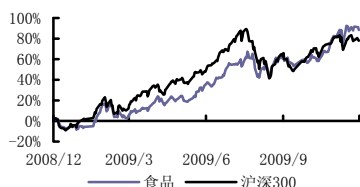


消费品及服务 - 食品

2009 年 12 月 17 日

行业相对沪深 300 表现



| 表现     | 1m     | 3m     | 12m    |
|--------|--------|--------|--------|
| 食品     | 3.16%  | 17.27% | 90.77% |
| 沪深 300 | -1.79% | 9.28%  | 78.53% |

| 代码     | 名称     | 6m    | YTD   | 评级 |
|--------|--------|-------|-------|----|
| 600519 | 贵州茅台   | 46.0  | 40.5  | 买入 |
| 000858 | 五粮液    | 0.1   | -49.8 | 买入 |
| 002304 | 洋河股份   | -     | -     | 增持 |
| 600600 | 青岛啤酒   | -12.3 | -13.8 | 增持 |
| 600887 | *ST 伊利 | 12.9  | -4.7  | 增持 |
| 000895 | 双汇发展   | 33.3  | -19.7 | 买入 |
| 002069 | 獐子岛    | -     | -     | 买入 |

#### 相关报告

《食品饮料行业 09 年中期投资策略》，2009.6  
《燕京啤酒 09 年中报点评》，2009.7

食品饮料小组

0755-83199427

liangxm@csc.com.cn

#### 分析师申明

食品饮料小组，在此申明，本报告所表述的所有观点准确反映了本人对上述行业、公司或其证券的看法。此外，本人薪酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

## 景气度持续攀升，行业估值有望再次冲高

—2010 年食品饮料行业投资策略

评级： 强于大市

■ 给予食品饮料行业“强于大市”的投资评级。食品饮料行业经过 2009 年底的较大幅度补涨之后，食品饮料行业市盈率与沪深 300 成分股市盈率之比达到 2.10 倍，估值优势已不明显，但预计在居民和政府消费需求快速增长以及刺激消费政策的宏观背景下，食品饮料行业景气度将继续攀升，行业估值有望再次冲高。

■ 白酒行业：一线酒企看稳健、二线酒企看成长。随着政府推动全民收入上升以及消费政策的继续，一、二线城市对白酒的消费升级将逐步向三、四级城市和农村扩展。预计未来几年，白酒吨酒价格上升仍将是行业增长的重要驱动因素。一线白酒企业如贵州茅台、五粮液等将继续呈现量稳价升的态势；二线地方名酒企业的中高档产品将继续呈现量价齐升的势头。

■ 啤酒行业：利润增速伴随成本的下降而显著提高。预计大麦价格下降对各啤酒企业毛利率的推动作用将延续到 2010 年上半年。之后大麦将跟随国际农产品价格进入上升通道，对啤酒企业下半年成本或带来压力。

■ 乳制品行业：毛利率已接近 2003 年以来的最高水平。由于 2009 年上半年较低的原奶成本以及价格竞争的减弱，乳制品行业盈利能力得到改善。预计 2010 年原奶价格将有一定幅度的回升，行业毛利率将有所下降，但下降幅度不会很大。

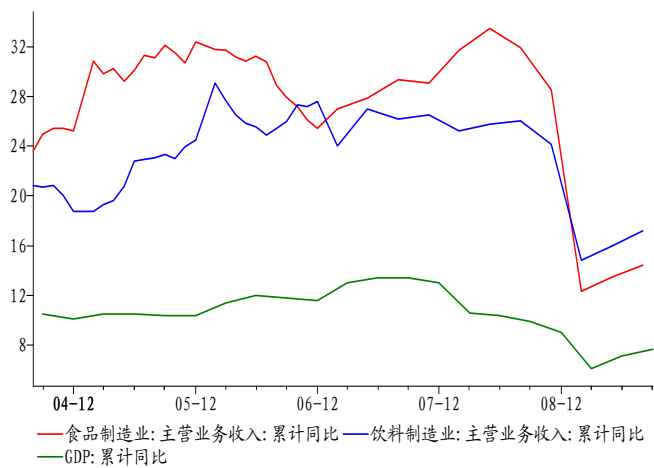
■ 肉制品：龙头企业产业链延伸有利于盈利的稳定。2009 年上半年，因生猪价格回落，导致行业利润增长率明显超过收入增长率。但 6 月以来，猪肉价格探底回升，预计 2010 年将保持温和上涨的态势，双汇、雨润等肉制品龙头公司都积极致力于自建养殖基地打造完整产业链，这有利于经营业绩的稳定。

■ 风险因素：国际农产品价格上涨超预期；国内经济和消费增速低于预期。

## 景气度将继续攀升，行业估值有望再次冲高

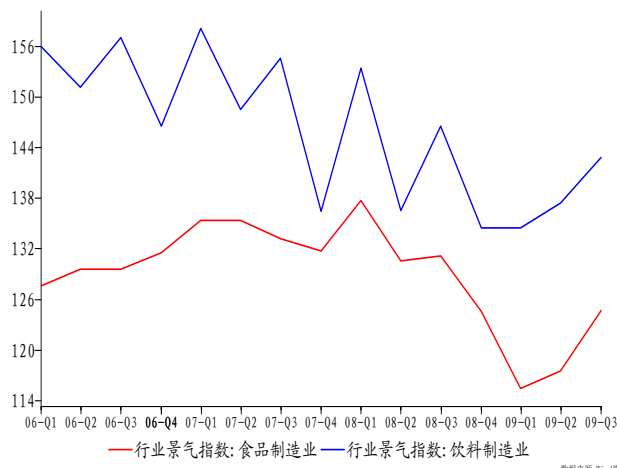
居民和政府消费需求的快速增长将带动食品饮料行业景气度攀升。2009 年在投资和消费的共同带动下，国内经济快速恢复。2010 年中国经济将持续复苏，预计 GDP 增速将达到 10.1%，较 2009 年进一步提高。政府消费在 2009 年受到大规模投资的挤压而有所减少，但未来将有所增强。居民消费将受益于就业回升、预期改善、消费升级及政策刺激等影响，将加速增长。政务、商务活动的增加以及居民消费的升级，将进一步带动以白酒为龙头的食品饮料行业景气度的攀升。

Figure 1 食品、饮料行业与 GDP 同步增长 (%)



资料来源: WIND、世纪证券

Figure 2 09 年以来食品饮料行业景气度明显攀升



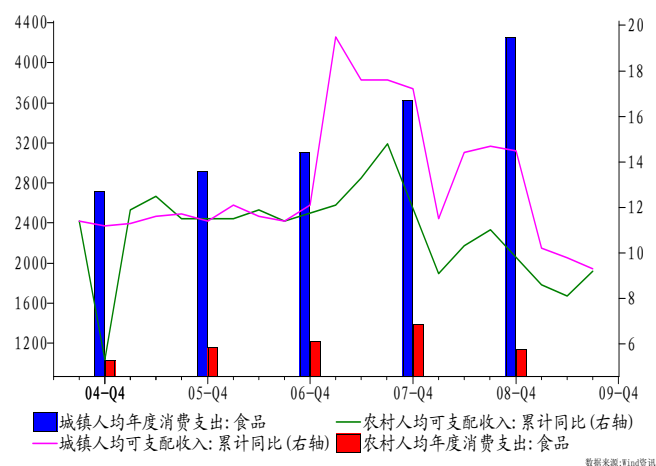
资料来源: WIND、世纪证券

刺激消费有望成为 2010 年政策重点，食品饮料行业也将因此受益。伴随着经济的全面复苏，2009 年所实施的大规模经济刺激政策将在 2010 年逐步退出。政策着力点转向“扩内需、调结构”。预计现有汽车、家电等优惠政策还将延续，同时完善农村流通网络、推动城市化进程等刺激消费的政策将有利于三四线城市及农村消费的增长。09 年三季度，农村人均可支配收入增长首次赶超城镇，三四线城市及农村市场的启动，将提升食品饮料行业的消费和升级。

消费升级带动中高端品牌产品的增长。研究发现，当居民的人均可支配收入达到 19000 元后，其平均消费倾向将出现大幅提升。我国 2008 年的平均城镇居民可支配收入为 15780 元，预计 2009 年将达到 17000 元，而 2010 年将达到 19000 元，这预示着我国即将进入消费率提升阶段。跨国数据研究发现，消费升级将不断提高居民对可选消费品的拥有量。同时随着 CPI 的逐步转正，日常消费品销售增速也将逐步回升。消费升

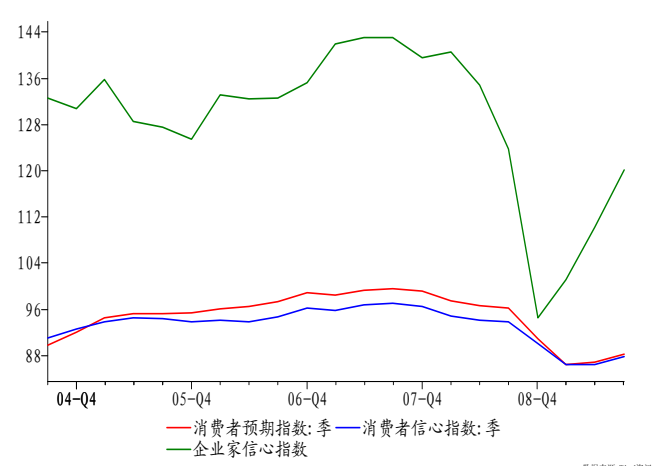
级将带动食品饮料行业中高端品牌产品的消费需求。

Figure3 城镇和农村人均可支配收入变化（万元、%）



资料来源：WIND、世纪证券

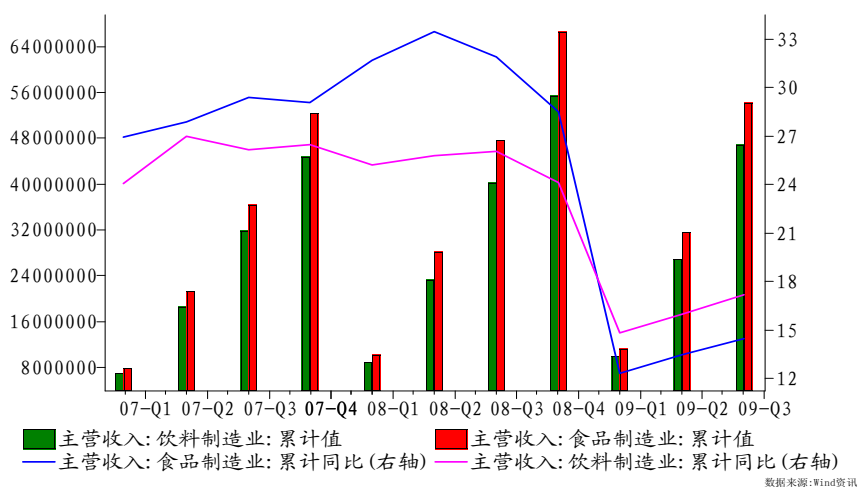
Figure 4 消费者预期和信心指数 09 年以来明显提升



资料来源：WIND、世纪证券

行业收入和利润的恢复性增长仍将持续。09 年 1-8 月食品饮料行业保持了平稳增长的态势，食品制造业实现销售收入和税前利润分别为 5418 亿元和 370 亿元，分别同比增长 14.5% 和 21.9%；饮料制造业实现销售收入和税前利润分别为 4684 亿元和 443 亿元，分别同比增长 17.2% 和 22.7%。收入和利润总额同比增速在 2009 年 1 季度探底后逐季提高，但远低于去年同期 45.0% 和 27.3% 的增长水平。在宏观经济逐步走好的背景下，受企业利润和居民收入增长的需求驱动，食品饮料行业将继续呈现恢复性增长。

Figure 5 食品、饮料行业销售收入及增长率（万元、%）



资料来源：WIND、世纪证券

### 相对估值已得到修复，但仍有上涨空间

**指数涨幅先抑后扬。**截止到 12 月 8 日，09 年沪深 300 指数累计涨幅达到 112%，食品饮料行业涨幅 126%，超越沪深指数涨幅 14 个百分点。食品饮料行业在下半年走势表现较好，尤其是 11-12 月以来，明显超越大盘，两月累计涨幅达到 21%。从二级分类指数来看，除肉制品和啤酒以外，白酒和乳品等其他行业涨幅均超越大盘。

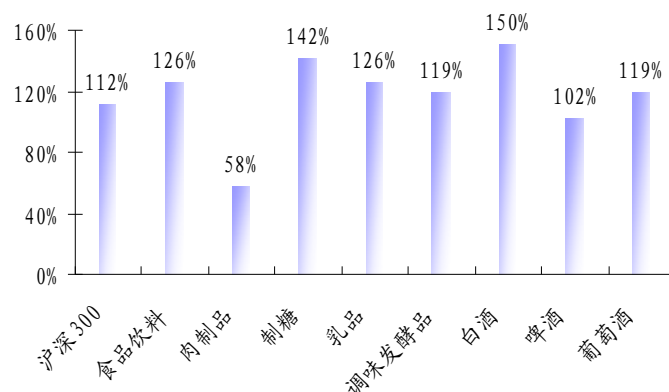
**行业估值全面提升。**09 年上半年，食品饮料的市盈率与沪深 300 成分股市盈率差维持在 10-15 倍的较低水平，行业涨幅滞后于大盘；但 6 月份以后，估值差距逐步增大并达到 28 倍的水平，表明下半年食品饮料行业的整体出现补涨。从历史经验来看，食品饮料行业整体市盈率保持在 A 股整体水平的 2 倍左右，当估值倍数低于 1.5 时，全行业大多会在未来一段时间内表现强于大势。目前食品饮料行业市盈率与沪深 300 成分股市盈率之比达到 2.10 倍，估值优势已不明显，但预计在消费刺激政策和消费升级的宏观背景下，行业估值有望再次冲高。

Figure 6 今年以来食品饮料走势先抑后扬



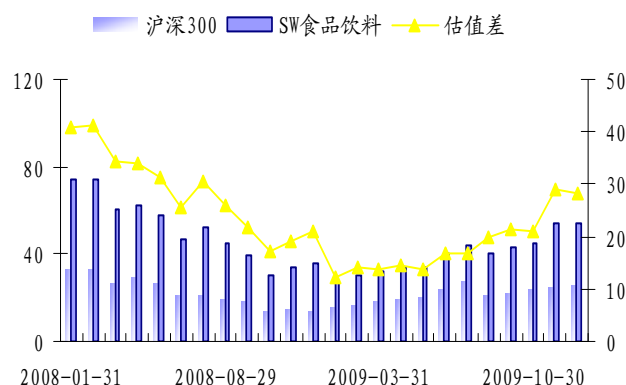
资料来源：WIND、世纪证券研究所

Figure 7 子行业今年以来涨幅比较



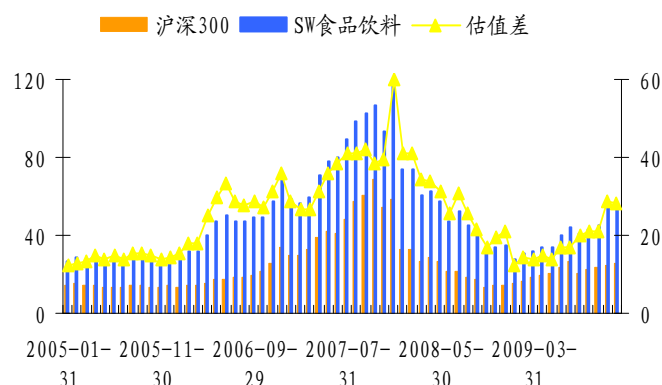
资料来源：WIND、世纪证券研究所

Figure 8 食品饮料市盈率相对沪深 300 差距逐月提高



资料来源：WIND、世纪证券研究所

Figure 9 食品饮料行业市盈率/沪深 300 市盈率达中高位

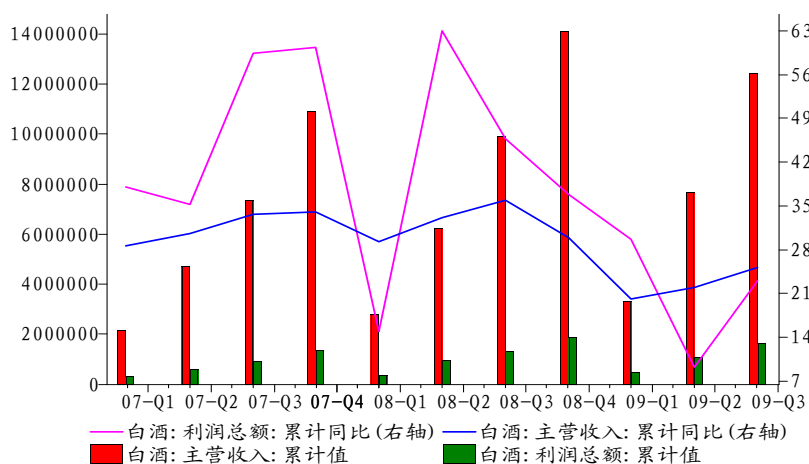


资料来源：WIND、世纪证券研究所

## 白酒行业：一线酒企看稳健、二线酒企看成长

**行业呈现较快的恢复性增长。**1-8 月，白酒行业实现销售收入和利润总额分别为 1243 亿元和 165.5 亿元，同比增长 25.1%和 23.1%。收入和利润增速分别在 09 年 1 季度和 2 季度见底回升。白酒行业在经历了年初的经济减速、8 月初的从严征收消费税和延至年底的整治酒后驾车的专项行动等负面影响后，仍呈现了较快的恢复性增长。经济的回暖和城镇居民收入增速回升，对白酒特别是高端酒的销量复苏有明显的推动作用。

Figure 10 白酒收入和利润变化



数据来源: Wind资讯

资料来源: WIND、世纪证券研究所

**经济复苏让白酒提价成为必然。**由于毛利率高于 80%，且原材料多为合同价采购，对于高端白酒产品来说，原材料价格上涨压力有限，产品提价的动力主要来自于市场需求的复苏。进入消费旺季以来，各主要酒种的终端零售价格出现较为明显的升势，显示终端消费需求回升。贵州茅台决定自 2010 年 1 月 1 日起适当上调茅台酒出厂价格，平均上调幅度约为 13%。作为行业的标杆企业，茅台提价将预示着一轮白酒行业的提价正式展开。由于高端酒受到工艺、气候、土壤、水资源等限制而供给难以放量，因此一线白酒企业如贵州茅台、五粮液等未来几年将继续呈现量稳价升的态势。市场虽然对白酒提价预期做出提前反映，但 2010 年其他一线和二线产品的跟随提价仍可能构成对股价提振和刺激。

**负面消息影响减缓。**8 月初出台从严征收消费税的新政；8 月中旬开始公安部在全国范围内进行 2 个月左右的整治酒后驾车的专项行动，该行动对白酒的销售形成一定的负面影响。但些措施不会改变人们的消费

习惯。西方国家对酒后驾车的处罚更为严厉，其酒类的消费仍维持在稳定的水平。随着酒店提供的代驾、休息室等方面的配套服务增加，对白酒消费的负面影响可能会逐步减少。

**机制理顺的部分地方名酒公司增长迅猛。**随着二三线城市消费的崛起，200 元以上的价格档将是未来白酒消费主流。为适应消费者对中高档白酒的需求，地方名优白酒生产企业不断推陈出新，中高档产品取得了较好的销售业绩，如洋河、郎酒、酒鬼酒、古井贡、双沟等均开始全国性的战略扩张，发展形式迅猛。预计随着政府推动全民收入上升以及消费政策的继续，一、二线城市对白酒的消费升级将逐步向三四线城市和农村扩展，中高档产品将继续呈现量价齐升的势头。预计未来 5 至 10 年，消费升级导致的白酒吨酒价格上升仍将是白酒行业增长的重要驱动因素。

推荐：贵州茅台、五粮液、洋河股份

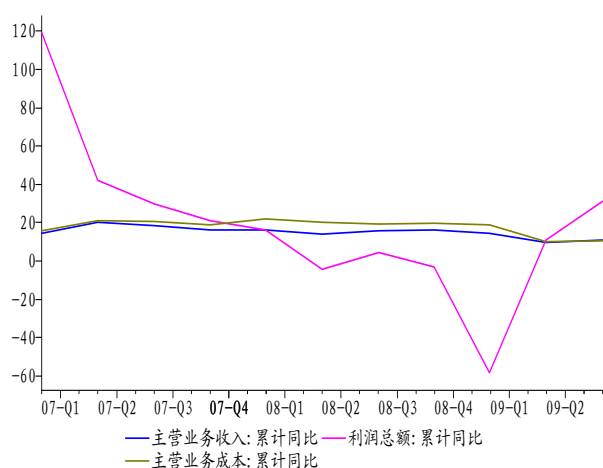
#### 啤酒行业：利润增速伴随成本的下降而显著提高

**收入增速表现平稳、利润增速显著提高。**1-8 月，啤酒行业销售收入和利润总额分别为 1558 亿元和 73.8 亿元，同比增长 12.9%和 27.3%。收入和利润增长逐月提高。啤酒行业从 08 年 2 季度开始进入个位数增长，行业表现较为平稳。但利润增速伴随着大麦成本的下降而显著提高。

**大麦成本下降，行业毛利率明显提高。**啤酒的生产成本主要为包装物、制造成本和麦芽，所占成本比例约为 33.6%-50%，15.4-22.4%和 15.4%-20.2%。前两项支出相对稳定，大麦价格的波动对啤酒厂商利润率影响较大。国际大麦价格 08 年 7 月后高位回落，进口大麦价格由最高时的 447 美元/吨下降到 09 年 6 月的 229 美元/吨，国产大麦价格波动小于进口大麦，价格也随之下降。由于澳洲大麦主产区产量将在 2010 年继续恢复性增加，预计大麦价格在 2010 年上半年将保持在低位。大麦价格下降对各啤酒企业毛利率的推动作用将延续到明年上半年。之后随着全球经济的恢复和原油价格的上涨，国际农产品价格在 2010 年会进入上升通道，对啤酒企业下半年的成本或带来压力。

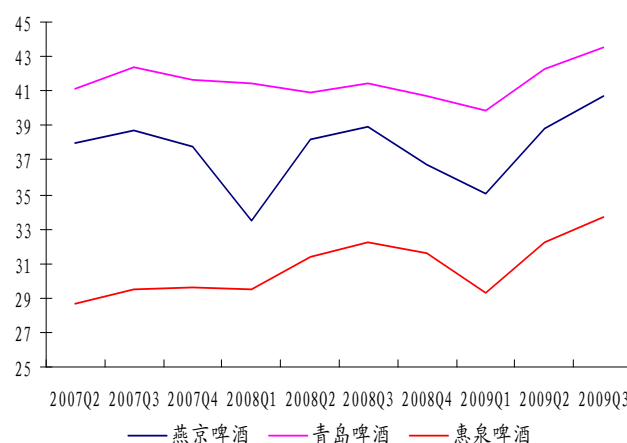


Figure 11 啤酒行业收入和利润增长率 (%)



资料来源: WIND、世纪证券研究所

Figure 12 主要上市公司毛利率变化 (%)



资料来源: WIND、世纪证券研究所

**预计 2010 年产量增速可恢复到 9%-10%。**啤酒作为大众消费品,受到经济变化的影响小。行业龙头企业在 07 和 08 年利用行业成本压力加快行业整合速度,新建扩充产能。预计 2010 年行业龙头的产量增速将大于行业的平均水平。

推荐: 青岛啤酒

### 乳制品行业: 毛利率已接近 2003 年以来的最高水平

**收入和利润增速得到恢复。**09 年 1-8 月,乳制品行业收入和利润总额分别达到 1019 亿元和 60.6 亿元,同比增长 5.44%和 14.36%,收入增速逐季提高,但仍明显低于上两年。利润总额因原奶价格和期间费用的上升,1-8 月行业利润增速相比前 5 月出现了下降。在去年三聚氰胺事件发生后,为了挽回品牌的声誉和计提相关的费用,导致三项期间费用率上升,吞噬了行业的利润。

**行业毛利率接近 2003 年以来的最高水平。**在原奶价格维持低位的情况下,行业毛利率较大幅度提升,同比增加 3.98 个百分点,相比前 5 月提高 0.11 个百分点,达到 26%,行业毛利率已接近 2003 年以来的最高水平。虽然这在一定程度上得益于 2009 年上半年较低的原奶成本,同时消费者对质量的日益关注,价格敏感性的下降以及价格竞争的减弱也营造了一个更健康的行业竞争环境,从而推动盈利能力的改善。

Figure 13 乳制品收入和利润增长率 (万元、%)

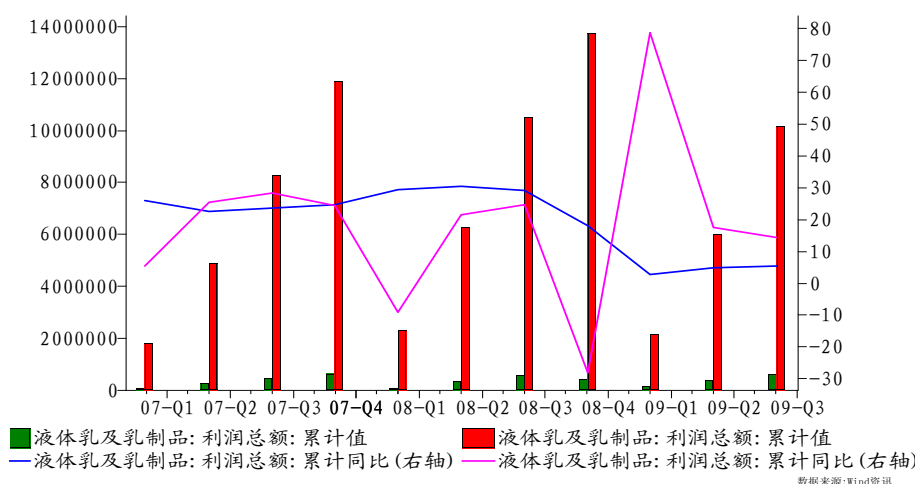
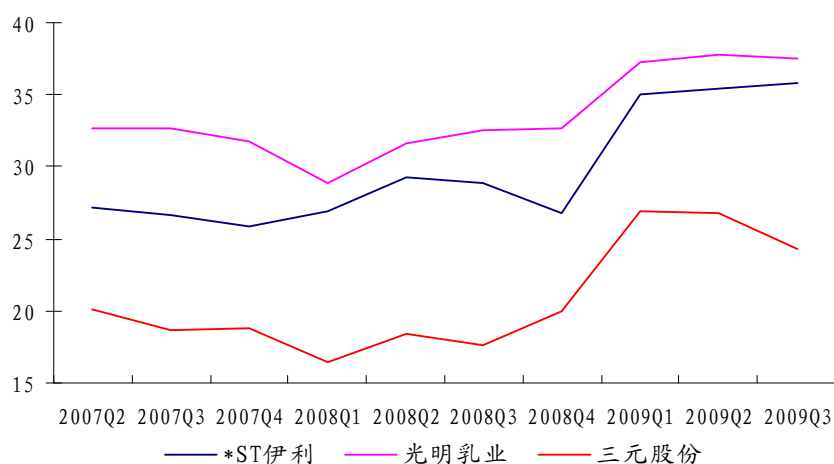


Figure 14 主要上市公司毛利率变化 (%)



预计 2010 年, 原奶价格稳中有升。下半年, 原奶价格探底回升, 当前价格 (人民币 2.47 元/千克) 较 09 年 8 月达到的谷底水平 (人民币 2.3 元/千克) 高出约 7%。由于牛奶消费和生产周期的不匹配, 冬季的原奶价格通常比夏季高出 10-15%。因此, 可以认为当前的原奶价格涨幅相对合理。但随着经济的复苏, 国际大宗农产品价格都有不同程度的上升, 预计 2010 年原奶价格将有一定幅度的回升, 行业毛利率将有所下降, 但下降幅度不会很大。

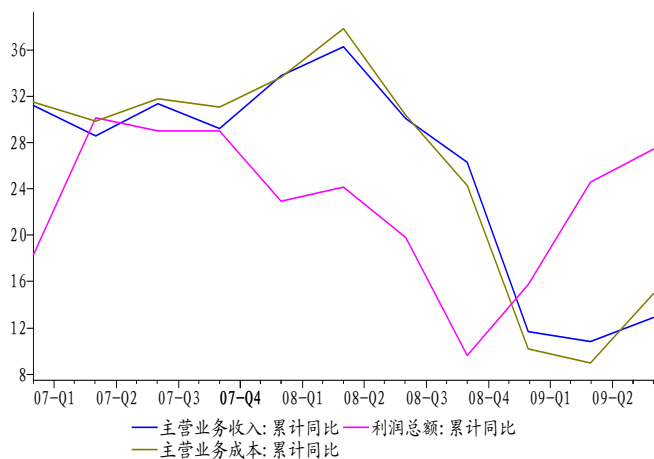
推荐: ST 伊利



## 肉制品：龙头企业产业链延伸有利于盈利的稳定

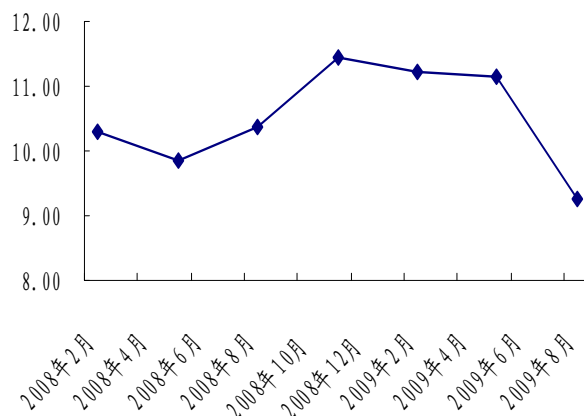
**行业利润增长率明显超过收入增长率。**1-8 月，肉制品行业销售收入和利润总额分别为 1558 亿元和 73.8 亿元，同比增长 12.9% 和 27.3%。收入和利润增长逐月提高。由于上半年猪肉价格维持相对低位，肉制品毛利率相比 08 年明显回升。但自 6 月开始，生猪价格快速上涨，肉制品企业的盈利能力随之明显下降，1-8 月毛利率相比 1-5 月下降 1.89 个百分点。在期间费用的有效控制之下，行业利润增速相比去年同期和前 5 月均出现上升，并远超收入的增长。进入 10 月份以来，由于生猪存栏压力造成的出栏增加，生猪价格逐步从阶段性高位回落，预计在年底消费旺季时生猪价格仍可能呈现上升态势。

Figure 15 肉制品利润增长率超过收入增长率 (%)



资料来源：WIND、世纪证券研究所

Figure 16 肉制品毛利率自 5 月以来下降明显 (%)

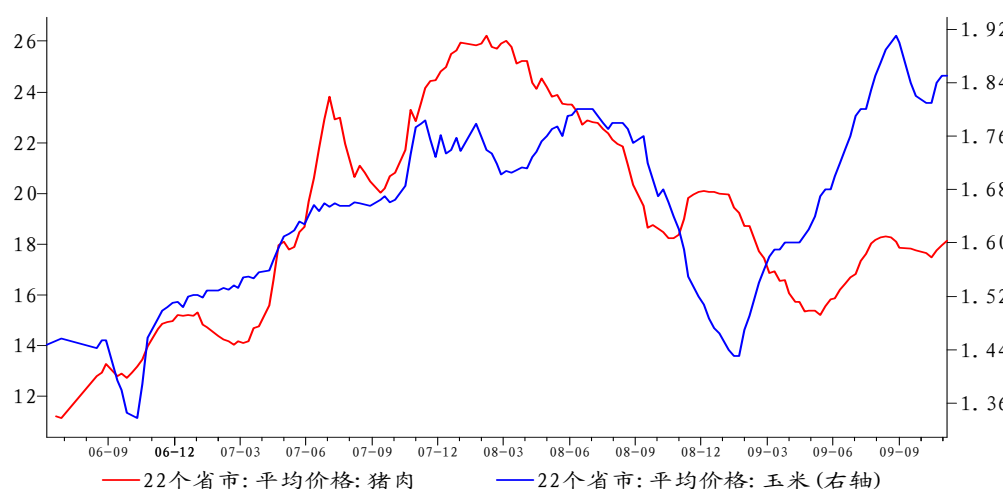


资料来源：WIND、世纪证券研究所

**预计 2010 年猪肉价格维持稳中有升。**由于国家已建立了加强信息引导、冻肉收储等机制，调控能力显著增强，从目前的能繁母猪存栏量等数据判断，再度出现类似 2007 年猪价快速上涨的可能性不大。如不发生大的疫情，09 年底生猪市场供求关系不会出现大的变化。随着玉米价格的温和上涨，猪肉价格更多可能的是保持温和上涨的态势，产业链下游的肉制品加工企业利润所受挤压远远弱于上一轮猪肉价格飞涨时的情况。

**龙头企业产业链延伸有利于盈利的稳定。**双汇、雨润等肉制品龙头公司都积极致力于自建养殖基地打造完整产业链，这有利于经营业绩的稳定。即使猪肉价格反弹超过预期，这些龙头公司依然可以通过强大的管理等综合优势保持盈利能力。

Figure 17 猪肉和玉米价格变化 (元/千克)



数据来源: Wind资讯

资料来源: WIND、世纪证券研究所

推荐: 双汇发展

**风险因素:** 大麦、生猪、原奶等农产品价格上涨超预期;  
国内经济和消费增速低于预期。

### 行业评级及重点上市公司推荐

综合而言, 食品饮料行业经过 2009 年底的较大幅度补涨之后, 估值优势已不明显, 但预计在居民和政府消费需求快速增长以及刺激消费政策的宏观背景下, 食品饮料行业景气度将继续攀升, 行业估值有望再次冲高, 给予行业“强于大市”的投资评级。

Figure 18 同行业上市公司估值比较

| 代码     | 公司     | 09EPS | 10EPS | 09PE  | 10PE  | 股价     |
|--------|--------|-------|-------|-------|-------|--------|
| 600519 | 贵州茅台   | 5.13  | 6.45  | 32.42 | 25.79 | 166.34 |
| 000858 | 五粮液    | 0.75  | 1.02  | 37.52 | 27.59 | 28.14  |
| 002304 | 洋河股份   | 2.54  | 3.62  | 40.70 | 28.56 | 103.39 |
| 600600 | 青岛啤酒   | 0.95  | 1.15  | 36.99 | 30.56 | 35.14  |
| 600887 | *ST 伊利 | 0.82  | 1.04  | 30.73 | 24.23 | 25.20  |
| 000895 | 双汇发展   | 1.46  | 1.81  | 34.11 | 27.51 | 49.80  |
| 02069  | 獐子岛    | 0.70  | 0.98  | 47.56 | 33.97 | 33.29  |

资料来源: WIND、世纪证券研究所

### 贵州茅台 (600519)

前三季度业绩实现 10%增长。09 年前三季度实现收入 78.1 亿元、

净利润 39.8 亿元,分别同比增长 20.4%和 10.1%,销售毛利率为 90.5%,实现 EPS4.01 元。

**经济回暖和产能增加将推动茅台明年实现量价齐升。**公司决定自 2010 年 1 月 1 日起适当上调茅台酒出厂价格,平均上调幅度约为 13%,53 度茅台酒出厂价提高 60 元至 499 元。提价后的出厂价与零售价格之前仍有 200 多元的差距,市场需求受涨价的影响较小,预计明年经济和内需继续回暖的可能性较大,市场对茅台酒的需求仍然较为旺盛;另一方面公司自 2005 年开始实施“十一五”万吨茅台酒工程,2005-2009 年间年均新增产能 2000 吨,由于工艺要求,公司的白酒从生产窖藏到可以出售需要 5 年的周期,05 年新增的产能将可能推动 2010 年销量的增长,实现新一轮的量价齐升。

**销售增长最为确定。**经销商利润空间巨大、满意度高,销售增长最为确定,茅台陈年酒一直供应紧张,普通酒今年因为供给量增加而使紧张度有所缓解。茅台出厂价提价能力强,市场对提价也热切期待,我们认为 11 月下旬提价最适宜,公司有能力和保持业绩 25-30%增长,维持“强烈推荐”评级。

**盈利预测及投资评级。**预计公司 09-11 年的 EPS 分别为 5.13 元、6.45 元,给予公司“买入”评级。

### 洋河股份 (002304)

**公司近两年的净利润同比增长 100%。**白酒销量增长和销售价格提高是业绩增长的主要原因。中高档白酒占比不断提高,带动了整体毛利率提高。公司净利润增长率接近收入增长率的 2 倍。

**公司 2009 年底募集 25.5 亿元,用于扩大产能或收购其它企业。**募集资金投向名优酒酿造技改、营销网络建设等四个项目。投资总额为 82,664 万元。项目完成后,每年增加名优基酒 9,000 吨,中高档白酒 15000 吨,有利于保持公司未来的业绩增长。募集资金净额远超过募投资项目总额,多余部分将用于补充公司流动资金或收购其他优势企业等。

**盈利预测及投资评级。**预计公司 09-11 年的全面摊薄的 EPS 分别为 2.54 元、3.62 元和 4.42 元。考虑到公司成长性较好,股本扩张能力较强。给予公司“增持”的投资评级。

### 青岛啤酒 (600600)

公司产品主要以“1+3 品牌”构成,即以青岛啤酒为主品牌,以

山水、汉斯、崂山为第二品牌，其中二线品牌销量比重为 94%。公司的品牌价值居国内啤酒行业首位。

**毛利率和净利润率创新高。**前三季度，公司实现营业收入 146 亿元，同比增长 13%；实现归属于母公司股东净利润 12.5 亿元，同比增长 79%，每股收益 0.96 元。因大麦价格的下降，导致毛利率同比提高 2 个百分点，达到 43.6%。同时，品牌结构调整和管理能力的调高促成了合理费用控制，公司第三季度营业利润率、利润率和归属于母公司股东净利润率创几年来新高，同比分别提高了 6、6 和 5 个百分点左右。

**以新建为主、收购为辅的产能扩张战略。**随着 15 亿元人民币的分拆交易可转债项目的实施，济南、成都、徐州等地的新建、扩建项目已相继竣工投产，使公司产能新增近 100 万千升，总的年生产能力达到 800 万千升左右，为公司的可持续发展奠定了坚实的基础。公司资金充裕，扩产动机强烈，扩产原则是市场主导。以新建为主产能扩张战略：一方面是成本低，新增产能约 2000 元/吨，另一方面是建设周期短。如果有合适的标的，公司也不排除以收购的方式达到扩大产能的目的。

**盈利预测与投资评级。**预计公司 09-10 年的 EPS 分别为 0.95 元、元和 1.15 元，给予公司“增持”评级。

#### 伊利股份（600887）

**前三季度实现每股收益 0.66 元。**2009 年前三季度的营业收入和归属于母公司的净利润为 192.95 亿元和 5.26 亿元，实现每股收益 0.66 元。销量和收入与去年同期基本持平，三聚氰胺事件的负面影响基本消除。预计明年液体乳销量增速将维持在较低水平，奶粉业务将成为公司收入增长的主要推动力。

**产品结构升级和原奶价格下降推动毛利率上升。**3 季度单季度毛利率为 36.46%，较去年同期上升 8 个百分点，较 2 季度也上升接近 1 个百分点。年初开始，原奶价格的下跌、中高档液体乳和奶粉的收入占比的提高使公司的毛利率维持高位，虽然 3 季度公司原奶的收购价格略有回升，但毛利率仍实现增长。

**盈利预测和投资评级。**预计公司 09-10 年的每股收益为 0.82 元和 1.04 元，给予“增持”的投资评级。

#### 双汇发展（000895）

**前三季度实现每股收益 1.04 元。**公司 2009 年前三季度实现销售

收入 206.66 亿元,同比增长 5.25%; 实现净利润 6.28 亿元,同比增长 29.45%, 实现每股收益 1.04 元。前三季度, 毛利率为 10.61%, 同比提高 1.81 个百分点, 主要得益于 09 年上半年猪价持续下跌。6 月份后, 猪肉价格开始攀升, 公司产品价格跟随上涨, 第三季度毛利率环比微降 0.19 个百分点。

**屠宰产能和低温肉产能双扩张。**屠宰产能: 目前集团屠宰产能 1400 万头, 其中股份公司 500 万头, 计划通过收购和自建方式 3 年扩张到 2000 万头产能; 低温肉产能: 股份公司低温肉产能 25 万吨已经满产, 新增产能中宜昌 2 万吨正在建设, 上海 6 万吨已经立项, 合计增加低温肉产能 8 万吨至 33 万吨。

**集团增长稳步可期, 整体上市仍留悬念。**双汇集团至 1984 年成立以来, 2008 年销售收入达 350 亿元, 集团生猪屠宰量世界第四, 肉制品产量全球第三, 品牌价值达 161.56 亿元。依据公司的产能扩张规划, 以及增加公司生猪养殖规模 (目前 20 万头, 5 年可达 200 万头) 来提升原料自给率, 双汇集团未来成长确定。市场认为目前是集团整体上市的最佳时机, 该方面的消息可能成为刺激股价活跃, 进而带来交易性机会。

**盈利预测与评级。**预计公司 2009 年、2010 年实现每股收益 1.46 元和 1.81 元, 作为品牌消费品企业, 公司的生产经营和销售管理都处于国内领先水平, 给予“买入”的投资评级。

**风险:** 猪肉价格回升幅度超预期; 出人意料的大规模生猪疫情发生; 整体上市的进度和方案不确定。

### 獐子岛 (002069)

**09 年净利润增长率逐季提高。**2009 年 1-9 月, 公司实现收入和利润的“双增长”, 分别提高 42.6%和 26.0%。经营业绩增长一改上市以来的下滑趋势, 净利润增长率由 1 季度的 6.91%提高到 3 季度的 26.0%。

**主导产品虾夷扇贝量价齐升。**由于近三年浮筏扇贝因养殖密度过大造成大规模死亡, 为公司的深海底播扇贝让出了市场空间, 公司产品市场占有率提高。价格方面, 受经济整体不景气但不断呈现复苏迹象的大环境特征影响, 活品虾夷扇贝价格相应呈现出同比下降、环比回复的特征。

**未来业绩高速增长得到支撑。**海域资源扩展战略有效落实, 捕捞面积突破瓶颈。按照轮播轮收规律, 预计 09 年和 10 年公司可供收购的底播扇贝水域接近 23 万亩和 30 万亩。产品价格将因浮筏扇贝养殖规模的

减少而维持稳中有升。

**盈利预测与投资评级。**预计 09 年和 10 年，公司业绩因受到产量和价格的提升而呈现明显增长。预计 09 年-11 年分别实现每股收益 0.70 元，0.98 元和 1.11 元。考虑到 09 年下半年销售数据增长较为强劲，且公司未来两年的经营业绩较为明确，给予“买入”的投资评级。



---

**世纪证券投资评级标准:**

---

---

**股票投资评级**

---

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

---

**行业投资评级**

---

强于大市：相对沪深 300 指数涨幅 10%以上；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

弱于大市：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

---

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归世纪证券所有。

The report is based on public information. Whilst every effort has been made to ensure the accuracy of the information in this report, neither the CSCO nor the authors can guarantee such accuracy and completeness or reliability of the information contained herein. Furthermore, it is published solely for reference purposes and is not to be construed as a solicitation or an offer to buy or sell securities or related financial instruments. The CSCO and its employees do not accept responsibility for any losses or damages arising directly, or indirectly, from the use of this report. CSCO or its correlated institutions may hold and trade securities issued by the corporations mentioned in this report, and provide or try to provide investment banking services for those corporations as well. All rights reserved by CSCO.