

消费品研究小组

关注行业	6m%	YTD%	评级
食品饮料	16.0%	67.6%	强于大市
商业零售	25.4%	61.2%	中性
农林牧渔	30.0%	44.8%	中性
纺织服装	32.1%	60.7%	中性
文化传媒	29.9%	58.7%	中性

重点公司	6m%	YTD%	评级
五粮液	29.9%	78.8%	增持
泸州老窖	4.1%	55.6%	增持
青岛啤酒	10.2%	62.6%	增持
燕京啤酒	31.7%	54.6%	增持
敦煌种业	22.9%	38.7%	增持
百联股份	30.4%	61.9%	买入

相关报告

食品饮料行业 2010 年度策略-刘金沪
 商业零售行业 2010 年度策略-栾雪飞
 农林牧渔行业 2010 年度策略-孙霞

分析师

刘金沪、栾雪飞、孙霞
 电话：0755-83704943
 邮件：liujh01@ghzq.com.cn

分析师申明：

分析师在此申明，本报告所表述的所有观点准确反映了分析师对上述行业、公司或其证券的看法。此外，分析师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。

- 全球金融危机以来我国宏观经济政策及时有效，但也造成了投资占比过大等结构性问题。近期政策偏向消费导向清晰，调整经济结构提升消费特别是居民消费所占比重将成为政府工作重点，扩大内需引发的消费增量从而有望成为经济发展的持久驱动力。
- 随着居民收入的提升和消费观念的改变，消费升级将成为我国经济增长的一个长期主线。可以预见，在人们追求美好生活品质的驱动力下，我国的整体消费将保持稳定增长，在 GDP 中所占的比重将趋升。
- 参照国外经验和国内的消费升级趋势，扩大内需、提高民生将成为我国经济长期政策的主线之一。消费品板块是容易诞生伟大公司的土壤，很适合长期投资，各子行业的龙头公司已经开始领跑并甩开了跟随者的距离，长期持有这些代表公司是实现“投资中国”梦想并持久分享我国经济成长果实的良好载体。
- 强势品牌、渠道和产品差异化是消费品企业获取超额利润的制胜利器。
- 消费升级各阶段过程中，消费者所需要满足的核心需求是不同的，大致必需品消费 - 品牌或可选消费品 - 享受型或奢侈品消费等几个阶段。其间价格弹性依次递减，毛利率也依次升高，我们专注于寻找每一阶段的龙头公司。
- 食品饮料行业主要产品产量平稳增长，白酒有望继续扮演行业利润主引擎的角色，相关龙头公司估值优势依旧存在；在消费升级中担当渠道重任的商业零售行业重在成长性和区域整合，国资委推动重组和世博概念为上海本地商业股带来一定的投资机会；业绩增长快的男装行业和技术优势、产品优势强的上游制造企业是纺织服装类公司的亮点；三网融合将给传媒行业带来中长期的投资机会，内容产业将从中受益；农业有望长期受到国家政策支持，海珍品和种业的景气度有望持续。
- 本期消费品重点推荐组合：五粮液（000858）、百联股份（600631）和正邦科技（002157）。

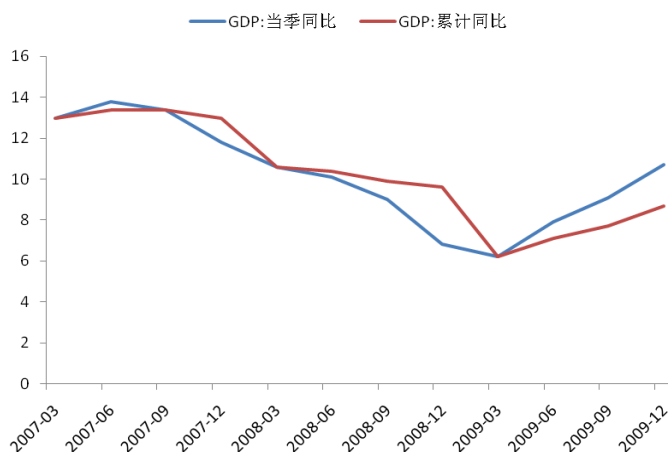
宏观经济运行稳定，消费有望成为经济发展的持久驱动力

国内经济平稳运行，稳定的货币和财政政策将为经济复苏保驾护航

在国家一系列货币和财政政策刺激下，我国宏观经济在全球范围内率先走出金融危机的不利影响，呈现逐季回升的态势，2009 年 1、2、3、4 季度 GDP 同比增速分别是 6.2%、7.9%、9.1%和 10.7%；CPI 也如期转负为正，宏观经济景气指数、发电量、PMI 等指标都支持经济走好；而其他国家的数据也显示全球经济复苏的画面越来越清晰，刺激政策的退出成为近期关注的重点。

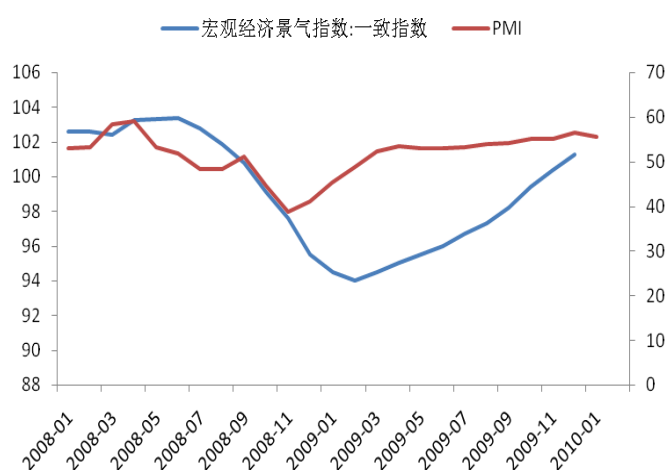
在经济复苏基础尚不牢固的情况下，如果过早的实行政策退出，可能会引发经济的二次探底，这是世界各国的忧虑所在。何时退出，如何安全地退出，困扰着当前各国的决策层和资本界。我国已经确立了 8% 的全年增长目标，并且公开信息显示了决策层防止经济二次探底的决心。可以预见，国家将根据经济的实际复苏进程，稳健、有序的实施退出政策，从而把经济发展控制在良性、可持续的轨道上。

图 1 我国 GDP 呈现明显的逐季回升态势



资料来源：国家统计局、国海证券研究所

图 2 宏观经济景气和采购经理人指数 PMI 持续反弹



资料来源：国家统计局、国海证券研究所

消费升级将成为我国经济增长的一个长期主线

长期以来，投资率过高、消费率过低的结构失衡问题一直困扰着中国经济。2001 年以来连续 6 年投资对 GDP 的贡献超过消费，近年来有所好转，但消费对 GDP 的贡献率仍旧维持在 40%左右，远远低于发达国家 70-80%左右的比例。从外部环境看，危机之后全球经济深度调整，外部

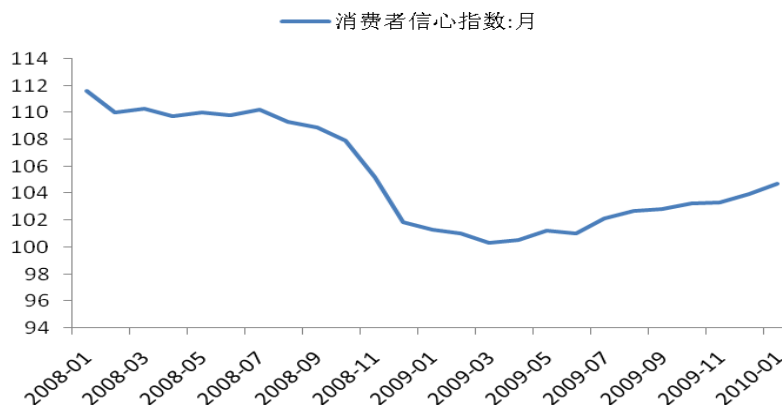
需求的扩张短期内难以恢复到危机前水平，随着外需的收缩，曾经严重依赖外需拉动的中国经济减速的压力越来越大。

因此，如何在大规模的货币和财政刺激政策退出之后完成自身经济结构的调整和优化，将成为未来几年我国经济亟待解决的问题。人口红利的消失预期、环境保护的压力、外需的低迷等都意味着我国必须实现经济增长方式的转变。可以预见，扩大内需和实现消费升级成为我国决策层必须面对的一个命题，轻资产运营、环保、需求稳定且可持续的消费品行业将面临着较为确定的发展机遇。

扩大消费面临着良好的政策机遇

国家“保增长，调结构”的战略方针和扩大消费的政策基本面短期内不会发生变化，而且随着居民收入的提高，消费升级的趋势已经形成，与之相关的消费，如汽车、住房和享受型消费等会保持稳定增长；其次，肉蛋油类农副食品涨价对于农民增收促进较大，这将有力促进农民消费的增长，家电、服装和品牌食品饮料都有较大的新增需求；最后，国家已经对扩大内需的认识上升到战略性高度，会逐渐通过控制房价、医疗改革、教育改革等措施来改善民生，让普通居民的消费能力得到释放。近期我国消费者信心指数的持续回升预示着这些措施将逐步取得成效。

图 3 我国消费者信心指数逐月稳步回升



资料来源：国家统计局、国海证券研究所

综合来看，受城市化进程持续和人均收入加速增长、扩大消费需求政策生效、世博会效应等因素影响，下一轮经济增长周期中消费对经济增长的拉动作用可能将更加明显。

消费品板块是诞生长线伟大公司的优质土壤

参照国外经验和国内的消费升级趋势，扩大内需、提高民生将成为我国经济长期政策的主线之一。消费品板块是容易诞生伟大公司的土壤，很适合长期投资，各子行业的龙头公司已经开始领跑并甩开了跟随者的距离，长期持有这些代表公司是实现“投资中国”梦想并持久分享我国经济成长果实的良好载体。

消费类行业驱动因素分析

通胀预期与农产品价格上涨

在全球范围内看，由于耕地面积减少以及生物燃料需求的增加，以及中国和印度因居民生活改善引发的食品需求上升，全球农产品价格长期上涨趋势较为确定。并且，在高油价的刺激下，美国和巴西等国家将把更多的农产品投放到汽油替代品的生产中，也会影响农产品资源的供需平衡。

图 4 我国食用农产品价格水平整体趋升态势



资料来源：商务部、国海证券研究所

2010 年我国 CPI 预期增长 3%，面临较为明显的通胀压力。并且，我国的人均耕地资源长期处于比较短缺的境地，粮食安全已经上升到一个国家安全的高度，近期国家已经出手对被外资严重压制的大豆产业。此外，为了促进广大农村居民的消费，提高其收入水平是关键，通过农产品涨价让农民直接从中受益是调节国民收入在第一产业和其他产业

之间分配最有效的手段。近年来国家取消农业税、对奶农补贴、支持种业龙头公司做大做强等相关政策都体现了对农业的重视。

消费观念的改变赋予了消费升级的强劲动力

消费是发展经济的终极目的，是体现居民幸福度的最重要指标。随着人均 GDP 步入 3000 美元以上，新消费群体的壮大引发了消费观念的变化。由于“80 后”、“90 后”这些新消费人口的异军突起，近 10 年来我国消费品市场迅速膨胀，并催生出了一个又一个的新兴消费品产业：快餐食品、化妆品、时装、手机、个人电脑、互联网等可选消费品，甚至高端红酒、海外旅游等奢侈品领域，2009 年我国已经成为世界第二大奢侈品消费国，并在迅速逼近第一。可以预见，随着消费能力的提升和观念的改变，在人们追求美好生活品质的驱动力下，我国的整体消费将继续稳定增长，在 GDP 中所占的比重将趋升。

投资主线和基调

强势品牌、渠道和产品差异化是企业获取超额利润的制胜利器

除了必需消费品外，我们更关注于寻找凭借强势品牌和产品定价权来获取超额收益和持久领跑地位的龙头公司，这些公司须具备足够的领袖气质和竞争对手难以撼动的地位，可以为长线投资者带来优厚的远期回报。如我们前期相关行业报告所言，这些公司核心要素包括较高的进入壁垒和强势品牌（不可替代的属性）、强势渠道、目标消费群体消费力强大、领先的成本优势等。

消费升级的过程划分以及相关系统性投资机会

我们认为消费升级的过程大致经历如下阶段：必需品消费（基本生活品如粮油、大众型食品饮料、家电、超市、经济型酒店等）- 品牌或可选消费品（旅游、品牌酒类、高档服装、大型休闲购物中心、连锁商业、花卉、文化娱乐等）- 享受型或奢侈品消费（境外旅游、高端酒类和服装、海珍品、高星级酒店、高级别演出或会员类内容服务等）。在这个过程中，消费者所需要满足的核心需求是不同的，分别是基本的衣食住行 - 以舒适、安全、休闲为特征的消费 - 以彰显身份满足成就感和卓然不群的炫耀性消费。在三个不同阶段，价格弹性依次递减，毛利

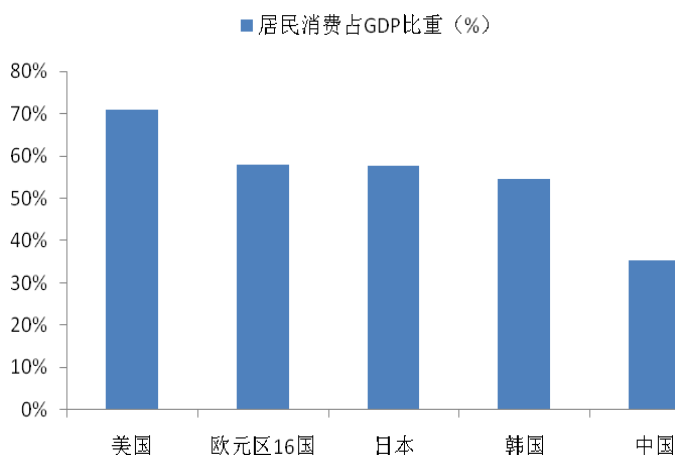
率也依次升高,基本遵循 30% 以下—30—50% —60% 以上的轨迹演变。

我国消费类行业增长潜力不可限量

和欧美韩日等相比,我国居民消费水平现阶段差距巨大,潜力无穷

我国目前的整体消费水平相对于发达国家而言明显偏低,特别是居民消费方面,所占 GDP 的比重仅 35.3%,而美国的同一数字高达 70.8%,作为新兴经济体代表的韩国也有 55% 左右。随着我国经济结构的调整,居民消费水平长期可提升空间巨大。

图 5 我国居民消费占 GDP 比重和全球及亚洲标杆相比明显偏低



资料来源: Wind、国海证券研究所

此外,我国目前经济结构急需转型,西方国家经济复苏的不确定性使得外需增长动力不足,天量信贷背景下的投资会造成效率低下和产能过剩的隐忧,所以,改善民生扩大居民消费是难以绕过的长期命题。国家今年的政策导向已经相当清晰,可以预见居民消费提振将步入持久的上升区间。

新生代农民工等新生力量的消费诉求在显著上升

我国目前有 1.5 亿外出农民工,其中 80 后、90 后为主体的“新生代农民工”有近 1 亿人,约占农民工总数 60%。他们很多在父辈打工的城市长大,渴望融入城市,并不愿意回到祖辈的农村,更不会耕作等农业生产技能。消费行为调查显示,随着时代的变迁和观念的更新,这一代农民工和城市里的 80 后、90 后青年一样,具有非常明显的边际消费倾向

性。调查数据显示 80%-90%的老一代农民工把工资寄回家或带回家,而 65%-70%的新生代农民工将收入都基本用于自己的吃穿住行。并且其消费行为和父辈以衣食为主不同,消费结构趋向复杂化,7成拥有手机,通讯、教育等支出占比增大,升级特征明显。

新生代农民工融入城市生活的渴望是提升其消费诉求的巨大源动力,他们从城市中取得工薪收入并具备了一定的消费能力,从而构成了消费品市场的巨大新增需求。

消费品研究小组的覆盖范围

划分范围描述

遵循消费升级的进程,偏重于实物消费(常规的快速消费品和耐用消费品)、消费过程中不可或缺的渠道(商业网络等)、精神及内容消费(传媒、影视、文化消费等)。金融、地产、汽车、医药、通讯服务等虽然也代表着消费的较高级形式,由于市值和行业划分等方面的因素暂时不在我们的研究范围之内。

各行业估值情况

经过简单的梳理,我们根据申银万国的行业划分体系初步把消费品研究方向放在食品饮料、餐饮旅游、农林牧渔、商业贸易、家用电器、服装、轻工制造和文化传媒等八个板块。其估值水平和市值情况如下表所示:

表1 消费类各行业估值情况

板块名称	2008 PE	2009 动态PE	2009 PE估值倍数	2010 动态PE	2010 PE估值倍数	市净率	流通A股市值 十亿元
农林牧渔	50.6	55.9	2.5	36.8	2.0	5.9	214.26
林业	41.4	81.9	3.6	45.6	2.5	4.6	10.93
农产品加工	60.1	54.1	2.4	35.9	2.0	6.3	50.79
农业综合	37.8	46.4	2.0	32.5	1.8	5.3	44.52
饲料	39.2	65.7	2.9	33.7	1.8	8.0	25.96
渔业	54.3	61.6	2.7	37.1	2.0	6.2	28.97
种植业	63.0	59.4	2.6	44.3	2.4	5.5	53.09
食品饮料	43.9	38.2	1.7	29.2	1.6	7.6	516.91
肉制品	44.5	35.9	1.6	29.3	1.6	11.5	15.75
制糖	86.8	60.9	2.7	26.9	1.5	3.6	14.84
食品综合	70.8	64.8	2.8	50.4	2.8	5.6	7.99
调味发酵品	77.3	68.2	3.0	48.7	2.7	5.6	17.08
乳品	161.4	48.2	2.1	35.4	1.9	6.7	31.86
白酒	40.2	34.9	1.5	25.9	1.4	9.0	334.31
啤酒	57.2	40.3	1.8	31.9	1.8	5.2	41.12
其他酒类	37.3	45.0	2.0	40.2	2.2	6.2	13.85
软饮料	45.8	76.4	3.4	65.9	3.6	5.3	20.88
葡萄酒	41.6	34.6	1.5	33.1	1.8	11.5	19.23
家用电器	35.0	28.9	1.3	22.0	1.2	4.3	210.71
白色家电	32.8	25.8	1.1	20.5	1.1	5.1	156.26
视听器材	44.6	50.6	2.2	29.4	1.6	2.8	54.46
服装	25.1	29.8	1.3	25.7	1.4	4.3	75.55
轻工制造	28.4	36.3	1.6	26.6	1.5	3.8	166.35
包装印刷	44.6	32.7	1.4	25.9	1.4	5.2	37.63
其他轻工制造		69.8	3.1	50.7	2.8	-106.8	4.54
家具	32.4	35.3	1.5	23.2	1.3	4.2	19.76
家用轻工	40.4	58.4	2.6	38.0	2.1	5.9	34.26
造纸	20.2	29.2	1.3	21.6	1.2	2.4	70.15
商业贸易	35.1	38.5	1.7	28.0	1.5	4.7	467.85
百货零售	45.8	42.4	1.9	30.3	1.7	5.0	204.98
专业连锁	38.3	36.6	1.6	26.9	1.5	5.7	98.63
商业物业经营	50.6	40.0	1.8	29.6	1.6	5.4	47.1
贸易	20.0	33.2	1.5	24.6	1.4	3.4	117.15
餐饮旅游	46.0	52.8	2.3	41.4	2.3	5.2	72.62
餐饮	65.7	51.7	2.3	49.3	2.7	5.6	5.66
景点	71.0	68.5	3.0	51.9	2.9	7.2	11.73
酒店	47.2	53.3	2.3	48.3	2.7	4.8	22.52
旅游综合	33.6	46.9	2.1	33.0	1.8	4.7	32.72
传媒	70.6	62.5	2.7	49.8	2.7	6.1	100.41
出版	56.8	48.3	2.1	40.1	2.2	5.8	43.8
广播电影电视	91.8	87.9	3.9	65.4	3.6	6.5	56.61
全部A股	22.5	22.8	1.0	18.2	1.0	3.5	15133.85

资料来源: Wind、国海证券研究所

统计日期: 2010年3月19日

选择投资标的的标准

我们认为以下要素是必须具备的:

- 1、市场足够大, 可以容纳持续增长的大型龙头公司 (产业规模在500亿元以上);
- 2、市场集中度高, 自由竞争末期或者垄断竞争阶段, 少数几个龙头公司在细分市场或者局部市场领域占据压倒性优势 (50%以上份额,

利润份额类似或更高)，外来者很难获取其核心竞争力要素以复制盈利能力；

3、财务稳健、资产负债率合理，经营性现金流强劲；ROE 高于 15%。

4、不需要特别大的资本性支出和营运资金，轻资产运营，有足够的自由现金流。

5、管理团队优秀，股权结构良好，掌舵人具有行业领袖气质。

以下是各重点行业的 2 季度投资策略：

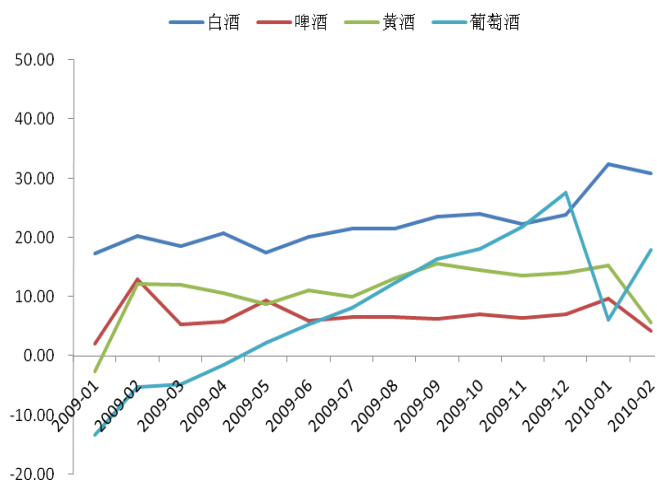
食品饮料：产量平稳增长，估值优势依旧存在

行业运行平稳，主要产品产量保持稳健增长

在消费者信心回升和促进内需的政策作用下，食品饮料行业整体有望在销量提升和产品提价的双重驱动下继续保持稳健增长的态势。

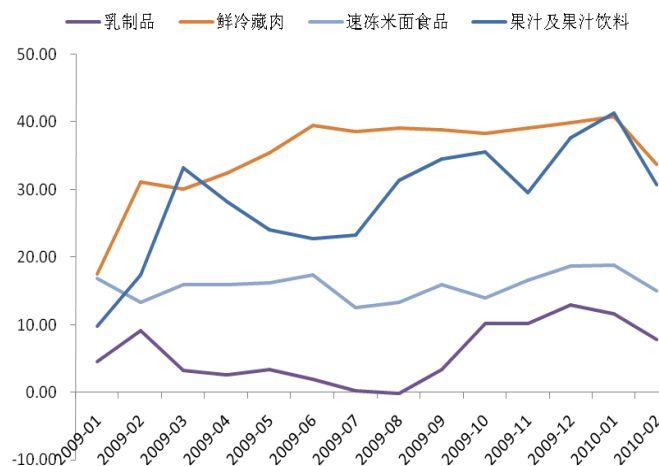
行业利润主引擎的白酒产销量今年以来继续保持稳定增长，同比增长 30%以上，春节期间中高档白酒价格坚挺，节后虽有回落但不改长期提价态势。啤酒产销量保持平稳，预计将保持和去年接近的 7-8% 的产量增长，但龙头公司会在规模和品牌优势支持下获得超过平均的扩张速度。葡萄酒成长空间广阔，中外竞争将长期持续并有利于扩大我国葡萄酒整体消费水平，更有助于提升消费者鉴赏水准，使市场有序，我们判断国产巨头依旧占据短期优势。黄酒龙头纷纷在为行业春天的到来积极准备，通过布局网络和品牌整合等拉开和业内平均水平的差距，相关公司面临着世博会等事件性主题投资机会。

图 6 酒类月度累计产量增速 (%)



资料来源：Wind、国海证券研究所 2010 年 3 月 22 日
行业深度研究

图 7 肉、乳、果汁等大众消费品月度累计产量增速 (%)



资料来源：Wind、国海证券研究所 2010 年 3 月 22 日
请参阅文后免责条款

肉、奶、果汁、速冻米面食品等大众消费品保持全面增长态势，其中受益于生猪价格低迷，肉类消费增长迅猛。

行业估值情况

从动态市盈率角度来看板块估值倍数有较强吸引力，09、10 年行业对 A 股动态市盈率的估值倍数均为 1.6，低于长期均值 2.0。参考欧美标杆公司 25 倍左右的长期 PE 估值中枢，我国公司因明显的成长性溢价 2010 年约 30 倍的预期估值合理。占市值约 6 成的白酒子行业估值倍数仅 1.4，估值具有足够的安全边际。我们维持行业“强于大市”的评级。

表 2 各子行业估值倍数（整体法）

板块名称	2008 PE	2009 动态PE	2009 PE估值 倍数	2010 动态PE	2010 PE估 值倍数	流通A股 市值 十亿元
肉制品	45.8	35.9	1.5	29.3	1.6	16
制糖	-157.9	61.9	2.6	27.4	1.5	15
食品综合	119.1	65.0	2.7	50.6	2.8	8
调味发酵品	188.1	68.4	2.9	48.8	2.7	17
乳品	-23.2	48.8	2.0	35.9	2.0	32
白酒	48.5	34.8	1.5	25.8	1.4	334
啤酒	60.8	40.0	1.7	31.7	1.7	41
其他酒类	215.4	45.2	1.9	40.4	2.2	14
软饮料	94.0	76.8	3.2	66.3	3.6	21
葡萄酒	142.9	34.4	1.4	33.0	1.8	19
食品饮料	75.2	38.2	1.6	29.1	1.6	517
全部A股	33.4	23.8	1.0	18.3	1.0	15167

资料来源：Wind、国海证券研究所

2010 年 3 月 22 日

重点公司推荐

2 季度推荐配置：五粮液、泸州老窖和燕京啤酒，其中首选五粮液。五粮液刚公布的 09 年年报符合市场预期，其关联交易的解决彻底改善了以前输出利益的情况，主品牌的计划放量、高调推出酱酒、五粮春、五粮醇等中端产品放量以及大力推进团购促销力度等都赋予了其 10 年业绩快速增长的动力。预期 2010 年 EPS 为 1.20 元，估值优势明显，建议价值投资者积极参与。

商业零售：着眼在成长，春来发几枝

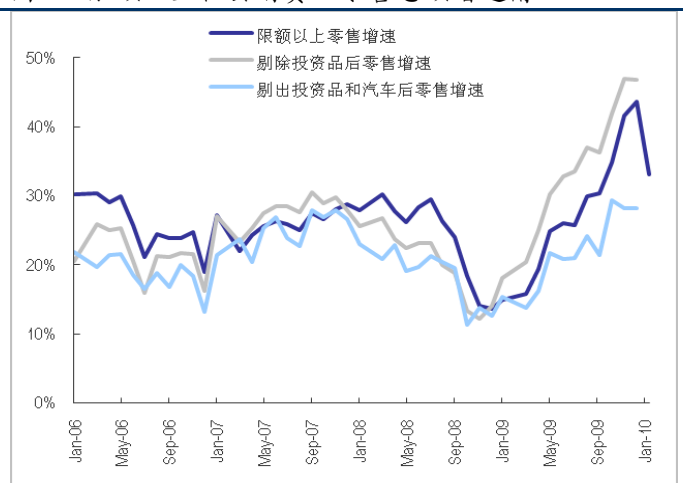
社会消费品零售总额增速分化

2010 年 1-2 月累计社会消费品零售总额同比增速 17.9%（用绝对数

据算同比增速有 24.8%)，比 2009 年 12 月略有上升，但是扣除价格指数因素后，有所下降。但名义额指标对零售企业更有意义。

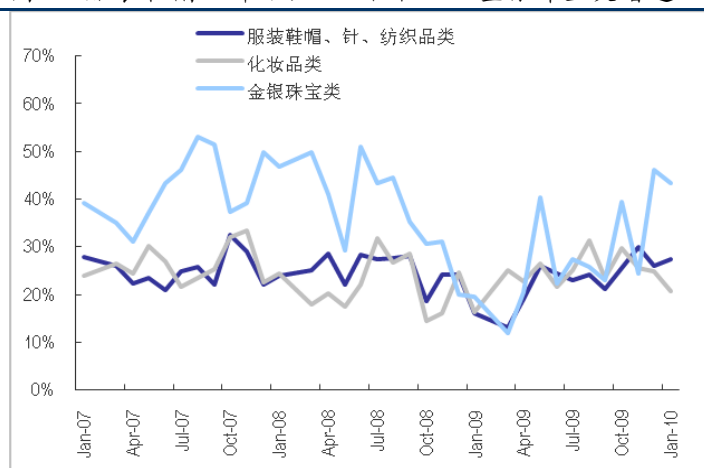
限额以上零售企业零售额增速同比为 29.2%(用绝对额数据算同比增速是 33.1%)，出现了明显下滑。从已经公布的品类数据来看，主要是汽车、家具、建筑装潢材料增速出现了下滑，汽车压抑的需求在 09 年政策优惠的情况下井喷之后，2010 年增长有减弱的趋势；内销的家具可能受到一线城市地产成交疲弱的影响，增速亦有下滑。吃穿类和化妆品增速基本稳定，金银珠宝持续上升；粮油食品类零售额增速短期内并未因食品价格指数上升而出现明显提升；此外，通讯器材类良好的增长势头值得关注。

图 8 限额以上社会消费品零售总额增速情况



资料来源：国家统计局、国海证券研究所

图 9 服装鞋帽、针纺织品、化妆品、金银珠宝类增速



资料来源：国家统计局、国海证券研究所

消费时代的零售股重在成长

目前 A 股零售类公司无论是相对估值还是绝对估值，和海外及香港市场零售股相比，都已处于中高位区间，其估值水平充分反映了在 2010 年偏消费政策导向及行业全面复苏的背景下投资者对消费类股票的偏好。我们判断，在未来两三年内，投资者会更加关注行业的真实业绩成长，唯有具备高速成长性的公司，才能最快稀释目前较高估值。

百货类子行业：由于消费者信心回升，使得收入弹性较大的百货类公司销售反弹明显。预计 2010 年将延续这一趋势，相关上市公司全年经营性收入和利润增长分别在 5-10%和 10-15%的水平。

超市业：随着 CPI 由负转正，预计直接受 CPI 影响较大的销售收入增速有望超出市场预期。武汉中百 2009 年新增 15 家中百仓储，净增 60 家便民超市，配股顺利实施将有助于公司扩张计划的实现，从而有效提升公司的销售水平。

家电连锁业：随着家电下乡和以旧换新补贴等刺激内需政策的效果显现，以及家电销售较强的周期性，苏宁电器业绩有望获得更好的弹性增长。事实上，公司可比门店已经出现了可喜的个位数正增长。

行业整合将催生黑马股

以山东、重庆、安徽为代表省份的中型城市，特别是围绕省会城市的地级市和经济发达地区的县级市，扩张机会大于大型城市和农村市场，有望成为下一个扩张重地。这些地区消费市场容量庞大、当地竞争缓和、外资介入晚、相对垄断与规模效应兼具，当地经济的内生增长可有效拉动消费增长。目前来看，当地的区域零售商已经控制了较大的当地市场份额、而且易于以低成本取得核心商圈的扩张，从二级城市向三四线城市渗透的推进成本相对较低。重点关注银座股份（600858）、重庆百货（600729）、合肥百货（000417）、新华百货（600785）。

主题投资：短期关注世博概念商业股

上海国资委推动重组和世博概念为百联股份、豫园商城等上海本地商业股带来一定的投资机会。

行业估值情况

截至 2010 年 3 月 19 日，零售行业对应 2009 年市盈率为 36 倍，考虑 2010 年 15% 的净利润增长率，对应 2010 的动态市盈率为 31.3 倍，已经处于比较高的估值区间，调低行业至“中性”评级。但行业销售持续向好，具备基本面支撑，可以考虑作为市场波动加剧中的防御性配置品种。建议关注业绩增长快的百货类、重组并购类上市公司和主题类投资机会，有望享受超额收益，其中部分公司经过前期调整已体现出较好的投资价值，可逢低吸纳。维持百联股份（600631）、新世界（600628）、锦江股份（600754）“买入”评级，维持豫园商城（600655）、武汉中百

(000759)、苏宁电器(002024)“增持”评级。

百联股份: 公司市值与重估价值不符, 资产注入将进一步提升估值。公司资产注入主要有三个途径: 友谊股份旗下百货公司和购物中心的注入、八佰伴剩余 36% 的股权注入、百联集团孵化储备项目注入。其次, 从以往世博会的举办经验看, 世博会举办当年客流量上升带来的消费对零售业有显著影响。初步判断, 相对于奥运效应对北京板块的影响, 世博会效应对商业股受益更大。即便不考虑资产注入、并购重组等不确定因素, 仅考虑内生增长和存量门店通过提高自营比例导致的毛利率提升, 估值就具有相当吸引力。

用 RNAV 法计算, 综合考虑存量资产、增量资产、股权部分, 每股溢价区间在 32.42 到 66.19 元之间。预计公司 09/10 年 EPS 分别为 0.47/0.59 元, 对应市盈率 38/30 倍, 维持公司“买入”评级。

纺织服装类: 男装和运动服装前途光明

行业运行触底回升

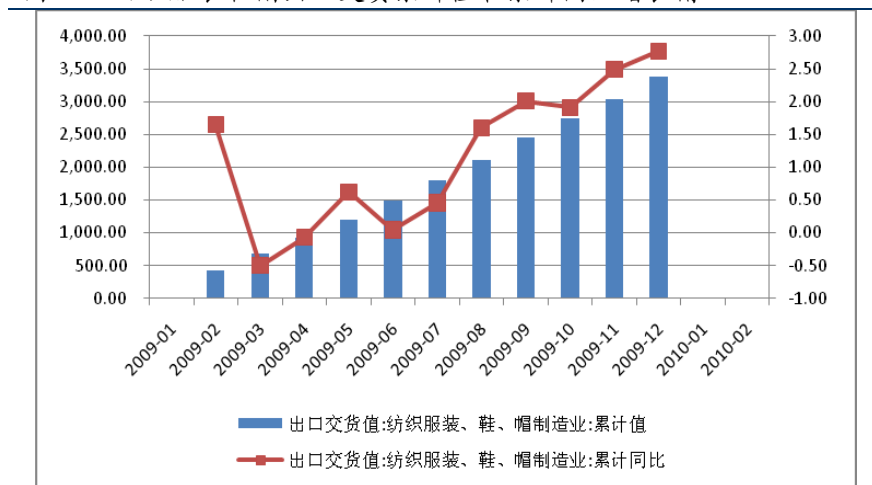
2009 年对国内纺织服装行业及相关企业而言是备受考验和挑战的一年, 受全球经济危机的影响, 整个行业从一季度的跌入谷底到二季度的逐步企稳再到三季度的回暖和四季度的确认回暖。预计经过未来 3-5 年的行业转型和升级, 国内纺织服装行业的发展将涌现出一批优秀的企业, 凭借其在研发、营销或品牌建设方面的国际竞争力迎来真正的春天。

2009 年前 11 月纺织全行业收入和利润总额分别增长 10.54% 和 25.39%, 在行业 08 年全年盈利同比首次下降后, 09 年行业盈利再次转为增长, 且从整个年度发展阶段看, 行业盈利主要是从第三季度实现同比增长, 呈典型前低后高格局。我们认为行业收入增长主要来自于内销收入良好表现, 而盈利超过收入增长的主因是原辅料价格相对低位、出口退税率累计多次下调后带来毛利率上升和财务费用率下降。

出口额大增符合预期，看好有议价能力的纺织品龙头公司

2010 年前 2 个月，我国纺织品出口额 282.42 亿美元，同比大增 28.98%。其中纺织品累计出口 101.59 亿美元，同比增长 39.47%；服装及其附件累计出口 180.83 亿美元，同比增长 23.75%；鞋类产品累计出口 53.14 亿美元，同比增长 23.6%。根据出口回暖这条主线，我们认为 2010 年应重点关注有议价能力出口型上市公司，如：鲁泰 A、山东如意、江苏阳光等。

图 10 纺织服装鞋帽出口交货累计值和累计同比增长情况



资料来源：Wind、国海证券研究所

纺织服装如果下乡，家纺或休闲服龙头将受益

工信部将推出一系列措施，如果能实现纺织品下乡，对纺企将构成重大利好，龙头纺织企业有望从中受益匪浅。

体育产业规划有望公布

我国体育产业已经初步形成以健身服务、竞赛表演和体育用品为主要内容的体育产业体系。国家相关部门表示，目前体育产业振兴规划已基本制定完成，体育及其相关产业规模未来将达 2 万亿元。同时，发改委、财政部等部委对体育产业发展也给予较大的资金支持。

子行业分析

男装行业增速最快。2009 年中国利郎净利润可增长 80%以上，七

匹狼增速也达到 25%，2010 年仍可保持 30%以上增速。男装行业的特点是市场大品牌小，行业竞争远没有运动服装激烈，业内品牌仍处于高速发展阶段。七匹狼定位中档商务休闲男装，主打二三线市场，具有良好的品牌知名度和美誉度，性价比高，门店数量尚有很大上升空间。中国利郎 2009 年达到近 20% 同店增长，是同业上市公司中内生增长最快的品牌，未来几年在内生增长与外延扩张双轮驱动下有望保持 30%左右的快速成长，优于其他品牌。

运动服装行业。2009 年下半年业绩增速放缓，经常性利润增速由上半年的 40%下降至下半年 15~20%，预计 2010 年业绩增速将前低后高，全年增速与 09 年的 20~30%接近。2009 年四季度开始，运动品牌同店增长有所恢复，但仍徘徊于低单位数水平。行业竞争加剧和门店饱和问题导致所有运动品牌压力很大，即使是好公司短期之内也难以通过业绩爆发实现脱颖而出。长期投资者可逢低吸纳行业龙头。

女鞋行业。随经济复苏，09 年下半年业绩增速好于 09 上半年，全年增长 10~20%。在香港上市的百丽国际一枝独秀，旗下六大品牌占据国内主要零售渠道 1/4 市场分额，在子行业年增长 10%的情况下保持 20%的业绩增速实属难得。星期六是 A 股唯一的女鞋品牌，基本面扎实，业绩增速 10%，符合行业均值，但估值偏高，短期股价上涨动力不足。

上游纺织服装制造业。个体公司差异巨大。申洲国际订单饱满，市场份额大大提升，业绩增长 60%以上；鲁泰 A 09 年经营状况逐季好转，净利润增速由上半年-20%扭转至全年+5%。今年整体行业处于复苏之中，我们对行业保持谨慎态度，上市公司经营分化继续。原材料涨价、劳工成本上升和人民币升值将对弱势企业造成严重打击。看好技术优势、产品优势强的公司，在我国纺织业由粗放型向技术型升级的过程中可持续增长。投资者可关注鲁泰 A。

行业估值情况

截至 2010 年 3 月 19 日，纺织服装行业对应 2009 年市盈率为 46.6 倍，处于较高的估值区间，故给予行业“中性”评级，但服装子行业估值具有一定吸引力。建议关注业绩增长快的男装行业和技术优势、产品优势强的上游制造企业。

农林牧渔：“政策热”渐退 关注基本面

政府工作重点仍在稳粮增收

2010 年中央一号文件再次关注三农,政策导向为健全强农惠农政策体系,推动资源要素向农村配置,把发展现代农业作为转变经济发展方式的重大任务。

今年农业工作的重点仍在于增产增收,为促进农民春播的进行,中央财政已拨付 1153 亿农业补贴。我国对农村的补贴近年来一直保持高速增长趋势,预计 2010 年将继续保持增长,但幅度小于 09 年。此外,国家还进一步提高了小麦和稻谷的最低收购价。由于我国已连续实现 6 年增产,在粮食最低收购价的政策下,2010 年将可能继续实行国家临时收储政策。

表 3 中国农业补贴增长情况 (亿元)

	粮食直补	良种补贴	农机补贴	农资综合补贴	农业补贴资金合计
2004	116	28.5	1		145.5
2005	132	38.7	3		173.7
2006	142	41.5	6	120	309.5
2007	151	51	20	276	498
2008	151	120.7	40	712	1030
2009	170	172	130	758	1230
2010	151	186	100	716	1153

资料来源:国海证券研究所

统计截止 2010 年 3 月 1 日

表 4 近 5 年来中国粮食最低收购价 (元/斤)

	早籼稻	中晚籼稻	粳稻	白小麦	红小麦	混合麦
2005	0.7	0.72	0.75			
2006	0.7	0.72	0.75	0.72	0.69	0.69
2007	0.7	0.72	0.75	0.72	0.69	0.69
2008	0.77	0.79	0.82	0.77	0.72	0.72
2009	0.9	0.92	0.95	0.87	0.83	0.83
2010	0.93	0.97	1.05	0.9	0.86	0.86

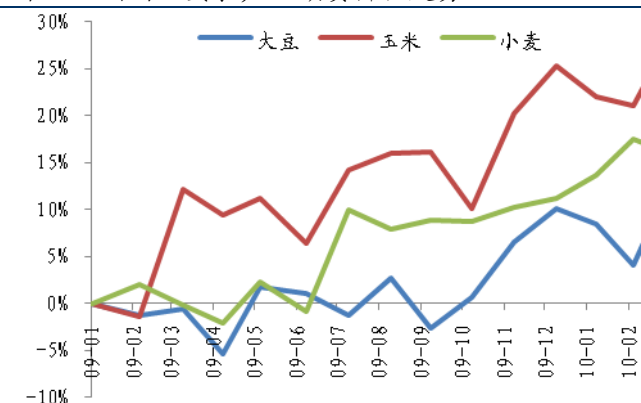
资料来源:国海证券研究所

统计截止 2010 年 3 月 1 日

农产品全年价格预计较去年小幅回升

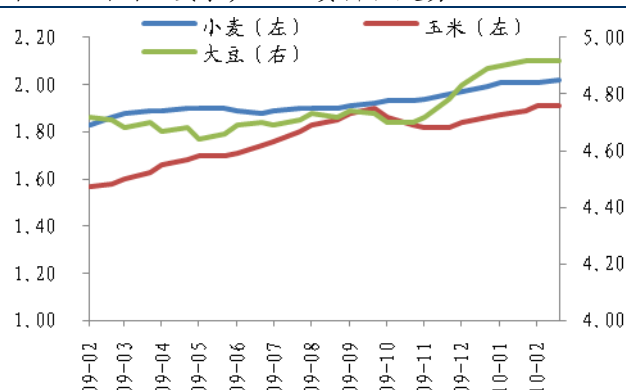
国内主要农产品期货价格在国际主要农产品期货价格下降的带动下也出现了下降,而国内现货价格则因 2010 年粮食最低收购价的提高下,出现小幅回升。在粮食最低收购价政策及为保稳粮增收可能将继续实行的国家临时收储政策下,预计国内主要农产品价格仍将保持稳中小升。

图 11 国内主要农产品期货价格走势



资料来源：WIND

图 12 国内主要农产品现货价格走势



资料来源：WIND

种业长期受益

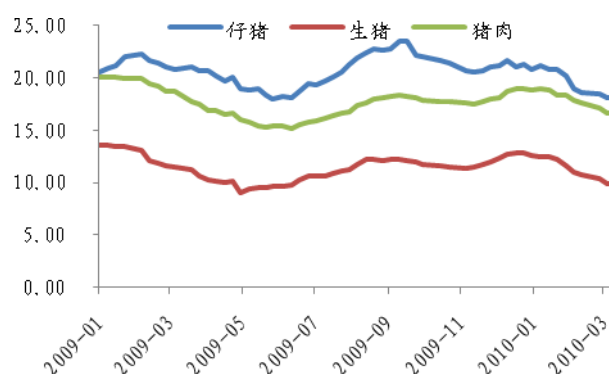
相对于国际种子市场来说，中国的种子价格普遍偏低，加上农资产品价格上涨，种子价格将处于上升趋势。国家将良种培育纳入战略计划。为保障我国粮食中长期安全战略，最有效的途径是通过提高粮价和培育良种提高粮食产量。

2010 年为种子执法年，有利于整顿市场，推广良种。我国对良种补贴额逐年扩大，也促进产品结构向良种转移。且国家已将生物育种纳入七大新兴产业之一；一号文件也明确指出良种培育应成为重点，大力推进转基因新品种的研发，可以预期国家将持续加大对良种培育的投入。可以持续关注具有核心竞争力的种业相关公司的投资机会。

猪肉价格将随政策的启动回升

受猪口蹄疫情影响，生猪出栏量上升，供给增加；而春节后猪肉消费量下降，因此生猪和猪肉价格均出现下滑。同时，玉米及鱼粉等原料价格的上升，使得养殖成本上升，猪粮比价随之快速下降。

图 13 22 省市仔猪、生猪、猪肉价格平均走势（元/公斤）



资料来源：WIND

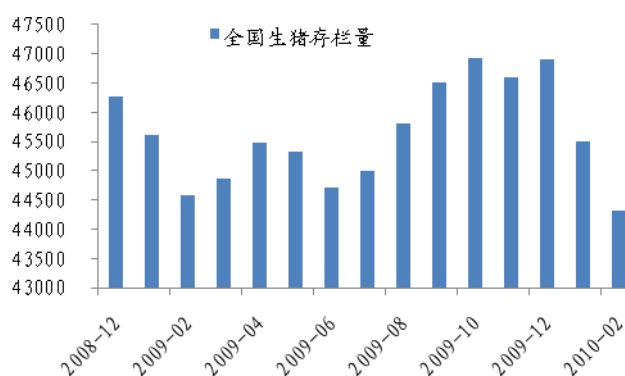
图 14 全国大中城市猪粮比价



资料来源：WIND

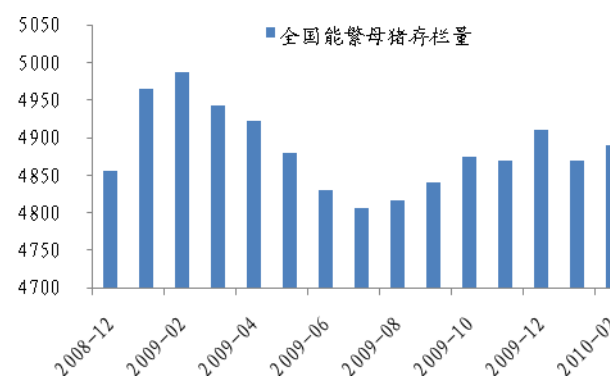
随着国家收储的即将实施，猪肉价格将回升，但升幅有限。国内猪肉价格近期下跌较严重，猪粮比连续5周低于6:1的盈亏平衡点。根据《防止生猪价格过度下跌调控预案》的规定，若猪粮比连续低于盈亏平衡点，发改委将适时采取收储等措施保持生猪生产稳定。国家的临时收储政策，将减少市场供给，带来猪肉价格的回升。虽然全国生猪存栏量因口蹄疫快速下降，但仍高于国家宏观调控的正常水平，因此，猪肉价格回升幅度也预期有限。

图 15 全国生猪存栏量（万头）



资料来源：WIND

图 16 全国能繁母猪存栏量（万头）

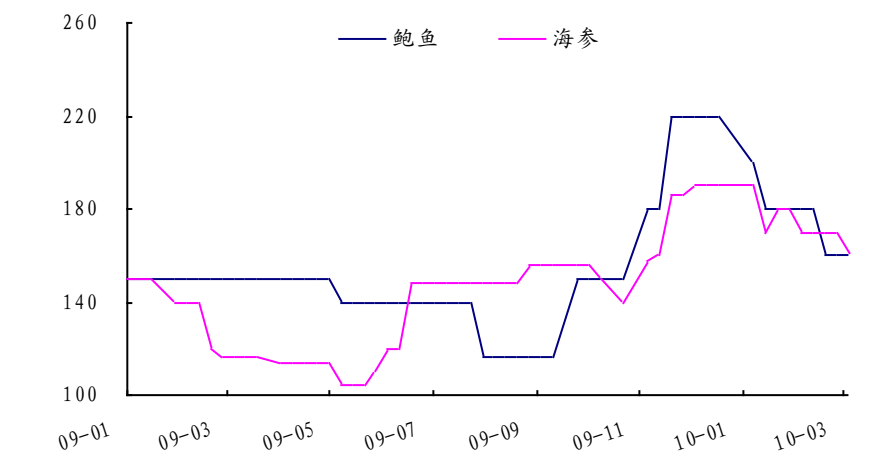


资料来源：WIND

海产品景气度维持高位

受产量下降及消费需求上升共同作用，高档海产品海参、鲍鱼自去年10月份开始快速上升，甚至创下近两年的新高。随着节后消费量的降低，主要高档海产品价格出现下降，但维持在高位。

图 17 海产品价格走势（元/千克）



资料来源：WIND

09 年的冰冻灾害对海产品养殖的影响较大，而扇贝、海参、鲍鱼有 2~4 年的养殖周期，市场的供应量将会下降，预计今年海产品价格仍将上升。而二季度处于海产品的相对消费淡季，在全年供给量下降下，价格将维持在高位。

行业评级及重点公司推荐

行业的静态市盈率、市净率均高于合理水平，且惠农政策的密集出台期已过，但国家对农业的惠农政策仍将持续，故给予“中性”评级。建议关注正邦科技、亚盛集团。

正邦科技（002157）：拥有“种猪育种—饲料—商品猪养殖—生猪屠宰及肉食品加工”的完整产业链，具有上下游产业一体化的规模经营优势。公司在重点养殖区域有效布点，并以租赁、合资、收购等轻资产模式谨慎扩张，饲料业务保持稳定快速增长；随着定向增发项目的未来投产，养殖规模将快速增长至 100 万头；同时，公司以“自养猪，可溯源”的形式开拓终端零售市场。预计公司 2009、2010、2011 年每股收益分别为 0.27、0.55、0.75 元，对应市盈率分别为 52、26、19 倍，给予“增持”评级。

文化传媒：三网融合，也许是最能盘活全局的一子

TMT 三网融合——山雨欲来，增量不明

2010 年 1 月 13 日《三网融合加快推进政策》：2010-2012 年实现电信与广电双向试点，2013-2015 年实现全面融合。

核心理念：非对称双向进入，先试点后推广。

基本内容：对有线电视运营商放开全部增值电信业务（以前就有），部分基础电信业务（超市场预期）和互联网业务（宽带上网）；对“符合条件”的电信运营商放开“部分”节目制作、传输、内容集成（内容播出权仍然没有放开）。

利：三网融合下，付费电视和宽带市场规模有望同时做大。催生诸多融合业务，主要是不同内容和渠道的结合。主要开拓业务类型有 5 类：

广电内容+电信固网=IPTV——上海文广&上海电信；

广电无线广播+电信移动通信=CMMB 手机电视、其他无线多媒体——中广传播&中国移动；

广电固网+电信互联网出口带宽=有线宽带——中国移动；

广电内容+互联网渠道=互联网视频——中国网络电视台、上海网络电视台、芒果 TV；

广电有线渠道+互联网内容=有线互联网——杭州华数+淘宝网，电视游戏。

广电——

1、仍有政策挡板，通过两阶段目标分步实施、第一阶段试点和非试点区域的划分，对非试点区域广电运营商有 3 年缓冲保护期；

2、短期，三网融合对有线网络行业的最大意义不是增加了宽带（本来就有）/语音业务，而在于加速了网络跨区域整合。有线运营商主体地位得以明确后，近三年将是有线网络整合的集中爆发期，带来主题投资机会；

3、长期，尽管有线网络已开始经营宽带业务，但只是局域网，需租用电信运营商的出口带宽。三网融合后，出口带宽成本可能下降；

4、长期，广电总局 NGB 建设将降低有线运营商运营成本。介入宽带运营，可在目前有线网络上同时开展语音、数据、视频支付等业务，有效提升广电运营商 ARPU 值。

电信——

1、短期，考虑到广电广电骨干网改造和出口带宽申请进度、地市级接入网双向改造进程，短期电信宽带业务的降价压力只在局部区域；

2、短期，电信运营商的高清机会大于内容机会；

3、长期，电信运营商可在 IPTV 方面发力。目前中国电信、中国联通在宽带能力上已做好准备，可提供基本的 IPTV 业务。比广电做宽带优势明显（资金实力、营销经验、扎实的网络准备）。例如，中国电信在南方 IPTV 试点已经准备充分，宽带未开发潜力较大。

弊：监管矛盾仍然是核心矛盾，“视频业务”才是三网融合争夺焦点，是推动三网融合的根本，是三网融合的本质。

广电——

1、三网融合政策并未对广电运营商有利好的非对称开放政策，2010-2012 年选择试点双向进入，广电整体 3 年后将面临严峻挑战，2013-2015 年全面三网融合。而完全实现广电、电信双向进入后，电信运营商可通过“手机+宽带+IPTV+固话”进行多业务捆绑，争夺用户。广电运营商必须在短短 3 年内实现全程全网，否则宽带、语音业务将受制于电信，三网融合后以应对电信运营商的 IPTV 威胁；

2、短期，为应对电信竞争，有线将加快开展高清业务。虽然定价能力难以有效提升，大额资本开支却是箭在弦上。有线宽带尽管可能较快发展，但是增量不增收；

3、宽带、语音业务竞争激烈，有线网络贸然开展这些业务未必合适，因为综合能力不是电信运营商的对手；

4、此外要加紧做的事情很多：数字整转、双向化改造、内部增加市场意识、提升管理能力；

5、“播控瓶颈”突破前，付费内容产业面临两大挑战：即时类节目面临免费频道竞争，影视类节目面临盗版片源竞争。

电信——

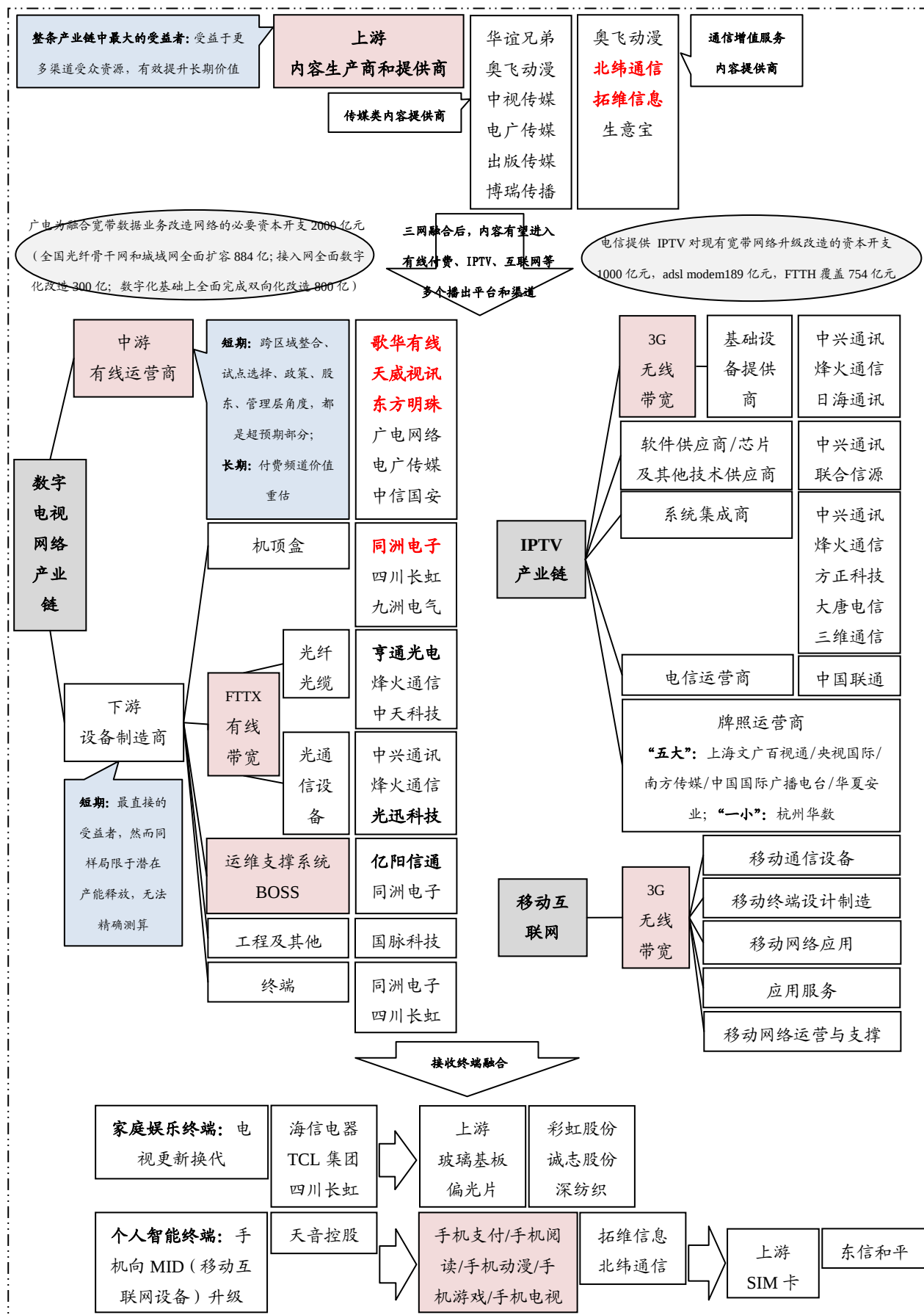
1、双向开放尺度模糊：“符合条件”的电信企业可从事“部分”广电节目生产制作传输。预计电信企业从事广电业务的条件将由广电监管部门定，类似工信部 09 年 3 月对申请从事增值电信业务企业的约束；

2、短期，“内容瓶颈”未突破，IPTV 缺乏有效盈利模式。尽管电信运营商将拿到 IPTV 牌照，营销强大、和宽带业务捆绑，IPTV 用户数增长，但是由于初期只在试点地区开放，规模受限，特别是试点地区通常是双向网络改造已比较到位，收入方面仍然难有突破，电信强推 IPTV 也是不明智之举；

3、短期，为应对广电竞争，必须加快光纤业务，定价难以有效提升，大额资本支出却箭在弦上；

4、短期：电信垄断的宽带行业将面临广电竞争。但 2-3 年只是试点，广电网络双向化低，不是整网，区域性强，没有出口带宽资源和移动接入，整体营销弱。如果电信加速占领宽带市场份额，反而会变为利好，这一点要拭目以待。

“三网融合”投资逻辑树



行业估值及重点公司情况

目前文化与传媒行业对应 2009 年市盈率为 54 倍，处于比较高的估值区间，给予行业“中性”评级。我们认为，要想获得超额收益，则需要密切关注最具有超预期机会的板块和个股。“三网融合”将给传媒行业带来中长期的投资机会。短期关注出版业和有线电视网络公司的跨区域整合。内容产业将在三网融合中最大受益，关注东方明珠(600832)、天威视讯(002238)、电广传媒(000917)、出版传媒(601999)、烽火通信(600498)、华谊兄弟(300027)。

重点跟踪公司估值及投资评级

表 5 消费品重点跟踪股票业绩预测及估值

行业	代码	证券简称	股价	投资 评级	EPS			PE		
					2008	2009E	2010E	2008	2009E	2010E
食品饮料	600519	贵州茅台	158.00	增持	4.03	5.20	6.50	39.2	30.4	24.3
	000858	五粮液	28.05	增持	0.48	0.86	1.24	58.8	32.8	22.6
	000568	泸州老窖	31.87	增持	0.91	1.15	1.40	35.0	27.7	22.8
	600809	山西汾酒	36.87	增持	0.57	1.02	1.30	65.1	36.1	28.4
	000869	张裕A	67.91	增持	1.70	1.97	2.39	39.9	34.4	28.4
	600616	金枫酒业	18.44	增持	0.57	0.40	0.60	32.5	46.1	30.7
	600600	青岛啤酒	33.38	增持	0.53	1.00	1.20	62.4	33.4	27.8
	000729	燕京啤酒	19.60	增持	0.38	0.52	0.74	51.4	37.7	26.5
	000895	双汇发展	50.48	增持	1.15	1.44	1.69	43.8	35.1	29.9
	002216	三全食品	26.00	中性	0.44	0.47	0.56	59.8	55.3	46.4
	000848	承德露露	28.95	增持	0.58	0.60	0.72	50.3	48.3	40.4
商业零售	000860	顺鑫农业	17.53	增持	0.50	0.37	0.60	34.8	47.9	29.2
	600631	百联股份	18.13	买入	0.32	0.39	0.45	56.7	47.0	40.2
	600628	新世界	17.80	买入	0.31	0.35	0.46	57.4	50.6	38.6
	600754	锦江股份	27.30	买入	0.45	0.48	0.57	60.3	56.6	48.2
	600655	豫园商城	27.81	增持	0.45	0.65	0.88	61.4	42.6	31.8
	000759	武汉中百	10.57	增持	0.35	0.38	0.40	30.2	27.8	26.8
	002024	苏宁电器	18.45	增持	0.74	0.59	0.82	24.9	31.3	22.5
文化传媒	600832	东方明珠	13.92	买入	0.16	0.17	0.29	87.0	81.9	48.0
	300027	华谊兄弟	58.43	买入	0.57	0.49	0.92	102.5	118.4	63.9
	600880	博瑞传播	29.18	-	0.52	0.72	0.90	56.1	40.3	32.3
	600498	烽火通信	28.44	-	0.43	0.63	0.85	66.6	45.3	33.6
	601999	出版传媒	13.63	买入	0.21	0.23	0.26	64.9	59.1	52.1
	000917	电广传媒	21.50	-	0.05	0.14	0.31	430.0	159.1	68.4
	002238	天威视讯	25.80	增持	0.32	0.29	0.36	81.5	88.3	71.5
农林牧渔	600354	敦煌种业	16.95	增持	0.08	0.16	0.62	226.0	105.9	27.3
	002069	獐子岛	47.08	增持	0.55	0.91	1.20	85.6	51.7	39.2
	600108	亚盛集团	6.31	增持	0.05	0.07	0.12	126.2	90.1	52.6
	002200	绿大地	25.68	增持	1.03	0.46	0.87	24.9	55.8	29.5
	002157	正邦科技	14.10	增持	0.15	0.27	0.55	94.0	52.2	25.6
	600598	北大荒	13.89	中性	0.35	0.32	0.36	39.7	43.4	38.6
	000911	南宁糖业	20.75	中性	0.09	0.52	0.90	230.6	39.9	23.1
旅游	600054	黄山旅游	20.96	增持	0.40	0.44	0.58	52.4	47.6	36.1
	600138	中青旅	17.39	增持	0.31	0.50	0.55	56.1	34.8	31.6

资料来源：国海证券研究所 注：股价为 2010 年 3 月 22 日收盘价

2010 年 2 季度消费品投资组合建议

综合考虑市场运行态势及重点公司的估值情况，本期重点推荐五粮液（000858）、百联股份（600631）和正邦科技（002157）。

国海证券投资评级标准

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。

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。

免责声明

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。本报告版权归国海证券所有。