

# 行业各有冷暖，乳业反弹超预期 —— 食品行业 3 月刊（总第一期）

## 食品饮料行业

中性（维持）

报告日期：2009 年 3 月 19 日

### 细分行业月度涨跌榜

|      | 本月     | 上月     |
|------|--------|--------|
| 上证指数 | 4.63%  | 9.33%  |
| 食品行业 | 10.06% | 1.87%  |
| 白酒   | 9.97%  | 0.67%  |
| 啤酒   | 13.16% | -3.76% |
| 葡萄酒  | 10.17% | 1.26%  |
| 黄酒   | 10.17% | 8.16%  |
| 乳制品  | 20.46% | 10.69% |
| 肉制品  | 1.85%  | -7.60% |

### 基金重仓股月度涨跌榜

|      |        |      |        |
|------|--------|------|--------|
| 贵州茅台 | 14.76% | 双汇发展 | 0.63%  |
| 五粮液  | 6.09%  | 青岛啤酒 | 2.49%  |
| 泸州老窖 | 2.41%  | 燕京啤酒 | 3.45%  |
| 水井坊  | -2.09% | 重庆啤酒 | 40.22% |
| 山西汾酒 | 28.26% | 中粮屯河 | 9.37%  |
| 金枫酒业 | -1.86% | 安琪酵母 | -2.21% |
| 张裕 A | 12.50% | 承德露露 | -4.67% |
| 三全食品 | -1.19% |      |        |

2008 年 4 季度重仓股

天相消费品组

联系人—施剑刚

021-58824282-811 [shijg@txsec.com](mailto:shijg@txsec.com)

服务热线 010-66045555

服务邮箱 [service@txsec.com](mailto:service@txsec.com)

### 本报告关注点：

- 细分行业数据：白酒产量增速加快；乳制品产量恢复迅猛；
- 通过终端价格跟踪，分析行业发展现状。

### 投资要点：

- **白酒：节后高端白酒终端价格明显下滑。**高端白酒终端价格在春节期间一改往年上涨的趋势，价格稳中略降，春节过后高端白酒终端价格明显下降。我们认为，高端终端价格的下降有“后春节”因素的同时，也说明供需矛盾凸现。随着年报和季报数据的陆续出台，我们不排除下调高端酒企业盈利预测的可能。同时，请关注区域性白酒的投资机会。
- **乳制品：全面复苏，实现增长。**三聚氰胺事件虽然给行业带来巨大灾难，但同时也引导行业更健康地发展。三聚氰胺事件发生后，我们预计行业将会在半年左右的时间里全面恢复，当时已属乐观，但行业在不到 4 个月的时间里实现了全面的增长，恢复速度大大超过我们的预期。我们调高受害最深，同时反弹受益也最大的伊利股份投资评级至“增持”。
- **OMP 事件或将放缓企业的产品结构升级的步伐。**OMP 风波虽然已经悄然过去，但却多少给前期广受追捧的高端牛奶带来一定的负面影响。目前，各大乳企的高端产品占比虽小，对公司经营不会产生较大影响，但却可能放缓各公司产品结构升级的步伐。
- **行业投资策略。**1. 上半年应该把握成本下降、需求稳定带来业绩稳健增长型的企业，重点关注双汇发展 2. 行业发展触底反弹的企业，重点关注乳制品行业中的伊利股份；3. 关注高端白酒的发展趋势，我们认为其理想的投资机会应该在下半年出现。短期内，关注需求相对稳定的贵州茅台以及关联交易逐步解决带来公司治理环境趋好的五粮液。

表 1：细分行业产量月度增速

|     | 1 月     | 2 月    | 1-1 月   | 1-2 月  |
|-----|---------|--------|---------|--------|
| 白酒  | 17.33%  | 23.73% | 17.33%  | 20.21% |
| 啤酒  | -9.15%  | -9.15% | 5.46%   | 5.46%  |
| 葡萄酒 | -13.31% | 6.84%  | -13.31% | -5.18% |
| 乳制品 | 4.55%   | 13.80% | -0.07%  | 9.10%  |
| 液体乳 | 3.79%   | 14.88% | 3.79%   | 9.16%  |

资料来源：中经网、天相投顾整理



## 目录

|                                      |    |
|--------------------------------------|----|
| 第一部分、子行业数据点评.....                    | 4  |
| 1. 白酒行业-产量快速增长，高端酒可选性明显.....         | 4  |
| 1.1 白酒产量增长迅速 .....                   | 5  |
| 1.2 白酒终端价格稳中趋降.....                  | 6  |
| 2. 啤酒行业-经济危机中的明星？ .....              | 7  |
| 2.1 啤酒 2 月份产量大幅增长 .....              | 8  |
| 2.2 大麦进口价格快速回落.....                  | 9  |
| 3. 葡萄酒行业-无法演绎 08 年上半年的高速增长.....      | 10 |
| 3.1 葡萄酒产量 .....                      | 11 |
| 3.2 进口葡萄酒量、价 .....                   | 12 |
| 3.3 葡萄酒终端价格 .....                    | 13 |
| 4. 乳制品行业-低谷反弹，好于预期 .....             | 14 |
| 4.1 乳制品产量增速强劲反弹 .....                | 15 |
| 4.2 大包装奶粉进出口量、价 .....                | 16 |
| 4.3 重点纯牛奶终端价格 .....                  | 17 |
| 5. 肉制品行业 .....                       | 18 |
| 5.1 生猪价格逐步走低 .....                   | 18 |
| 5.2 生猪养殖利润测算.....                    | 19 |
| 5.3 玉米及饲料走势 .....                    | 20 |
| 第二部分、公司估值和行业投资策略 .....               | 21 |
| 第三部分、公司盈利预测和行业主要营业指标 .....           | 24 |
| 第四部分、行业月度大事记.....                    | 26 |
| 附录 1：天相食品饮料行业 2009 年交易日历（3 月份） ..... | 34 |
| 附录 2：天相食品饮料行业 2009 年交易日历（4 月份） ..... | 35 |



## 图表目录

|                                                 |    |
|-------------------------------------------------|----|
| 图 1: 全国白酒 2 月单月产量增长 24%.....                    | 5  |
| 图 2: 全国白酒 1-2 月累计产量增长 20%.....                  | 5  |
| 图 3: 高端白酒终端价格 (元/500ML) .....                   | 6  |
| 图 4: 北京地区和广州地区 (右) 高端白酒终端价格 (元/500ML) .....     | 6  |
| 图 5: 中端白酒终端价格 (元/500ML) .....                   | 7  |
| 图 6: 全国啤酒 2 月单月产量增长 25%.....                    | 8  |
| 图 7: 全国啤酒 1-2 月累计产量增长 13%.....                  | 8  |
| 图 8: 大麦当月进口量及单价 .....                           | 9  |
| 图 9: 大麦累计进口量及单价 .....                           | 10 |
| 图 10: 全国葡萄酒 2 月单月产量增长 7%.....                   | 11 |
| 图 11: 全国葡萄酒 1-2 月累计产量增长 5%.....                 | 11 |
| 图 12: 原装葡萄酒进口 1 月份量增价跌 .....                    | 12 |
| 图 13: 散装葡萄酒进口量降价涨 .....                         | 12 |
| 图 14: 高端葡萄酒终端价格 (元/瓶) .....                     | 13 |
| 图 15: 低端葡萄酒终端价格 (元/瓶) .....                     | 13 |
| 图 16: 全国乳制品 2 月单月产量增长 14%.....                  | 15 |
| 图 17: 全国液体乳 2 月单月产量增长 15%.....                  | 15 |
| 图 18: 乳制品 08 年 11、12 月单月产量环比回升明显 .....          | 16 |
| 图 19: 大包装奶粉进口量增价跌, 出口量减价涨 .....                 | 16 |
| 图 20: 进出口价格对比 (美元/千克) .....                     | 17 |
| 图 21: 纯牛奶终端价格 (元) .....                         | 17 |
| 图 22: 生猪价格 1-2 月累计均价同比下降 24% (元/公斤) .....       | 18 |
| 图 23: 截至 3 月中旬生猪价格较 2009 年年初下降 19% (元/公斤) ..... | 19 |
| 图 24: 每头生猪养殖利润接近亏损 (元/头) .....                  | 19 |
| 图 25: 玉米价格走势 (元/公斤) .....                       | 20 |
| 图 26: 育肥猪饲料价格走势 (元/公斤) .....                    | 20 |
| 图 27: 行业相对沪深 300 样本估值比已降历史较低区域 .....            | 21 |
| 图 28: 贵州茅台和五粮液 (右) 市盈率曲线 .....                  | 22 |
| 图 29: 泸州老窖和山西汾酒 (右) 市盈率曲线 .....                 | 22 |
| 图 30: 水井坊和张裕 A (右) 市盈率曲线 .....                  | 22 |
| 图 31: 青岛啤酒和燕京啤酒 (右) 市盈率曲线 .....                 | 23 |
| 图 32: 金枫酒业和古越龙山 (右) 市盈率曲线 .....                 | 23 |
| 图 33: 双汇发展和承德露露 (右) 市盈率曲线 .....                 | 23 |
| 表 1: 细分行业产量月度增速 .....                           | 2  |
| 表 2: 主要省市啤酒产量 .....                             | 9  |
| 表 3: A 股食品饮料公司股价单月表现及盈利预测 (2009 年 2 月份) .....   | 24 |
| 表 4: 食品饮料公司业绩预告 (2009 年 2 月份) .....             | 24 |
| 表 5: 食品饮料港股公司股价单月表现汇总 (2009 年 2 月份) .....       | 25 |
| 表 6: 2008 年食品饮料细分行业财务情况 .....                   | 25 |

## 第一部分、子行业数据点评

### 1. 白酒行业-产量快速增长，高端酒可选性明显

1、2 月份，正值中国的传统佳节——春节，随着消费者走亲访友、请客拜年等活动的增加，白酒行业结束了前期连续几个月的低迷，1、2 月产量增速有所回升。高端白酒终端价格在春节期间一改往年上涨的趋势，价格稳中略降，春节过后的 2 月份，价格下降明显。

高端白酒终端价格的下降与我们的预期相符，说明国内宏观经济放缓对高端白酒市场的负面影响比较显著。我们认为，高端终端价格的下降有“后春节”因素的同时，也说明供需矛盾凸现。

因高端酒的出厂价与产品终端价格之间存在较大的价差，经销商仍有较大的可压缩利润，短期内对公司盈利不会产生较大影响，但与去年市场乐观的预期将有所差距，同时要提醒投资者的是，2009 年各高端白酒厂家提高出厂价格几无可能，“控量保价”氛围下，销量的稳定显得更为重要，随着年报和季报数据的陆续出台，我们不排除下调高端酒企业盈利预测的可能。

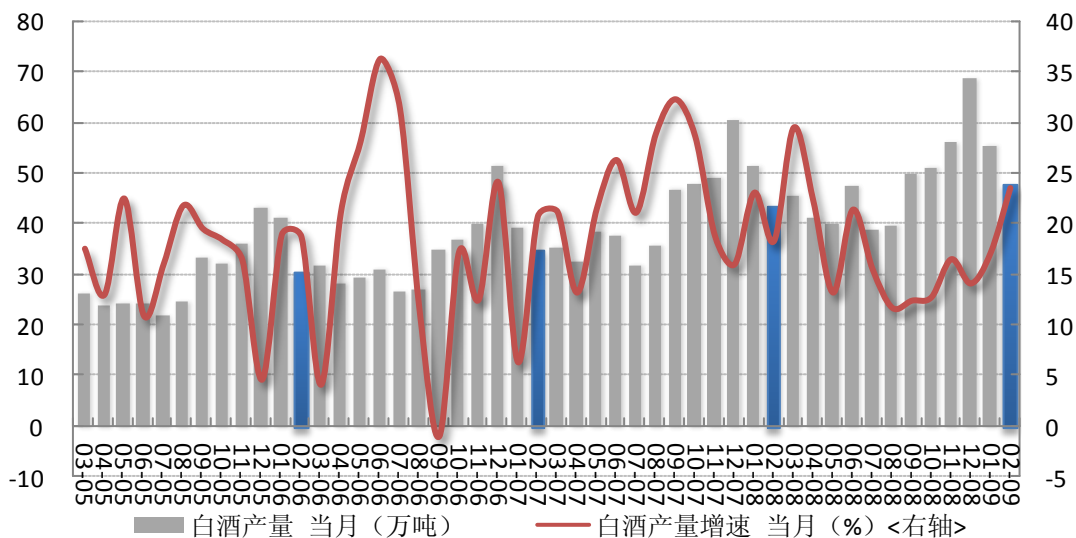
综合考虑，我们首推行业龙头贵州茅台，维持对贵州茅台、水井坊、五粮液和泸州老窖的“增持”评级。

另外，区域性白酒企业的优势已经开始显现，相比而言，该类企业优势如下：一是中低端的产品更符合当前消费结构；二是区域品牌的消费者忠诚度较高；三是业绩基数较低，容易实现业绩的快速增长。



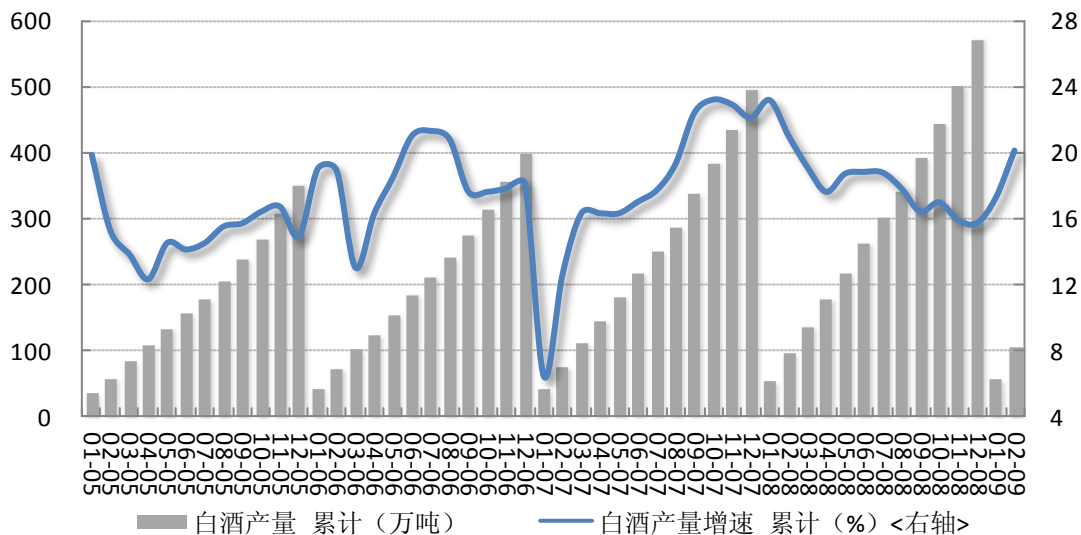
## 1.1 白酒产量增长迅速

图 1：全国白酒 2 月单月产量增长 24%



数据来源：中经网、天相投顾整理

图 2：全国白酒 1-2 月累计产量增长 20%



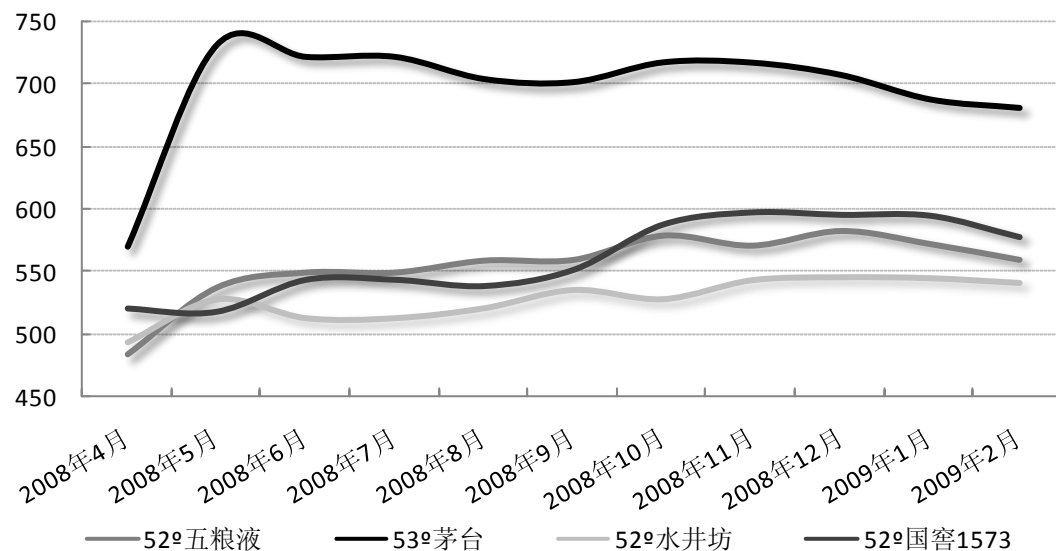
数据来源：中经网、天相投顾整理

1、2 月份，白酒行业单月产量分别为 55.71 万吨和 48.07 万吨，较上年同期上涨 17.33%和 23.77%，前两月份累计产量为 103.78 万吨，较上年同期增长 20.21%。在国内外宏观经济明显放缓的大背景下，白酒行业产量增速依然相对稳健。

1、2 月份，正值中国的传统佳节——春节，随着消费者走亲访友、请客拜年的活动增加，白酒行业结束前期连续几个月的低迷，当月产量增速有所回升。

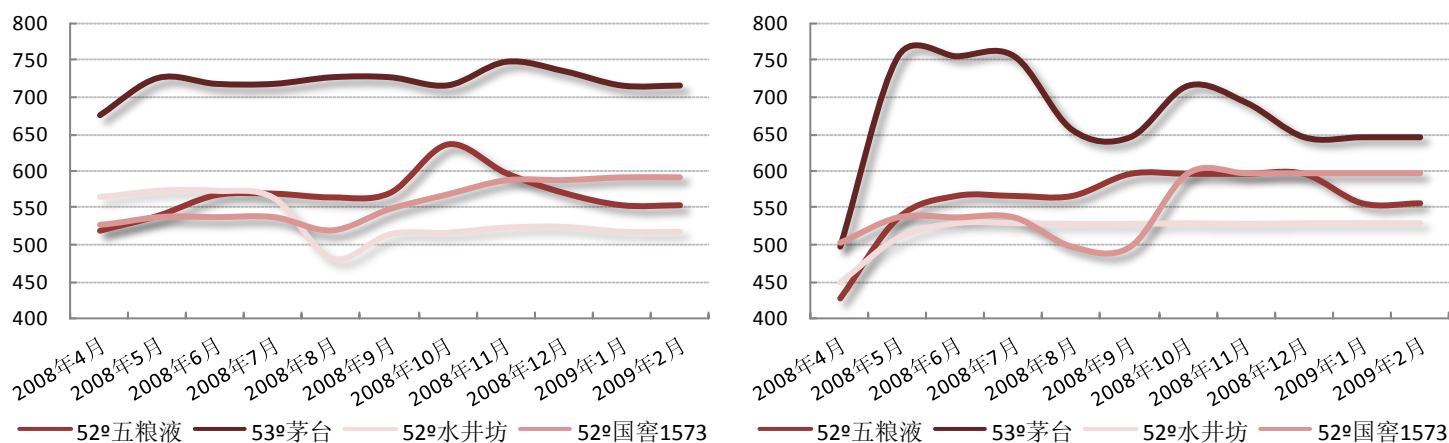
## 1.2 白酒终端价格稳中趋降

图 3：高端白酒终端价格（元/500ML）



数据来源：糖酒快讯、天相投顾整理

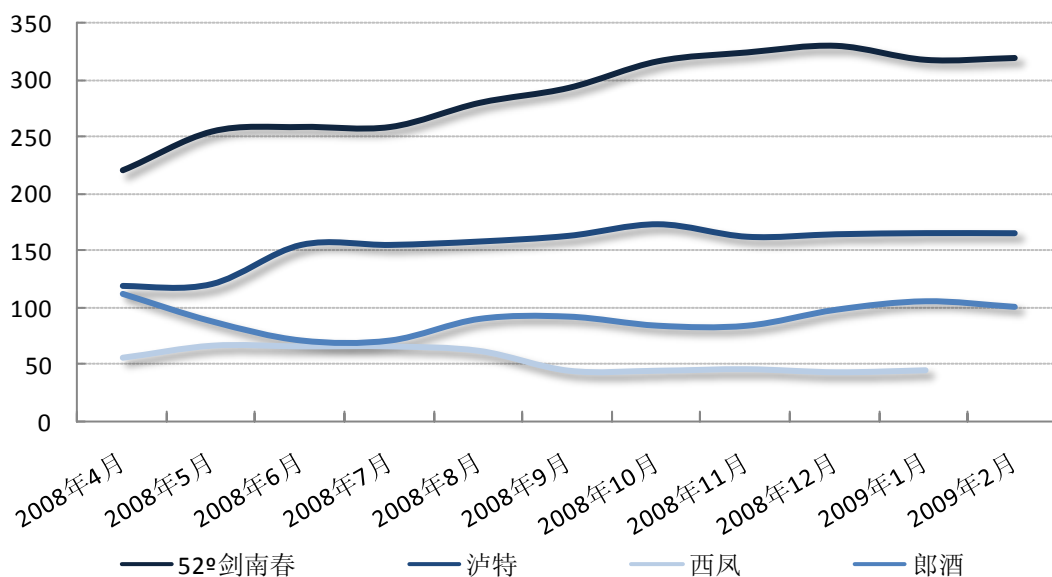
图 4：北京地区和广州地区（右）高端白酒终端价格（元/500ML）



数据来源：糖酒快讯、天相投顾整理

春节过后，全国各地的高端白酒价格开始出现较为明显的回落，对于高端白酒终端价格的下降，我们认为，高端白酒价格出现回调主要是由于经销商不同程度促销引起的，当前，53° 茅台、52° 五粮液、52° 水井坊、52° 国窖 1573 每瓶的出厂价分别为 438 元、469 元、445 元和 468 元，出厂价与终端价格价差出现不同程度的收缩，在经济增长不明朗的宏观背景下，高端白酒的可选性消费显现，但价差仍然较大的贵州茅台能够维持经销商的销售热情，在此大背景下，“量”的稳定对相关企业的业绩显得非常重要。

图 5：中端白酒终端价格（元/500ML）



数据来源：糖酒快讯、天相投顾整理

我们看到，相比高端酒终端价格的下降，中低端酒终端价格显得更为坚挺，重点关注产品结构以中低端酒为主的区域性白酒企业。

## 2. 啤酒行业-经济危机中的明星？

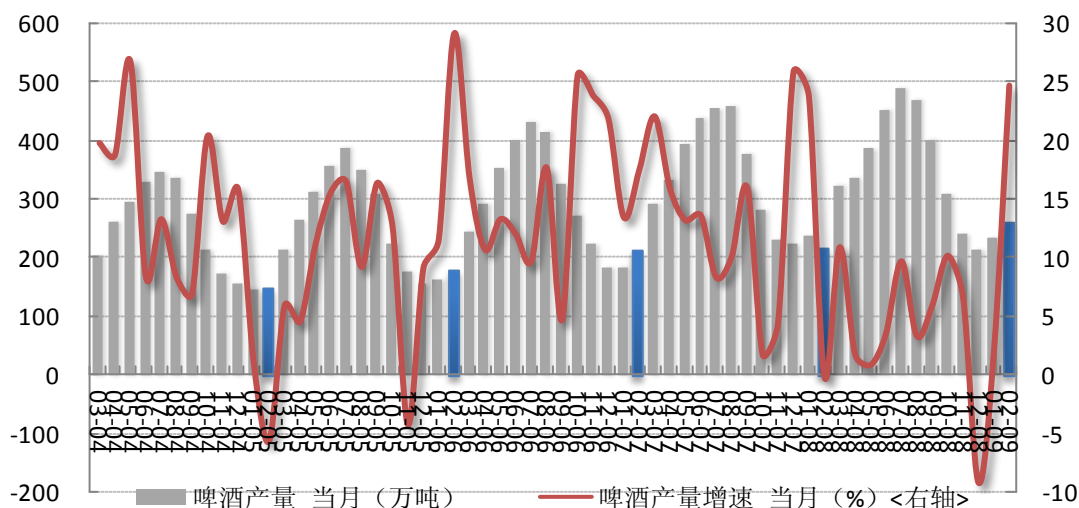
2008 年是啤酒行业最艰难的一年，凉夏、成本上涨、奥运效应的不达预期给啤酒行业的发展带来巨大压力。重庆啤酒年报显示，公司 08 年销量下滑、毛利率下降。随着大麦价格的回落，以及啤酒作为大众消费品的需求刚性，2009 年啤酒行业盈利能力将显著回升。2008 年销量的不理想以及较高的大麦进口价格将使企业在 2009 年一季度甚至上半年仍然承受较高的成本，2008 年企业计提存货跌价准备似乎已成定局。

我国啤酒行业处于整合阶段，青岛啤酒、华润雪花、燕京啤酒、百威英博占据我国市场份额的一半以上，形成寡头垄断格局是行业发展的大趋势。国内企业受到百威英博强势合并的巨大压力，华润雪花开始了新一轮的外延式扩张，以确保其市场占有率的提升，青岛啤酒和燕京啤酒延续稳扎稳打的一贯作风，坚持着自建模式下的内涵式扩张。

我们看好青岛啤酒的品牌价值、中高端产品市场优势地位。燕京啤酒的成本控制能力以及相对较低的估值优势，是我们维持燕京啤酒“增持”评级的重要理由。

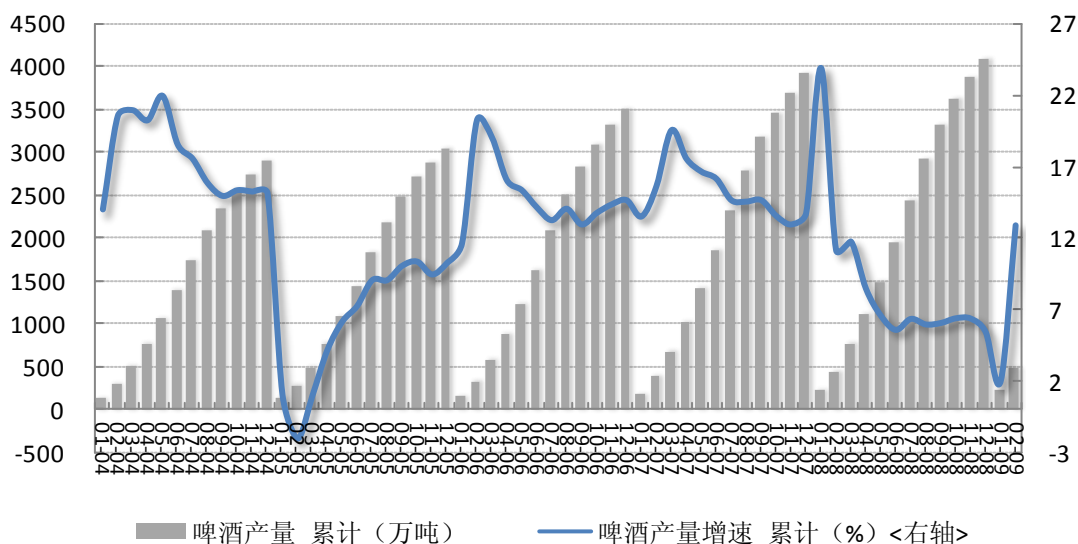
## 2.1 啤酒 2 月份产量大幅增长

图 6：全国啤酒 2 月单月产量增长 25%



数据来源：中经网、天相投顾整理

图 7：全国啤酒 1-2 月累计产量增长 13%



数据来源：中经网、天相投顾整理

1、2 月份，啤酒行业单月产量分别为 234.32、262.76 万吨，同比分别增长 2.03%、24.84%，1-2 月份累计产量同比增长 12.94%。

08 年受雪灾、凉夏、涨价等因素的影响，全年行业产量增速降至 5.46%。继去年 12 月份啤酒单月产量同比大幅下降 9.15%以来，今年 1、2 月份啤酒行业产量增长恢复良好，



显示出大众消费品受经济危机影响较小的特性。随着3月份逐步步入销售旺季,以及今年不利因素的减少,预计行业产量增速好于去年,全年增速在6%-8%之间。

啤酒产量最大的山东增长较好,2月份单月产量33.74万吨,同比增长45.75%;去年增长较快的河南、四川,1-2月份增速有所下滑;广东地区1月份产量下降21.19%,2月份产量有所上升,同比增长4.95%。我们预计青岛啤酒一季度业绩将有较好表现。

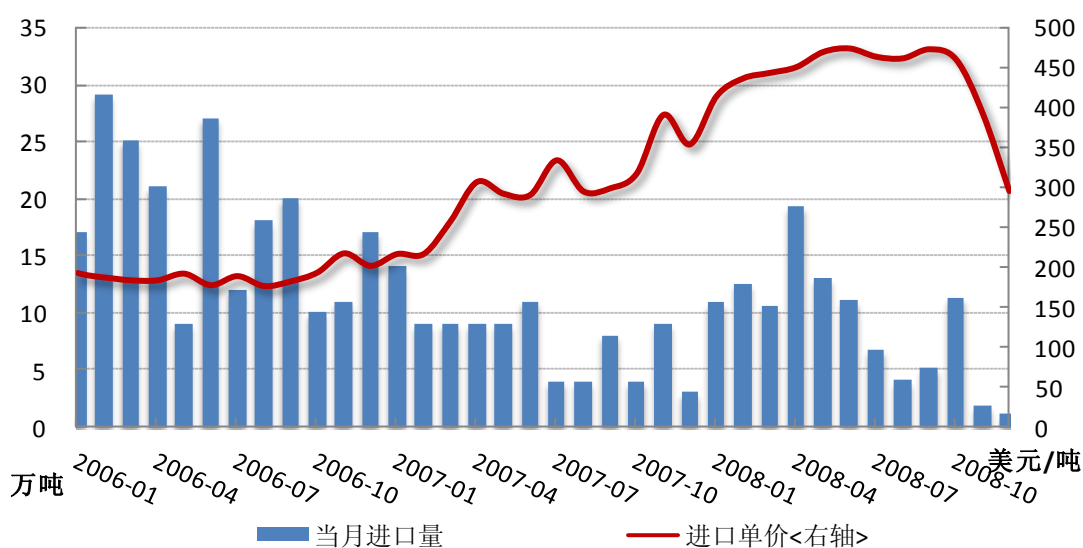
表 2: 主要省市啤酒产量

| 单位: 万吨 % | 2 月份产量 | 同比增速  | 1 月份产量 | 同比增速   | 08 年产量 | 同比增速   |
|----------|--------|-------|--------|--------|--------|--------|
| 山东       | 33.74  | 45.75 | 27.54  | 14.18  | 473.92 | 8.67   |
| 河南       | 22.9   | 5.87  | 18.88  | 0.37   | 381.89 | 23.65  |
| 广东       | 15.28  | 4.95  | 13.72  | -21.19 | 300.15 | -4.47  |
| 浙江       | 8.11   | 22.69 | 6.42   | -12.65 | 283.17 | -2.88  |
| 江苏       | 16.27  | 59.2  | 13.19  | 41.68  | 239.65 | 3.99   |
| 四川       | 15.01  | -7.97 | 11.03  | 8.88   | 236.1  | 33.91  |
| 辽宁       | 12.95  | -3.57 | 16.43  | -1.73  | 235.12 | -0.24  |
| 湖北       | 18.82  | 21.65 | 13.31  | -10.85 | 212.22 | 7.14   |
| 北京       | 7.37   | -3.41 | 8.99   | -6.45  | 153.45 | -10.67 |

数据来源: 中经网、天相投顾整理

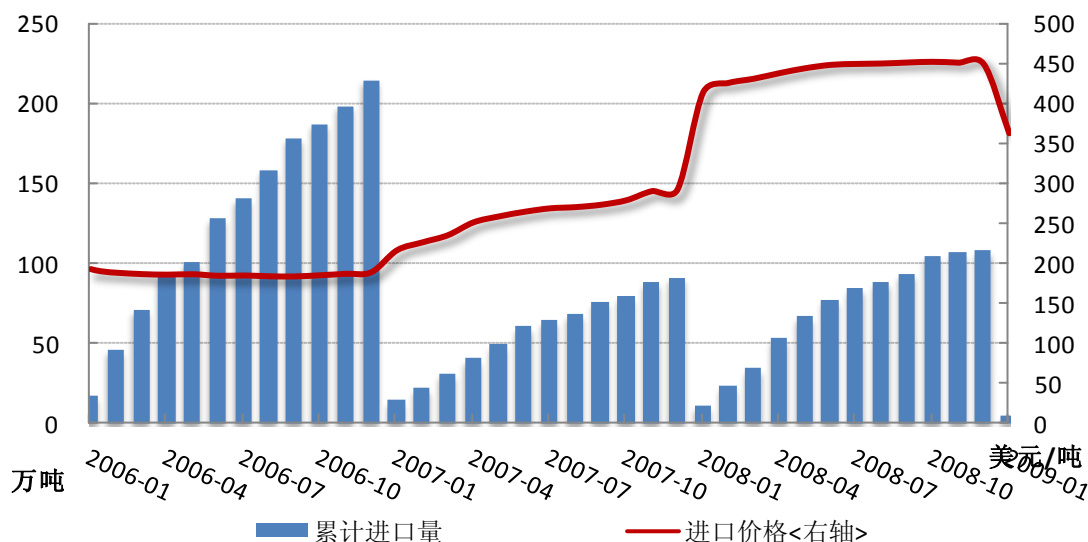
## 2.2 大麦进口价格快速回落

图 8: 大麦当月进口量及单价



数据来源: 中经网、天相投顾整理

图 9：大麦累计进口量及单价



数据来源：中经网、天相投顾整理

2007、2008 年度我国进口大麦均价不断提高，据澳大利亚 ABB 粮食公司和加拿大小麦局（CWB）近期发布的报告，2009 年世界主产区啤酒大麦供应高于预期水平，供应过剩出现的可能性很大。近期，甘肃大麦价格也已回落至 1700-1800 元/吨之间，从高位下跌了 30% 左右。

2008 年 12 月份我国进口大麦单价已经从最高点 474.12 美元/吨下降到 295.89 美元/吨。2009 年 1 月份进口大麦单价上升到 363.48 美元/吨，预计等 08 年已签订合同执行完毕后，2 季度实际进口价格才会大幅下降。

### 3. 葡萄酒行业-无法演绎 08 年上半年的高速增长

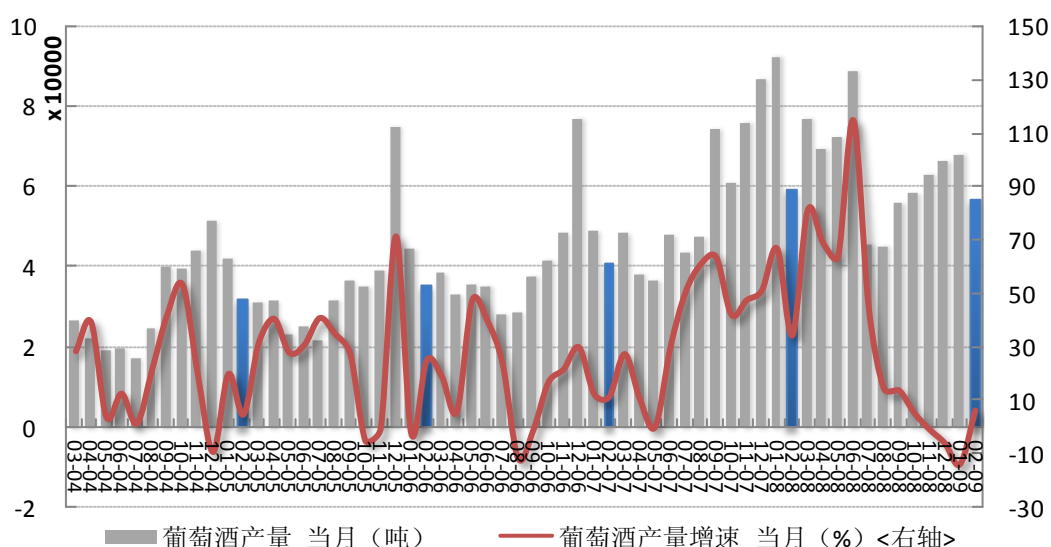
在宏观经济放缓以及国外葡萄酒大幅降价的双重影响下，国内葡萄酒行业受到了较大的冲击。2008 年 11 月，葡萄酒行业产量同比下滑了 0.29%，结束了葡萄酒行业持续 12 个月的增长。2009 年 1 月，葡萄酒行业产量较上年同期同比下降了 13%，虽然 2 月份产量同比有所回升，但主要是由于上年同期葡萄酒产量基数过低引起的，并不能确定是行业的有效反弹。

目前，葡萄酒在我国的人均消费量还比较低，市场潜力巨大。2008 年，葡萄酒行业以全年产量 23.83% 的增速位居各酒种之首。我国巨大的市场潜力已经为国外企业所急于，大量的葡萄酒开始涌入国内市场，加上近期澳元、欧元走低，导致进口葡萄酒价格大幅下降，对国内并不成熟的葡萄酒企业造成巨大冲击，此作为国内公司发展的最大风险，我们已在前期做过提示。

我们认为，行业中发展相对成熟的龙头企业将有较强的抗冲击能力，在 A 股上市公司中，张裕 A 已经打响国际化的酒庄文化，同时“引狼入室”式的代理国外优质葡萄酒品牌可以对冲进口葡萄酒对公司业绩的冲击。基于公司行业龙头的地位，以及不断为产品注入新元素，保证品牌的活力，预计公司 08-10 年的 EPS 分别为 1.70 元、2.09 元和 2.45 元，对应的动态 PE 分别为 25X、20X 和 17X，维持公司“增持”的投资评级。

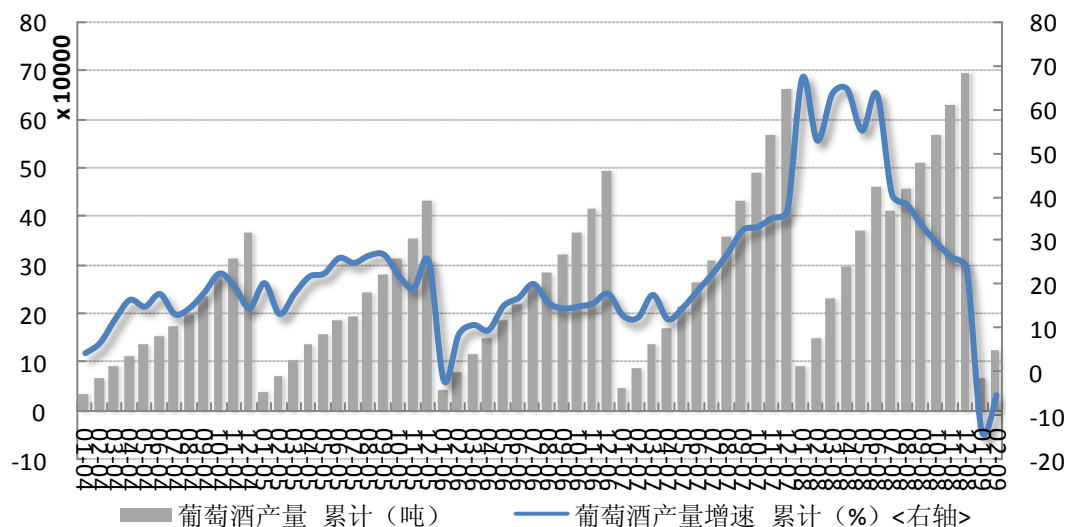
### 3.1 葡萄酒产量

图 10：全国葡萄酒 2 月单月产量增长 7%



数据来源：中经网、天相投顾整理

图 11：全国葡萄酒 1-2 月累计产量增长 5%



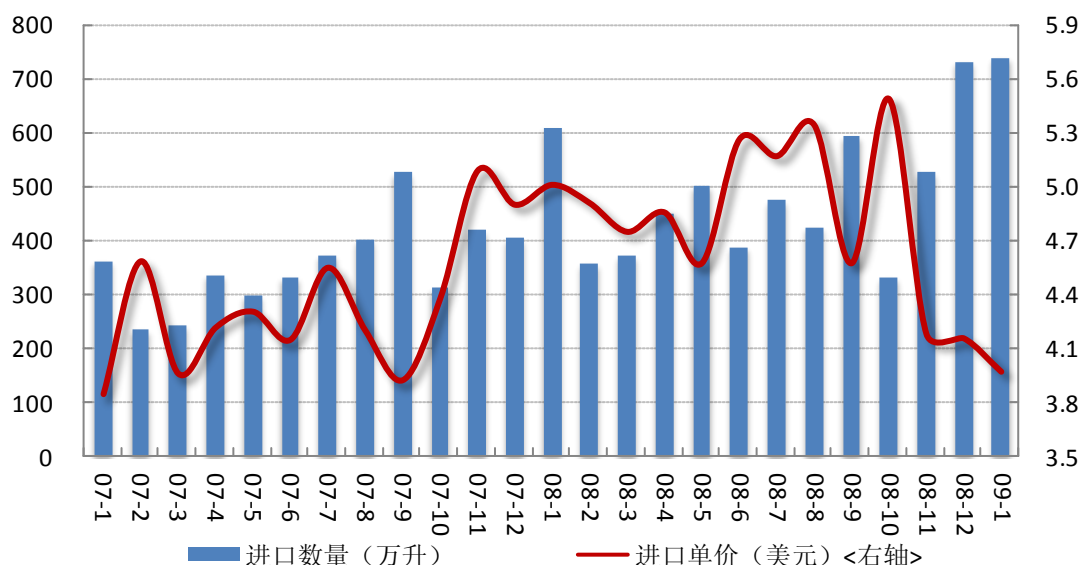
数据来源：中经网、天相投顾整理

2009 年 1 月份，葡萄酒行业单月产量 6.83 万吨，较去年同期下降 13.31%；2 月份，单月产量 5.68 万吨，较去年同期增长 6.84%；1-2 月份累计产量同比下降 5.18%。

受国内宏观经济放缓以及进口葡萄酒大量冲击国内市场的影响，2008 年下半年葡萄酒产量增速趋缓。我们预计 2009 年葡萄酒产品的中低端化将更为明显，从酒种的属性看，以健康、文化的名义侵蚀啤酒和部分黄酒市场，将是行业发展的重要推力。

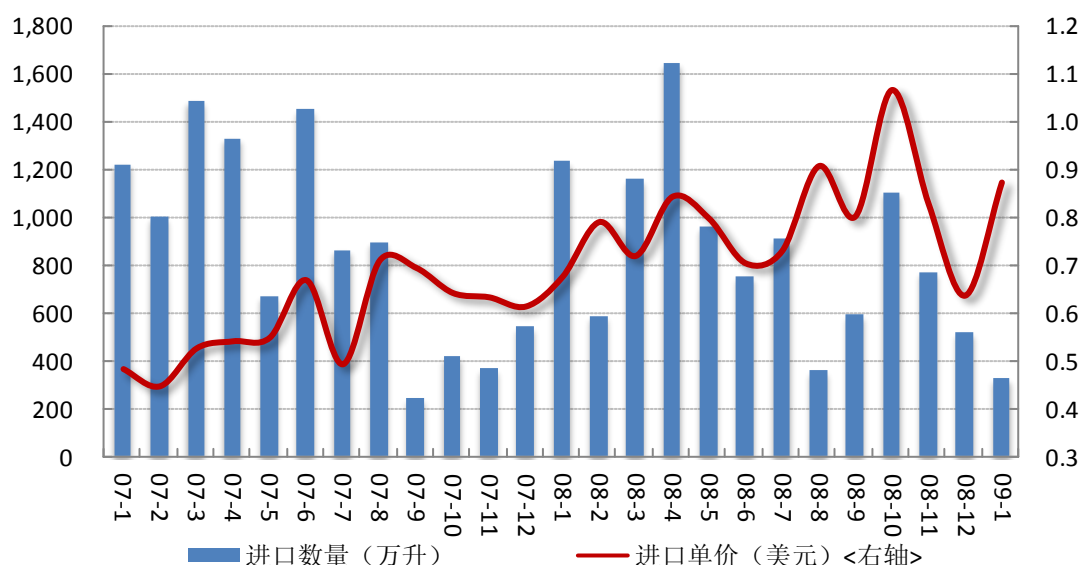
### 3.2 进口葡萄酒量、价

图 12：原装葡萄酒进口 1 月份量增价跌



数据来源：中国海关总署、天相投顾整理

图 13：散装葡萄酒进口量降价涨



数据来源：中国海关总署、天相投顾整理

进口原装葡萄酒量继续增长，进口均价持续下滑；散装葡萄酒量明显放缓，进口均价有所回升。1 月份原装进口葡萄酒 0.74 万吨，同比增长 21.29%，进口均价 3976 美元/吨，自去年 10 月份高点 5495 美元/吨持续下滑。1 月份散装进口葡萄酒 0.33 万吨，同比大幅下降 73.48%，环比下降 37%，进口均价 873.84 美元/吨，同比上涨 29.06%。

自去年 11 月份以来，进口葡萄酒大幅降价，葡萄酒进口量持续上升。同期，国内葡萄酒行业产量首次出现了负增长，国外葡萄酒的大幅降价（国外葡萄酒供给渐趋过剩，葡萄酒出口大国汇率下降）对我国国内葡萄酒行业形成较大冲击已很明显。

### 3.3 葡萄酒终端价格

图 14：高端葡萄酒终端价格（元/瓶）

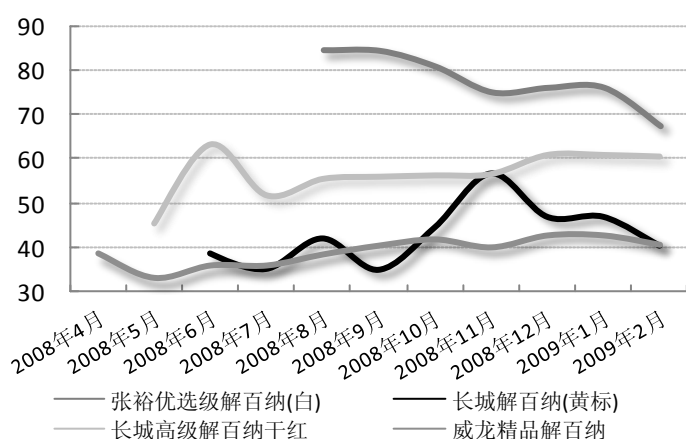
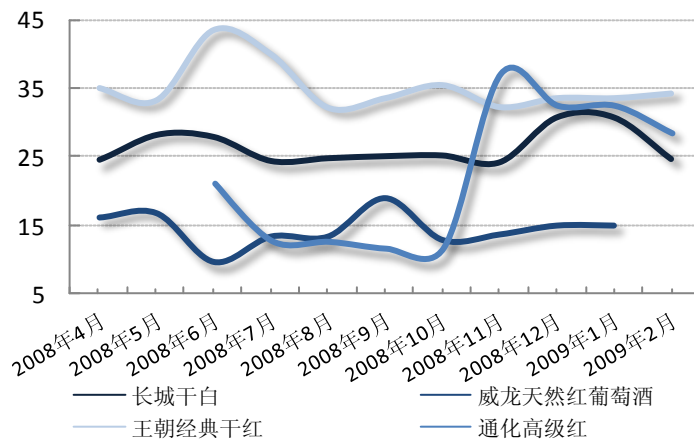


图 15：低端葡萄酒终端价格（元/瓶）



数据来源：糖酒快讯、天相投顾整理

春节期间，葡萄酒终端价格大体是稳中趋降，张裕解百纳价格下降较为明显。相比高端产品而言，中低端产品竞争激烈，价格波动较为剧烈，节后价格大幅下降比较明显。

#### 4. 乳制品行业-低谷反弹，好于预期

2月，在食品行业的细分行业中，乳品行业以20.46%的涨幅居食品行业首位，大幅跑赢上证指数。从当前的数据来看，行业最坏的时期似乎已经过去，各企业正逐步走出低谷，行业处于全面的恢复增长期。

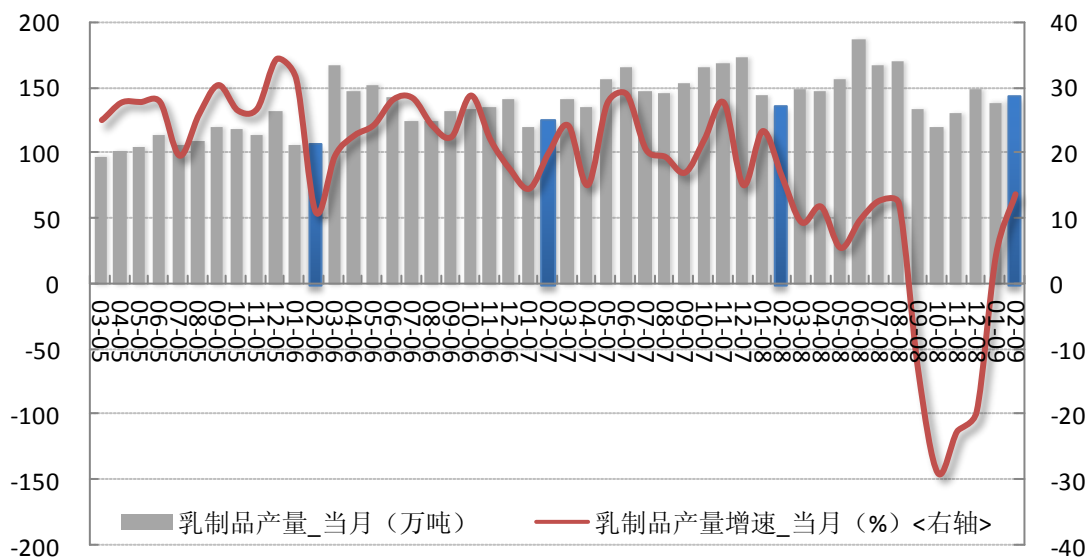
1月份开始，乳制品行业结束自去年三聚氰胺事件爆发以来的产量负增长，产量增速连续两个月出现增长，1、2月份产量同比增速分别为4.55%和13.79%。由于乳制品需求的刚性，我们通过行业的感受以及跟踪的11、12月环比数据，已经预期到行业将快速恢复，但1、2月份的数据依然超出我们的预期。

经历了三聚氰胺事件，各大乳制品企业都将产品的质量安全放在首位，乳制品行业发展将更为规范。目前，行业的投资机会已经显现，建议投资者关注相关上市公司。我们预计光明乳业08-10年的EPS分别为-0.14元、0.09元和0.11元，维持公司“中性”的投资评级；伊利股份和蒙牛乳业是此次安全事件波及最为严重的企业之一，奶粉对伊利股份的冲击更为明显，与此对应的是，奶粉市场的复苏将使伊利股份在行业复苏期受益最大。我们预计伊利股份08-10年的EPS分别为-0.25元、0.43元和0.63元，我们上调公司投资评级至“增持”。

3月4日，三元股份用6.165亿元成功将三鹿揽入怀中（该部分资产包括三鹿集团核心生产厂有效资产、三鹿集团所持新乡林鹤公司98.8%权益），我们认为该笔买卖就其本身来讲是非常划算的，但是，三元收购的毕竟是与自己业务结构不同、规模大过自身近十倍的资产，“蛇吞象”极大地考验着三元的整合能力，后续的磨合程度以及磨合时间是值得投资者关注和期待的，但公司目前的股价已渐趋合理，一味追高并不可取。具体点评参看2月16日报告《三元股份(600429)：拟定向增发收购三鹿部分资产，公司今日复牌》和3月4日即时点评《三元股份(600429)：“蛇吞象”神话实现，三元揽三鹿入怀》。

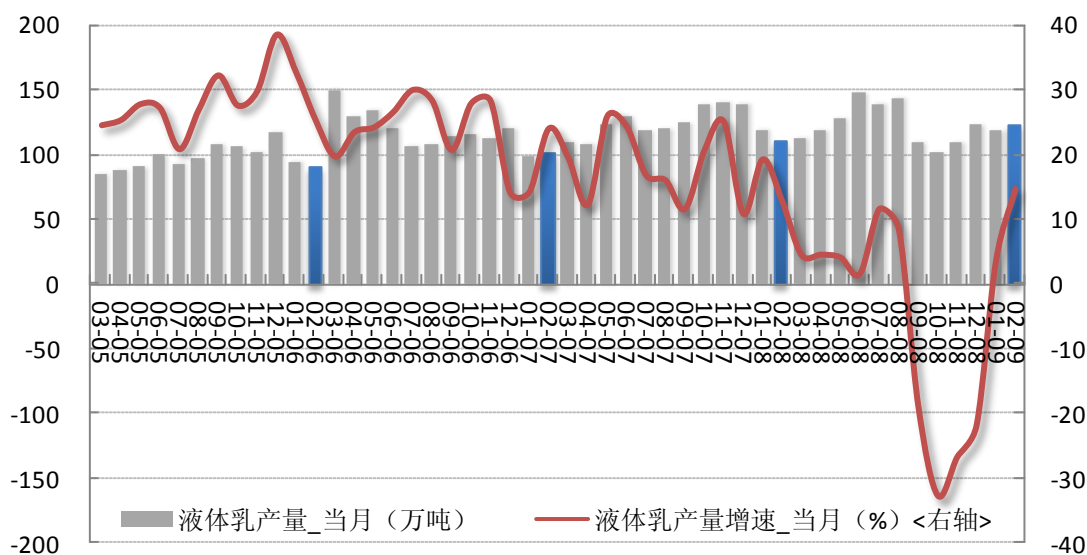
## 4.1 乳制品产量增速强劲反弹

图 16：全国乳制品 2 月单月产量增长 14%



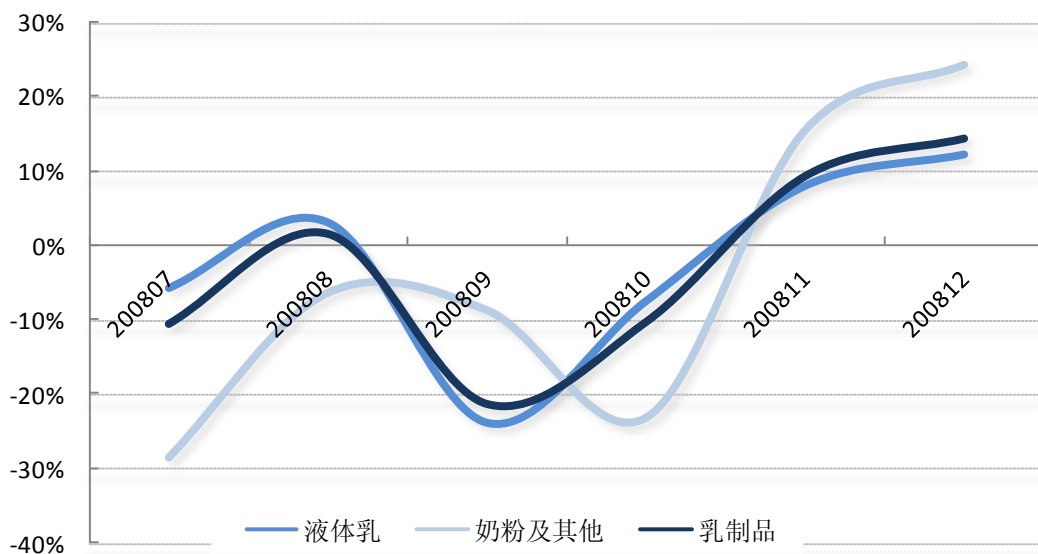
数据来源：中经网、天相投顾整理

图 17：全国液体乳 2 月单月产量增长 15%



数据来源：中经网、天相投顾整理

图 18: 乳制品 08 年 11、12 月单月产量环比回升明显



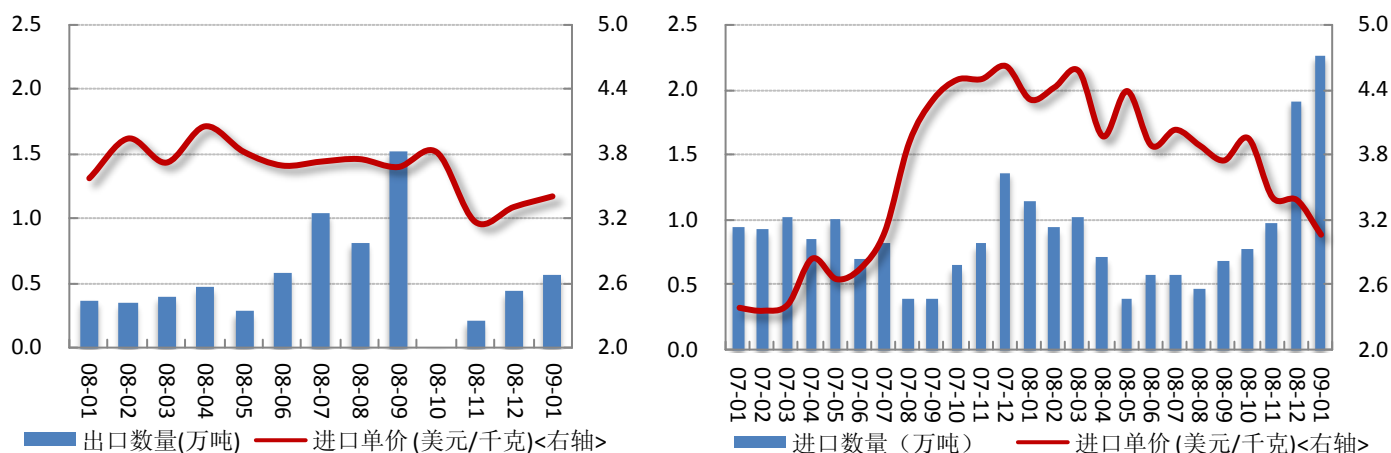
数据来源：中经网、天相投顾整理

从 08 年 11、12 月乳制品各细分业务的环比数据来看，奶粉及其他乳制品的产量已经基本与三聚氰胺事件爆发前的产量相接近。

奶粉产量恢复较快的原因主要有：（1）虽然奶粉是三聚氰胺事件爆发的根源，但因婴儿可食用食物有限，奶粉制品具有一定的消费刚性；（2）美赞臣、雀巢等进口奶粉被查出兼含三聚氰胺和三聚氰酸，部分消费者回归国产奶粉，进口产品走下“神坛”；（3）国家各部委和企业自身的宣传和更为严格的质检、生产把关。

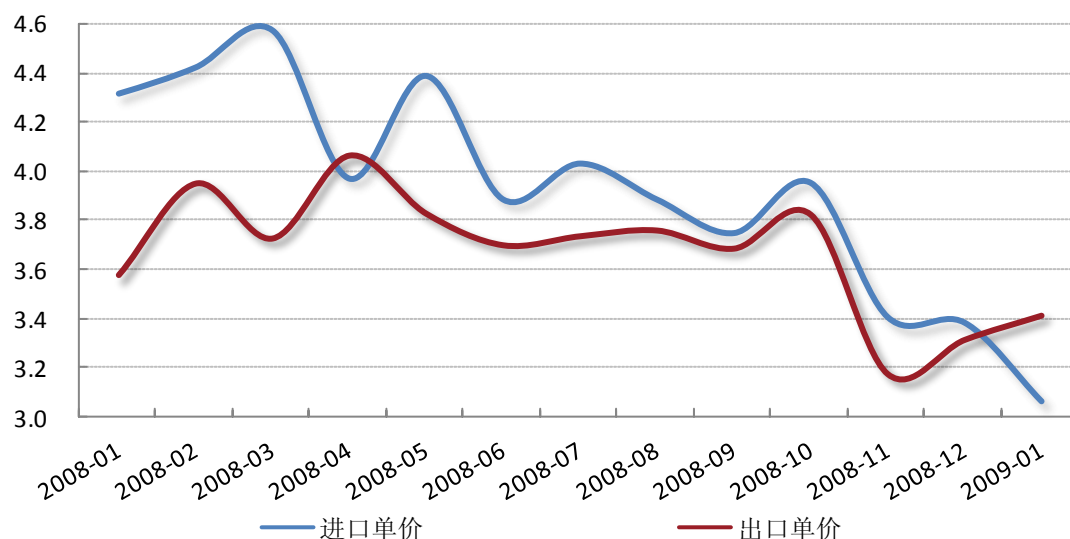
## 4.2 大包装奶粉进出口量、价

图 19: 大包装奶粉进口量增价跌，出口量减价涨



数据来源：中国海关总署、天相投顾整理

图 20: 进出口价格对比 (美元/千克)

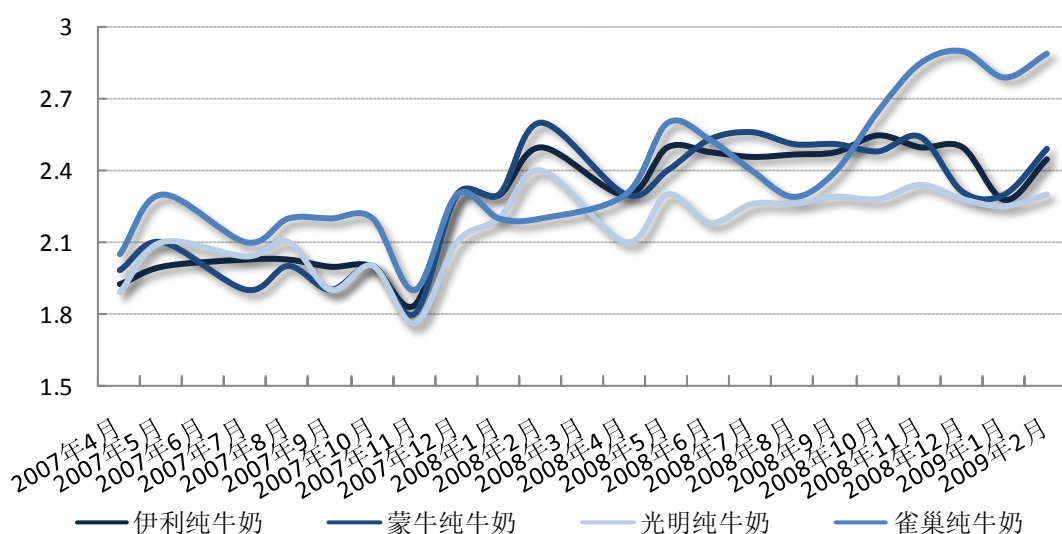


数据来源: 中国海关总署、天相投顾整理

国际经济危机下, 国外奶制品价格下降明显, 正如葡萄酒般, 国内乳业受到了国际产品低价进口的压力。今年 1 月份进出口数据显示, 我国大包装奶粉价格已经高于进口奶粉价格, 这种现象是比较少见的, 虽然出口奶粉在“三聚氰胺”事件后出口量有所回升, 但相比进口奶粉价格的优势荡然无存。在我国乳制品行业处于恢复时期, 我们要特别注意进口奶粉在价跌量增的情况下对国内企业生产恢复的负面影响。

### 4.3 重点纯牛奶终端价格

图 21: 纯牛奶终端价格 (元)



数据来源: 糖酒快讯、天相投顾整理

奶制品的终端价格也在向我们显示行业恢复的信心。我们看到，纯牛奶价格2月份价格反弹比较强劲，该态势印证了行业恢复性增长的判断。

## 5. 肉制品行业

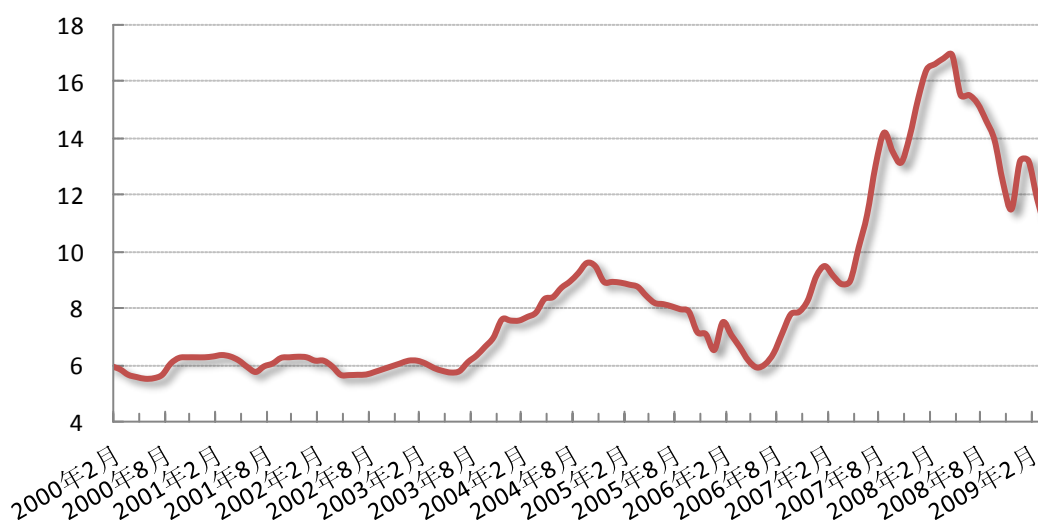
肉制品行业我们仍然首推龙头企业双汇发展，目前生猪价格处于下降通道，降低了公司的成本，毛利率有望回升。

我们在前期肉制品行业专题报告《着眼稳健需求 把握盈利提升》中指出：07年6月份左右，母猪补栏进入较为积极的区域，第一胎生猪出栏会在08年6月份大幅出栏，这直接影响到了当时的生猪价格冲高回落，我们认为其第二胎生猪出栏将在09年4月份左右。我们看到08年上半年，特别是在08年3-4月份母猪补栏非常积极，其生猪出栏期将在今年5月份左右出现，这就导致了今年4、5月份达到了生猪出栏的高峰，加之每年的年度中期是猪肉消费淡季，我们预计生猪价格将在今年中期达到本轮生猪生产周期的低位。可以预见的是，肉制品行业09年第二季度的盈利水平会有明显提高。我们预计，三月份生猪均价将跌破11元/公斤。

我们认为从生猪出栏情况来看，生猪价格在09年的前三季度仍将处于下降的通道，价格碰触10元/公斤的可能性较大，随着生猪养殖出现亏损，部分猪农的退出，出栏量将趋于稳定，09年关的临近将有助于提振生猪价格，所以我们预计生猪价格在今年年底会出现回升态势。我们预计2009年生猪均价将低于11元/公斤，同比降幅超过20%。

### 5.1 生猪价格逐步走低

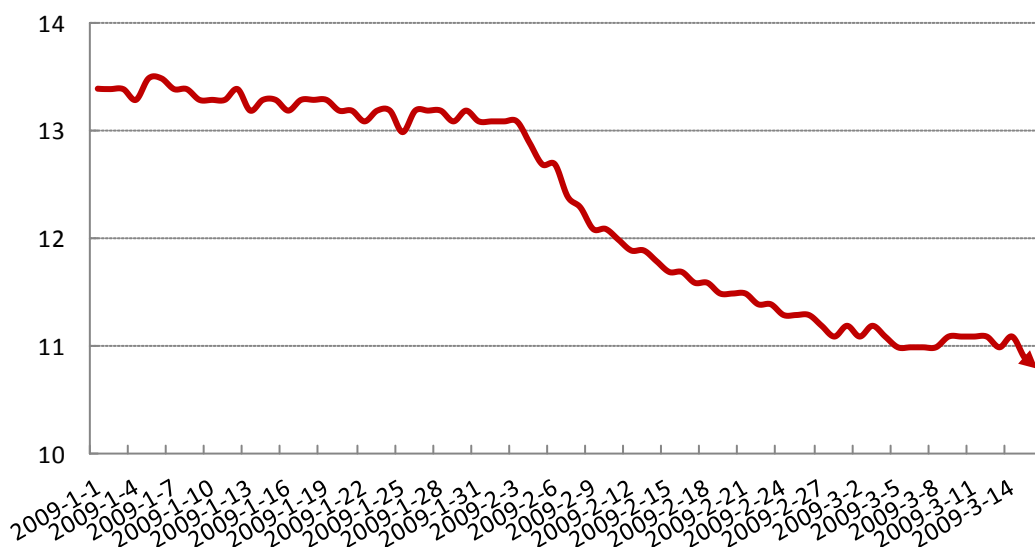
图 22：生猪价格 1-2 月累计均价同比下降 24%（元/公斤）



数据来源：天相投顾整理



图 23: 截至 3 月中旬生猪价格较 2009 年年初下降 19% (元/公斤)

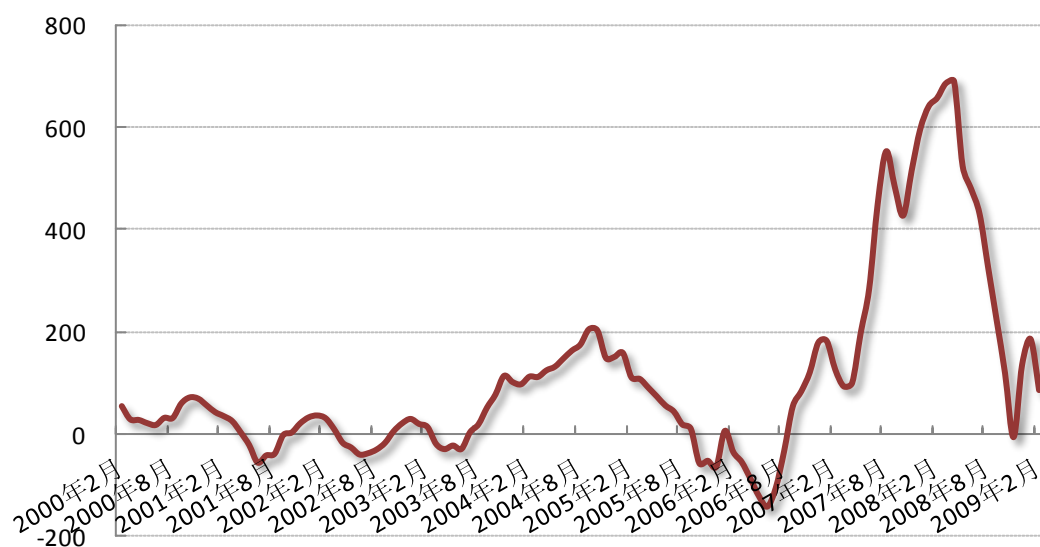


数据来源: 天相投顾整理

与我们此前的预期相符, 生猪价格在节后加快了下跌的脚步, 2 月份生猪价格已经跌破 12 元, 月平均价格为 11.94 元/公斤, 环比 1 月份 13.27 元/公斤下降幅度超过 10%。

## 5.2 生猪养殖利润测算

图 24: 每头生猪养殖利润接近亏损 (元/头)



数据来源: 天相投顾整理

猪粮比——“5.5:1”的盈亏平衡点实际上是指假设影响生猪价格的众多因素中，除玉米价格之外的其他因素均无较大变动的情况下，养殖场（或农户）不盈不亏时的生猪价格。但是，生猪养殖的成本是由多重因素构成的，若其中一个投入成本发生了巨大的变化，延用已久的盈亏平衡点将短暂失效。

因此我们建立具有较大主观性的生猪养殖利润模型，所采集的变量尽可能保持准确性和可持续跟踪性，就此来测算生猪养殖的利润，该模型有助于我们较好的判断当前生猪养殖的盈亏情况，进而分析未来生猪价格可能的运行区间。

### 5.3 玉米及饲料走势

图 25: 玉米价格走势（元/公斤）

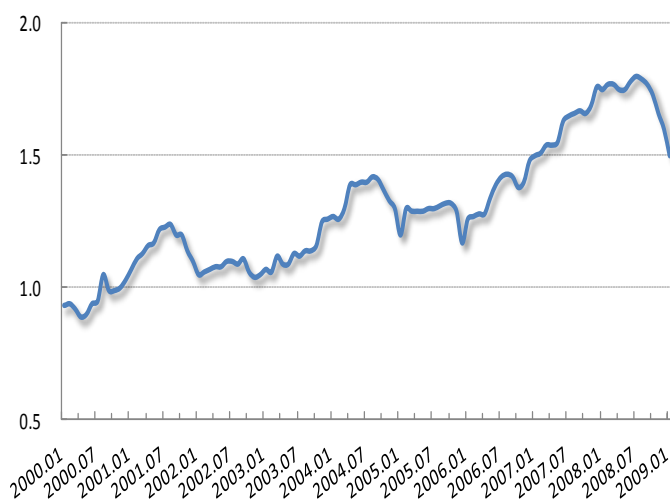
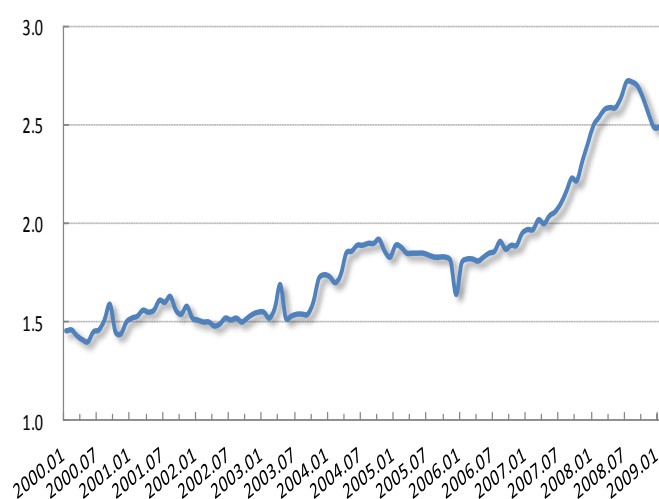


图 26: 育肥猪饲料价格走势（元/公斤）



数据来源：畜牧业信息网、天相投顾整理

饲料费用占到生猪养殖成本的近一半，从玉米和育肥猪饲料的价格来看，回落幅度要落后于生猪价格的下降速度，这从一定程度上将加速生猪养殖的亏损进程。

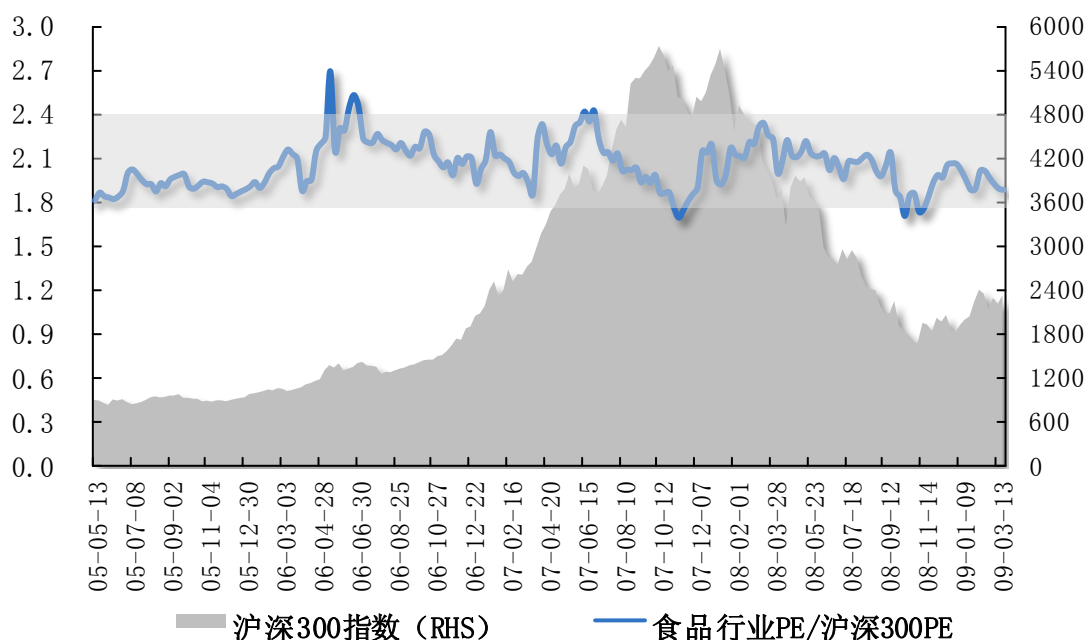
## 第二部分、公司估值和行业投资策略

食品饮料行业 PE 相比沪深 300 样本股 PE 的比值继续回落，接近 1.8-2.4 合理区间的下限，行业估值压力有很大的缓解，相关公司投资机会愈发明显。

食品行业投资策略的把握：

1. 我们认为上半年应该把握成本下降、需求稳定带来的业绩稳健增长型的企业，重点关注双汇发展
2. 行业发展触底反弹的企业，重点关注乳制品行业中的伊利股份，我们上调公司评级为“增持”；
3. 仍然关注高端白酒的发展趋势，我们认为其理想的投资机会应该在下半年出现。短期内，关注需求相对稳定贵州茅台以及关联交易逐步解决带来公司治理环境趋好的五粮液。

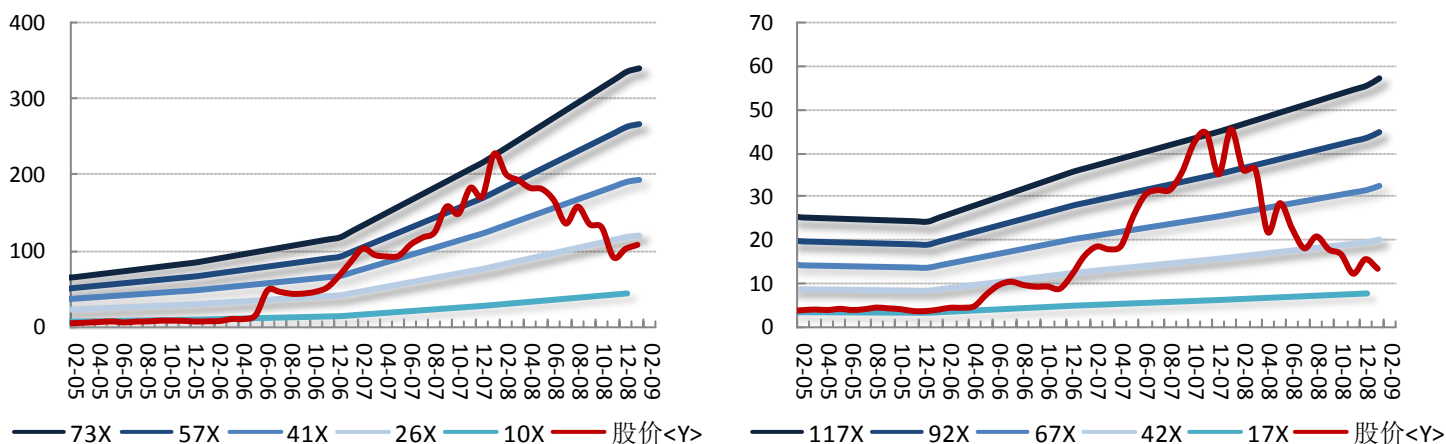
图 27：行业相对沪深 300 样本估值比已降历史较低区域



数据来源：天相投顾整理

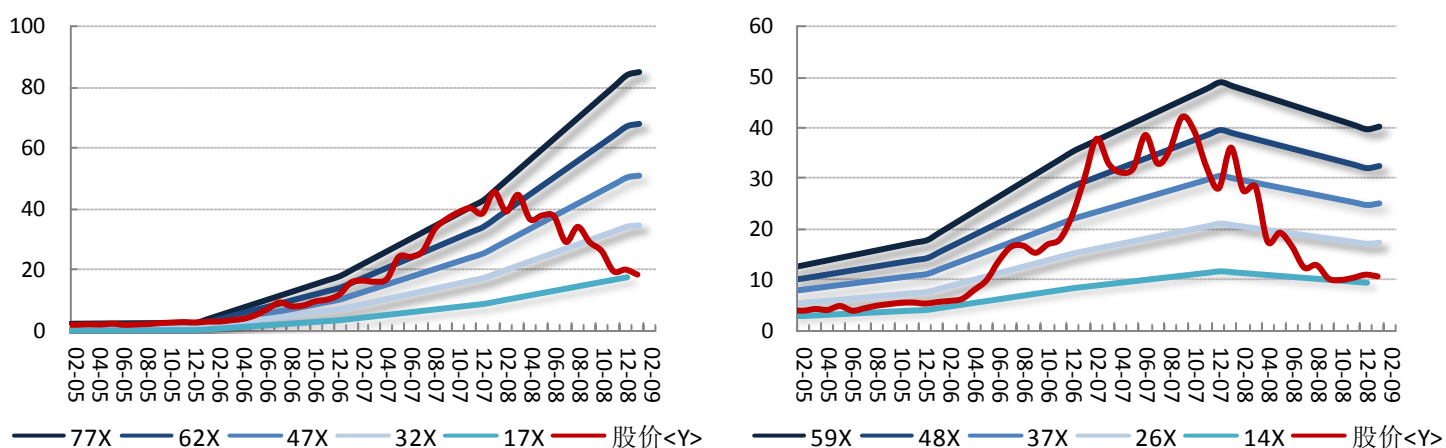


图 28：贵州茅台和五粮液（右）市盈率曲线



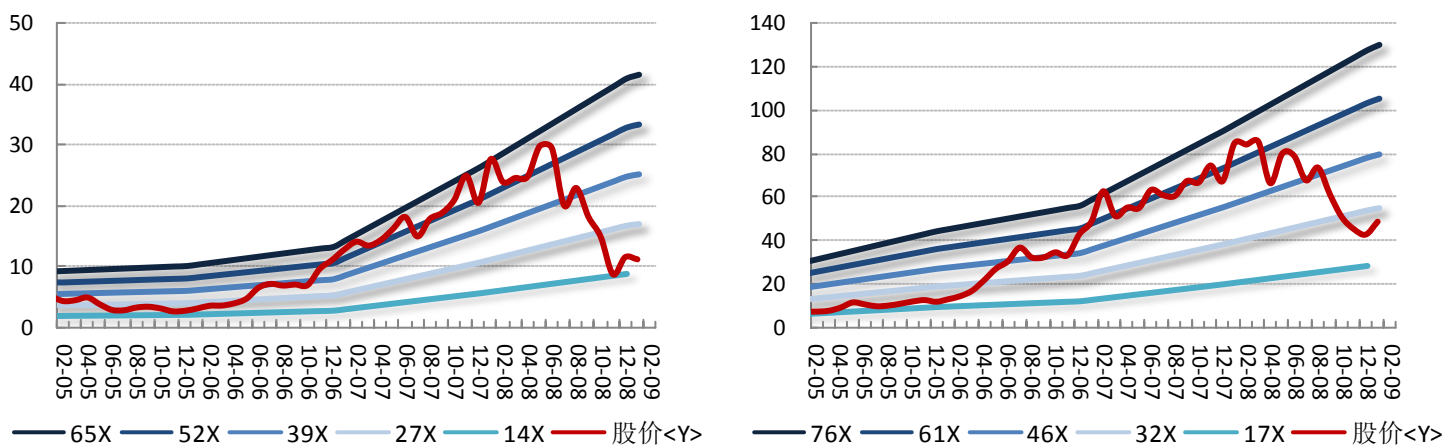
数据来源：天相投顾整理

图 29：泸州老窖和山西汾酒（右）市盈率曲线



数据来源：天相投顾整理

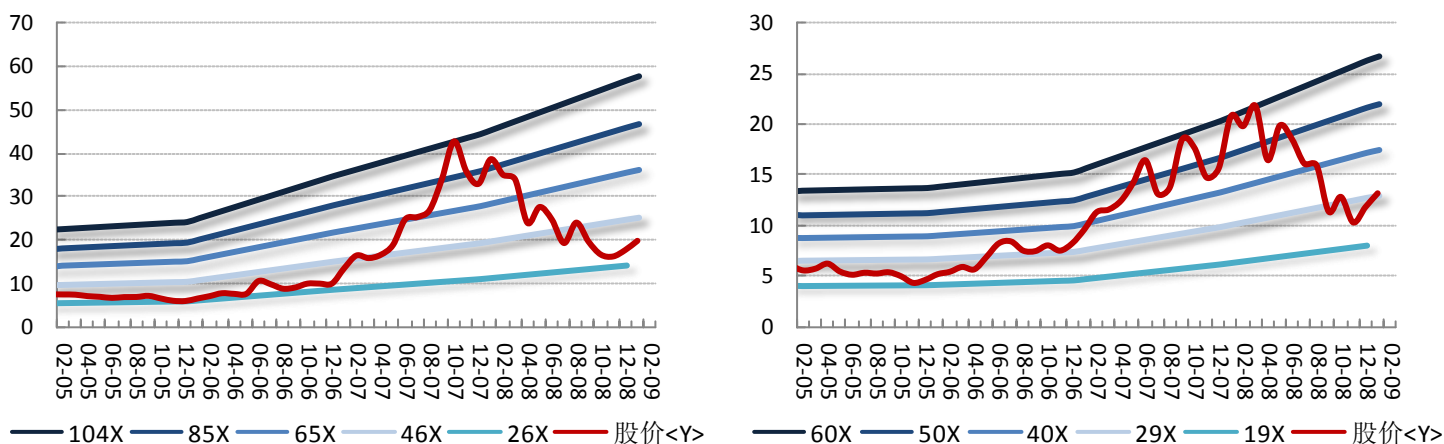
图 30：水井坊和张裕 A（右）市盈率曲线



数据来源：天相投顾整理

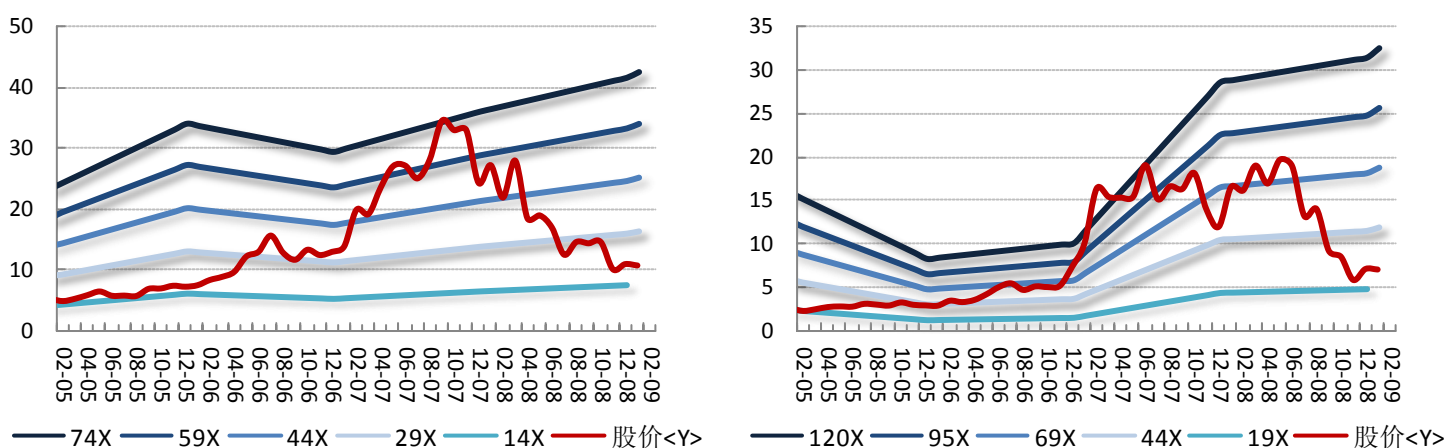


图 31: 青岛啤酒和燕京啤酒（右）市盈率曲线



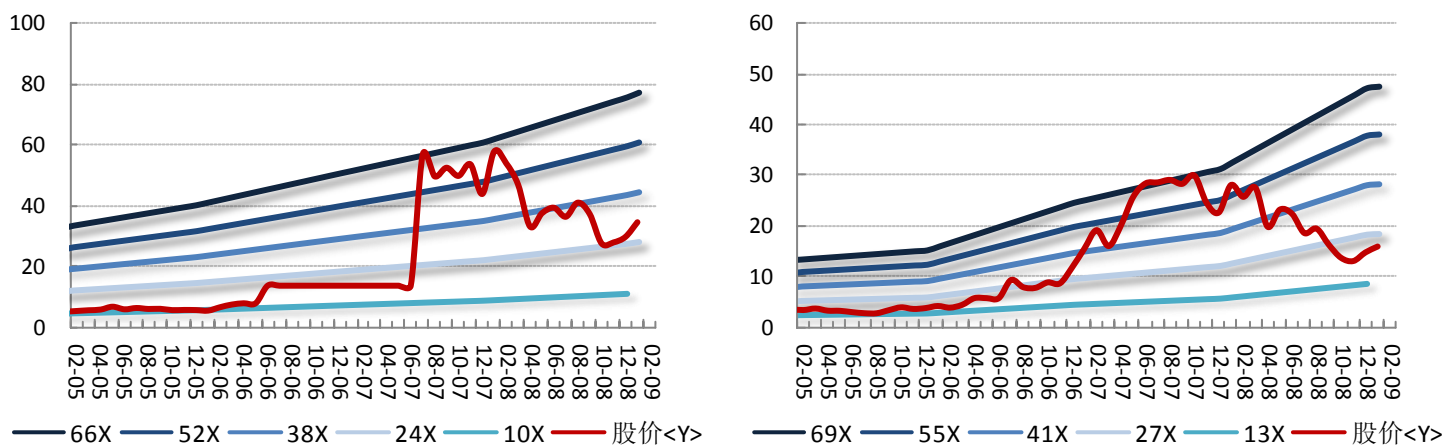
数据来源: 天相投顾整理

图 32: 金枫酒业和古越龙山（右）市盈率曲线



数据来源: 天相投顾整理

图 33: 双汇发展和承德露露（右）市盈率曲线



数据来源: 天相投顾整理

### 第三部分、公司盈利预测和行业主要营业指标

表 3：A 股食品饮料公司股价单月表现及盈利预测（2009 年 2 月份）

| 代码     | 名称   | 本月涨幅   | EPS   |       |       | PE    |       |       | 评级 |
|--------|------|--------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|----|
|        |      |        | 2008E | 2009E | 2010E | 2008E | 2009E | 2010E |    |
| 600519 | 贵州茅台 | 14.76% | 4.63  | 5.35  | 6.27  | 26    | 22    | 19    | 增持 |
| 000858 | 五粮液  | 6.09%  | 0.48  | 0.70  | 0.81  | 32    | 22    | 19    | 增持 |
| 000568 | 泸州老窖 | 2.41%  | 1.09  | 1.24  | 1.46  | 19    | 16    | 14    | 增持 |
| 600779 | 水井坊  | -2.09% | 0.64  | 0.75  | 0.88  | 21    | 18    | 15    | 增持 |
| 600809 | 山西汾酒 | 28.26% | 0.67  | 0.78  | 0.89  | 24    | 21    | 18    | 增持 |
| 600702 | 沱牌曲酒 | 6.11%  | 0.12  | 0.16  | 0.19  | 66    | 49    | 42    | 中性 |
| 000729 | 燕京啤酒 | 3.45%  | 0.44  | 0.52  | 0.61  | 29    | 25    | 21    | 增持 |
| 600600 | 青岛啤酒 | 2.49%  | 0.55  | 0.66  | 0.75  | 38    | 31    | 28    | 中性 |
| 000869 | 张裕 A | 12.50% | 1.70  | 2.09  | 2.45  | 27    | 22    | 18    | 增持 |
| 000895 | 双汇发展 | 0.63%  | 1.15  | 1.44  | 1.75  | 28    | 22    | 18    | 买入 |
| 002143 | 高金食品 | 47.42% | 0.07  | 0.09  | 0.12  | 130   | 95    | 71    | 中性 |
| 600887 | 伊利股份 | 23.83% | -0.25 | 0.43  | 0.63  | -     | 30    | 20    | 中性 |
| 600597 | 光明乳业 | 21.35% | -0.14 | 0.09  | 0.11  | -     | 68    | 58    | 中性 |
| 600429 | 三元股份 | 8.23%  | 0.06  | 0.07  | 0.09  | 118   | 113   | 85    | 中性 |
| 600300 | 维维股份 | 14.20% | 0.11  | 0.11  | 0.12  | 59    | 56    | 52    | 中性 |
| 600616 | 金枫酒业 | -1.86% | 0.57  | 0.72  | 0.89  | 21    | 16    | 13    | 增持 |
| 600059 | 古越龙山 | 0.49%  | 0.26  | 0.30  | 0.34  | 36    | 32    | 28    | 中性 |
| 002216 | 三全食品 | -1.19% | 0.83  | 0.88  | 0.95  | 36    | 34    | 32    | 中性 |
| 002186 | 全聚德  | 2.57%  | 0.50  | 0.57  | 0.66  | 54    | 47    | 40    | 中性 |
| 600737 | 中粮屯河 | 9.37%  | 0.25  | 0.29  | 0.35  | 50    | 43    | 37    | 中性 |
| 600298 | 安琪酵母 | -2.21% | 0.34  | 0.36  | 0.39  | 38    | 35    | 32    | 中性 |
| 600305 | 恒顺醋业 | 4.88%  | 0.24  | 0.28  | 0.30  | 38    | 33    | 31    | 中性 |
| 600962 | 国投中鲁 | 8.41%  | 0.33  | 0.38  | 0.40  | 32    | 28    | 26    | 中性 |
| 000848 | 承德露露 | -4.67% | 0.69  | 0.75  | 0.77  | 22    | 20    | 20    | 中性 |

资料来源：天相投顾整理（更新日期：2009-3-19）

表 4：食品饮料公司业绩预告（2009 年 2 月份）

| 代码     | 名称    | 类型 | 变化幅度    | 预计净利润        | 代码     | 名称     | 类型 | 变化幅度 | 预计净利润         |
|--------|-------|----|---------|--------------|--------|--------|----|------|---------------|
| 000568 | 泸州老窖  | 预增 | 50~100% | 11.6~15.5 亿元 | 000995 | 皇台酒业   | 预盈 | -    | 8000 万元       |
| 600779 | 水井坊   | 预增 | 50%~60% | 3.02~3.22 亿元 | 000918 | SST 亚华 | 预亏 | -    | -3.5 亿元       |
| 002186 | 全聚德   | 预增 | <=10%   | <=7075 万元    | 600238 | 海南椰岛   | 预亏 | -    | -1.6 亿元       |
| 002216 | 三全食品  | 预增 | <=30%   | <=9324 万元    | 600455 | 交大博通   | 预亏 | -    | -             |
| 600559 | 老白干酒  | 预增 | 55%     | 2696 万元      | 600597 | 光明乳业   | 预亏 | -    | -             |
| 000929 | 兰州黄河  | 预增 | 90%     | 1600 万元      | 600887 | 伊利股份   | 预亏 | -    | -             |
| 002143 | 高金食品  | 预降 | 60~90%  | 455~1821 万元  | 000557 | ST 银广夏 | 预亏 | -    | -5500 万元      |
| 600537 | 海通集团  | 预降 | >=50%   | >=3074 万元    | 000716 | ST 南方  | 预亏 | -    | -3500~4000 万元 |
| 000019 | 深深宝 A | 预降 | 50~100% | 0~2185 万元    |        |        |    |      |               |

资料来源：天相投顾整理（更新日期：2009-3-19）

表 5：食品饮料港股公司股价单月表现汇总（2009 年 2 月份）

| 对应天相<br>细分行业 | 代码       | 名称     | 本月涨幅    | EPS   |       |       | PE    |       |       | PEG  |
|--------------|----------|--------|---------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|------|
|              |          |        |         | 2008E | 2009E | 2010E | 2008E | 2009E | 2010E |      |
| 乳制品          | 02319.HK | 蒙牛乳业   | -6.73%  | -0.20 | 0.41  | 0.60  | -     | 24    | 17    | 0.55 |
| 乳制品          | 00345.HK | 维他奶    | 6.25%   | 0.20  | 0.24  | 0.29  | 16    | 14    | 11    | 0.59 |
| 肉制品          | 01068.HK | 雨润食品   | -0.22%  | 0.74  | 0.86  | 1.01  | 14    | 12    | 10    | 0.68 |
| 啤酒           | 00168.HK | 青岛啤酒   | -4.30%  | 0.54  | 0.66  | 0.80  | 27    | 22    | 19    | 1.05 |
| 啤酒           | 00124.HK | 金威啤酒   | -8.57%  | -0.03 | 0.00  | -     | -     | 168   | -     | -    |
| 葡萄酒          | 00828.HK | 王朝酒业   | -2.63%  | 0.13  | 0.14  | 0.13  | 9     | 8     | 9     | -    |
| 葡萄酒          | 00506.HK | 中国食品   | 2.66%   | 0.17  | 0.22  | 0.27  | 18    | 14    | 11    | 0.57 |
| 方便食品         | 00322.HK | 康师傅    | -4.55%  | 0.04  | 0.05  | 0.07  | 193   | 160   | 130   | 7.07 |
| 方便食品         | 00220.HK | 统一企业   | 2.15%   | 0.12  | 0.20  | 0.23  | 20    | 13    | 11    | 0.84 |
| 方便食品         | 00151.HK | 中国旺旺   | -0.97%  | 0.02  | 0.02  | 0.03  | 163   | 135   | 105   | 4.64 |
| 餐饮           | 00538.HK | 味千(中国) | 9.29%   | 0.21  | 0.27  | 0.31  | 16    | 13    | 11    | 0.80 |
| 餐饮           | 01175.HK | 福记食品   | -16.76% | 0.79  | 0.98  | 1.10  | 4     | 3     | 3     | 0.25 |
| 餐饮           | 00968.HK | 小肥羊    | -4.07%  | 0.14  | 0.16  | 0.20  | 20    | 17    | 14    | 0.80 |
| 餐饮           | 00341.HK | 大家乐    | 9.60%   | 0.78  | 0.86  | 0.98  | 20    | 18    | 16    | 1.30 |
| 餐饮           | 00052.HK | 大快活    | 11.11%  | 0.83  | 0.90  | 1.12  | 7     | 7     | 5     | 0.27 |
| 餐饮           | 00573.HK | 稻香控股   | -6.10%  | 0.20  | 0.20  | 0.22  | 9     | 9     | 8     | 0.86 |
| 果汁           | 01886.HK | 汇源果汁   | -11.42% | 0.24  | 0.25  | 0.34  | 34    | 33    | 25    | 1.01 |
| 果汁           | 08259.HK | 安德利果汁  | -8.93%  | 0.07  | 0.07  | 0.08  | 4     | 4     | 3     | 0.50 |
| 果汁           | 00359.HK | 海升果汁   | 2.00%   | 0.23  | 0.24  | 0.26  | 2     | 2     | 2     | 0.21 |

资料来源：彭博、天相投顾整理（更新日期：2009-3-19）

表 6：2008 年食品饮料细分行业财务情况

| 行业    | 收入增速  |        |   | 利润增速  |        |   | 毛利率   |        |   |
|-------|-------|--------|---|-------|--------|---|-------|--------|---|
|       | 1-8 月 | 1-11 月 |   | 1-8 月 | 1-11 月 |   | 1-8 月 | 1-11 月 |   |
| 白酒    | 35.9% | 29.9%  | ↓ | 45.7% | 36.8%  | ↓ | 34.3% | 34.2%  | ↓ |
| 啤酒    | 16.0% | 16.4%  | ↑ | 4.2%  | -2.9%  | ↓ | 31.9% | 31.5%  | ↓ |
| 黄酒    | 31.8% | 19.4%  | ↓ | 73.0% | 38.6%  | ↓ | 29.3% | 27.2%  | ↓ |
| 葡萄酒   | 23.5% | 32.9%  | ↑ | 45.2% | 37.9%  | ↓ | 34.3% | 32.9%  | ↓ |
| 乳制品   | 29.2% | 17.9%  | ↓ | 24.8% | -28.1% | ↓ | 21.4% | 20.6%  | ↓ |
| 畜禽屠宰  | 39.1% | 38.4%  | ↓ | 34.2% | 31.7%  | ↓ | 10.0% | 11.2%  | ↑ |
| 肉制品加工 | 30.1% | 26.3%  | ↓ | 19.8% | 9.6%   | ↓ | 10.4% | 11.5%  | ↑ |
| 速冻食品  | 28.5% | 30.6%  | ↑ | -8.4% | 3.7%   | ↑ | 16.9% | 17.1%  | ↑ |
| 罐头制造  | 27.5% | 28.2%  | ↑ | 51.0% | 64.0%  | ↑ | 14.4% | 14.4%  | ↑ |
| 酱油、食醋 | 29.5% | 31.1%  | ↑ | 30.6% | 29.4%  | ↓ | 19.5% | 16.3%  | ↓ |
| 发酵制品  | 25.7% | 26.4%  | ↑ | 93.7% | 57.3%  | ↓ | 16.4% | 15.7%  | ↓ |
| 果、蔬汁  | 19.9% | 16.9%  | ↓ | 12.3% | 9.8%   | ↓ | 21.7% | 21.2%  | ↓ |

资料来源：天相投顾整理

## 第四部分、行业月度大事记

### ★2月2日 味全食品旗下三类配方奶粉验出致病菌

据北京商报报道，味全食品旗下三类配方奶粉验出致病菌。日前，国家质检总局公布了去年8月至11月进境的852批不合格食品、化妆品名单。其中，味全食品三类配方奶粉被检验出含有致病菌阪崎肠杆菌。去年10月17日，产自台湾的9.624吨配方奶粉从香港进境时被检验出阪崎肠杆菌超标，进口商为深圳市恒利安贸易有限公司。不合格奶粉包括味全婴儿配方奶粉、味全幼儿成长配方奶粉和味全较大婴儿配方奶粉。此外，检验出的不合格婴儿食品还包括产自澳大利亚的宝利氏牛奶菌落总数超标、百乐斯婴儿米粉霉菌超标等。

#### 我们点评：

俗话说“大难不死必有后福”，然而这句话常常要被打上一个问号，前期“三聚氰胺”重击整个乳制品行业，味全旗下的产品因未检出含有三聚氰胺而受到消费者的宠爱。然而“三聚氰胺”只是食品安全问题中的冰山一角，就在三聚氰胺的阴影逐渐散去的时候，味全食品三类配方奶粉却被检验出含有致病菌阪崎肠杆菌。据了解，阪崎肠杆菌是肠杆菌科的一种，能引起严重的新生儿脑膜炎、小肠结肠炎和菌血症，死亡率高达50%以上。

我们认为，此次味全“奶粉门”事件因属于行业中的个别现象，对整个乳业的消费不会产生较大影响。同时，味全食品及其他进口牛奶被查出菌落总数超标，将会促进国内乳业巨头伊利、蒙牛以及光明等产品销量的增长，因前期三聚氰胺事件，上述上市公司为挽回品牌形象，将后续发展重点侧重在产品质量安全方面，采取了数字平台或拒收散奶等相关“安民”措施，也对产品的质量安全有所保证。在进口品牌以及国内二线品牌逐步暴露出各色质量问题之时，消费者或将回归一线品牌，A股之中受益最大的将会是伊利股份，因其市场范围相对较广，品牌知名度也高于其他同类产品。预计公司08-10年的EPS分别为-0.25元、0.25元和0.35元，我们暂时维持公司“中性”的投资评级，但其投资价值已逐步显现。

另外，在味全“奶粉门”事件中，直接受益将是光明乳业，因同处长三角一带，作为老品牌在区域范围内享有较高的知名度，预计公司08-10年的EPS分别为-0.14元、0.09元和0.11元，维持公司“中性”的投资评级。

### ★2月3日 伊利、蒙牛获贷近36亿元

据香港文汇报报道，列入内蒙古工业、信息化部和财政部乳企贷款贴息名单的24户企业，共获得金融机构贷款36.02亿元，初步测算可享受财政贴息2796万元。其中，伊利集团贷款19.95亿元，蒙牛乳业贷款15.75亿元，占贷款总额的99.11%。

#### 我们点评：

9月中旬爆发的三聚氰胺事件对国内各大乳企来说是一次近乎致命的打击，同时，也是一个历史性的深刻教训。



在三聚氰胺事件中，政府严打严查、绝不姑息的态度是明确的，但在乳制品行业重建过程中，国家的扶持力度也是非常之大。此次实行乳制品生产企业原料奶收购贷款财政贴息政策，是政府为帮助奶农减少损失、保护利益和恢复信心，稳定奶牛存栏，促进奶业健康发展的一项重要措施。三聚氰胺事件发生后，乳制品销售情况锐减，原奶收购量急速下降，造成大量的奶农“倒奶”。9月下旬，为保护奶农利益，稳定奶业市场，北京市政府紧急出台了《北京市对乳品加工企业收购处理不合格生鲜牛奶资金补贴暂行办法》，召集奶业企业要求不要中断收购鲜奶。蒙牛、伊利、光明、三元等乳品企业均积极响应了政府的号召，保证了奶农的利益。

三聚氰胺事件中，因产品召回、销量下降、产品促销费用增加等因素，蒙牛乳业预计亏损额度高达9亿元，虽然伊利股份没有给出具体亏损额度，但从后期宣传促销力度的差异来看，我们预计伊利股份的亏损额度将略低于蒙牛。此次获得贷款，可以缓解乳企的现金周转的压力，有助于乳制品市场的重建。

我们预计伊利股份08-10年的EPS分别为-0.25元、0.25元和0.35元，暂时维持公司“中性”的投资评级。目前乳制品市场消费已经恢复到三聚氰胺事件前的八成左右，部分产品已经恢复近九成，从08年11月份的数据来看，乳制品单月产量环比已经有所回升，预计12月份将会有进一步的回升，2008年全年的累计产量较上年仍将有小幅增长。行业和相关公司正慢慢滑过“三聚氰胺事件”以来的最坏时期，公司的投资价值已逐步显现。

## ★2月3日 光明乳业确定09年三大目标

日前，光明乳业掌门人郭本恒在公司年会上正式发布2009年三大市场目标：首先，实现从恢复到增长，年底超过行业增长速度；第二，在品类方面，做强鲜奶，突破常温，出击奶粉；第三、进一步打造“光明”大品牌，使“健能”、“畅优”等副品牌进一步巩固市场地位，同时建立国内首款长效酸奶“莫斯利安”的品类地位。2009年1月，光明产品在市场恢复常态的基础上已经全面地实现增长。

### 我们点评：

据上海证券报报道，截至2008年底，光明乳业整体销售已经恢复了95%以上，其中常温奶、鲜奶和奶粉已经全部恢复，酸奶恢复90%以上。这组数据远远高出当前整个行业80%左右的恢复程度。原因主要有：（1）在前期三聚氰胺带来的乳业大地震中，光明乳业虽未能全身而退，但公司主打产品“巴氏奶”的优秀品质凸显，部分消费者从UHT奶回归巴氏奶。所以，整个乳制品行业消费量虽有较大幅度的下降，但对巴氏奶销售的影响相对较小；（2）公司产品的销售大部分集中在华东地区，前期三聚氰胺事件中，公司在华东一带的产品均未被检测出含有三聚氰胺等物质，加上作为老牌的乳制品企业，部分消费者忠诚度较高；（3）行业地震后，公司率先宣布拒收散奶，截断了可能混入三聚氰胺等物质的最主要渠道，既有效地保证了奶源的质量安全，更能使消费者放心购买。

上个月，光明乳业掌门人郭本恒曾透露，2008年公司整体销售收入增长仍达16%左右，若没有“三聚氰胺事件”，原本预计可以增长30%以上。虽然经历了三聚氰胺的重创，但光明乳业逐步走出经营低谷的趋势已经开始显现，考虑到公司09年仍然把抓产品作为首要任务，我们预计公司08-10年的EPS分别为-0.14元、0.09元、和0.11元，暂时维持公司“中性”的投资评级。



## ★2月5日 朝日啤酒成青岛啤酒第二大股东

A-B 向朝日啤酒株式会社转让其持有的青岛啤酒 2.62 亿股 H 股, 约占上市公司已发行股份总数的 19.99%, 价格为每股 2.548 美元。有关交易预计于 2009 年 3 月中或之前完成过户。

### 我们点评:

本次权益变动后, A-B 公司持有青岛啤酒股份总数为 9164 万股 H 股(占上市公司股份总数约 7.01%), 其中的 9158 万股 H 股是由 LawDebentureTrust(Asia)Limited 按照委托表决协议安排持有, 只有 6.60 万股 H 股(占上市公司股份总数约 0.005%)的投票权是由 A-B 所行使。

朝日啤酒集团是日本前三大啤酒厂商之一, 早在几年前, 朝日啤酒株式会社就与青岛啤酒合资成立了大型饮品企业青啤朝日饮品有限公司。此次收购青啤 19.99% 的股权正是看中中国啤酒市场的广阔发展空间和青岛啤酒的行业龙头地位, 是其拓展海外市场的重要策略之一, 双方将在啤酒产销和原材料供应方面展开充分合作。我们预计 08-10 年青岛啤酒 EPS 为 0.55 元, 0.66 元和 0.75 元, 对应的动态 PE 分别为 35X、29X、和 25X, 维持公司“中性”评级。

## ★2月9日 山西死亡生猪确诊为高致病性猪蓝耳病

新华社太原记者从山西省政府了解到, 山西临汾市洪洞县死亡生猪确诊为高致病性猪蓝耳病。临汾市政府负责人介绍, 从 2 月 4 日开始, 洪洞县公安局对万安镇死亡生猪流向作为刑事案件立案侦查。截止到 2 月 8 日, 排查发现, 有 1 头母猪因难产死后卖掉, 养殖户自行掩埋生猪 637 头, 扔弃 289 头(已全部核实找到, 并做无害化处理), 烧毁 25 头, 畜牧部门拉走处理 7 头, 还有 97 头仔猪被养猪户喂狗。情况还在紧急调查中。

### 我们点评:

经有关部门核实, 洪洞县万安镇现存栏猪 1.4 万头, 其中母猪 2287 头, 育肥猪 7954 头, 仔猪 3881 头。截止到 2 月 6 日共死亡 1056 头。其中母猪 28 头, 育肥猪 157 头, 仔猪 871 头(出生不满 30 天的仔猪 844 头, 约占全部死亡总数的 80%)。

目前, 蓝耳病已经成为规模化猪场的主要疫病之一, 以妊娠母猪的繁殖障碍(流产、死胎、木乃伊胎)及各种年龄猪特别是仔猪的呼吸道疾病为主要特征。2007 年中期, 我国曾大面积爆发高致病性猪蓝耳病, 导致大量生猪死亡, 其中包括大量仔猪, 这是导致 2007 年中期开始仔猪价格上涨幅度高达 2 倍以及生猪价格大幅上涨的重要原因之一。

我们认为, 如果此次疫情扩散出来, 将再次搅动生猪市场的供求关系, 对相关肉制品加工上市公司双汇发展和高进食品的生产成本将有较大影响。但从目前情况来看, 疫情得到控制, 并未大面积扩散。

我们预计双汇发展 08-10 年的 EPS 分别为 1.13 元、1.44 元和 1.78 元, 对应的动态 PE 分别为 30X、23X 和 19X, 维持“买入”的投资评级。同时请投资者关注动物疫苗公司的投资机会。



## ★ 2月10日 全国展开食品安全抽检 进口葡萄酒逾三成不合格

日前,全国各地陆续展开了食品安全抽检工作。有关抽检结果显示,酒类中进口葡萄酒合格率最低,整体质量不容乐观。近日,广东省经贸委等部门,对广州部分超市及批发企业酒类商品进行了抽检,抽检酒类商品62批次,结果显示洋葡萄酒近1/3不合格,不合格产品有原产智利的澳罗戴蒙督赤霞珠干红葡萄酒、澳洲王干红葡萄酒等,主要问题为超量使用防腐剂(山梨酸或山梨酸钾)和超范围使用甜味剂。

### 我们点评:

北京、上海、广州、深圳、成都等各大城市是葡萄酒销售的主力市场。2008年我国葡萄酒产量69.83万吨,同比增长23.83%,增速比去年同期下降13.22个百分点,其中12月份产量同比下降5.45%。葡萄酒在我国以中、高端收入人群为主消费群体,受益于财富效应和中产阶级比例的扩大,因此受经济周期影响大于快速消费品行业。世界主要葡萄酒出口国家是西班牙、意大利、法国。2007年我国进口葡萄酒14.73万千升,其中瓶装酒4.23万千升,散装酒10.5万千升,散装酒占进口总量的70%以上。

由于金融危机蔓延,国外葡萄酒市场出现供大于求,产能过剩严重。国外一些积压葡萄汁低价出口到中国后,大量小作坊式企业将进口散装葡萄酒灌装后贴牌,消费者很难辨别。原装进口葡萄酒一般不会发生质量问题,但是经过加工的散装葡萄酒贴牌后,如果生产过程不规范、品质控制不严格的话,很容易出现质量问题,防腐剂和甜味剂等添加剂超标比较普遍。

## ★ 2月12日 中粮集团作为重组投资方入主五谷道场

2月12日上午,北京市房山区法院作出裁定,五谷道场重整方案获批,中粮集团作为重组投资方入主五谷道场。按照中粮集团的重整方案,五谷道场原股东将其所持有的五谷道场公司的股份全部无偿让渡给重组方中粮集团,将使普通债权组的清偿比例提高到15.75%,职工债权人将得到全额清偿;优先债权组中华夏金谷担保有限公司的综合清偿率将达到48.13%,高于破产清算40%的清偿率,上海通用汽车金融有限责任公司清偿率将达到100%。

中粮集团是中国最大的粮油食品加工贸易企业,在面粉、油脂、酱料、香精等多种方便面原材料领域,都居于国内龙头地位,通过重组五谷道场,将进入方便食品行业,延伸了公司的产业链条。

## ★ 2月16日 专家称添加OMP牛奶无害,形成行业性利好

近日,卫生部等部门组织卫生、营养等方面专家对蒙牛公司使用的OMP使用安全性进行研讨,认为消费者饮用目前市场上该产品没有健康危害。OMP是牛奶经脱脂、膜过滤等方法获得的牛奶蛋白组分,但不是我国现行国家卫生标准允许使用的食品原料。蒙牛公司进口并使用OMP,没有事先申请批准,并擅自夸大宣传产品功能,违反了《食品卫生法》的有关规定。

### 我们点评:

卫生部对蒙牛高端牛奶—特仑苏中添加的OMP(骨牛奶蛋白)安全性的证实,保住了蒙牛的品牌形象,同时也保证了各乳企高端牛奶的地位。除了蒙牛旗下的特

仑苏，其他国内大型乳制品企业的高端产品也含各种蛋白、活性菌等，如：伊利的舒化奶中含有 CBP（键骨营养蛋白），光明高端奶优+中也添加了活性益生菌。我们认为，当前各大乳制品企业在液态乳中添加各种活性酶、活性蛋白等物质的风气愈刮愈烈，如此演变下去，难保乳业不会走向歧路。

目前，乳制品行业仍处于复苏期，任何微小的打击都可能摧垮消费者对市场刚建立起来的信心。各企业也不约而同地把今年的战略重点放在了保证产品的质量上，以期以优良的产品品质塑造企业形象。

相关上市公司伊利股份、光明乳业旗下同样有添加蛋白质或活性酶等物质的高端产品。此次蒙牛 OMP 安全性的认证也将对两家上市公司形成一定的利好，同时乳制品行业的迅速复苏也带来一定的投资机会，情投资者予以关注。

我们预计公司 08-10 年的 EPS 分别为 -0.25 元、0.25 元和 0.35 元，09-10 年对应的动态 PE 分别为 42X 和 31X，暂时维持公司“中性”的投资评级，作为乳制品行业的龙头，其投资价值已经显现，请投资关注。

预计光明乳业 08-10 年的 EPS 分别为 -0.14 元、0.09 元和 0.11 元，09 年-10 年对应的动态 PE 分别为 62X 和 52X，维持公司“中性”的投资评级，公司目前已经率先走出前期三聚氰胺的阴影，产品销售实现了全面的增长。

## ★ 2 月 24 日 五粮液解决关联交易开局

公司发布资产购买暨关联交易公告，涉及交易方为五粮液集团控制普什集团、环球集团、普什模具公司。此次收购的标的主要是包装材料资产：（1）普什集团下属的普什 3D 100%股权，普光公司 100%股权；（2）普什集团自身拥有的酒类经营性资产及负债（普拉斯包材公司）的 100%股权；（3）环球集团下属的格拉斯玻璃公司 100%股权、神州玻璃公司 100%股权。以上资产账面净值为 35.25 亿元，评估价值为 38.18 亿元。

### 我们点评：

上述交易不构成《重大资产重组管理办法》中规定的重大资产重组标准，这可加速资产购买。上述资产整合完成后，预计可减少 18-20 亿元的关联交易。

公司与集团的关联交易是历史原因造成，我们认为此次包装类资产的收购是关联交易的解决开始。从各种材料数据来看，关联交易是五粮液集团重要的盈利来源。目前解决进出口公司关联交易问题的较好选择就是逐步提高结算价格，对此市场有很大的期待。

通过收购五粮液集团下属关联企业股权和经营性资产，公司产业链可以进一步完善，减少了与五粮液集团及其关联企业之间的关联采购，有助于提高公司生产经营的独立性和提高公司持续发展能力。

从此次公司收购资产的盈利测算来看，08 年 8 月给出的 1-6 月盈利数据明显有所高估，1-8 月净利润仅为 1.81 亿元，因此我们下调包装类注入资产的盈利预测，预计贡献 09 年 EPS 为 0.08 元。我们预计公司 09-10 年 EPS 分别为 0.70 元和 0.81 元，对应动态 PE 分别为 24 倍和 21 倍，其中调整进出口公司结算价增加 09、10 年 EPS 分别为 0.13 元和 0.1 元。维持公司“增持”评级。

（详见我们 2 月 24 日的报告《五粮液（000858）：解决关联交易开局》）



## ★ 2月26日 华润雪花7.49亿购皖辽浙三家啤酒厂

2月26日,华润雪花啤酒(中国)有限公司在北京正式宣布,将收购安徽省安庆天柱啤酒有限责任公司、辽宁省松林啤酒集团有限公司及浙江省洛克啤酒有限公司三家啤酒厂。此3项收购总投资成本约为7.49亿元人民币,其中包括现金约6.33亿元人民币。目前,华润雪花产能约1170万千升,收购完成后,产能将增加约46.8万千升。

### 我们点评:

此次收购完成后,华润雪花进一步巩固在安徽、辽宁最大啤酒厂商的位置,迅速扩大浙江南部的市场占有率。公司主要市场集中在辽宁、四川、湖北、安徽、浙江,此次收购强化公司在主市场的优势地位。2006、2007年华润雪花年销量分别为530、690万千升,2008年,华润雪花全年啤酒总销量为726万千升,首次超过700万千升,但增幅却只有4.3%,低于5.46%的行业水平,远远低于前两年30%以上的水平。2008年青岛啤酒共销售啤酒538万千升,增幅6.5%,略高于行业水平。

经济放缓的背景下,大多数行业选择谨慎投资,但是2008年底至2009年初,国内啤酒巨头的产能扩张步伐丝毫没有放慢的迹象。青岛啤酒入股烟台啤酒巩固山东市场,金星瞄准东南亚布局云南市场,华润雪花依然采取并购的方式扩充产能,新合并的百威英博在我国啤酒市场占据举足轻重的位置。各大厂商的行动反映出啤酒行业的特点,做大规模,做强优势区域,扩大核心市场份额仍然是最重要的战略。

## ★ 3月2日 食品安全法高票通过,利好行业健康发展

2009年2月28日,《中华人民共和国食品安全法》以158票赞成、3票反对、4票弃权高票通过。

### 我们点评:

刚刚通过的新版食品安全法针对当前各国普遍面对的食品安全问题对旧版进行了修正,主要包括的食品安全问题有:(1)食源性疾病;(2)农业种植、养殖业的源头污染和农药、兽药的滥用和残留;(3)违法生产劣质食品;(4)滥用添加剂;(5)工业污染。

新版食品安全法加强了食品安全风险的检测和评估,将监管链条大大推前,延伸到了食用农产品,包括种植和养殖的领域。从理念上作了一次质的飞跃,从过去单纯注重食品卫生转为更加重视食品安全风险监测和评估。食品安全不同于其他的安全的地方,就在于没有试错的机会,一旦出现问题就可能会危害人身健康,而且可能造成严重的后果。新版食品安全法把食品安全的监测和评估机制放在首位,体现了政府对此的重视程度,希望能够从源头上解决食品安全问题。

因为前期特仑苏OMP事件,使得新版食品安全法中的添加剂问题格外抢眼。新版食品安全法第四十六条“食品生产者应当依照食品安全标准关于食品添加剂的品种、使用范围、用量的规定使用食品添加剂;不得在食品生产中使用食品添加剂以外的化学物质和其他可能危害人体健康的物质。”

前期蒙牛乳业向其子品牌特仑苏中添加的OMP物质,虽然已经得到社会包括卫生部门的安全认可,但是从法律角度而言,蒙牛公司是违反了有关规定的。根据食品安全法的规定,任何添加剂即使对人体无害,也必须经过安全性评估,只有列



入食品添加剂名录，才能作为添加剂使用，公司引进 OMP 虽然在国际上得到认可，但是尚未列入我国食品添加剂名录，所以公司依然要为此担负一定的责任。

新版食品安全法将于 2009 年的 6 月 1 日正式实施，根据法律追溯原则中的不溯及既往，特仑苏的 OMP 事件将按照旧法处罚，对蒙牛企业来讲，因为新法的惩罚力度更大，适用旧法处理对公司较为有利。当前，各大乳制品企业在液态乳中添加各种活性酶、活性蛋白等物质的风气愈刮愈烈，新食品卫生法的出台，其严格的惩罚力度对各大乳制品企业以及其他食品相关企业都将起到约束、规范的作用，以法律的手段防止了日后各食品企业向产品中滥加或随意添加各种添加剂的可能。

我们认为，食品安全法出台有利于行业的健康发展，对于食品行业的龙头公司将是长期利好，我们请投资者关注伊利股份、双汇发展等行业龙头的投资机会。

### ★ 3 月 13 日 华润雪花 2.85 亿收购山东琥珀啤酒厂

琥珀啤酒的年产能为 27 万千升，2007 年琥珀啤酒的销量约为 5.5 万千升。此项收购将使华润雪花在山东省拥有首个生产基地。

山东省啤酒行业现有规模以上生产企业 75 家，年产量超过 10 万千升的企业 12 家。2008 年完成啤酒产量 480 万千升，占全国啤酒总产量的 11%，居全国第一位；实现销售收入 190 亿元、利税 32 亿元、利润 10.5 亿元。36 家重点企业啤酒产量 425 万千升，同比增长 10%。目前，青岛啤酒、燕京、烟台啤酒、银麦、克代尔、泰山、雪花、威海卫等诸多大小品牌在山东市场上各自分羹。

华润雪花新成立山东区域公司下辖烟台新建厂、即将接手的琥珀啤酒有限公司和华润（聊城）啤酒有限公司，总产能达到 70 万千升。

### ★ 3 月 16 日 百威英博力推哈啤成全国性品牌

百威啤酒除了在武汉工厂有 45 万吨的年产能外，百威英博砸 6 亿元新建的佛山工厂则兼顾了百威和哈啤两大品牌。这家工厂既是百威武汉工厂满产后，百威在中国的第二个基地，也是哈啤南下的基地。该厂一期产能 26 万吨，主产百威和哈尔滨冰纯，预计年底达产 20 万吨，主攻覆盖内地南方市场，同时销往香港和东南亚地区。

未来百威仍将主打超高端市场，哈啤则承担开拓全国主流市场的重任。哈啤已经覆盖全国近 300 个市场，年销售量突破 160 万吨。而今年哈啤将在巩固核心市场份额的基础上增加在全国主流中高端市场的份额。

英博囊括了雪津、白沙、金龙泉、双鹿、KK、红石梁等一批地方品牌。原英博旗下的品牌则将承担区域品牌的责任。全国品牌落选的雪津将是百威英博重点扶持的区域品牌之一。该品牌于 2006 年投奔英博，眼下在福建、江西多个省份占据绝对优势。2008 年，单一品牌销售 120 万吨。



### ★ 3月18日 商务部否决可口可乐并购汇源案

商务部3月18日正式宣布,根据中国反垄断法禁止可口可乐收购汇源。

#### 我们点评:

可口可乐并购汇源案是2008年8月1日我国《反垄断法》实施以来的首个未获通过的案例。

可口可乐收购汇源未成功并不是出人意料的事情。(1)我国《反垄断法》刚刚出台,处于树立权威性阶段,汇源一案作为首个大型案例,审查必定严谨;(2)可口可乐在碳酸软饮料市场上有绝对的支配地位,并且早已把触角伸入果汁行业,其子品牌“美之源果粒橙”在果汁市场排名第二,仅次于汇源,但汇源的主营产品是纯果汁业务,而果粒橙主要是中低浓度果汁,如果可口可乐并购汇源成功,可口可乐在中国果汁行业也将拥有绝对的控制地位,可能会对行业的竞争产生利益的影响,不利于行业的健康发展。

我们认为,此次商务部否决了可口可乐收购汇源案,保护的并不是汇源,而是包括统一、农夫果园、娃哈哈等共同在果汁饮料行业竞争的企业,如果并购成功,承担压力最大的将是这些在竞争中处于相对弱势的企业。

另外,此次汇源并购案的否决,等于加大了国外企业并购国内企业的门槛,也防止了国内企业恶性竞争,互相吞并的可能性,对行业后续的健康发展是非常有利的。虽然在《反垄断法》我国还是一种全新的法律制度。但在美国早在一百多年前就已经颁布了这种法律,即使我国没有出台相关法律,如果我国企业的并购行为在美国构成垄断,美国法律依然会加以干预。所以我们认为此次的否决有法可依的同时,也将成为未来类似事件起到一定的参考作用。

2008年9月3日,汇源果汁(01886HK)发布并购方案公告后,因可口可乐公司提出的每股现金作价为12.2港元,股票价格从4.14港元暴涨164.25%达到10.94港元,昨日,收购方案被否决后,12.2港元的预期没有达到,公司股票大幅回落,截至目前,公司股票价格为4.93港元,最低达到3.88港元,已经回归到并购方案出台前的水平。

汇源果汁总裁朱新礼在收到可口可乐公司并购的要约后,曾表示要专心做好上游企业,并购事宜被商务部否决后,涉及到上游果汁行业的上市公司国投中鲁(600962)、海升果汁(00359HK)将会受益,今日涨幅分别上涨5.37%和4.08%。我们认为,该案例也在一定程度说明国家对产业保护的加强(非垄断情况下),这对国内大众消费品的乳制品、啤酒和肉制品企业会形成利好。我们请投资者关注伊利股份、燕京啤酒、青岛啤酒和双汇发展的投资机会。



## 附录 1：天相食品饮料行业 2009 年交易日历（3 月份）

| 星期日                             | 星期一               | 星期二                                       | 星期三                                                                  | 星期四                                     | 星期五                                       | 星期六                                                          |
|---------------------------------|-------------------|-------------------------------------------|----------------------------------------------------------------------|-----------------------------------------|-------------------------------------------|--------------------------------------------------------------|
| 1<br>初五                         | 2<br>初六           | 3<br>初七<br>政协开幕                           | 4<br>初八<br>PMI<br>海南椰岛107万股<br>限售股解禁                                 | 5<br>惊蛰<br>人大开幕                         | 6<br>初十                                   | 7<br>十一<br>贵糖股份年报                                            |
| 8<br>妇女节<br>华资实业2.64亿股<br>限售股解禁 | 9<br>十三           | 10<br>十四<br>CPI/PPI<br>金枫酒业年报             | 11<br>十五<br>进出口数据                                                    | 12<br>植树节<br>消费品、工业生产<br>月度报告<br>重庆啤酒年报 | 13<br>十七<br>广东甘化0.41亿股<br>限售股解禁<br>通葡股份年报 | 14<br>十八                                                     |
| 15<br>十九                        | 16<br>二十          | 17<br>廿一<br>通葡股份0.30亿股<br>限售股解禁           | 18<br>廿二<br>三元股份年报<br>沱牌曲酒年报                                         | 19<br>廿三<br>两会闭幕<br>双汇发展年报<br>古越龙山年报    | 20<br>春分                                  | 21<br>廿五<br>张裕A0.26亿股<br>限售股解禁<br>深深宝A年报<br>交大博通年报<br>广东甘化年报 |
| 22<br>廿六                        | 23<br>廿七          | 24<br>廿八                                  | 25<br>廿九<br>贵州茅台年报                                                   | 26<br>三十<br>水井坊 年报<br>南宁糖业年报            | 27<br>三月<br>工业企业数据<br>安琪酵母年报<br>ST南方 年报   | 28<br>初二<br>国投中鲁0.43亿股<br>限售股解禁<br>古井贡酒年报<br>维维股份年报          |
| 29<br>初三                        | 30<br>初四<br>全聚德年报 | 31<br>初五<br>五粮液17.49亿股<br>限售股解禁<br>光明乳业年报 | 备注：<br>本次两会讨论议题：金融改制，手机收费等。据传闻：银行营业税将由5.5%取消。货币政策委员会2009年第一次例会在月末召开。 |                                         |                                           |                                                              |

2009 年 3 月





## 附录 2：天相食品饮料行业 2009 年交易日历（4 月份）

| 2009 年 4 月                                                                                                                                         |                              |                                                   |                 |                                             |                             |                                     |
|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------------------------------|---------------------------------------------------|-----------------|---------------------------------------------|-----------------------------|-------------------------------------|
| 星期日                                                                                                                                                | 星期一                          | 星期二                                               | 星期三             | 星期四                                         | 星期五                         | 星期六                                 |
| <b>备注一</b><br>本月底前将再次召开G20峰会；<br><b>天相特色研究：</b> 年报公布密集期间每日对2008年年报业绩的预测；每日对2008公布年报业绩的统计；<br>天相与统计局举办的 <b>“把握中国经济”高层研讨会春季会议</b> 将于4月16日季度经济数据公布后举办 |                              |                                                   |                 |                                             |                             |                                     |
| 5 初十                                                                                                                                               | 6 十一<br>沱牌曲酒0.97亿股           | 7 十二<br>PMI                                       | 8 十三<br>山西汾酒年报  | 9 十四<br>企业景气状况季度报告<br>青岛啤酒年报<br>兰州黄河年报      | 10 十五<br>美休市 港交所休市<br>耶稣受难日 | 11 十六<br>进出口数据<br>恒顺醋业年报            |
| 12 十七                                                                                                                                              | 13 十八<br>港交所休市<br>贵糖股份0.27亿股 | 14 十九<br>承德露露年报                                   | 15 二十<br>国投中鲁年报 | 16 廿一<br>季度国民经济统计<br>(CPI/PPI等等)<br>ST银广夏年报 | 17 廿二<br>西藏发展年报             | 18 廿三<br>泸州老窖年报                     |
| 19 廿四<br>三元股份2.87亿股                                                                                                                                | 20 谷雨<br>*ST威达年报             | 21 廿六<br>ST新天1.99亿股<br>皇台酒业年报<br>高金食品年报<br>海通集团年报 | 22 廿七           | 23 廿八<br>三全食品年报<br>老白干酒年报                   | 24 廿九                       | 25 四月<br>中粮屯河年报<br>上海梅林年报<br>海南椰岛年报 |
| 26 初二                                                                                                                                              | 27 初三<br>惠泉啤酒年报              | 28 初四<br>安琪酵母0.96亿股<br>SST亚华年报                    | 29 初五<br>燕京啤酒年报 | 30 初六<br>美联储多项应急贷款到期日<br>伊利股份年报<br>华资实业年报   | 备注：                         |                                     |



## 天相投资顾问有限公司投资评级说明

### 判断依据:

投资建议根据分析师对该股票在12个月内相对天相流通指数的预期涨幅为基准。

|   | 投资建议 | 预期个股相对天相流通指数涨幅    |
|---|------|-------------------|
| 1 | 买入   | >15%              |
| 2 | 增持   | 5---15%           |
| 3 | 中性   | (-) 5%--- (+) 5%  |
| 4 | 减持   | (-) 5%--- (-) 15% |
| 5 | 卖出   | < (-) 15%         |

## 重要免责声明

报告所引用信息和数据均来源于公开资料，天相投顾分析师力求报告内容和引用资料和数据客观与公正，但不对所引用资料和数据本身的准确性和完整性作出保证。报告中的任何观点与建议仅代表报告当日的判断和建议，仅供阅读者参考，不构成对证券买卖的出价或询价，也不保证对作出的任何建议不会发生任何变更。阅读者根据本报告作出投资所引致的任何后果，概与天相投资顾问有限公司及分析师无关。

本报告版权归天相投顾所有，为非公开资料，仅供天相投资顾问有限公司客户使用。未经天相投顾书面授权，任何人不得以任何形式传送、发布、复制本报告。天相投顾保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

## 天相投资顾问有限公司

|       |                                                                                      |
|-------|--------------------------------------------------------------------------------------|
| 北京富凯  | 地址：北京市西城区金融大街 19 号富凯大厦 B 座 701 室<br>电话：010-66045566 传真：010-66573918 邮编：100140        |
| 北京新盛  | 地址：北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 4 层<br>电话：010-66045566; 66045577 传真：010-66045500 邮编：100140 |
| 北京德胜园 | 地址：北京市西城区新街口外大街 28 号 A 座五层<br>电话：010-66045566 传真：010-66045700 邮编：100088              |
| 上海天相  | 地址：上海浦东南路 379 号金穗大厦 12 楼 D 座<br>电话：021-58824282 传真：021-58824283 邮编：200120            |
| 深圳天相  | 地址：深圳市福田区振中路中航苑鼎诚国际大厦 2808 室<br>电话：0755-83234800 传真：0755-82709089 邮编：518041          |
| 山东天相  | 地址：济南市舜耕路 28 号舜华园小区朝 3C<br>电话：0531-82602582 传真：0531-82602622 邮编：250002               |