司會處於 15-25 倍區間

3、目前香港市場上市公司的高增長還在，因此比國外公司有少許溢價尚數合理

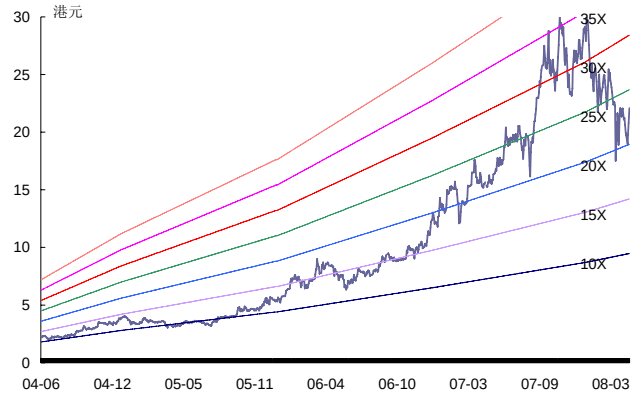
4、未來兩年的盈利預測最重要，否則估值倍數也會下降

因此從這個角度看，以未來一年預測每股盈利的 15 倍來估值應該是安全的，我們認爲這應該是熊市里的估值，因此從目前角度看是比較安全的底線。

而超過 25 甚至是 30 倍，估值可能過高，因此建議“沽出”。

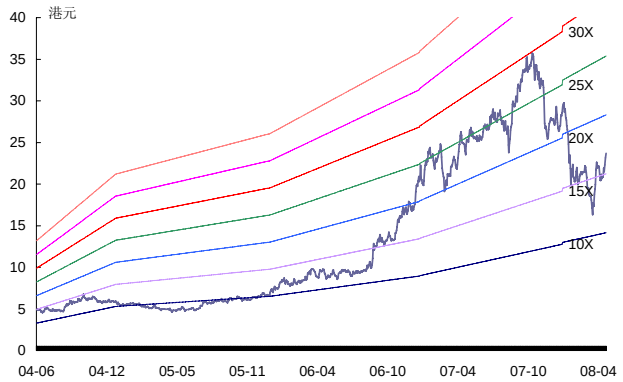
本報告不可對加拿大、日本、美國地區及美國國籍人士發放

圖表 17: 李寧 PE Band



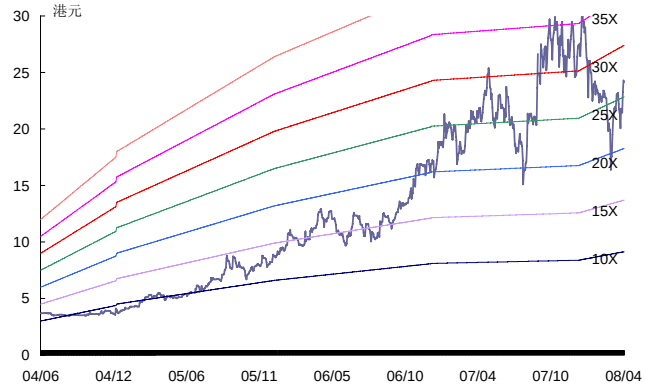
資料來源：First call

圖表 18: 蒙牛 PE Band



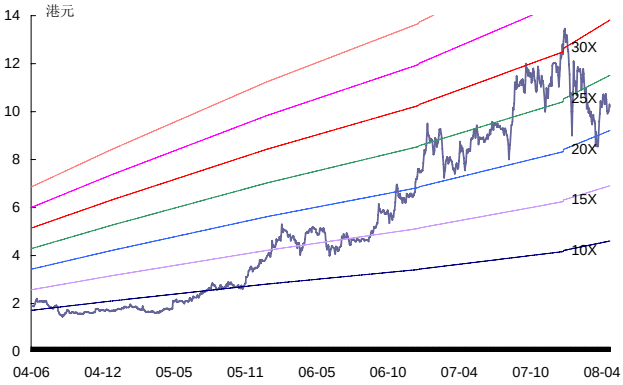
資料來源：First call

圖表 19: 寶姿 PE Band



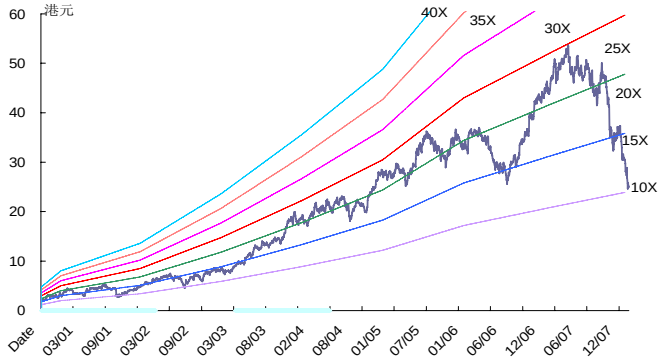
資料來源：First call

圖表 20 康師傅 PE Band



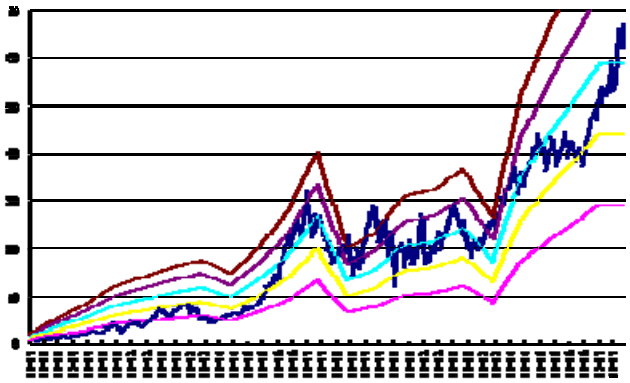
資料來源：First call

圖表 21: Coach PE Band



資料來源：First call

圖表 22: Nike PE Band



資料來源：First call

本報告不可對加拿大、日本、美國地區及美國國籍人士發放

傻瓜式投資：“15 倍買，25 倍賣”

我們研究了香港四間優秀的成長股和耐克、coach 的估值後，認爲１５倍是安全底線，２５倍以上是容易高估的區間，因此我們建議在目前市況下“１５倍買，２５倍賣”。

下表中的綠線部分是安全底線，我們認爲擊穿或者接近即可買入。

圖表 23: 我們所覆蓋的服裝零售公司安全底線概覽（綠色股價擊穿即可買）

股票	李宁	百盛	金鹰	永恩	国美电器	银泰百货	百丽	安踏	宝姿	动向
估值倍数 （09年预测PE）	2331	3368	3308	210	493	1833	1880	2020	589	3818
10X	9.6	25.2	3.1	4.2	8.9	3.8	4.0	4.1	13.4	2.4
15X	14.3	37.7	4.6	6.3	13.4	5.8	5.9	6.1	20.1	3.6
20X	19.1	50.3	6.2	8.4	17.8	7.7	7.9	8.1	26.8	4.8
25X	23.9	62.9	7.7	10.4	22.3	9.6	9.9	10.2	33.5	6.0
4月1日 收盘	22.0	65.6	6.4	4.2	17.9	5.6	8.1	8.3	22.0	4.2
股票	**李宁**	**百盛**	**金鹰**	**永恩**	**国美电器**	**银泰百货**	**百丽**	**安踏**	**宝姿**	**动向**
估值倍数 （08年预测PE）	2331	3368	3308	210	493	1833	1880	2020	589	3818
10X	7.1	20.0	2.3	3.3	6.8	2.8	3.2	3.3	9.9	1.9
15X	10.7	30.0	3.5	4.9	10.2	4.2	4.8	4.9	14.8	2.8
20X	14.3	40.0	4.6	6.6	13.6	5.5	6.4	6.6	19.8	3.7
25X	17.9	50.0	5.8	8.2	17.0	6.9	8.0	8.2	24.7	4.7
4月1日 收盘	22.0	65.6	6.4	4.2	17.9	5.6	8.1	8.3	22.0	4.2

資料來源：公司資料、第一上海

圖表 24: 我們所覆蓋的食品飲料公司安全底線概覽（綠色股價擊穿即可買）

股票	华宝国际	蒙牛乳业	康师傅	雨润食品	汇源果汁	中国香精香料
估值倍数 （09年预测PE）	336	2319	322	1068	1886	3318
10X	4.0	12.5	4.4	10.4	3.5	3.5
15X	6.0	18.7	6.7	15.6	5.3	5.2
20X	8.0	25.0	8.9	20.8	7.1	7.0
25X	10.0	31.2	11.1	26.0	8.8	8.7
4月23日 收盘价	6.3	23.7	10.5	11.9	5.7	2.8
股票	**华宝国际**	**蒙牛乳业**	**康师傅**	**雨润食品**	**汇源果汁**	**中国香精香料**
估值倍数 （08年预测PE）	336	2319	322	1068	1886	3318
10X	3.3	9.0	3.3	7.3	2.8	3.1
15X	5.0	13.6	4.9	10.9	4.2	4.6
20X	6.6	18.1	6.6	14.5	5.6	6.2
25X	8.3	22.6	8.2	18.2	7.0	7.7
4月23日 收盘价	6.3	23.7	10.5	11.9	5.7	2.8

資料來源：公司資料、第一上海

本報告不可對加拿大、日本、美國地區及美國國籍人士發放

第一上海證券有限公司
香港中環德輔道中 71 號
永安集團大廈 19 樓
電話: (852) 2522-2101
傳真: (852) 2810-6789

本報告由第一上海證券有限公司(“第一上海”)編制並只作私人傳閱。未經批准，不得以任何方式使用或轉載本報告之任何內容。此報告所載的資料、工具及材料只提供給閣下作查照之用，並非作爲或被視爲出售或購買或認購證券或其他金融票據的邀請或向人作出邀請或構成對任何人的投資建議。此報告的內容並未有考慮到個別的投資者的投資取向，財務情況或任何特別需要。此報告所載資料在刊出時皆被第一上海認爲可靠，但第一上海不能擔保其準確性或完整性，而第一上海不會對因使用此報告的材料而引致的損失而負上任何責任。第一上海或其關連人仕可能會因應不同的假設或因素發出其他與本報告所載資料不一致及有不同結論的報告。第一上海或其雇員將不會對因使用此報告的材料而引致的損失而負上任何責任。第一上海或其關連人仕可能會持有此報告內所提及到的證券或投資項目。

©2008 第一上海證券有限公司 版權所有。保留一切權利。