10 月零售額同比增長 22%

行業報告

—消費品行業 10 月月份報告

2008 年 11 月 17 日

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

10 月全國居民消費價格同比上漲 4%

- 10 月份全國居民消費價格同比上漲 4% 城市漲 3.7%
- 10 月份全國社會消費品零售總額同比增長 22%
- 10 月份全國工業品出廠價格同比上漲 6.6%

10 月回顧：

- 焦點一：十月銷售慘澹
- 焦點二：全面下調盈利預測和目標價
- 焦點三： 飲料行業銷售情況回顧

2008.10.15-2008.11.15 零售行業公司評級變動表

覆盖公司	代码	最新报告日期	目标价格	市盈率	市帐率	原先评级	最新评级	备注
李宁	2331	2008.10	13	12.2x	4.4x	买入	买入	更新报告
宝姿	589	2008.8	31.5	8.3x	5.x	买入	买入	无变化
达芙妮	210	2008.8	7.05	5.3x	1.6x	买入	买入	无变化
茂业	848	2008.11	2	5.4x	.9x	买入	买入	更新报告
百盛	3368	2008.8	12.2	12.8x	3.5x	持有	持有	无变化
金鹰	3308	2008.11	4.9	11.8x	4.4x	买入	买入	更新报告
银泰	1833	2008.11	5.5	7.9x	1.x	买入	买入	更新报告
新世界百货中国	825	2008.10	7.36	12.9x	1.5x	买入	买入	无变化
国美	493	2008.10	2.4	6.8x	1.3x	买入	买入	更新报告
百丽	1880	2008.9	8.5	11.1x	2.1x	买入	买入	无变化
安踏	2020	2008.8	10.5	7.3x	1.4x	买入	买入	无变化
中国动向	3818	2008.9	5.5	10.x	1.9x	买入	买入	无变化
味千中国	538	2008.9	6.1	8.7x	2.x	持有	持有	无变化
雨润食品	1068	2008.8	15.2	12.3x	2.9x	买入	买入	无变化
蒙牛乳业	2319	2008.9	9.6	10.9x	1.9x	买入	卖出	无变化
康师傅	322	2008.11	10.2	28.6x	6.9x	买入	买入	更新报告
中国香精香料	3318	2008.9	2.6	3.7x	.5x	买入	持有	无变化
华宝国际	336	2008.8	9.25	13.9x	5.7x	买入	买入	无变化
汇源果汁	1886	2008.9	4.3	38.x	2.7x	买入	买入	无变化
中国绿色食品	904	2008.8	10.1	8.x	1.5x	买入	买入	无变化
小肥羊	968	2008.11	2.5	10.1x	1.3x	买入	买入	更新报告

資料來源：公司資料、第一上海

注：綠色爲本月更新業績及評級的公司、藍色爲新增公司

匯率：1.00 港元=0.877 人民幣

目 錄

10 月全國居民消費價格同比上漲 4%..... 3
10 月份全國居民消費價格同比上漲 4% 城市漲 3.7%..... 3
10 月份全國社會消費品零售總額同比增長 22%..... 3
10 月份全國工業品出廠價格同比上漲 6.6%..... 4
零售行業要聞回顧..... 5
覆蓋公司 9 月- 11 月市場表現回顧..... 6
焦點一：十月銷售慘澹..... 10
焦點二：全面下調盈利預測和目標價..... 11
焦點三：飲料行業銷售情況回顧..... 14
6--8 月飲料行業銷售額同比增長率高達 27%..... 14
白酒及紅酒行業 6--8 月銷售額同比增速出現環比下降..... 14
軟飲料、啤酒及香煙的銷售增速一直保持在較穩定的水準..... 14
10 月份的超市銷售低於預期,對未來不樂觀的預期比例持續上升..... 15
軟飲料及紅酒的利潤率呈持續下滑趨勢..... 15
預期飲料行業的整體銷售增速將從四季度開始下降..... 16

本報告不可對加拿大、日本、美國地區及美國國籍人士發放

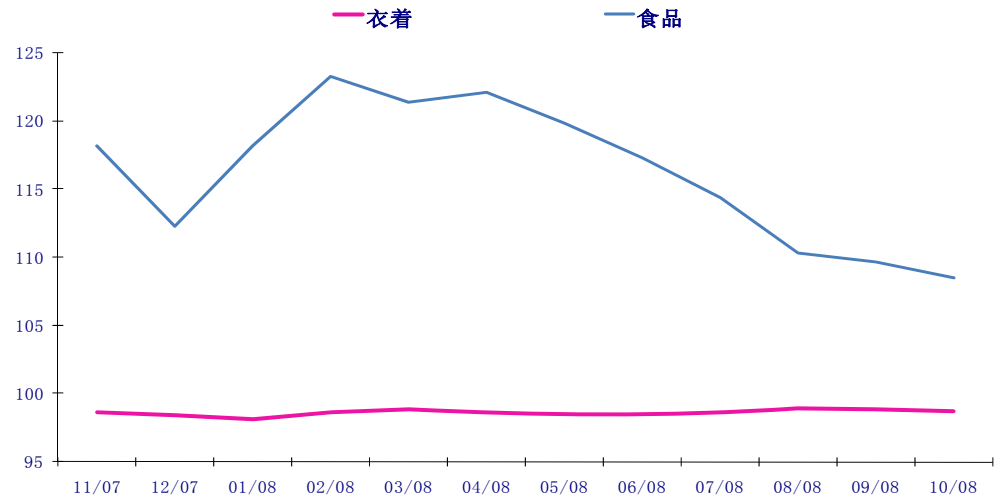
10 月全國居民消費價格同比上漲 4%

10 月份全國居民消費價格同比上漲 4% 城市漲 3.7%

10 月份，居民消費價格總水準同比上漲 4.0%。其中，城市上漲 3.7%，農村上漲 4.6%；食品價格上漲 8.5%，非食品價格上漲 1.6%；消費品價格上漲 4.9%，服務專案價格上漲 0.9%。從月環比看，居民消費價格總水準比 9 月份下降 0.3%；食品價格下降 0.9%，其中鮮菜價格上漲 3.9%，鮮蛋價格下降 4.4%。

1-10 月份累計，居民消費價格總水準同比上漲 6.7%。其中，城市上漲 6.4%，農村上漲 7.3%；食品類價格上漲 16.3%，煙酒及用品類價格上漲 2.9%，衣著類價格下降 1.4%，家庭設備用品及維修服務價格上漲 2.8%，醫療保健及個人用品類價格上漲 3.1%，交通和通信類價格下降 0.9%，娛樂教育文化用品及服務類價格下降 0.7%，居住類價格上漲 6.7%。

圖表 1：2007.11 — 2008.10 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：去年同期爲 100

10 月份全國社會消費品零售總額同比增長 22%

10 月份，社會消費品零售總額 10083 億元，同比增長 22.0%。

分地域看，城市消費品零售額 6833 億元，同比增長 22.1%；縣及縣以下零售額 3249 億元，增長 21.9%。分行業看，批發和零售業零售額 8411 億元，同比增長 21.9%；住宿和餐飲業零售額 1473 億元，增長 25.8%；其他行業零售額 198 億元，增長 3.0%。

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 13.1%、18.7%和 19.4%。其中，糧油類增長 10.2%，肉禽蛋類增長 13.1%，服裝類增

本報告不可對加拿大、日本、美國地區及美國國籍人士發放

長 20.3%，文化辦公用品類增長 16.6%，體育、娛樂用品類增長 2.1%，日用品類增長 12.4%，家用電器和音像器材類增長 0.8%，傢俱類增長 12.8%，化妝品類增長 14.5%，金銀珠寶類增長 30.6%，汽車類增長 19.6%，石油及制品類增長 39.7%，建築及裝潢材料類下降 14.8%，通訊器材類下降 7.0%。

1-10 月累計社會消費品零售總額 87968 億元，同比增長 22.0%。

10 月份全國工業品出廠價格同比上漲 6.6%

10 月份，工業品出廠價格同比上漲 6.6%；原材料、燃料、動力購進價格上漲 11.0%。

在工業品出廠價格中，生產資料出廠價格同比上漲 7.7%。其中，採掘工業上漲 22.7%，原料工業上漲 9.0%，加工工業上漲 5.1%。生活資料出廠價格同比上漲 3.1%。其中，食品類價格上漲 5.4%，衣著類上漲 2.6%，一般日用品類上漲 3.6%，耐用消費品類下降 0.4%。

1-10 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%。

本報告不可對加拿大、日本、美國地區及美國國籍人士發放

零售行業要聞回顧

圖表 2: 2008.10.15 - 2008.11.15 日零售行業資訊回顧

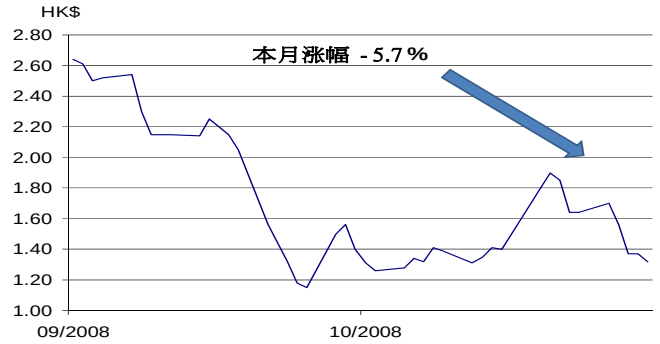
日期	要点
2008.11.13	国务院总理温家宝12日主持召开国务院常务会议。为落实中央关于扩大内需，促进经济平稳较快增长的决策部署，会议研究决定四项实施措施。一、核准审批固定资产投资项目;二、提高部分产品出口退税率，调整部分产品出口关税;三、确定中央财政地震灾后恢复重建基金的具体安排方案；四、提出进一步加强支持林业生态恢复重建的政策措施。
2008.11.13	外部需求下滑，内销市场也不容乐观，目前国美、永乐、苏宁等大型家电零售连锁企业在国内家电市场销售中占较高份额，其对零售终端的控制能力以及对上游制造业的影响都不容忽视。这些零售巨头对第四季度的销售情况均表示不乐观，部分家电零售企业甚至担心今年销售会出现负增长。
2008.11.13	家电卖场销售放缓，国美电器掌门人黄光裕将目光投向了电视购物行业。国美欲投资10亿元进军电视购物，计划明年初上线。另一家家电连锁巨头苏宁电器则表示，没有进入电视购物的考虑。
2008.11.12	在刚刚结束的第十届中国连锁业会议上，商务部副部长姜增伟表示，面对经济“寒冬”造成的零售业衰退，商务部正在制定相关政策，拟利用财政、金融、税收手段支持扩大消费，并让经营企业有足够的流转资金。
2008.11.12	物美商业发布的三季度财报显示，物美商业今年前三季度纯利为4.09亿元，但第三季度净利增幅较上半年放缓26%。 物美商业前9个月销售增长同比保持27.4%，净利润同比增长74.15%。其中第三季度赚8246.3万元，同比增长10.1%，但比其上半年明显放缓。据其半年报，今年上半年物美商业净利润增长在36.7%左右。
2008.11.7	据小肥羊首席运营官杨耀强称：“小肥羊目前实施加盟、直营一体化战略。”按小肥羊目前设定的计划，在国际市场上，小肥羊将以加盟为主，继续在已经进入的中国香港、中国澳门，日本、美国、加拿大、阿联酋等国家的市场站稳脚跟，并同时向这些市场的周边国家辐射；在国内市场上，一线城市以直营为主，二、三线城市以加盟为主。出售日本小肥羊主要是出于公司整体经营策略的调整。
2008.11.6	家乐福副总认为中国百货零售业将成为经济增长引擎。
2008.11.6	银泰百货将斥资8000多万元，在上海开出第一家门店。与以往中高档的定位不同，这将是银泰首家主打折扣概念的门店。
2008.11.5	旺旺集团主席蔡衍明进军传媒业。日前，蔡衍明与其家族成员通过其家族控股公司与主要在中国台湾地区从事媒体业务的中时媒体集团达成协议，并已签订备忘录。据此，蔡衍明将取得中时媒体集团旗下所有媒体的经营权。
2008.11.4	备受关注的汇源与可口可乐并购案已进入最后冲刺阶段。近日，北京汇源饮料食品集团向记者证实，可口可乐并购汇源案目前已正式送交商务部审批，预计审批结果有望在年底前出台。不过，虽然与可口可乐就上市公司并购一事尚悬而未决，但这却丝毫没有影响汇源集团董事长朱新礼的既定战略布局。
2008.11.4	继近日剥离小肥羊日本逾六成股权之后，小肥羊日前又宣布，将以人民币1770万元收购7家分别位于天津、内蒙古、甘肃和安徽的特许经营餐厅，所有收购预期于今年年底前完成。而完成收购后，小肥羊将以自营餐厅形式经营这7家特许经营餐厅。
2008.10.31	近日有45家零售类上市公司公布三季报。零售业公司业绩依然保持稳定增长，45家公司今年1-9月共实现净利润29.98亿元，同比增长约41%。不过，在经济下滑、收入减少的预期下，零售业的高景气或难持续，业绩前景不甚乐观。
2008.10.30	在金融海啸下,中国最大的鸡肉产品和饲料生产商之一的大成食品前三季度的营业收入同比大增56.3%至9.841亿美元,其解释为受惠于中国市场对优质安全食品和饲料的需求大幅上升。
2008.10.28	随着餐饮行业多年来的红火经营，部分餐饮集团的实力不断壮大，不满足于现状，开始寻求多元化经营，以确保企业的行业地位和生财之道。眼下，便宜坊、翔达、狗不理、小肥羊等餐饮企业都纷纷涉足商业地产，将购置的房地产用以经营或出租，寻求集团固定资产的利益最大化。
2008.10.28	中国商务部２７日发布的数据分析显示，今年前三季度，全国住宿与餐饮业零售额达到１１０５５．２亿元，同比增长２４．８%，比上年同期加快６．７个百分点，预计全年住宿与餐饮业零售额将达到１５３９０亿元，同比增长２４．６%。
2008.10.28	茂业国际宣布，已购入秦皇岛商业百货公司渤海物流及沈阳商业百货公司商业城的A股，分别占两公司已发行股本约6.68%及9.42%。
2008.10.22	国家统计局２１日发布的数字显示，９月份我国社会消费品零售总额９４４７亿元，同比增长２３．２%。从６月份起，我国消费已连续四个月保持２３%及以上增长。
2008.10.22	百盛商业表示，已于20日完成收购南宁百盛30%权益。完成后，百盛商业持有南宁百盛100%权益。
2008.10.22	继去年12月起在山东（含青岛）、河南、四川三个省份启动“家电下乡”试点，财政部和商务部近日联合下发通知，决定将试点范围进一步扩大至１２个地区，包括内蒙古、辽宁（含大连）、黑龙江、安徽、湖北、湖南、广西、重庆、陕西等省、自治区、直辖市。
2008.10.21	“2008’FLA国际特许经营展暨优秀品牌”评选于2008年10月15～17日在新加坡举行。每年各参选国都将推荐一家本土优秀特许品牌参赛，今年，中国连锁经营协会推荐内蒙古小肥羊餐饮连锁有限公司（“小肥羊”品牌）参加“国际特许经营大奖”的评选。
2008.10.20	康师傅控股有限公司日前与乌鲁木齐经济技术开发区正式签署合作协议，计划投资3600万美元在开发区开工建设饮品项目。
2008.10.17	国美电器日前签订316亿元平板电视采购大单，并宣布全国市场开始淘汰CRT彩电。

資料來源：中國連鎖經營協會、第一上海, 中華商業資訊網

本報告不可對加拿大、日本、美國地區及美國國籍人士發放

覆蓋公司 9 月- 11 月市場表現回顧

圖表 3：國美（0493）9.15 – 11.15 股價

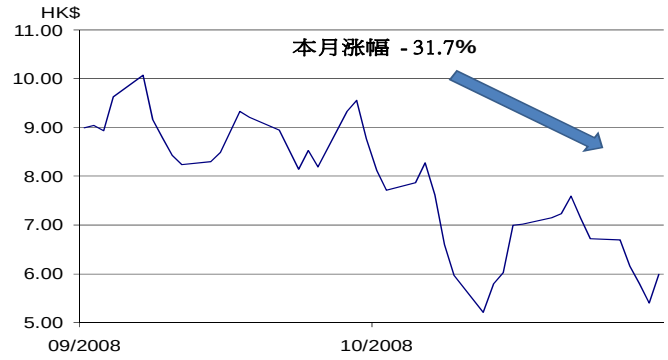


資料來源：彭博

圖表 4：達芙妮（0210）9.15 – 11.15 股價

資料來源：彭博

圖表 5：百盛（3368）9.15 – 11.15 股價

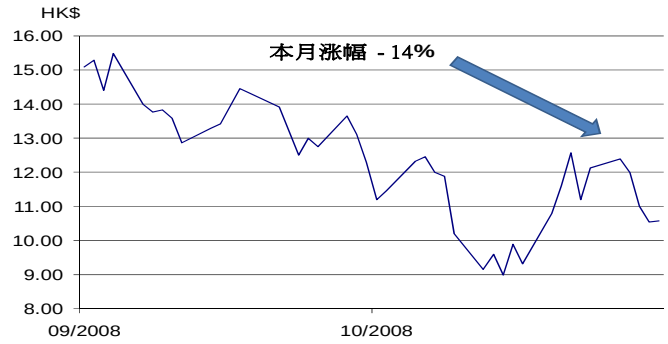


資料來源：彭博

圖表 6：金鷹（3308）9.15 – 11.15 股價

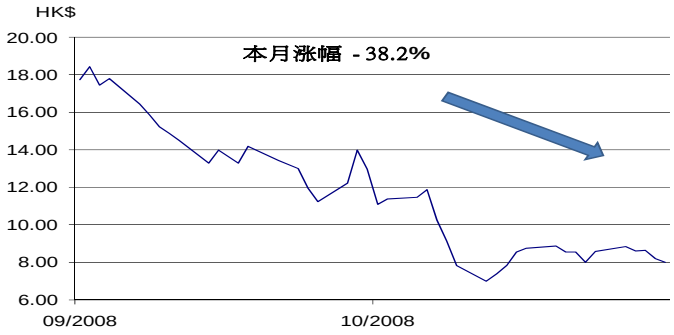
資料來源：彭博

圖表 7：李寧（2331）9.15 – 11.15 股價



資料來源：彭博

圖表 8：寶姿（0589）9.15 – 11.15 股價



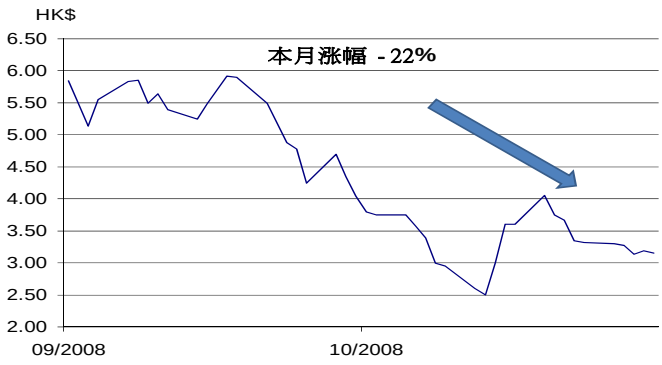
資料來源：彭博

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 9：銀泰（1833）9.15 – 11.15 股價

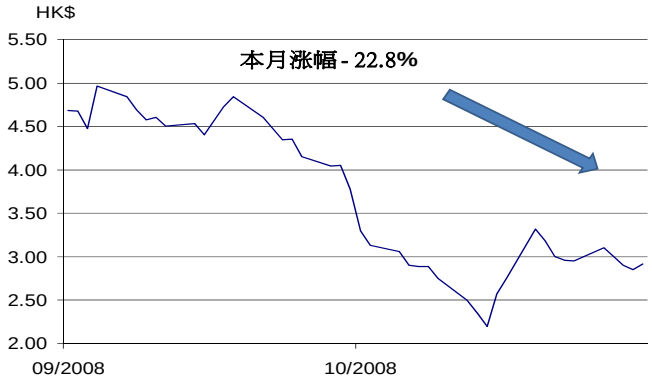
資料來源：彭博

圖表 10：百麗（1880）9.15 – 11.15 股價



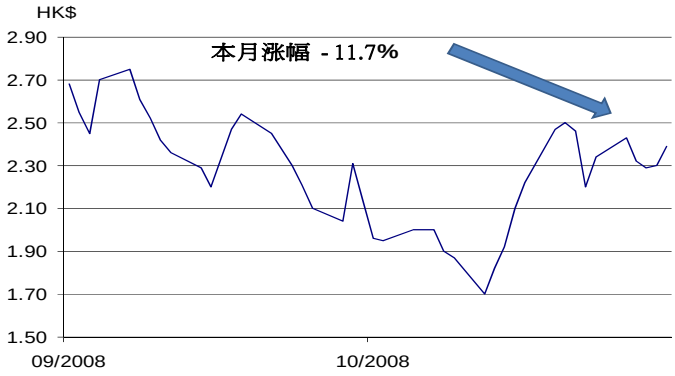
資料來源：彭博

圖表 11：安踏（2020）9.15 – 11.15 股價



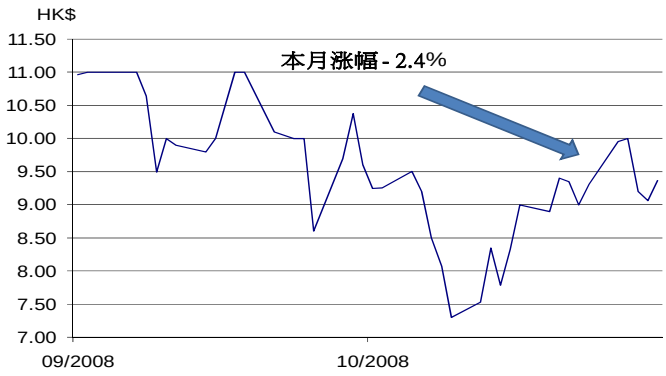
資料來源：彭博

圖表 12：中國動向（3818）9.15 – 11.15 股價



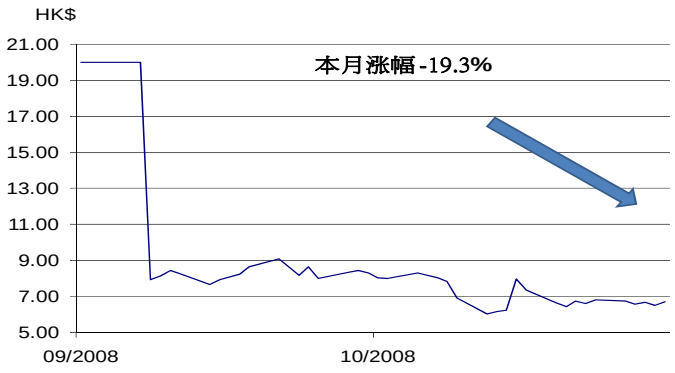
資料來源：彭博

圖表 13: 雨潤（1068）9.15 – 11.15 股價



資料來源：彭博

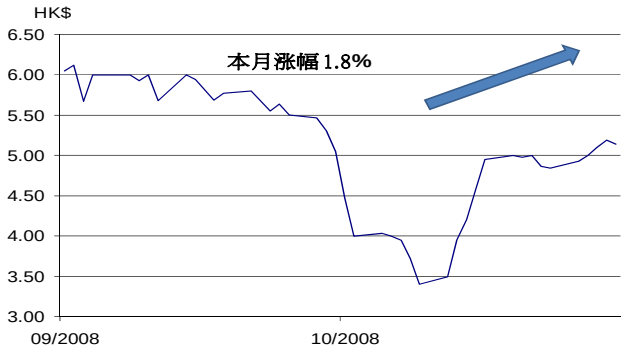
圖表 14: 蒙牛（2319）9.15 – 11.15 股價



資料來源：彭博

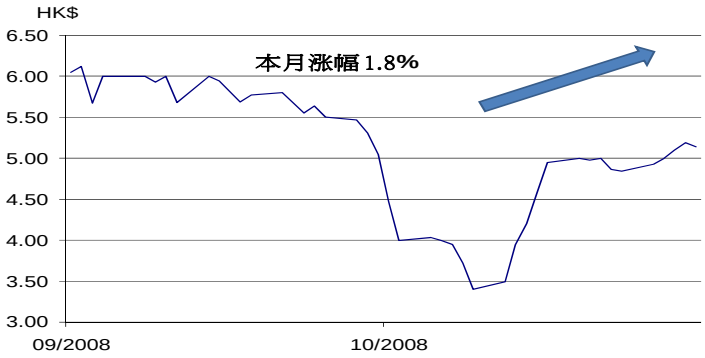
本報告不可對加拿大、日本、美國地區及美國國籍人士發放

圖表 15: 華寶（336）9.15 – 11.15 股價



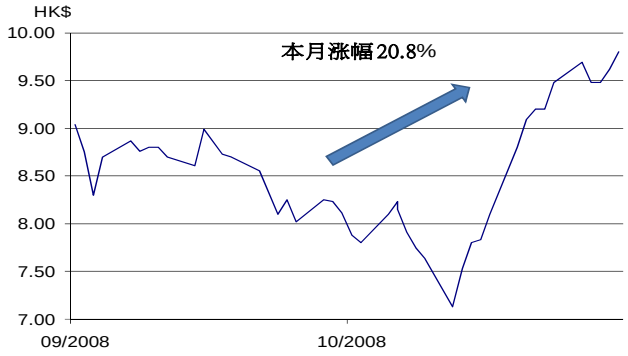
資料來源：彭博

圖表 16: 中國香精香料（3318）9.15 – 11.15 股價



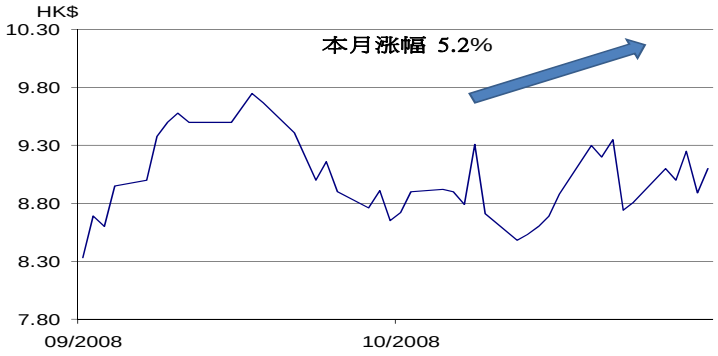
資料來源：彭博

圖表 17: 康師傅（322）9.15 – 11.15 股價



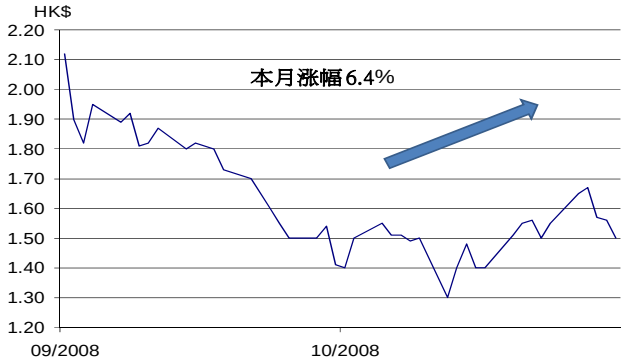
資料來源：彭博

圖表 18: 匯源果汁（1886）9.15 – 11.15 股價



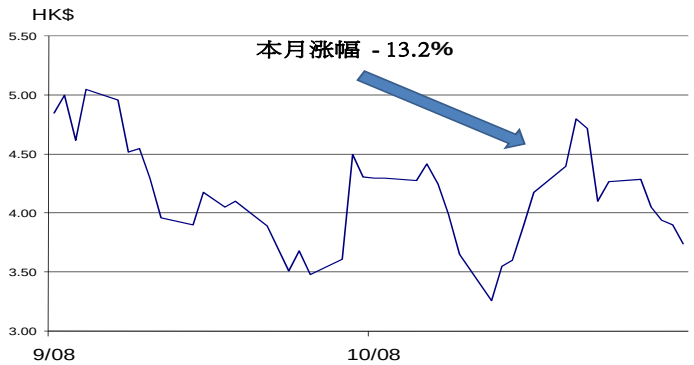
資料來源：彭博

圖表 19: 小肥羊（968）9.15 – 11.15 股價



資料來源：彭博

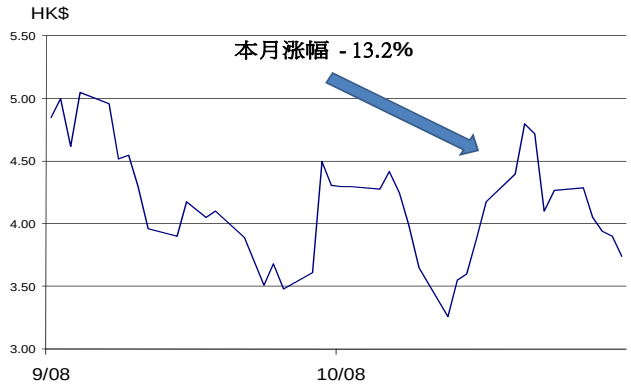
圖表 20: 新世界百貨中國（825）9.15 – 11.15 股價



資料來源：彭博

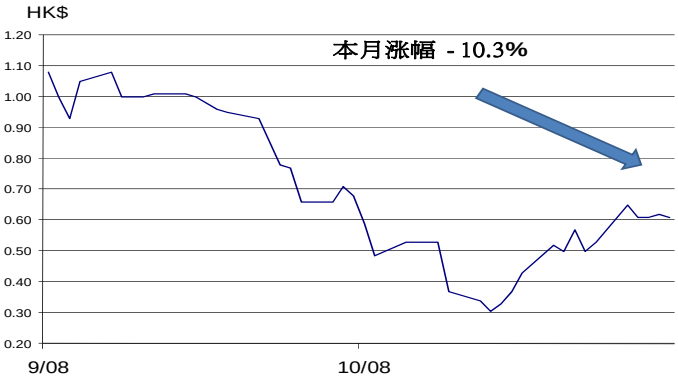
本報告不可對加拿大、日本、美國地區及美國國籍人士發放

圖表 21: 味千（0538）9.15 – 11.15 股價



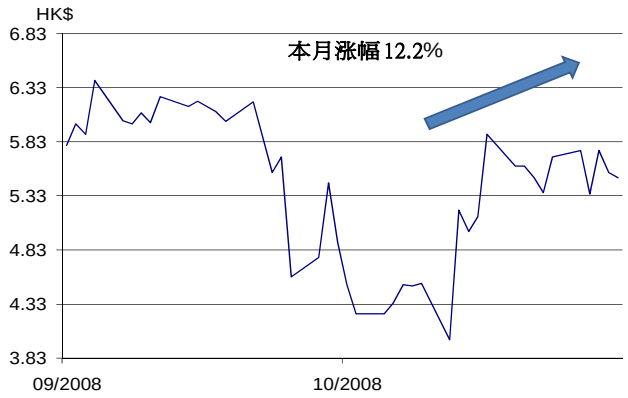
資料來源：彭博

圖表 22: 茂業（848）9.15 – 11.15 股價



資料來源：彭博

圖表 23: 中國綠色食品（904）9.15 – 11.15 股價



從上述圖表中就可以看出我們重點關注的消費品股份在 9.15-11.15 的表現變化: 康師傅和中國綠色食品錄得最大漲幅，30 天漲幅爲 20.8%,和 12.2%。同期（08.10.16 - 08.11.15）恒生指數漲幅約爲 -15.3%。

資料來源：彭博

本報告不可對加拿大、日本、美國地區及美國國籍人士發放

焦點一：十月銷售慘澹

我們跟蹤的數家消費品公司十月銷售慘澹

我們所重點跟蹤消費品公司的十月銷售資料並不理想，雖然十一期間均有不錯的增長，但是明顯感覺到十一過後銷售急速放緩。

幾乎所有公司的同店增長資料都在單位數，但是如果考慮到十一期間所帶來的增長，那麼我們幾乎可以認爲十一期間的同店增長爲負。

圖表 24 ：香港上市零售服裝公司 10 月銷售情況概覽

公司	代码	9月同店	国庆节同店	10月同店	备注
李宁	2331	≈30%	30.3%	≈10%	黄金周中有两天在9月，会有部分影响
安踏	2020	≈20%			
动向	3818	≈20%	≈20%	基本持平	北方增长约为5%，中部及南方下降6%
宝姿	589	≈12%			
百丽	1880	≈15%	皮鞋和一线运动品销售增长分别为51%及45%	皮鞋5%，运动0%	国庆后的两个周同店数据对比
百盛	3368	≈15%	≈15%	单位数	
银泰	1833	≈9%	40.0%	≈5%	武林店打平，宁波12.7%，温州45%
金鹰	3308	≈21%	35.0%	15.0%	
茂业	848	茂业≈8% 成商≈20%	深圳较差		专柜销售下降3.7%，直销下降31%；成商品牌专柜增长20%，直销增长30%
国美	493	≈4%	0.0%	0.0%	
味千	538				深圳地区增速大幅下降
宝胜	3813			总销售≈7.4%	连续两月下降

資料來源：公司資料

關注次序：品牌商、管道商、零售商

在目前的狀態下，如果消費繼續惡化，那麼最先出問題的將是零售商，然後才是管道商，最後才是品牌商。

因此我們還是堅持如果要做一個產業鏈配置，可以買入低價的品牌商，估出零售商。

本報告不可對加拿大、日本、美國地區及美國國籍人士發放

焦點二：全面下調盈利預測和目標價

李寧：兩次調研，降目標價格至 13.0 港元

三季度業績出眾，09 年增長依然強勁

李甯公司三季度的業績情況十分良好，同店增長率高達 32.2%，特別是奧運期間更是達到 44%，十一期間達到 30.3%。公司預計 09 年整個運動品行業的增長速度將會超過 21%，而公司的同店增長率將會超過 15%。

十月份銷售增速有所放緩

10 月份,整體單店增長達到雙位數。其中,北部城市和中部城市的增長比較快。但是, 浙江,廣東和福建這三個地區的銷售不太理想。

明年毛利率還將維持在 46%-48%，但應該更偏上限

公司預計今年的毛利率將會接近 48%，但是目前看石油價格持續走低，而鞋子成本中石化產品佔據 60%的比重，將會導致明年成本壓力較小。公司表示明年會將毛利率還將維持在這個區間。

零售端的庫銷比持續改善

公司表示根據其跟蹤的資料，今年上半年其分銷商的庫銷比同比改善 18%，而最近幾個月得意於同店銷售的大幅增加，庫銷比持續改善。

中期報表顯示貸款、現金同時增加是爲了保證公司的流動性

2007-2010 年收入及利潤的年均複合增長率下調至 34.2%及 40.9%

雖然我們對公司的發展持樂觀態度，並且認爲其目前的財務狀況非常健康，能夠度過此次經濟困難，但是對於短期盈利的不確定性也作了重新估計，最終下調 2007-2010 年收入及利潤年均複合增長率至 34.2%及 40.9%。

目標價大幅下調至 13.0 港元，維持買入評級

我們大幅削減公司的目標價至 13.0 港元，此價格相當於 08 年每股收益的 15 倍。我們認爲從長期看，10 倍預測市盈率是買入點，對於李寧公司我們強烈看好

三家百貨公司：目標價分別下調至 5.5 港元、2.0 港元及 4.9 港元

銀泰：大幅下調盈利預測，並降目標價格至 5.5 港元

1、 公司在整個十月中銷售增速出現了明顯的放緩，其中武林店持平，寧波兩店的銷售增長約爲 13.0%，溫州店約爲 45%，杭百大則同比出現了約 30%的下降。而在十一期間，武林店的增長還有約 30%，寧波店有 50%，溫州店高達 90%。我們認爲十一期間消費增長較高的原因是 8、9 月很大的消費欲望被壓制，因此遇到長假集中釋放所造成的，十一之後的消費欲望明顯降低。

2、 我們認爲中國消費增速放緩風險正在升高，特別是明年長三角地區的經濟放緩程度可能會較大。因此我們下調了對公司的盈利預測，將 08、09 及 10 年的銷售數字分別下調了 8.0%、10.9%及 12.5%，利潤下調了 14.0%、24.2%以及 32.3%。

3、 目標價微降至 5.5 港元，重申買入評級：基於對公司 07－10 年每股業績年均符

本報告不可對加拿大、日本、美國地區及美國國籍人士發放

合增長率 14.3%的預測，我們按照 DCF 及 PE 法對其進行估值，最終下調其目標價至 5.5 港元，此價格相當於 08 年每股收益的 18.8 倍，或是 09 年每股收益的 17.3 倍。

茂業：大幅下調盈利預測，降目標價格至 2.0 港元

- 公司 10 月 21 日宣佈以 7.8 億元的總代價收購一幅位於山西省太原市的土地。此土地位處太原市核心商圈親賢街長風商圈，總面積爲 9.3 萬方米，公司表示將採用和第三方合作的方式投資 20 億元打造一個綜合體，並由茂業國際經營百貨部分。公司表示目前帳面現金約爲 22 億人民幣，長短期的負債總和約爲 12 億，而到明年年底的資本開支總和爲 13 億（包含收購此幅土地），同時公司幾乎所有的物業都沒有進行抵押，因此資金壓力雖然大，但是還不至於出現問題。
- 三季度銷售並不理想，甚至出現了一定程度的倒退：公司茂業品牌門店三季度專櫃銷售下降 3.7%，直銷下降 31%；成商品牌專櫃增長 20%，直銷增長 30%。公司表示茂業品牌出現下降的主要原因是華強北店和東門店由於門口修建地鐵，很大程度的影響了交通的通暢性。
- 介入三家 A 股上市公司，並購戰略有序進行：公司目前已經購入三家 A 股上市公司股份，其中包括商業城（約 9.4%），渤海物流（約 6.7%）以及深國商（約 5.1%）。三家公司均以百貨零售業務爲主，公司表示未來會尋找機會繼續增持。
- 下調對公司的盈利預測：受到客觀及主觀因素的影響，公司在下半年的銷售和盈利狀況均不理想，我們相應下調了對公司的盈利預測，對公司 08、09 年收入的預測分別下調了 7.4%及 11.4%。利潤下調了 21.6%及 25.7%。
- 目標價降至 2.0 港元，買入評級：我們平均了 DCF 估值結果以及 15 倍 08 年經常性收益（扣除出售股票收益）的估值結果，最終降目標價格至 2.0 港元，此價格相當於 08 年每股收益的 18.5 倍。

金鷹：下調盈利預測，降目標價格至 4.9 港元

1、收購上海金鷹，可能加大市場對其的擔心：金鷹宣佈以 9.98 億元人民幣收購上海金鷹物業，收購代價中包含 6.67 億元權益價值及 3.31 億元負債。上海金鷹地處上海市陝西北路 278 號，是非常核心位置的商業物業，總面積爲 4.03 萬平方米，其中地面以上面積 3.52 萬平米，根據我們的測算，如果明年 4 月公司能夠順利開設上海店，將有可能在開業首年基本實現盈虧平衡，並在 2010 年貢獻 4 千萬的稅前盈利，總的說來我們認爲此舉對公司有利。但是其在各行業資金狀況吃緊的情況下進行較大規模的資本開支，將可能加大市場對其短期資金狀況的擔心。

2、10 月銷售並不理想，消費增速下滑風險正在升高：根據公司的統計，整個十月公司同店銷售約爲 15%，比九月的 23%以及十一期間的 35%有了明顯下滑。雖然增速下滑的部分原因是黃金周有兩天在九月，但是我們認爲這還不足以大幅影響同店銷售資料。我們判斷中國消費增速下滑的風險正在升高，特別是在長三角地區。

3、**2009 年底到期的可轉債可能是不錯的投資標的：**公司 2006 年發行了 9.97 億元港幣的可轉換債券，其中一項條款是賦予債券持有人在 2009 年 10 月可以要求

本報告不可對加拿大、日本、美國地區及美國國籍人士發放

公司以 11.5 億港元（票面 100 港元，贖回價格 115 港元）贖回債券，而其目前債券的交易價格約爲 80 港元，年化收益率約爲 30%。公司目前帳面現金約爲 22 億元，所有的銀行借款僅爲此次收購所帶來的借款，不到 7 億元，因此我們認爲公司到期償付是沒有任何問題的。

4、目標價降至 4.9 港元，維持買入評級：基於對公司 07-10 年每股收益 28.9%增長的預測，我們用按照 15 倍 08 年 PE 爲其估值，最終降其目標價格至 4.9 港元，維持買入評級。

圖表 25：銀泰盈利摘要

截止12月31日財政年度	2006历史	2007历史	2008预测	2009预测	2011预测
收入(百万人民币)	676	884	1259	1814	2258
变动(%)	*85*	*31*	*42*	*44*	*24*
净利润(百万人民币)	206	391	463	496	628
基本每股收益(人民币)	0.15	0.23	0.26	0.28	0.35
变动(%)	*150*	*56*	*10*	*7*	*27*
基于2.3港元的市盈率(倍)	13.7	8.8	8.0	7.4	5.9
每股派息(人民币)	0.07	0.07	0.08	0.08	0.10
息率(%)	3.00	3.01	3.31	3.55	4.49

資料來源：公司資料, 第一上海預測

圖表 26：李寧盈利摘要

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)	3181	4349	6766	8619	10512
变动(%)	*30*	*37*	*56*	*27*	*22*
净利润(百万人民币)	294	474	788	1059	1325
每股收益(人民币)	0.28	0.46	0.76	1.02	1.28
变动(%)	*57*	*61*	*66*	*34*	*25*
市盈率@0.6港元(倍)	30.9	19.2	11.6	8.6	6.9
每股派息(人民币)	0.11	0.23	0.30	0.41	0.51
息率(%)	1.15	2.31	3.07	4.13	5.17

資料來源：公司資料, 第一上海預測

圖表 27：茂業盈利摘要

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)	1353	1567	1603	1893	2438
变动(%)	*47*	*16*	*2*	*18*	*29*
净利润(百万人民币)	217	417	500	568	813
基本每股收益(人民币)	0.05	0.10	0.10	0.11	0.16
变动(%)	*67*	*100*	*(3)*	*14*	*43*
基于0.61港元的市盈率(倍)	10.7	5.4	5.5	4.9	3.4
每股派息(人民币)	0.00	0.25	0.04	0.03	0.05
息率(%)	0.00	46.57	7.24	6.17	8.84

資料來源：公司資料, 第一上海預測

圖表 28：金鷹盈利摘要

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)	900	1108	1466	1838	2138
变动(%)	*22*	*23*	*32*	*25*	*16*
净利润(百万人民币)	229	381	530	603	815
每股收益(人民币)	0.13	0.21	0.29	0.33	0.45
变动(%)	*1*	*61*	*39*	*14*	*35*
摊薄每股收益(人民币)	0.12	0.23	0.30	0.34	0.41
按现价3.9港元计算之市盈率	29.6	14.7	11.4	10.2	14.2
每股派息(人民币)	0.06	0.04	0.06	0.07	0.09
息率(%)	1.66	1.07	1.49	1.70	1.35

資料來源：公司資料, 第一上海預測

本報告不可對加拿大、日本、美國地區及美國國籍人士發放

焦點三：飲料行業銷售情況回顧

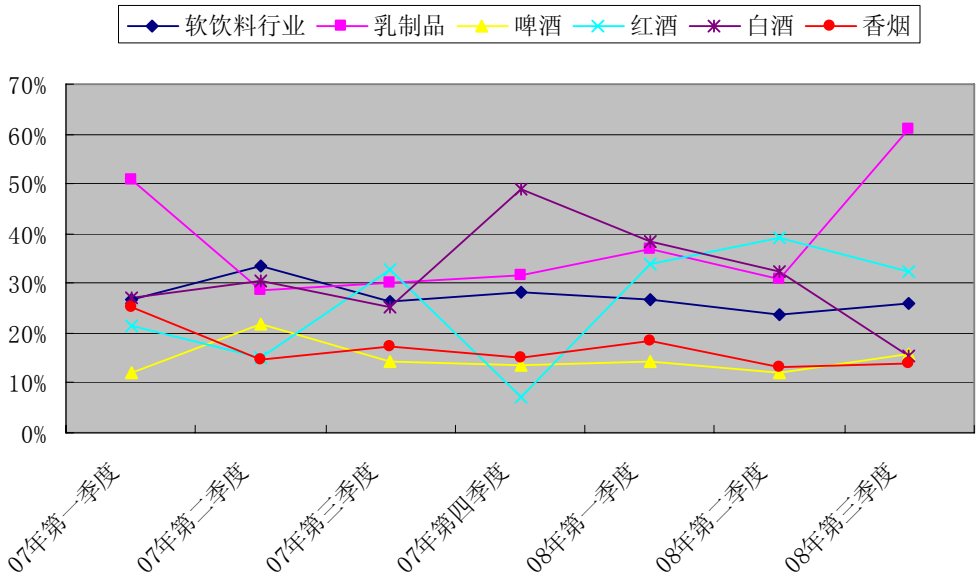
6--8 月飲料行業銷售額同比增長率高達 27%

根據 ISI 的行業資料顯示, 08 年前三季度飲料行業的整體銷售額同比增長 26%, 08 年 6--8 月的銷售額同比增長率高達 27%, 飲料行業的整體銷售情況尚未受到經濟下滑的明顯衝擊。

白酒及紅酒行業 6--8 月銷售額同比增速出現環比下降

從細分行業看，08 年 6--8 月銷售額同比增速出現環比下降的行業僅有白酒及紅酒，與我們的判斷一致。作爲奢侈食品代表的白酒行業增速更是從國內股市見頂後的第一個季度就一直下滑，08 年 6--8 月白酒行業銷售額的同比增速較第二季度下降了 53%。其他的細分飲料市場在第三季度均保持加速增長態勢，並未出現增速倒退現象，乳製品在價格快速上漲的帶動下更出現了高速增長，同比上升 61%。

圖表 29：07 年—08 年三季度飲料及香煙行業銷售額同比增長變動



資料來源：ISI

備註：第一季度均從去年的 12 月開始，以 3 個月爲一個季度計算，如此類推

軟飲料、啤酒及香煙的銷售增速一直保持在較穩定的水準

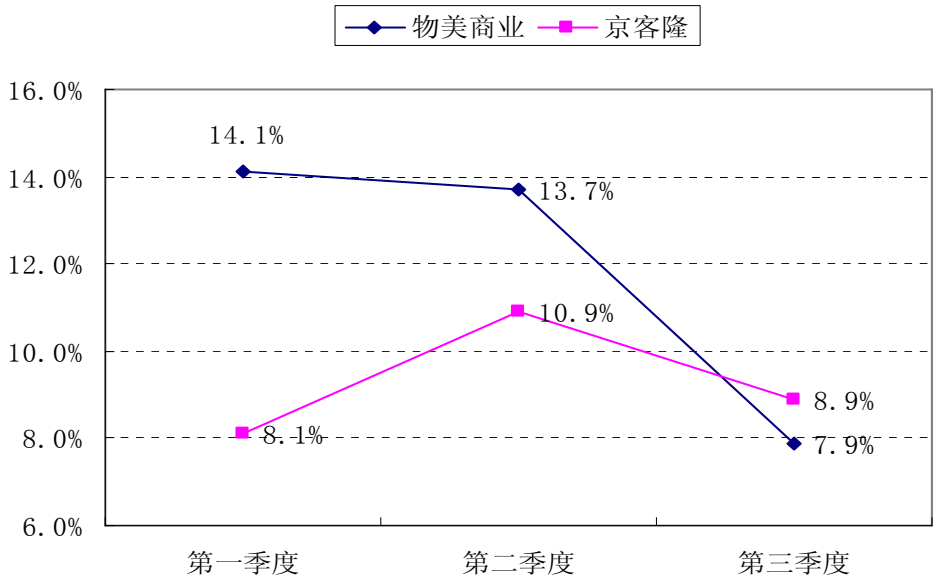
中國國內生產總值增速從 07 年 6 月開始持續下跌，但從圖表一可以看出, 軟飲料、啤酒及香煙的銷售增速一直保持在較穩定的水準，這也與我們的預期相一致。但是入冬後非必要的軟飲料及啤酒消費占總消費量比例將上升，我們認爲在經濟下滑時期消費者將降低非必要時點的消費量，我們預期第四季度軟飲料及啤酒的消費總量同比增速會較第三季度有所下降。

本報告不可對加拿大、日本、美國地區及美國國籍人士發放

10 月份的超市銷售低於預期，對未來不樂觀的預期比例持續上升

從零售端看，兩大超市物美及京客隆的同店增長率在第三季度均出現了明顯的下跌。根據莫尼塔的超市調研結果顯示，82%的受訪超市負責人表示 10 月份的銷售低於預期，沒有超市認爲符合預期的，對未來一個月的銷售情況作不樂觀預期的比例從 6 月份的 9%持續上升至 10 月的 55%，持續惡化。

圖表 30：08 年物美及京客隆的同店增長率變動



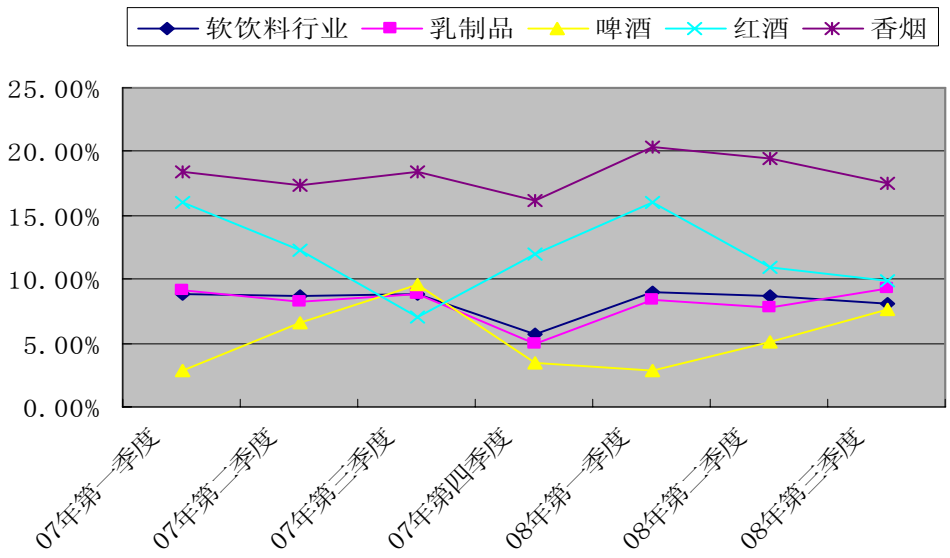
資料來源：公司資料

軟飲料及紅酒的利潤率呈持續下滑趨勢

從盈利能力看，軟飲料、紅酒及香煙的利潤率從 08 年一季度就開始呈現持續下滑趨勢，有以損失毛利維持銷售增長量的可能，乳製品及啤酒則受惠于成本下降，三季度利潤率上升。整體而言，利潤率的波動仍在正常範圍之內。

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 31：07 年—08 年三季度飲料及香煙行業利潤率變動



資料來源：ISI

備註：第一季度均從去年的 12 月開始，以 3 個月爲一個季度計算，如此類推

預期飲料行業的整體銷售增速將從四季度開始下降

由於 09 年的春節較 08 年提前一個月至 1 月份，因此分銷商及零售商將提前至 08 年的 12 月進行備貨，由於 07 年同期的飲料銷售並未享受到節日消費的促進，08 年 12 月的飲料出廠量同比可能保持較快的增長，但總的來說，我們預測白酒及紅酒行業的銷售增速將繼續下降，乳製品受三聚氰胺事件影響，四季度的銷售增速將急速下跌，而軟飲料及啤酒的銷售增速將從 08 年的四季度開始出現下降，因此，我們預期飲料行業的整體銷售增速將從四季度開始下降。

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。