

李嶽
86 755-3336 7200
David.li@firstshanghai.com.hk
許斐娜
86 755-3336 7861
feina.xu@firstshanghai.com.hk
王柏俊, Patrick
852-2532 1915
patrickwong@firstshanghai.com.hk

行業評價：正面

8 月全國居民消費價格同比上漲 4.9%

- 8 月份全國居民消費價格同比上漲 4.9% 城市漲 4.7%
- 8 月份全國社會消費品零售總額同比增長 23.2%
- 8 月份全國工業品出廠價格同比上漲 10.1%

8 月回顧：

- 焦點一：四間運動品公司中期業績感悟
- 焦點二：可口可樂收購匯源事件
- 焦點三：乳製品行業的食品危機事件
- 焦點四：小肥羊首次報告及中期業績

2008.8.15-2008.9.15 零售行業公司評級變動表

覆蓋公司	代碼	最新報告日期	目標價格	原先評級	最新評級	備註
李宁	2331	2008.8	30	持有	买入	更新報告
宝姿	589	2008.8	31.5	买入	买入	更新報告
达芙妮	210	2008.8	7.05	买入	买入	更新報告
茂业	848	2008.9	3.4	买入	买入	更新報告
百盛	3368	2008.8	12.2	持有	持有	更新報告
金鷹	3308	2008.8	8.7	持有	买入	更新報告
银泰	1833	2008.9	8.3	买入	买入	更新報告
物美	8277	2006.11	9.1	买入	买入	无变化
新世界百货中国	825	2008.9	8.79	不适用	买入	首次報告
国美	493	2008.8	4.6	买入	买入	无变化
百丽	1880	2008.9	8.5	买入	买入	更新報告
安踏	2020	2008.8	10.5	买入	买入	更新報告
中国动向	3818	2008.9	5.5	买入	买入	更新報告
味千中国	538	2008.4	10.5	买入	持有	无变化
雨润食品	1068	2008.8	15.2	买入	买入	更新報告
蒙牛乳业	2319	2008.5	28.5	买入	买入	无变化
康师傅	322	2008.8	10.2	买入	买入	更新報告
中国香精香料	3318	2008.9	2.6	买入	持有	更新報告
华宝国际	336	2008.8	9.25	买入	买入	无变化
汇源果汁	1886	2008.9	4.3	买入	买入	更新報告
中国绿色食品	904	2008.8	10.1	买入	买入	更新報告
小肥羊	968	2008.9	3.8	不适用	买入	首次報告

資料來源：公司資料、第一上海

注：綠色為本月更新業績及評級的公司、藍色為新增公司

匯率：1.00 港元=0.88 人民幣

目錄

8月全國居民消費價格同比上漲4.9%.....	3
8月份全國居民消費價格同比上漲4.9%，城市漲4.7%.....	3
8月份全國社會消費品零售總額同比增長23.2%.....	3
8月份全國工業品出廠價格同比上漲10.1%.....	4
零售行業要聞回顧.....	5
覆蓋公司7月-9月市場表現回顧.....	6
焦點一：運動品的業績感悟.....	10
焦點二：可口可樂收購匯源事件.....	15
焦點三：乳製品行業的食品危機事件.....	17
焦點四：小肥羊首次報告及中期業績.....	20

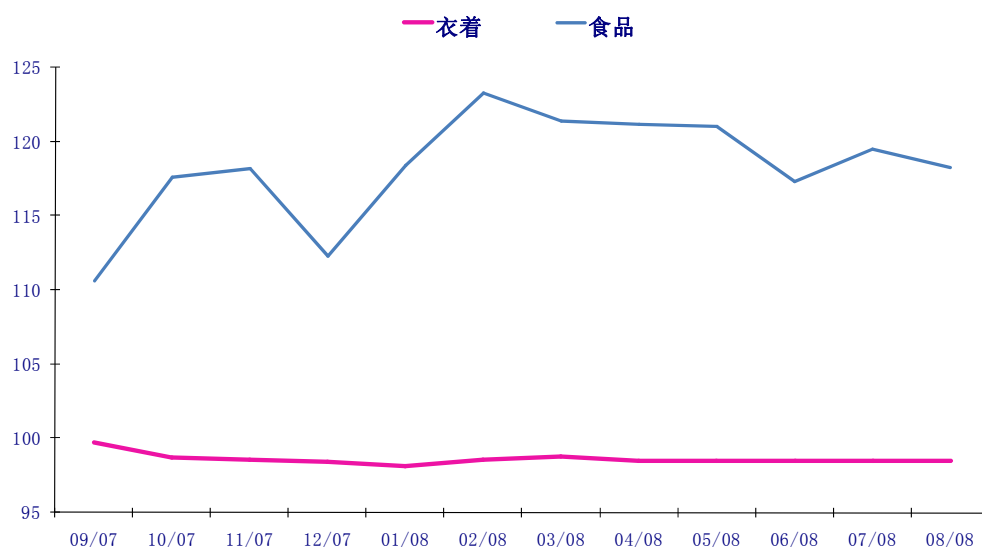
8月全國居民消費價格同比上漲4.9%

8月份全國居民消費價格同比上漲4.9%，城市漲4.7%

8月份，居民消費價格總水準同比上漲4.9%。其中，城市上漲4.7%，農村上漲5.4%；食品價格上漲10.3%，非食品價格上漲2.1%；消費品價格上漲6.0%，服務專案價格上漲1.4%。從月環比看，居民消費價格總水準比7月份下降0.1%；食品價格下降0.4%，其中鮮菜價格下降0.1%，鮮蛋價格上漲3.7%。

1-8月份累計，居民消費價格總水準同比上漲7.3%。其中，城市上漲7.0%，農村上漲8.0%；食品類價格上漲18.3%，煙酒及用品類價格上漲2.7%，衣著類價格下降1.5%，家庭設備用品及維修服務價格上漲2.7%，醫療保健及個人用品類價格上漲3.3%，交通和通信類價格下降1.1%，娛樂教育文化用品及服務類價格下降0.8%，居住類價格上漲7.0%。

圖表1：2007.9—2008.8月食品及衣著價格指數同比變動圖



資料來源：中國國家統計局

注：去年同期為100

8月份全國社會消費品零售總額同比增長23.2%

8月份，社會消費品零售總額8768億元，同比增長23.2%。

分地域看，城市消費品零售額6015億元，同比增長23.9%；縣及縣以下零售額2753億元，增長21.8%。分行業看，批發和零售業零售額7361億元，同比增長23.2%；住宿和餐飲業零售額1245億元，增長26.3%；其他行業零售額162億元，增長2.6%。

分商品類別看，限額以上批發和零售業吃、穿、用商品類零售額同比分別增長 20.3%、27.6%和 27.4%。其中，糧油類增長 23.1%，肉禽蛋類增長 26.7%，服裝類增長 29.5%，文化辦公用品類增長 13.3%，體育、娛樂用品類增長 10.1%，日用品類增長 20.8%，家用電器和音像器材類增長 18.6%，傢俱類增長 24.2%，化妝品類增長 26.6%，金銀珠寶類增長 44.3%，通訊器材類增長 4.5%，汽車類增長 19.0%，石油及制品類增長 49.4%，建築及裝潢材料類下降 9.5%。

1-8 月累計社會消費品零售總額 68439 億元，同比增長 21.9%。

8 月份全國工業品出廠價格同比上漲 10.1%

8 月份，工業品出廠價格同比上漲 10.1%，原材料、燃料、動力購進價格上漲 15.3%。

在工業品出廠價格中，生產資料出廠價格同比上漲 12.0%。其中，採掘工業上漲 35.1%，原料工業上漲 14.4%，加工工業上漲 7.9%。生活資料出廠價格同比上漲 4.0%。其中，食品類價格上漲 7.4%，衣著類上漲 2.4%，一般日用品類上漲 4.3%，耐用消費品類下降 0.4%。

1-8 月份累計，工業品出廠價格同比上漲 8.2%，原材料、燃料、動力購進價格上漲 12.2%。

零售行業要聞回顧

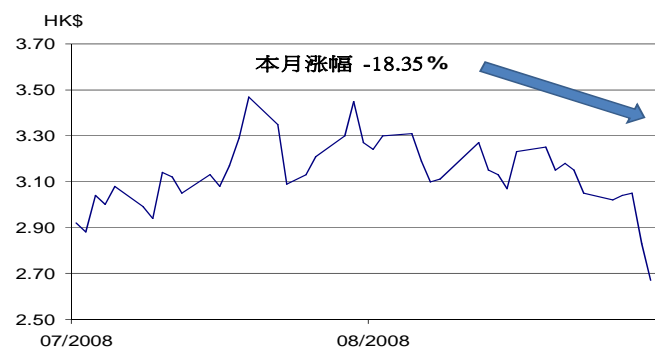
圖表 2: 2008.8.17 - 2008.9.12 日零售行業資訊回顧

日期	要点
2008.9.10	北京物美商业集团全资附属公司杭州天天物美商业有限公司以1.51177亿元收购绍兴县商超投资有限公司85%股权，以此间接持有浙江供销超市54.09%股权。此举也是其华东区域扩张的重要一步，接下来，物美还拟以收购区域领先公司的方式继续扩张。
2008.9.9	商务部市场运行司监测显示，今年上半年，全国千家核心商业企业零售指数同比增长20.1%，其中，中部、西部、东部地区同比分别增长23.3%、22.6%和18.4%，中西部地区消费增长明显快于东部地区。中西部地区不断增长的消费市场，吸引了王府井百货、百盛、国美等零售企业纷纷西进开店。
2008.9.9	时代零售表示，集团计划下半年再开设6个大卖场，达到今年增设10个大卖场的目标。集团约2.6万平方米的物流中心第一、二期已投入营运，预期可于明年下半年起对大卖场提供配送。主席方铿表示，除自然增长以外，集团计划积极寻求收购机会。集团早前曾与多个对象洽谈，惟不成功。他表示，集团将以发展大卖场而位置合适的公司为收购对象，短期内仍会集中发展山东、江苏、安徽及浙江的市场。
2008.9.5	零售行业2008年上半年仍保持了20%的零售指数增长。但分析人士表示，虽然国内零售行业的整体盈利能力正在逐步增强，但考虑当前零售行业增长处于高位，这样高的增长不能持续。预计，未来行业增长趋势有向下的可能。统计数据显示，上半年中国商品零售市场保持稳定增长态势，千家核心商业企业零售指数同比增长20.1%，高出上年同期3.4个百分点。扣除物价因素，实际增长12.6%，比上一年同期回落1.7个百分点。
2008.9.3	可口可乐提出的每股现金作价为12.2港元，较汇源停牌前，即上周五收盘价4.14港元溢价1.95倍。荷银亚洲和高盛负责这宗交易。于2007年2月23日上市的汇源果汁，当时招股价为每股6港元。是次可口可乐的作价高出其招股价一倍。可口可乐在公告中指，是次收购预期的协同效应将提升经营及成本效益。
2008.9.1	国美电器在香港联交所发布公告显示，国美已与前永乐电器创始人、现国美电器总裁陈晓等达成协议，收购他们拥有的永乐(中国)电器销售有限公司10%的股权。至此，国美拥有了永乐(中国)的全部股权，成为其全资控股公司。
2008.9.1	消费类产品的价格上涨，使得零售行业在经济增长放缓的宏观背景下依然保持强势增长。从上半年主要零售上市企业的业绩看，超市、食品、百货行业净利润增幅明显。
2008.9.1	王府井明显受益奥运会概念，上半年业绩报告显示，公司主营收入增长20.45%，净利润更是大增68.34%，净利润增幅明显高于主营收入增长，这说明公司营利水平显著提高，新世界主营收入12.84亿元，增长37.2%，净利润增长26.84%。国金证券认为，新世界业务发展稳健，给予“买入”评级。此外，第一食品，公司今年上半年实业收入32.98亿元，同比增长25.59%；净利润同比增长34.26%。
2008.8.29	浙江供销超市有限公司与北京物美控股集团旗下的杭州天天物美商业有限公司，会师上海，签订了合作协议，从而拉开了其强强联合的序幕。
2008.8.28	国美集团通过香港上市公司国美电器控股有限公司旗下的中国鹏润资本有限公司，斥资近亿美元在乌鲁木齐经济技术开发区注册成立新疆鸿盛物流有限公司，作为国美集团全国三大结算中心之一。该项目注册资本为9900万美元，是乌鲁木齐市改革开放以来单项规模最大的港资企业，主要从事日用百货、电子机械、金属材料、建筑装饰材料和家用电器的批发、零售、仓储、物流配送等，预计年营业收入达50亿元。
2008.8.25	国家统计局近期公布的数据显示，今年7月份我国社会消费品零售总额同比增长23.3%，为12年来单月最高增速。在拉动经济增长的“三驾马车”中，与投资、出口相比，消费增幅明显扩大。
2008.8.22	新世界百货中国有限公司宣布以人民币287540000元收购一项位于辽宁省沈阳市的物业，并有意图将该物业发展成为公司在沈阳市的第四家自有百货店。新世界百货计划中的沈阳第四家分店位于沈阳市大东区繁华的中街商业圈，项目总面积约32500平方米，预计于2010年开业。
2008.8.21	盛商业集团有限公司于二零零八年七月二日刊发的有关本公司通过全资附属公司金成集团有限公司收购西安立丰9%权益的公告。本公告所用词汇与该公告所定义具有相同涵义。董事会欣然宣布，收购已于二零零八年八月二十日完成。西安立丰已成为本公司的全资附属公司。
2008.8.18	茂业收购位于秦皇岛市一幢七层高百货大楼，该物业现由金都购物中心经营，茂业国际收购后将直接改为茂业百货继续经营。此举标志着茂业百货强势进驻秦皇岛，并正式开始实施华北战略。茂业收购的物业位于秦皇岛市核心商业区，建筑面积46666平方米，收购总价2.9亿元，每平方米价格6200多元。
2008.8.18	商务部根据有关数据分析，今年下半年，全国住宿与餐饮市场开局良好，7月份，零售额实现1168亿元，同比增长26.5%，环比下降2.2%，比上年同期加快8.5个百分点，创今年月度增速新高。1-7月份，全国住宿与餐饮业零售额达到8374.9亿元，同比增长24.3%，比上年同期加快6.5个百分点，占同期社会消费品零售总额的比重为14%，拉动社会消费品零售总额增长3.3个百分点。住宿与餐饮业利用外资方面，1-7月新设立外商投资企业399家，同比下降18.2%；合同外资金额17.1亿美元，同比增长4.3%；实际使用外资金额5.6亿美元，同比下降4%。

資料來源：中國連鎖經營協會、第一上海

覆蓋公司 7 月- 9 月市場表現回顧

圖表 3：國美 (0493) 7.14 - 9.12 股價



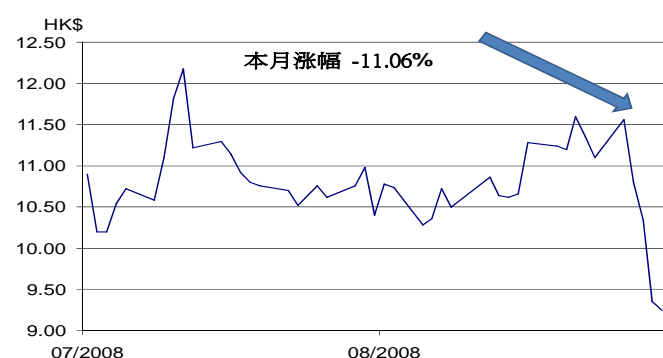
資料來源：彭博

圖表 4：達芙妮 (0210) 7.14 - 9.12 股價



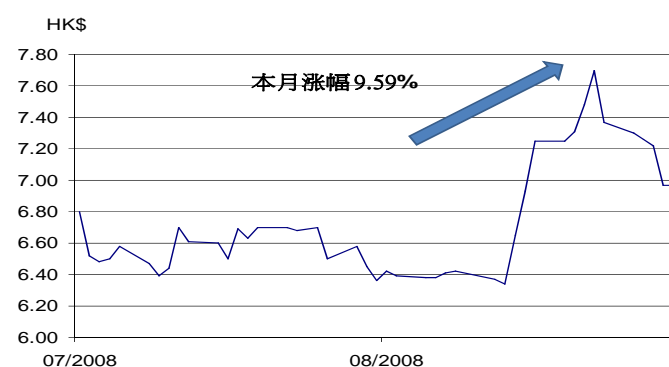
資料來源：彭博

圖表 5：百盛 (3368) 7.14 - 9.12 股價



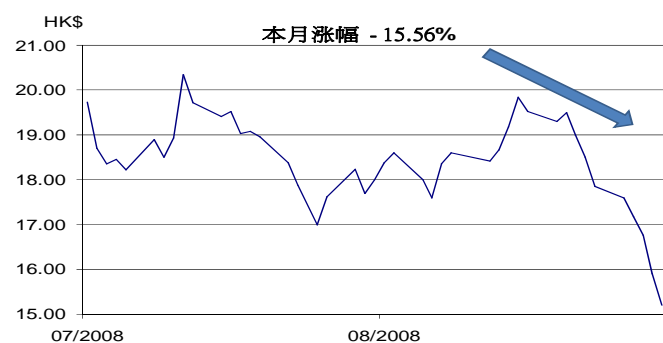
資料來源：彭博

圖表 6：金鷹 (3308) 7.14 - 9.12 股價



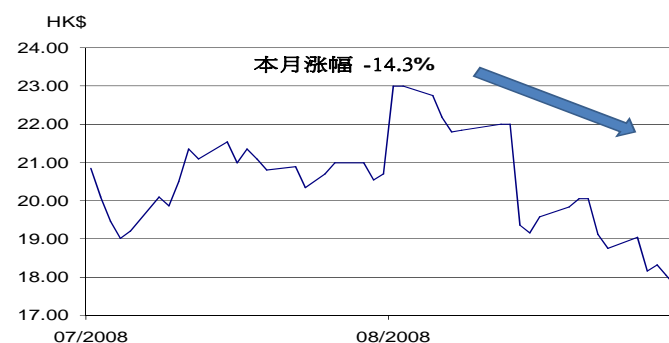
資料來源：彭博

圖表 7：李寧 (2331) 7.14 - 9.12 股價



資料來源：彭博

圖表 8：寶姿 (0589) 7.14 - 9.12 股價



資料來源：彭博

圖表 9：銀泰（1833）7.14 - 9.12 股價



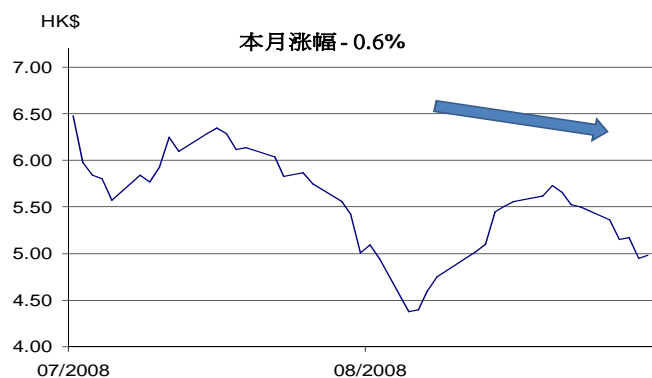
資料來源：彭博

圖表 10：百麗（1880）7.14 - 9.12 股價



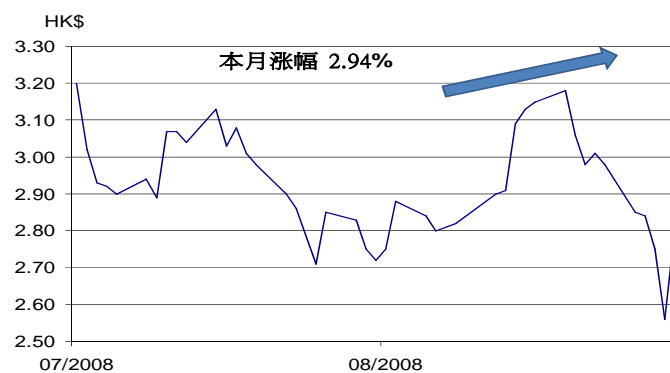
資料來源：彭博

圖表 11：安踏（2020）7.14 - 9.12 股價



資料來源：彭博

圖表 12：中國動向（3818）7.14 - 9.12 股價



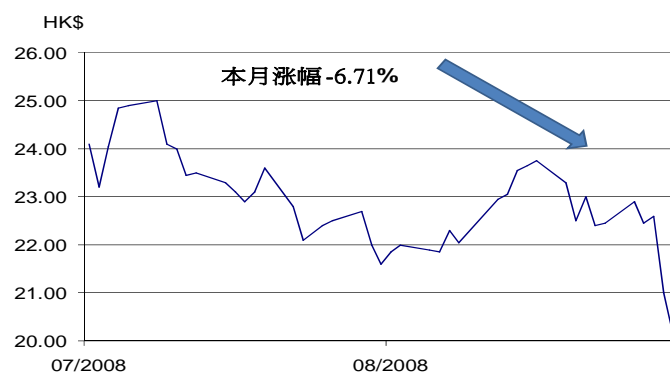
資料來源：彭博

圖表 13：雨潤（1068）7.14 - 9.12 股價



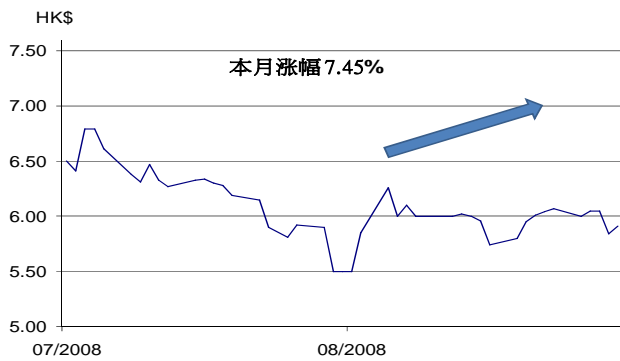
資料來源：彭博

圖表 14：蒙牛（2319）7.14 - 9.12 股價



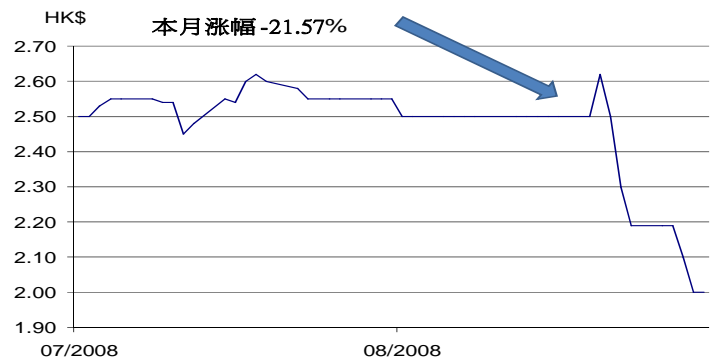
資料來源：彭博

圖表 15: 華寶 (336) 7.14 - 9.12 股價



資料來源：彭博

圖表 16: 中國香精香料 (3318) 7.14 - 9.12 股價



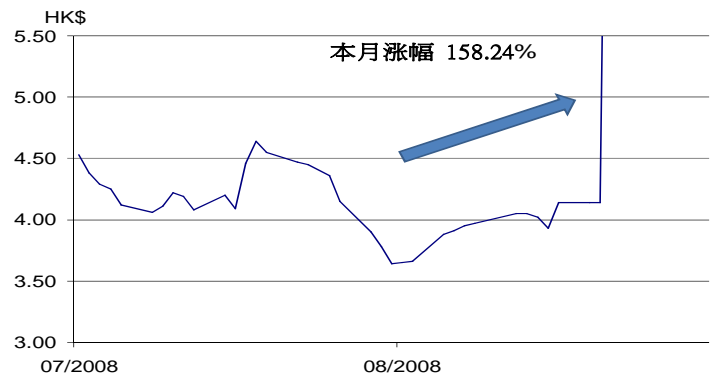
資料來源：彭博

圖表 17: 康師傅 (322) 7.14 - 9.12 股價



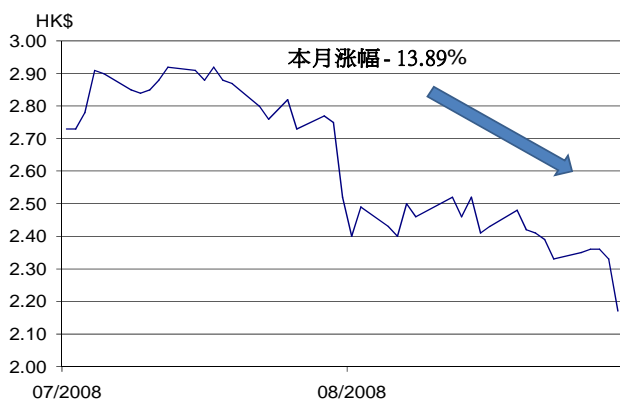
資料來源：彭博

圖表 18: 匯源果汁 (1886) 7.14 - 9.12 股價



資料來源：彭博

圖表 19: 小肥羊 (968) 7.14 - 9.12 股價



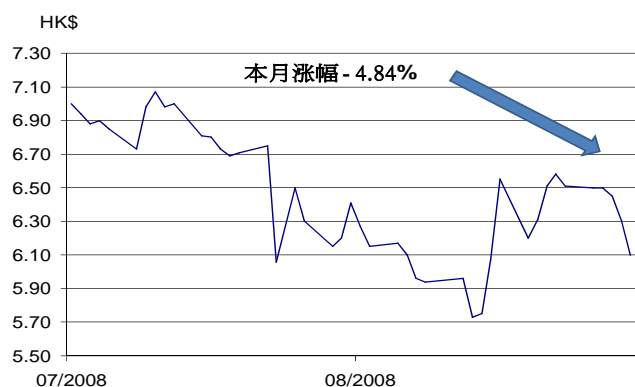
資料來源：彭博

圖表 20: 新世界百貨中國 (825) 7.14 - 9.12 股價



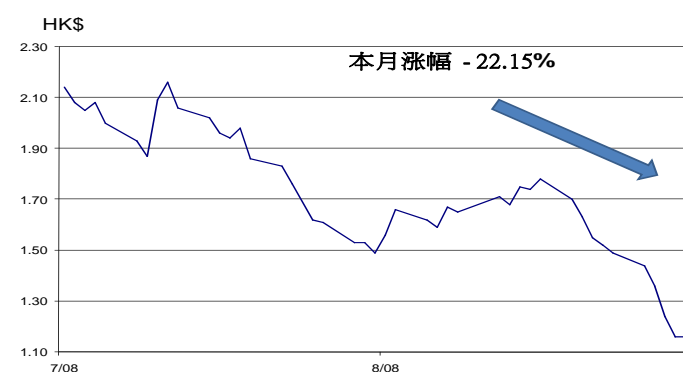
資料來源：彭博

圖表 21: 味千 (0538) 7.14 - 9.12 股價



資料來源：彭博

圖表 22: 茂業 (848) 7.14 - 9.12 股價



資料來源：彭博

圖表 23: 中國綠色食品 (904) 7.14 - 9.12 股價



資料來源：彭博

從上述圖表中就可以看出我們重點關注的消費品股份 5 月的表現出現分化；匯源果汁和金鷹錄得最大漲幅，30 天漲幅為 158.2%和 9.6%。同期 (08.8.13 - 08.9.12) 恒生指數漲幅約為 -9%。

信未來幾年快速開店依然是增長的主要動力。

圖表 25：主要運動品牌門店數量概覽

	2007年年底	2008年中期	淨增加	增長率
李宁品牌	5233	5853	620	11.8%
安踏品牌	4716	5193	477	10.1%
Kappa品牌	1945	2487	542	27.9%
特步品牌	4380	4733	353	8.1%
总计	16274	18266	1992	12.2%

資料來源：公司資料

單店銷售增長依然保持強勁

四家公司所報告的平均單店或者同店銷售增長率都十分強勁，例如李寧的同店增長率達到 26%，創了上市來的新高，動向的同店增長率也達到 20%，而安踏、特步的平均單店銷售額增長率也分別達到 29.5% 以及 54.0%。

平均單店/同店增長的主要原因還是銷售數量的強勁增長。

鞋子銷售增長迅速，拉動整體收入增長

上半年銷售的增長貢獻中，鞋子占到了絕大部分，我們發現除了特步以外，其他公司鞋子銷售數量增長率都是快過服裝的，我們認為這是因為在運動品行業內，鞋子的壁壘較高，忠誠度較高，因此一旦品牌影響力提升，首先體現的將是鞋子，而反過來講，能否在鞋子銷售上取得佳績也反映出品牌的影響力。

圖表 26：四家運動品公司各產品銷售情況概覽

百万人民币	2007 中期		2008 中期		變幅
	銷售額	占銷售額比重	銷售額	占銷售額比重	
安踏					
鞋類	762	52.7%	1,195	54.2%	56.9%
服裝	636	43.9%	923	41.9%	45.1%
配件	50	3.4%	87	3.9%	75.2%
总计	1,448	100.0%	2,205	100.0%	52.3%
李宁					
鞋類	762	39.9%	1,385	45.3%	81.9%
服裝	994	52.0%	1,449	47.3%	45.8%
配件	120	6.3%	168	5.5%	40.4%
总计	1,875	98.2%	3,002	98.1%	60.1%
動向					
鞋類	512	69.1%	926	72.1%	81.0%
服裝	186	25.1%	300	23.3%	61.0%
配件	43	5.8%	59	4.6%	39.4%
总计	741	96.2%	1,286	91.9%	73.5%
特步					
鞋類	378	73.6%	704	50.0%	86.3%
服裝	134	26.0%	687	48.8%	414.0%
配件	2	0.4%	18	1.2%	713.6%
总计	513	100.0%	1,408	100.0%	174.3%

資料來源：公司資料

從戰略角度看今年的銷量可能更加重要

與往年不同，加價並沒有成為主要的戰略，相反，銷售數量在今年被各家公司重視，例如李寧，上半年鞋子的平均銷售價格下降了8%，而銷售數量增速則達到106.0%，我們認為這可能和公司的戰略有關，畢竟08年市場份額可能更加重要。

圖表 27：運動品公司銷售價格和數量概覽

		2008中期		2007中期		變動	
		平均售價 (元)	出售件數 (千)	平均售價 (元)	出售件數 (千)	平均售價	出售件數
安踏	服裝	92.1	12,979	85.9	8,873	7.2%	46.3%
	鞋類	43.8	21,071	41.5	15,326	5.5%	37.5%
中國動向	服裝	121	7,631	129	3,963	-6.2%	92.6%
	鞋類	176	1,708	187	998	-5.9%	71.1%
李寧	服裝					2.0%	57.4%
	鞋類					-8.0%	106.0%
特步	服裝	44.9	14,077	38.7	3,456	16.0%	307.3%
	鞋類	75	8,834	68.9	4,397	8.9%	100.9%

資料來源：公司資料

供應鏈管理成為各家關注重點，並初現成效

今年各家公司都不僅僅強調品牌、設計等基礎的一些要素，更多的公司開始關注供應鏈的管理，因為如何能保持供應鏈的暢通是一個企業能否持續發展的基礎。

李寧、動向，包括特步的供應鏈效率改善都比較明顯，特別是存貨周轉天數和應收賬齡都明顯縮短，雖然這只反映產業鏈品牌段的情況，但是我想如果下游零售商不能有好的存貨周轉情況，應該也不可能及時的付款，畢竟大的零售商的話語權還是很強的。

圖表 28：運動品公司運營資金周轉情況概覽

李寧公司	2007中期	2008中期	變動	安踏公司	2007中期	2008中期	變動
存貨周轉期	71	61	-10	存貨周轉期	35	46	11
應收賬齡	55	47	-8	應收賬齡	13	17	4
應付賬齡	69	71	2	應付賬齡	50	39	-11
動向公司	2007中期	2008中期	變動	特步公司	2007中期	2008中期	變動
存貨周轉期	49	33	-16	存貨周轉期	68	58	-10
應收賬齡	24	19	-5	應收賬齡	56	47	-9
應付賬齡	75	64	-11	應付賬齡	30	43	13

資料來源：公司資料

從零售商的角度看運動品行業可能遇到一些問題，但已經逐步得到解決

從零售商的銷售資料看，運動品市場可能在1-6月中出現了一些小小的問題，例如庫存上升等，例如我們看到寶勝（3813.HK）上半年庫存周轉天數大幅增加23.5天至102.0天，這表明大量的存貨開始積壓，我們在調研安踏的訂貨會時，也發現部

分分銷商的存貨在這幾個月中出現積壓情況。

我們認為造成這一困境的客觀原因包括自然災害，例如第一季度的雪災，第二季度的地震，而主觀原因則是零售商在 07 年訂貨時對 08 年的銷售過分樂觀，但事實上奧運會對於運動品的消費影響極小。百麗在 08 年業績發佈會上也承認對於 08 年過於樂觀，訂貨偏多，從資料看其綜合存貨周轉天數也微增 6.3 天至 128.1 天（包含皮鞋業務），運動品銷售的毛利率也降低了 0.4 個百分點至 35.6%。

但是值得慶倖的是各家公司及時的察覺到了問題，因此紛紛在 6 月-8 月加大了打折的力度，我們看到許多公司的終端折扣率都明顯加大，例如 Kappa 的終端折扣率從去年的 9.3 折降到了 8.8 折，而耐克、阿迪達斯的折扣率也明顯加大，經常可以看到 8.5 折甚至 8.0 折的產品。及時的打折使得積壓存貨得到了及時處理，我們也看到寶勝的月度銷售在 5 月跌至穀底後開始逐月回升，8 月已經達到 1.0 億美元，相比 7 月增長 13.0%，因此我們認為目前的存貨積壓問題可能已經得到了較好的處理。我們判斷如果不出大的意外，零售端的問題應該不會傳導到上游品牌商。

其實我們回顧歷史，也會發現類似這樣的危機並不少見，耐克在歷史上的毛利率曾經多次下降（參照我們發出的耐克報告），正是因為終端銷售出現了問題，而耐克及時的採用打折策略保證資金的周轉和市場份額，最終使其成功的渡過困難時期。在 97 年之前，李甯、康威的銷售規模和市場影響力相當，但是當金融風暴來臨之後，李甯率先打折銷售，雖然損失了一些毛利率，但最終渡過了困難時期，並把康威遠遠的拋在了後方。

09 年第一季度的訂貨情況都比較理想

根據各家所公佈的 09 年一季度訂貨情況來看，預計收入的基本增幅都在 30%-40% 之間，我們之前也多次強調，運動品行業並沒有那麼悲觀，因此我相信完成這個目標的可能性還是很大。相信如果今年零售商的存貨積壓問題得到很好的解決，那麼明年的增長預期應該可以實現。

估值已經到達我們所說的“安全底線”

目前估值最高的李甯 08 年 PE 也不過 16.8 倍，最低的動向只有 10.3 倍，即便扣除掉一些非經常性收益，估值水準也在 13.0 倍左右。

根據我們之前的判斷標準，我們認為目前估值已經擊穿了“安全底線”，或許還會下跌，最低可能去到預測的 10 倍甚至更低，但畢竟這種概率很小，如果目前介入，賺取的將最起碼是盈利增長。

圖表 29：我們覆蓋的運動品公司估值概覽

	08PE	09PE	增長率
李甯	16.8	11.9	40.8%
安踏	11.4	9.3	22.9%
動向	10.3	8.6	19.0%
平均	12.8	9.9	

資料來源：公司資料、第一上海預測

中期業績的一些感想：還是要買好的品種

無論是品牌商還是零售商的中期業績都很不錯，這反映出上半年運動品行業的情況不錯，雖然遇到了一些問題，導致零售商庫存出現了積壓，但是及時的打折促銷還是使得問題得到了解決，從7、8月的銷售情況看，銷售良好，庫存下降，產業鏈運作健康。

不過不得不承認，受到宏觀經濟的影響，整個行業可能會面臨低谷，但是我們對此行業未來幾年的增長還是保持樂觀，並相信短痛之後一切都會好轉。

至於單個公司，我們還是堅持強者恆強的觀點，畢竟在美國這樣的成熟國家，第一名和第二名的市場份額差距就接近一倍，因此競爭力較弱的品牌將越來越難生存，如果環境繼續惡化，將促使其出局。

四家公司中，我們更加偏好李甯、安踏和動向。

焦點二：可口可樂收購匯源事件

收購案成功的關鍵在於通過商務部的反壟斷審查

9月3日，匯源公告可口可樂建議以12.2港元現金收購公司所有的已發行普通股，如成功收購後，匯源將退市。

9月9日，公司公告其08上半年的業績，整體銷售額同比倒退5%，果汁業務各類產品的銷售量均出現明顯下降，銷售量增速低於行業平均水準約10.3個百分點，僅為3.8%。公司的盈利能力在下降，可口可樂提出的收購價格遠高於公司的現有合理價值，我們認為大部分的股東都將接受此價格的股份收購要約，因此，收購案能否成功，關鍵就在於能否通過商務部的反壟斷審查。

圖表 30：可口可樂收購匯源相關事件時間表

9月1日	匯源果汁(1886)停牌。市場猜測是收購母公司的上游資產。
9月3日	公司公告可口可樂對其提出的全面現金收購方案。當天股價暴漲，最高至接近收購建議價的11.28，我們隨即建議投資者獲利。
9月9日	公司公告其08上半年業績，業績遠低於市場預期。
9月16日	據媒體報道，內地飲料企業聯合反對收購建議，并向商務部提交三份新的收購方案。
9月22日	商務部表示可口可樂可能於本周向其提交申請材料。

資料來源：公司資料

反壟斷審查結果存較大的不確定性

由於國家並未對行業範圍作明確定義以及日前內地飲料企業聯合反對收購建議，令反壟斷審查結果存較大的不確定性。根據AC尼爾森調查資料顯示，按銷售額計算，08上半年匯源的百分百果汁及中濃度果汁的市占率分別為43.8%及42.4%，低濃度果汁的市占率為7.6%。如以整體果汁行業來評判市場佔有率的話，匯源和可口可樂兩者的市場佔有率之和不會超過50%，但如以各果汁細分行業來評判的話，在100%果汁細分市場中，就很有可能超過50%。而且也不能確定相關部門會以哪家第三方市場調查資料為依據，不同的市場調查機構得出的資料也存在較大的差別。

三替代方案可行性低

據媒體報導，為避免品牌流失及市場壟斷的出現，內地飲料企業將向商務部聯合提交三份新的收購方案，以取代可口可樂的收購建議。三個替代方案包括：

1. 將匯源分拆出售，由中國各大企業分別購買；
2. 把匯源的資產與品牌分離，“把資產當豬賣，把品牌當人留”，品牌由中國企業購買；
3. 組織一個人民幣基金共同購買。

我們認為三個收購方案的可行性低，我們認為可口可樂的收購方案會成功在於其提

出的收購價格存在大幅的溢價，因而能獲得大多數的股東同意。可口可樂是出於戰略性考慮才提出如此高的收購價格，我們相信無論是哪個方案的收購方都不會願意以如此高的價格來收購匯源。另一方面，除了收購價格外，我們認為匯源的創始人及大股東朱新禮在考慮出售匯源時，還有其他的因素，而不是有人願意買就賣的態度。

我們建議持有者可賣出股份獲利

公司目前的股價大大超出公司現有的合理價值，一旦收購宣告失敗，股價將重回合理估值水準。據商務部國際貿易經濟合作研究院副研究員梅新育表示，審批機關在收到規定報批全部檔之日起三十天內會有結果，若涉及反壟斷審查，則必須先通過反壟斷審查才可報批。按照規定，反壟斷審查應在九十天內得出結果，即整個審批過程至少需要一百二十天。若有個人或企業對反壟斷審查結果提出異議的話，得出結果的日子將難以確定。我們預期反壟斷審查將持續一段較長的時間，權衡分險與收益，我們建議持有者可賣出股份獲利。

圖表 31：匯源的盈利預測摘要

截止12月31日財政年度	2006实际	2007实际	2008预测	2009预测	2010预测
收入（百万人民币）	2,066	2,656	2,630	2,670	2,926
变动（%）	48	29	-1	2	10
净利润（百万人民币）	222	640	309	268	261
每股摊薄收益（人民币）	0.27	0.36	0.21	0.18	0.18
变动（%）	-6	34	-41	-13	-3
市盈率（倍）	28.2	21.1	35.7	41.1	42.3
每股派息（人民币）	0.07	0.11	0.05	0.05	0.04
息率（%）	0.92	1.46	0.70	0.61	0.59

資料來源：公司資料

焦點三：乳製品行業的食品危機事件

22 家生產商的嬰兒奶粉含有三聚氰胺

自上周公佈三鹿的配方嬰兒奶粉被檢測出含有三聚氰胺後，國家質檢總局對 109 家嬰幼兒奶粉生產企業的 491 批次產品進行了檢驗。從 16 日晚上公佈的階段性檢查結果可以看到，有 22 家生產商的嬰兒奶粉被檢驗出含有三聚氰胺，其中包括三大品牌蒙牛，伊利及光明，從涉及的生產區域看，遍及全國各地，為行業性的食品安全危機事件。

圖表 32：22 家被驗出含有三聚氰胺的嬰兒奶粉生產商

品牌：三鹿	產地：河北石家莊市
品牌：蒙牛	產地：內蒙古呼和浩特市
品牌：伊利	產地：內蒙古呼和浩特市
品牌：熊貓可寶	產地：上海市
品牌：寶安力	產地：上海市
品牌：可淇	產地：天津市
品牌：廣東雅士利	產地：廣東潮州市
品牌：金必氏	產地：廣東深圳市
品牌：施恩	產地：廣東廣州市
品牌：金鼎	產地：廣東廣州市
品牌：聰爾壯	產地：福建福鼎市
品牌：聖元	產地：山東青島市
品牌：澳美多	產地：山東煙台市
品牌：愛可丁	產地：山東青島市
品牌：磊磊	產地：山東海陽市
品牌：古城	產地：山西山陰縣
品牌：山西雅士利	產地：山西應縣
品牌：英雄	產地：江西南昌市
品牌：惠民	產地：陝西寶雞市
品牌：御寶	產地：陝西西安市
品牌：南山倍益	產地：湖南望城縣
品牌：齊寧	產地：黑龍江富裕縣

資料來源：人民網

三聚氰胺事件將對三大品牌的發展造成嚴重的負面影響

但從 9 月 18 日公告的液態奶檢測結果看，只有三大乳製品品牌的液態奶產品含有三聚氰胺，而且是覆蓋了所有的液態奶產品，包括高溫奶、乳飲料及優酪乳；其他品牌的液態奶產品不含三聚氰胺。液態奶細分市場占乳製品整體市場銷售額比例超過 60%，液態奶檢測結果扭轉了三聚氰胺事件的屬性，從原來的行業普遍現象轉變為個別乳製品品牌商的食品安全危機。三大乳製品品牌的液態奶市場份額合共超過 60%，三大品牌液態奶檢測出含有三聚氰胺，乳製品行業必將受到嚴重打擊，短期內大部分消費者將尋找牛奶替代品消費，如此期間，大品牌未能令消費者重拾信心的話，待消費者冷靜之後，很可能就會轉向消費地方品牌的乳製品。

從液態奶的檢測結果判斷，我們認為三聚氰胺事件將對三大品牌的發展造成嚴重的負面影響，蒙牛的業績也將受到嚴重的負面影響。

圖表 33：三大品牌液態奶檢出三聚氰胺的批次的詳細資料

公司	序号	生产企业	产品名称	规格型号	商标	生产日期 /批次	三聚氰胺 (mg/kg)
蒙牛	1	蒙牛(武汉)友芝友乳业有限公司	核桃牛奶	200ml/袋	友芝友	20080910	0.765
蒙牛	2	内蒙古蒙牛乳业(集团)股份有限公司	蒙牛高钙低脂牛奶	250ml/盒	蒙牛	20080807	0.8
蒙牛	3	内蒙古蒙牛乳业(集团)股份有限公司	全脂灭菌纯牛乳	250ml/盒	蒙牛	20080901	1
蒙牛	4	内蒙古蒙牛乳业(集团)股份有限公司	高钙低脂牛奶	250ml/盒	蒙牛	20080801	1.5
蒙牛	5	内蒙古蒙牛乳业(集团)股份有限公司	早餐奶(麦香味)	250ml/包	蒙牛	20080814	1.9
蒙牛	6	内蒙古蒙牛乳业(集团)股份有限公司	蒙牛早餐奶	250ml/盒	蒙牛	20080726/x	2.57
蒙牛	7	内蒙古蒙牛乳业(集团)股份有限公司	妙点	250ml/盒	蒙牛	20080728 /W206	3.17
蒙牛	8	蒙牛乳业(北京)有限责任公司	木糖醇酸牛奶	2kg/瓶	蒙牛	20080806	3.52
蒙牛	9	内蒙古蒙牛乳业(集团)股份有限公司	高钙低脂牛奶	243ml (250g)/袋	蒙牛	20080908/ C206/GAfb	4.2
蒙牛	10	蒙牛乳业(马鞍山)有限公司	蒙牛大粒果实酸牛奶	160克/盒	蒙牛	M20080903	6.8(A样)
蒙牛	11	蒙牛乳业(马鞍山)有限公司	蒙牛大粒果实酸牛奶	160克/盒	蒙牛	M20080903	7(B样)
伊利	1	济南伊利乳业有限责任公司	伊利芒果+黄桃酸牛奶	125g/盒	伊利	20080907	0.69
伊利	2	内蒙古伊利实业集团股份有限公司	酸牛奶(木瓜+甜橙)	125g/瓶	伊利	20080903	1.02
伊利	3	内蒙古伊利实业集团股份有限公司	纯牛奶	220ml/袋	伊利	20080913	2.2
伊利	4	内蒙古伊利实业集团股份有限公司	脱脂奶	250ml/盒	伊利	20080820	2.9
伊利	5	内蒙古伊利实业集团股份有限公司	纯牛奶	220ml/袋	伊利	2008090 5MIAC6	5.5
伊利	6	内蒙古伊利实业集团股份有限公司	纯牛奶	242ml/袋	伊利	20080906 /LIA09	8
伊利	7	内蒙古伊利实业集团股份有限公司	高钙低脂奶	250ml/盒	伊利	20080819	8.4
光明	1	北京光明健能乳业有限公司	光明酸牛奶(原味)	180g/袋	光明	20080912	0.6
光明	2	武汉光明乳品有限公司	原味酸牛奶	180g/盒	光明	20080913	3.41
光明	3	北京光明健能乳业有限公司	原味酸牛奶	100克/杯	光明	20080910A	3.5
光明	4	北京光明健能乳业有限公司	大颗果粒草莓酸奶	450克/盒	光明	20080902BC	4.8
光明	5	光明乳业有限责任公司	益生菌·优乳酪(原味)	190g/罐	光明	B20080908C	5.65
光明	6	北京光明健能乳业有限公司	优酪乳·酸牛奶(原味)	580克/瓶	光明	B20080909A	8.6

資料來源：人民網

伊利已出現了策略性錯誤

16日，我們對比了蒙牛及伊利對三聚氰胺事件的回應速度及態度，蒙牛較伊利早近5個小時發出承諾書。伊利的聲明重點在於表示公司產品符合國家標準，而蒙牛承諾書的重點是承認錯誤，正視問題。面對液態奶的檢測結果，我們認為伊利在挽回消費者信心的回應上，出現了策略性錯誤。截至目前，我們認為蒙牛的危機處理能力較為理想。

圖表 34：蒙牛與伊利的回應檔重點摘要

蒙牛集團鄭重承諾：

第一，將不合格的嬰幼兒奶粉全部召回。由此產生的所有費用由蒙牛公司承擔。相關產品的生產線停產整頓。對因食用上述批次奶粉造成身體疾患的消費者，我們將按照國家標準加倍賠償，五年內查出由此造成的疾患我們負責到底。

第二，從即日起蒙牛集團將委託國家及地方相關檢測機構，對蒙牛所有產品進行全面檢測。檢測結果將於幾天後予以公告。

第三，為了維護奶農的利益，凡經檢驗合格的原奶將繼續收購。

1. 目前仍處在市場流通領域的問題奶粉，蒙牛乳業工作人員將與相關賣場、銷售終端進行聯絡，迅速將其下架、召回；

2. 有問題奶粉一律按照原價進行退貨，如消費者票據遺失，則根據當地市場價格進行退款處理。

伊利聲明：

1. 作為北京2008年奧運會乳品供應商，伊利所有奧運產品經國家監測合格，而市場上銷售的伊利奧運產品與供應奧運會的產品是相同品質。

2. 根據最新發布的《國務院相關部門負責人就三鹿嬰幼兒奶粉重大安全事件的有關情況答記者問》信息，以最嚴格的0-6月齡的嬰幼兒保護對象，奶粉中三聚氰胺含量低於15毫克/公斤就不會對身體造成安全危害。三歲以內兒童安全量會更高。國家本次抽檢了伊利35批嬰幼兒奶粉和兒童奶粉，其中一批2008年7月16日生產的（批號5133811）3+兒童奶粉袋裝三聚氰胺含量每公斤12毫克。

資料來源：人民網

待業績後重估

今天，蒙牛將公佈其08年業績，我們將慎重考慮液態奶檢測結果對公司的未來盈利的重大影響，重新對公司做出估值。

焦點四：小肥羊首次報告及中期業績

小肥羊是最大的中式餐飲連鎖品牌

07年小肥羊品牌的銷售額可望達28.9億元人民幣。定位羊肉火鍋專家，湯底口味獨特，小肥羊品牌及味道均為全國知名。

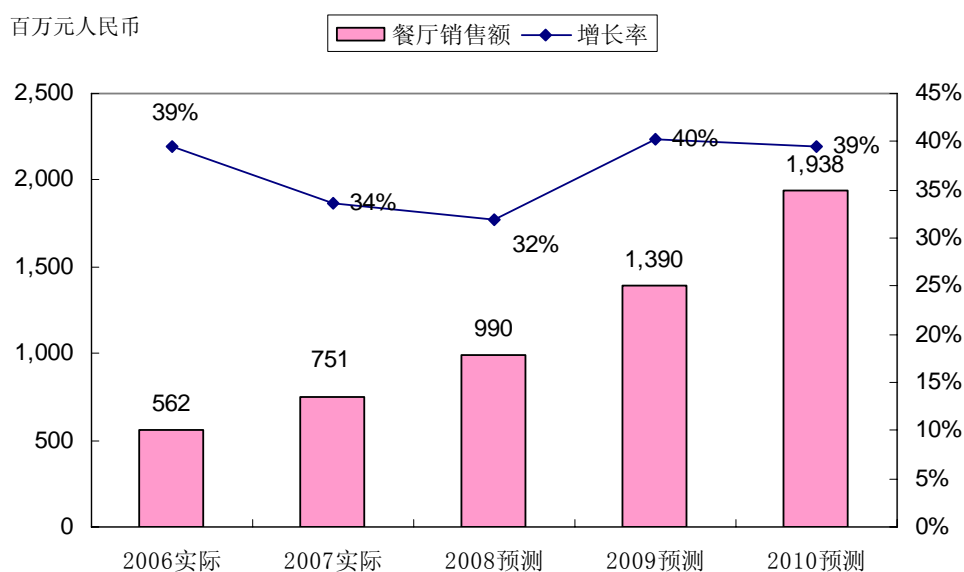
實現標準化的中式餐飲模式是小肥羊快速擴張的基礎

公司的湯底及羊肉火鍋產品均由自家工廠實現標準化生產，大大降低對廚師的依賴度，其可複製性大大提高開店的成功率及速度。

快速開店是餐廳業務的主要增長動力

公司計畫於2008—2010年間的每年將分別開設40家、60家及80家新自營店。我們預測餐廳業務銷售額於2007—2010年間的年複合增長率可望達37%。公司擁有247間加盟店，收購空間廣闊。

圖表 35：餐廳業務銷售收入及增長率變動



資料來源：公司資料，第一上海

羊肉零售未來可望帶領食品銷售業務迅速壯大

公司目前已經是中國最大的羊肉加工商，但其產量不足中國羊肉產量的1%，發展空間巨大。未來如成功建立強大分銷網路，羊肉零售業務可望高速發展，預期08年羊肉零售業務銷售額可望同比增長2倍。

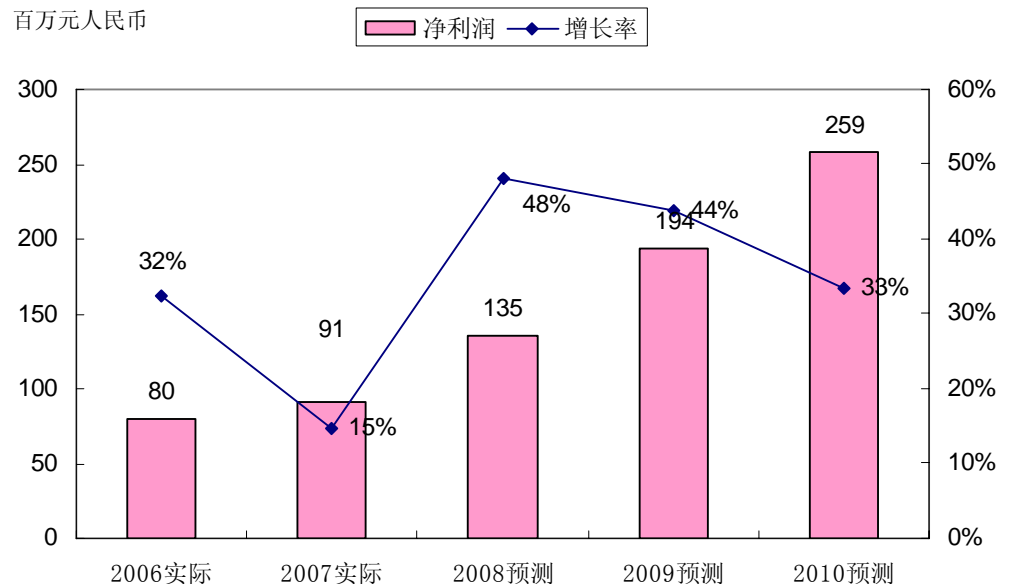
年度品牌費收入於07—2010年間複合增長率可望達38%

公司計畫徵收特許店銷售額的4%來代替以往的固定年度品牌使用費。我們估計新的單店年度品牌使用費均值約為21萬元人民幣，約為固定年度品牌使用費的2倍。

07-2010 年間淨利潤的年複合增長率 42%

我們預測 07-2010 年間銷售額的年複合增長率可望達 39%，而淨利潤的年複合增長率可望達 42%。

圖表 36：淨利潤變動



資料來源：公司資料，第一上海

08 上半年業績超預期

公司 08 上半年的銷售收入和淨利潤分別為 5.3 億元人民幣和 4221 萬元人民幣，同比分別增長 48% 及 82%，每股基本盈利由人民幣 0.027 元增長 78% 至 0.048 元。

同店增長率達 12.0%

08 上半年，餐廳業務銷售額同比快速增長 46%，至 4.5 億元人民幣。期內，因產品提價及產品結構優化，自營店的人均銷售額同比上升 6.5% 至 52.9 元人民幣，上座率也從 07 上半年的 1.19 提升至 08 上半年的 1.23。

食品銷售業務銷售額同比高速增長 84%

08 上半年，食品銷售及管理服務費收入業務銷售額分別同比高速增長 84% 及 97%，至 7021 萬元人民幣及 118 萬元人民幣。特許經營收入業務則同比下降 14% 至 1149 萬元人民幣。

受惠於調價，08 上半年整體毛利率維持在 07 年的平均水準

受惠於 07 年底的調價，公司成功將部分上升的成本轉嫁給消費者，08 上半年整體毛利率環比上升 2.8 個百分點至 60.5%，維持在 07 年的平均水準。

目標價 3.8 港元，買入評級

我們結合 DCF 絕對估值及 PE 相對估值法，設定公司的 12 個月目標價為 3.8 港元，對應的 08 年預測市盈率為 21.3 倍（扣除現金資產）。目標價較現價有 57.7% 的上升空間，投資評級為買入。

圖表 37：小肥羊的盈利預測摘要

截止12月31日財政年度	2006历史	2007历史	2008预测	2009预测	2010预测
收入（百万人民币）	703	949	1313	1829	2539
变动（%）	37	35	38	39	39
净利润（百万人民币）	80	91	135	194	259
基本每股收益（元人民币）	0.09	0.11	0.14	0.19	0.25
变动（%）	33	15	34	31	33
市盈率（倍）	17.2	15.0	11.1	8.5	6.4
每股派息（元人民币）	0.00	0.00	0.04	0.05	0.06
息率（%）	0.00	0.00	1.74	2.28	3.04

資料來源：公司資料，第一上海

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，並非作為或被視為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為可靠，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。