

日常消费

“自上而下”的压力与“自下而上”的机会

观点聚焦

投资建议

来自收入、消费、成本与竞争领域的压力均指向传统“自上而下”选股理念所面临的挑战与风险，建议转向个股盈利弹性背后的逻辑梳理，面对“自上而下”的压力挖掘“自下而上”的个股投资机会。我们重点循着 1) 企业购并发展潜力、2) 战略重塑下的业绩大幅反转、3) 改革等因素促成战略重组机会以及 4) 大宗商品周期反转等几条线索布局盈利超预期个股，按预期差选择首批两个方向上的个股“行动组合”（即预计未来 12 个月内股价跑赢或跑输同期大盘指数 20% 以上的个股组合），具体包括：建议买入水井坊（600779.CH）、中国食品（506.HK）（确信买入）、山西汾酒（600809.CH）、中国粮油控股（606.HK）、圣农发展（002299.CH），并建议卖出合生元（1112.HK）（确信卖出）、统一中控（220.HK）。

理由

“自上而下”充满压力：展望来年，食品消费弹性系数仍可能延续自 2010 以来的下行趋势，农民务农收入面临下降压力，下游企业来自成本端的红利将会大概率不及 2015 年，更多双边、多边及内陆自贸区的开设使得中国市场不得不面对全球成本竞争压力。

“自下而上”寻求突破：企业抵御上述风险的逆增长动力主要来自：1) 购并发展潜力、2) 战略重塑下的业绩大幅反转、3) 改革等因素促成战略重组机会以及 4) 农产品价格周期反转带来盈利超预期增长，并据此寻找隐含上述成长因子的个股标的（图表 12）。

按预期差构建“行动组合”，提示未来 12 个月内跑赢（输）大盘 20% 以上的个股机会：我们预计来年市场仍将充满不确定性，频繁波动并且缺乏明确方向。为此我们相信仅基于估值安全边际的考虑是不够的，只有显著的盈利预期差才能撬动个股表现超预期。故依据个股盈利超（逊）预期幅度构建首个“行动组合”，即预计未来 12 个月内入选个股有望跑赢（输）同期指数 20% 以上，具体包括：建议买入水井坊、中国食品（确信买入）、山西汾酒、中国粮油控股、圣农发展，并建议卖出合生元（确信卖出）、统一中控。

盈利预测与估值

目前必选消费在 A/H 两地平均估值水平分别是 27 倍和 15.3 倍，分别高于过去 10 年均值 41.2% 和 19.5%，较过去 10 年市场估值溢价率均值分别低 14.4% 和 3.1%。

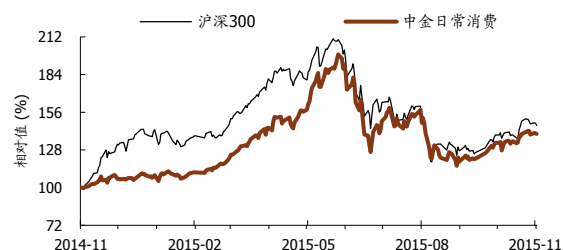
风险

“自上而下”风险加剧，“自下而上”个股不达预期。

股票名称	评级	目标价格	P/E (x)	
			2015E	2016E
水井坊-A	推荐	23.40	66.8	21.5
山西汾酒-A	推荐	25.90	32.6	24.4
圣农发展-A	推荐	25.00	N.M.	18.5
中国食品-H	确信买入	6.50	35.2	15.2
中国粮油控股-H	推荐	4.00	N.M.	15.1
统一企业中国-H	回避	5.70	30.1	27.2
合生元-H	确信卖出	9.30	429.5	56.5

中金一级行业

日常消费



相关研究报告

- 水井坊-A | 战略定位 300 元次高端市场，进入爆发增长阶段（2015.11.18）
- 合生元-H | 3 季度大幅低于预期；盈利预警；纳入确信卖出（2015.11.16）
- 中粮包装拟引入奥瑞金；中粮集团国企改革有望提速（2015.11.10）
- 统一企业中国-H | 3 季度业绩低于市场预期，符合我们预期（2015.11.09）
- 圣农发展-A | 鸡价拐点渐近，看好明年业绩弹性释放（2015.10.31）
- 山西汾酒-A | 聚焦汾酒青花 20 年和老白汾 10 年再次全国化（2015.10.22）

资料来源：彭博资讯、中金公司研究部

袁霏阳

分析师

feiyang.yuan@cicc.com.cn

SAC 执证编号：S0080511030012

SFC CE Ref: A1Z727

邢庭志

分析师

tingzhi.xing@cicc.com.cn

SAC 执证编号：S0080515110002

SFC CE Ref: BGN152

陈阳

分析师

brad.chen@cicc.com.cn

SAC 执证编号：S0080513060002

SFC CE Ref: BBE952

吕若晨

分析师

ruochen.lv@cicc.com.cn

SAC 执证编号：S0080514080002

SFC CE Ref: BEE828

孙扬

联系人

Yang3.Sun@cicc.com.cn

SAC 执证编号：S0080114050007



目录

“自上而下”充满压力	5
“自下而上”寻求突破	10
寻找预期差，构建“行动组合”	12

图表

图表 1：中国食品消费弹性系数（1999~2014）和总消费弹性系数（1984~2014）	5
图表 2：中国消费结构变化趋势（2010~2014）	5
图表 3：中国各主要食品大类近年增长率与早年比较	6
图表 4：中国近 10 年主粮收购价格变化趋势（2005~2015）	6
图表 5：农民收入构成及其务农收入占比（1999~2012）	6
图表 6：中国农村人口及其食品消费支出占比（1999~2014）	7
图表 7：人均可支配收入与人均 GDP 增速间的相关性分析（1984~2014）	7
图表 8：2015 年主要农产品原料价格表现及 2016 年前瞻	8
图表 9：中国内陆及国际双边、多边自贸区一览（2014 年后）	8
图表 10：中国农产品价格国际竞争力每况愈下	9
图表 11：经济转型期个股盈利逆增长逻辑梳理	10
图表 12：中金日常消费组持推荐评级的个股与逆增长逻辑间的对应关系	11
图表 13：中金日常消费品组首期“行动组合”及其市场预期差	14



图表: A/H 股必选消费及农业估值表

代码	当前股价 2015-11-17	市值 亿元	市盈率 2014A	市盈率 2015E	市盈率 2016E	市净率 2014A	市净率 2015E	市净率 2016E	净资产收益率 (%)			股息收益率 (%)			EV/EBITDA					
									2014A	2015E	2016E	2014A	2015E	2016E	2014A	2015E	2016E			
白酒板块																				
贵州茅台	600519.SH	214.36	2693	17.5	16.5	14.9	5.0	4.2	3.5	28.7	25.2	23.3	1.9	2.0	2.2	10.3	9.8	8.5		
泸州老窖	000568.SZ	24.50	344	39.0	22.0	17.5	3.5	3.4	3.4	9.1	15.4	19.4	3.3	3.7	4.1	23.1	16.2	16.2		
洋河股份	002304.SZ	65.40	986	21.9	19.3	17.0	5.0	4.3	3.8	22.9	22.5	22.3	2.2	2.5	2.8	14.7	12.7	10.9		
山西汾酒	600809.SH	17.72	153	43.1	33.1	24.7	3.9	3.8	3.5	9.1	11.4	14.2	2.0	2.0	2.3	26.2	22.5	16.8		
古井贡酒	000596.SZ	34.80	175	29.4	26.3	22.6	4.2	3.8	3.3	14.3	14.3	14.7	1.0	1.0	1.0	21.0	19.2	15.9		
老白干酒	600559.SH	64.10	90	189.5	68.7	44.7	16.8	7.0	6.4	8.9	10.2	14.3	0.2	0.5	0.8	54.4	32.2	24.9		
*ST水井	600779.SH	11.13	54	-13.0	66.8	21.5	4.5	4.2	3.5	-34.7	6.3	16.4	0.0	0.0	0.0	-17.2	28.1	14.5		
白酒板块总体平均				43.0	33.7	22.2	5.7	4.1	3.7	9.1	14.9	17.4	1.6	1.7	2.0	17.7	18.7	14.4		
啤酒板块																				
青岛啤酒A	600600.SH	33.93	458	23.0	28.9	27.5	3.0	2.8	2.6	12.9	9.7	9.6	1.3	1.5	1.5	13.6	16.3	15.4		
燕京啤酒	000729.SZ	8.57	242	33.2	32.9	31.2	2.0	1.9	1.8	5.9	5.7	5.8	1.2	1.2	1.2	13.5	13.4	12.5		
啤酒板块总体平均				28.1	30.9	29.3	2.5	2.3	2.2	9.4	7.7	7.7	1.2	1.3	1.3	13.5	14.8	13.9		
葡萄酒板块																				
张裕A	000869.SZ	38.75	266	27.2	23.5	22.1	3.9	3.5	3.1	14.3	14.7	14.0	1.1	1.1	1.1	19.8	16.2	15.0		
葡萄酒板块总体平均				27.2	23.5	22.1	3.9	3.5	3.1	14.3	14.7	14.0	1.1	1.1	1.1	19.8	16.2	15.0		
肉制品板块																				
双汇发展	000895.SZ	19.87	656	16.2	15.8	14.6	4.2	4.0	3.8	26.1	25.4	26.1	4.8	5.1	5.5	11.1	10.8	9.9		
肉制品板块总体平均				16.2	15.8	14.6	4.2	4.0	3.8	26.1	25.4	26.1	4.8	5.1	5.5	11.1	10.8	9.9		
乳制品板块																				
伊利股份	600887.SH	15.72	953	23.2	22.0	18.7	5.2	4.7	4.2	22.2	21.3	22.3	2.5	2.7	3.2	16.1	14.0	10.5		
光明乳业	600597.SH	16.22	200	33.5	31.0	25.0	4.4	4.1	3.6	13.1	13.1	14.6	1.4	1.4	1.4	16.8	14.4	12.1		
贝因美	002570.SZ	16.38	167	243.1	-107.7	363.0	4.7	4.9	4.8	1.9	-4.6	1.3	0.0	0.0	0.0	87.4	-637.7	82.4		
乳制品板块总体平均				28.4	26.5	21.8	4.8	4.5	4.2	12.4	9.9	12.7	1.3	1.4	1.5	40.1	14.2	11.3		
调味品板块																				
海天味业	603288.SH	34.15	924	44.2	36.8	31.2	12.3	10.6	9.1	27.9	28.8	29.1	2.5	1.6	1.9	32.8	26.6	22.2		
中炬高新	600872.SH	14.48	115	40.3	49.7	40.1	4.9	4.6	4.2	12.2	9.2	10.5	0.6	0.6	0.6	25.8	22.4	18.8		
恒顺醋业	600305.SH	23.35	70	94.1	32.8	45.4	5.6	4.8	4.4	5.9	14.7	9.6	0.2	0.2	0.2	27.8	26.1	21.4		
安琪酵母	600298.SH	29.79	98	66.7	37.6	26.9	3.5	3.2	3.0	5.2	8.6	11.0	0.5	0.9	1.2	18.9	15.7	13.1		
加加食品	002650.SZ	7.17	83	62.8	51.8	44.7	4.7	4.5	4.2	7.6	8.6	9.3	0.6	0.7	0.8	43.0	37.3	31.5		
调味品板块总体平均				61.6	41.7	37.7	6.2	5.5	5.0	11.8	14.0	13.9	0.9	0.8	0.9	29.7	25.6	21.4		
综合食品板块																				
百润股份	002568.SZ	41.85	375	657.9	44.7	27.2	57.8	26.9	26.3	8.8	60.3	96.6	0.3	3.6	3.6	591.0	37.8	23.3		
承德露露	000848.SZ	14.66	110	24.9	23.5	21.6	8.4	6.9	5.9	33.7	29.2	27.4	1.6	2.3	2.5	16.2	15.0	13.6		
三全食品	002216.SZ	11.11	89	110.3	103.9	88.2	2.4	2.3	2.3	2.2	2.2	2.6	0.5	0.9	0.9	86.7	53.5	37.6		
洽洽食品	002557.SZ	17.25	87	29.8	23.6	21.2	3.2	3.0	2.8	10.8	12.6	13.3	1.9	2.8	3.1	20.3	16.1	14.8		
克明面业	002661.SZ	48.36	41	63.4	54.1	42.9	5.6	5.3	4.9	8.9	9.9	11.5	0.9	0.9	0.8	38.7	30.5	24.5		
涪陵榨菜	002507.SZ	19.00	61	46.4	38.8	34.8	5.4	4.9	4.4	11.6	12.5	12.7	3.4	2.6	2.9	34.5	26.5	23.7		
好想你	002582.SZ	15.62	23	42.9	51.2	44.3	1.6	1.6	1.6	3.8	3.2	3.5	1.7	1.7	1.7	19.1	19.5	15.8		
黑芝麻	000716.SZ	11.42	36	58.4	42.3	32.3	2.0	1.9	1.9	3.4	4.6	5.7	0.5	0.7	0.9	28.1	24.9	19.6		
综合食品板块总体平均				129.2	47.8	39.1	10.8	6.6	6.3	10.4	16.8	21.7	1.4	1.9	2.1	104.3	28.0	22.6		
食品饮料																				
公司 港股/B股	代码	股价 2015-11-17	目标价	市值 百万港元	评级	市盈率 (x)			市净率 (x)			净资产收益率 (%)			股息收益率 (%)			EV/EBITDA (x)		
						2014A	2015E	2016E	2014A	2015E	2016E	2014A	2015E	2016E	2014A	2015E	2016E	2014A	2015E	2016E
食品饮料																				
中国食品	0506.HK	3.79	6.50	10,601	确信买入	n.m	35.1	15.2	1.8	1.7	1.5	n.m	4.9	10.2	0.0	0.0	0.0	n.m	10.6	7.5
万洲国际	0288.HK	3.96	6.56	58,008	确信买入	9.8	10.3	9.4	1.4	1.2	1.1	14.1	11.8	11.8	0.0	2.9	3.2	5.6	6.7	6.0
康师傅控股	0322.HK	11.78	15.10	66,002	推荐	21.3	23.6	16.6	2.8	2.7	2.4	13.2	11.3	14.6	2.3	2.1	3.0	9.7	8.8	6.9
合生元	1112.HK	13.72	9.30	8,643	确信卖出	8.5	432.8	56.6	2.6	2.9	2.8	30.5	0.7	4.9	4.7	0.0	0.0	5.2	33.6	31.4
雅士利国际	1230.HK	1.99	2.80	9,444	确信买入	31.2	44.3	31.7	2.4	1.2	1.1	7.8	2.6	3.6	1.0	0.7	0.9	18.0	23.4	14.7
蒙牛乳业	2319.HK	13.72	18.10	53,830	推荐	18.8	16.4	14.9	1.0	0.9	0.9	5.5	5.7	5.7	2.5	3.0	3.3	7.5	10.5	11.5
现代牧业	1117.HK	2.12	3.00	11,246	推荐	6.9	9.2	6.8	1.3	1.1	1.0	18.5	12.5	15.0	0.0	0.0	0.0	6.8	7.2	6.1
中国圣牧	1432.HK	1.70	2.75	10,802	推荐	12.5	10.2	7.8	2.4	1.9	1.5	19.1	19.0	19.9	0.0	0.0	0.0	13.3	10.6	9.2
青岛啤酒股份	0168.HK	34.85	49.00	47,082	中性	19.5	19.4	18.7	2.5	2.3	2.1	12.9	11.9	11.4	1.6	1.7	1.7	11.4	10.7	9.9
张裕B	200869.SZ	24.88	41.00	27,139	推荐	14.3	12.4	11.7	2.1	1.8	1.6	14.3	14.7	14.0	2.2	2.2	2.2	10.8	8.9	8.2
中国旺旺	0151.HK	6.31	7.60	81,970	中性	17.3	17.3	16.3	5.2	4.6	3.9	30.3	26.4	23.8	3.0	3.0	3.2	11.7	11.2	10.0
统一企业中国	0220.HK	7.06	5.70	30,494	回避	87.8	31.1	27.9	2.3	2.2	2.0	2.6	7.0	7.3	0.2	0.6	0.7	16.4	11.5	10.3
平均						24.5	54.1	19.5	2.2	1.9	1.8	14.2	10.0	11.1	1.5	1.4	1.5	10.5	12.4	10.8
林业造纸																				
理文造纸	2314.HK	4.62	5.10	21,179	推荐	11.1	9.3	7.8	1.2	1.1	1.0	10.9	12.0	12.9	3.1	3.7	4.5	9.8	8.8	7.2
玖龙纸业	2689.HK	4.76	6.00	22,211	推荐	10.4	12.9	8.3	0.7	0.7	0.7	7.1	5.5	8.0	2.0	1.8	3.0	8.6	8.4	6.5
维达国际	3331.HK	15.98	18.00	15,965	中性	26.9	23.4	19.8	3.1	2.8	2.5	11.7	12.1	12.8	0.8	0.9	1.0	3.1	2.8	2.1
恒安国际	1044.HK	78.85	74.50	96,046	中性	24.7	23.6	21.1	5.5	5.0	4.6	22.3	21.3	21.6	2.5	2.6	2.9	15.8	14.0	13.1
平均						18.3	17.3	14.3	2.6	2.4	2.2	13.0	12.7	13.8	2.1	2.3	2.9	9.3	8.5	7.2
农业																				
卜蜂国际	0043.HK	0.93	1.30	22,387	推荐	12.1	11.5	10.7	2.6	2.4	2.1	21.3	20.5	19.8	4.2	4.3	4.7	9.3	11.1	9.3
长寿花食品	1006.HK	5.05	8.00	2,896	推荐	8.9	8.7	7.5	1.1	1.0	0.9	12.3	11.7	12.3	4.8	2.3	2.7	4.6	4.7	4.0
中国粮油控股	0606.HK	2.80	4.00	14,700	推荐	n.m	1,122.5	15.0	0.5	0.5	0.5	n.m	0.0	3.4	0.0	0.0	0.0	19.4	13.7	9.5
平均						10.5	380.9	11.1	1.4	1.3	1.2	16.8	10.8	11.8	3.0	2.2	2.5	11.1	9.8	7.6



公司	代码	投资评级	当前股价	总市值 (百万元)	每股净利润（元）			市盈率			市净率			净资产收益率(%)			
					2014A	2015E	2016E	2014A	2015E	2016E	2014A	2015E	2016E	2014A	2015E	2016E	
A股覆盖农业公司																	
种植	北大荒	600598.SH	推荐	15.50	27,554	0.45	0.57	0.70	34.5	27.1	22.2	4.9	4.6	4.3	14.1	16.9	19.3
	牧原股份	002714.SZ	推荐	52.00	25,168	0.17	1.16	3.25	313.9	44.8	16.0	12.9	10.1	6.4	4.1	22.5	39.8
养殖	圣农发展	002299.SZ	推荐	18.80	20,885	0.07	-0.30	1.01	274.2	n.m	18.5	6.6	3.9	3.3	2.4	-6.2	17.6
	益生股份	002458.SZ	推荐	25.85	7,326	0.08	-1.16	0.82	311.6	n.m	31.7	10.4	6.5	5.4	3.3	-29.3	17.1
	大北农	002385.SZ	推荐	12.68	34,664	0.32	0.30	0.46	39.8	42.9	27.5	5.4	4.9	4.2	13.5	11.4	15.5
饲料	海大集团	002311.SZ	推荐	14.00	21,523	0.35	0.48	0.64	40.0	29.4	21.8	5.0	4.5	3.9	12.4	15.3	18.0
	新希望	000876.SZ	中性	18.99	39,577	0.97	1.18	1.45	19.6	16.1	13.1	2.2	2.0	1.8	11.5	12.6	13.5
种业	隆平高科	000998.SZ	推荐	21.35	21,267	0.36	0.51	0.63	58.6	41.9	33.9	11.1	9.0	7.4	19.0	21.4	21.8
	登海种业	002041.SZ	推荐	17.50	15,400	0.43	0.50	0.62	40.5	35.0	28.1	7.7	6.5	5.5	19.0	18.5	19.4
A股覆盖总体平均								125.8	33.9	23.6	7.4	5.8	4.7	11.0	9.2	20.2	
A股覆盖中值								40.5	35.0	22.2	6.6	4.9	4.3	12.4	15.3	18.0	

资料来源：万得资讯，公司数据，中金公司研究部

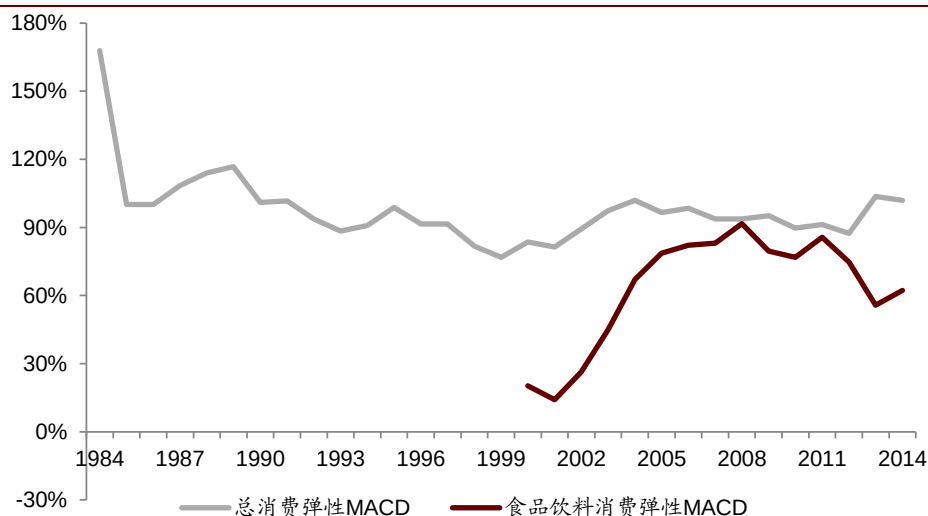


“自上而下” 充满压力

我们从消费、收入、成本、竞争等领域感受到日常消费品行业与日俱增的成长压力：

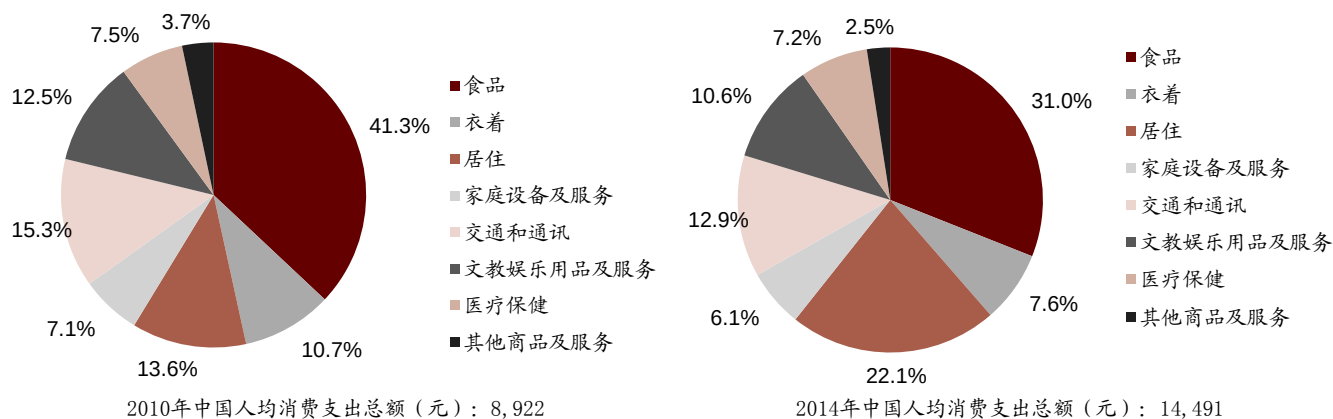
食品消费弹性系数自 2010 年以来出现趋势性下滑，且与同期总消费弹性系数间的折扣率逐渐扩大(图表 1)，食品消费占总消费支出的比重从 2010 年 41.3% 跌至 2014 年 31%，从数据看被同期居住类消费占比快速提升所挤占(图表 2)。与此相呼应的是，2013 年以来几乎所有食品子行业收入年均增幅较 2002~2012 都出现大幅下滑(图表 3)，反映消费行为的急剧变化。

图表 1：中国食品消费弹性系数（1999~2014）和总消费弹性系数（1984~2014）



资料来源：国家统计局，中金公司研究部

图表 2：中国消费结构变化趋势（2010~2014）



资料来源：国家统计局，中金公司研究部



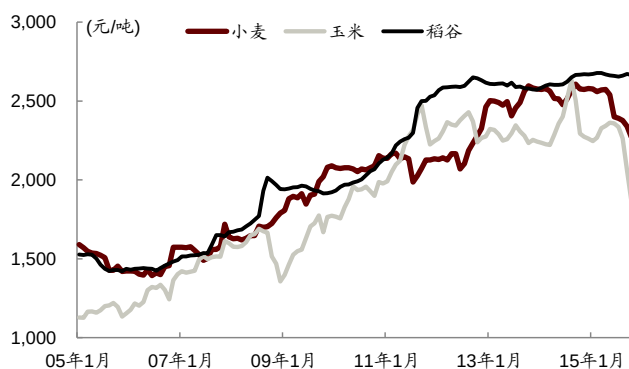
图表 3：中国各主要食品大类近年增长率与早年比较



资料来源：国家统计局，中金公司研究部

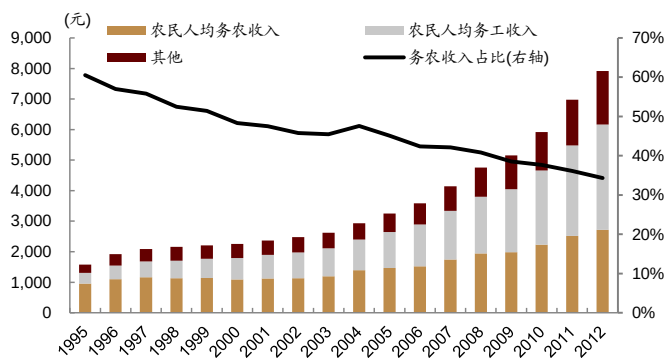
预计来年农民务农收入存在下行压力，因为今年秋收国内主粮中小麦和玉米收购价格均出现双位数下滑（图表 4）。务农收入占到当前农村人均收入近 35%（图表 5），截止 2014 年末农村人口占比 45%，其食品消费支出占比 34%（图表 6）。经济增速下行同样也会影响人均可支配收入增长预期，因为两者间存在较强相关性（图表 7），同时，我们已开始听到企业通过裁员缩减开支保障利润的声音（如年初至今旺旺与统一中控已分别在销售领域裁员千人以上）。

图表 4：中国近 10 年主粮收购价格变化趋势（2005~2015）



资料来源：彭博资讯，中国经济数据库，中金公司研究部

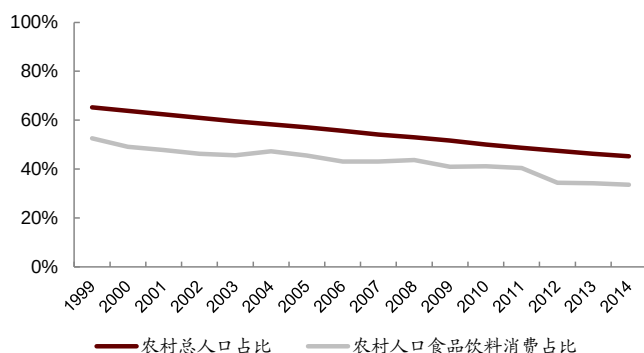
图表 5：农民收入构成及其务农收入占比（1999~2012）



资料来源：国家统计局，中金公司研究部

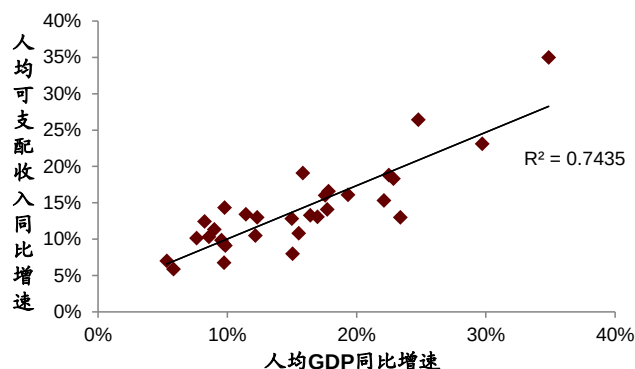


图表 6：中国农村人口及其食品消费支出占比
(1999~2014)



资料来源：国家统计局，中金公司研究部

图表 7：人均可支配收入与人均 GDP 增速间的相关性分析
(1984~2014)

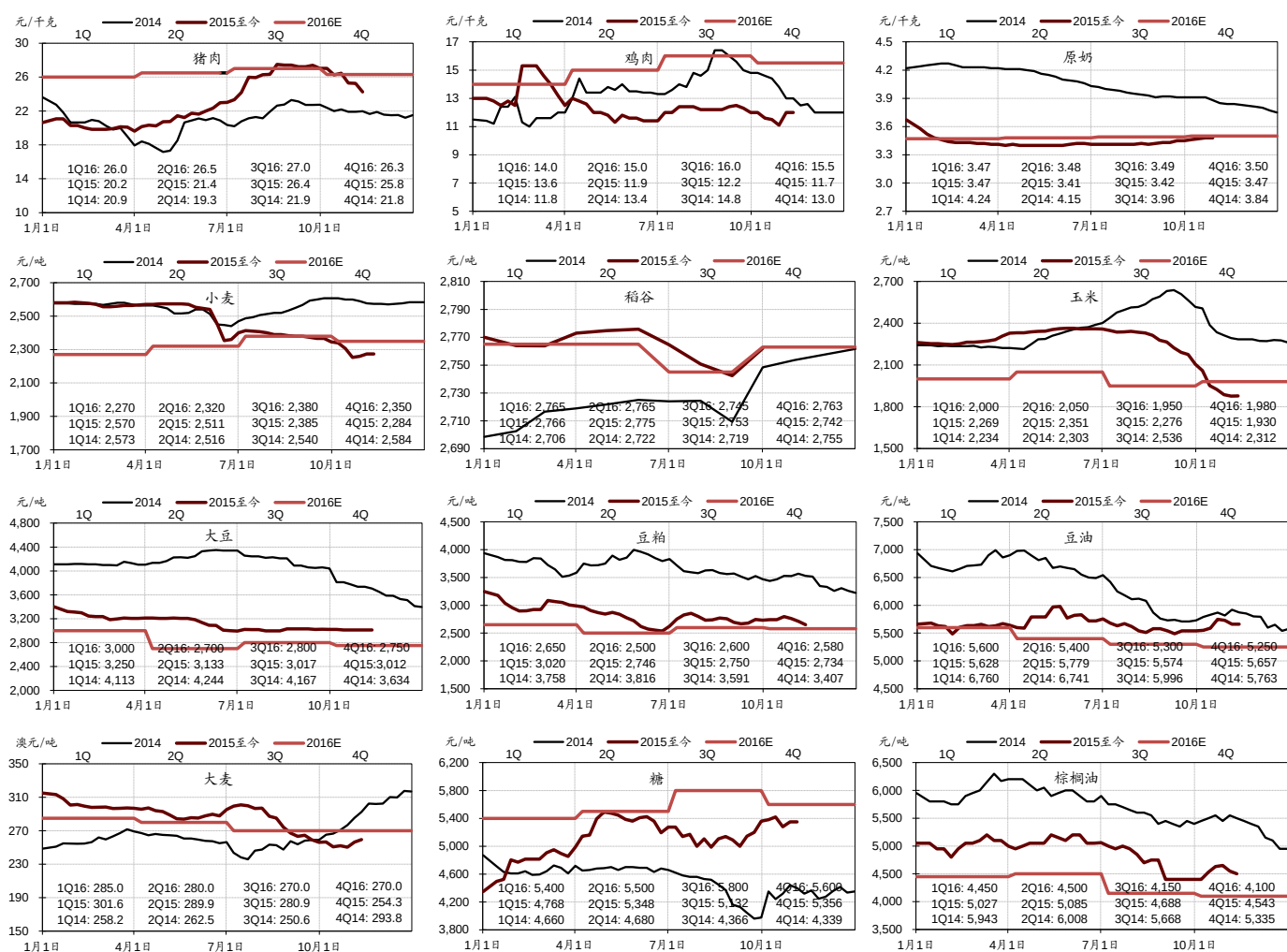


资料来源：国家统计局，中金公司研究部

来年下游企业成本端红利大概率不及 2015 年：如果说今年主要农产品原料成本优势尚可支撑下游企业通过增加促销开支维持销售增长并不损及利润率水平的话，这种优势很可能在来年大幅缩减，甚至部分农产品价格（如原奶、猪禽肉、糖等）还有轻微回升的风险（图表 8）。



图表 8：2015 年主要农产品原料价格表现及 2016 年前瞻



资料来源：万得资讯，彭博资讯，中金公司研究部

中国市场快速迎来全球成本竞争压力：政经两方面的原因导致双边、多边及内陆自贸区（图表 9）越开越多，中国农产品因成本与价格劣势而受冲击的案例只会与日俱增（图表 10）。全球市场越来越走向一体化，一体化影响一方面来自海外产品直接进口压力，另一方面则间接体现在对国内产品提价游戏的制约上。我们相信，除了已经切身体会到的葡萄酒、奶粉、液态奶和猪肉以外还会有更多产品逐渐感受到同样的进口竞争压力。

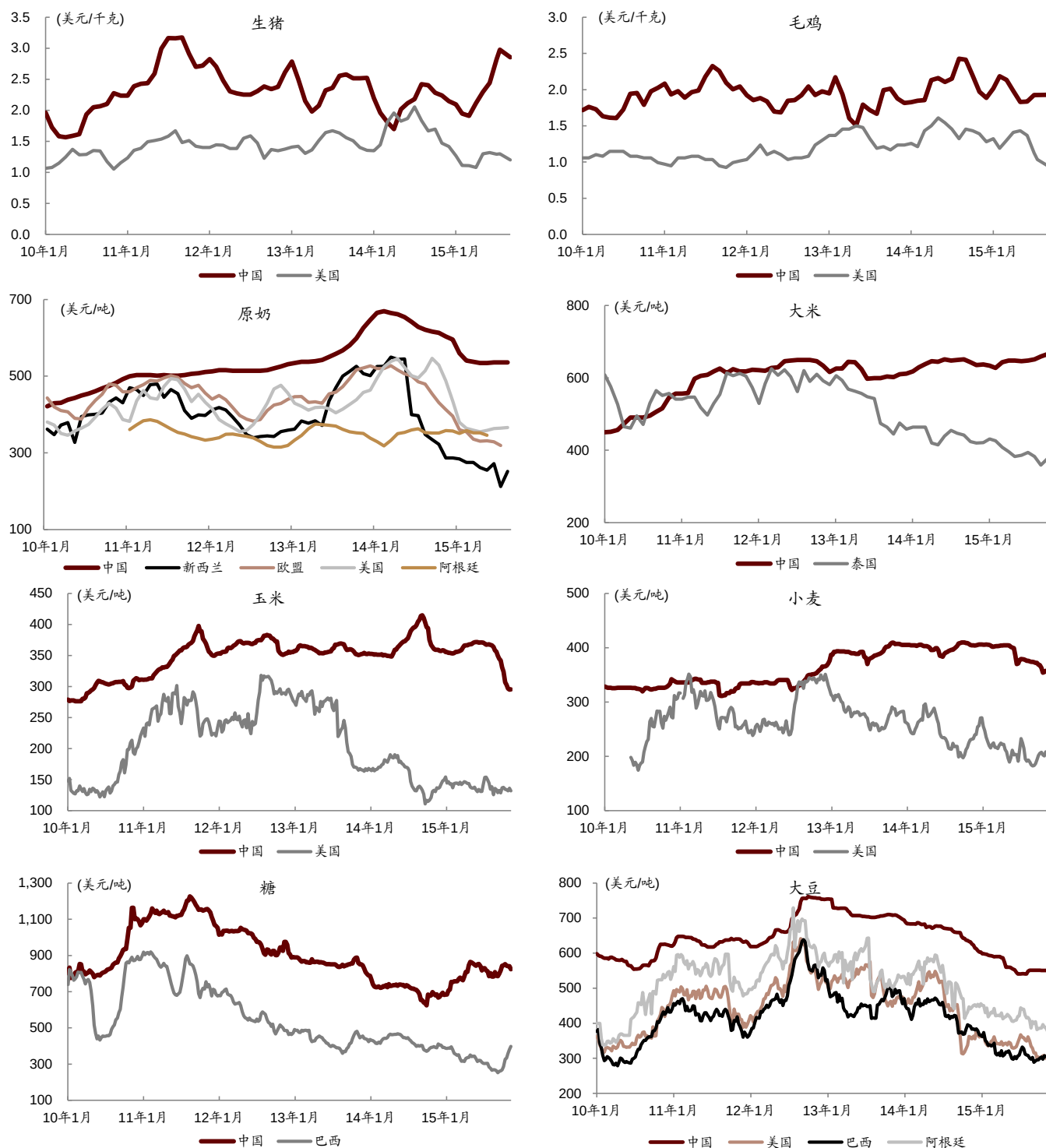
图表 9：中国内陆及国际双边、多边自贸区一览（2014 年后）

中国已建立及计划建立自贸区		对外双边和多边自贸区协议	
批次	自贸区名称	协议名称	涉及国家
第一批（2013.9.29）	上海自贸区	已签订	《中华人民共和国政府和大韩民国政府自由贸易协定》 韩国
	天津自贸区		《中华人民共和国政府和澳大利亚政府自由贸易协定》 澳大利亚
第二批（2015.4.21）	福建自贸区	正在谈判	中国与海湾合作委员会 沙特阿拉伯、阿联酋、科威特、阿曼、卡塔尔、巴林
	广东自贸区		中国-挪威自贸协定 挪威
	陕西、甘肃、河南、湖北、吉林、辽宁、山东、广西、重庆、四川		中日韩自贸协定 日本、韩国
第三批（申报，待审批）			《区域全面经济伙伴关系》（RCEP）协定 东盟10国、日本、韩国、澳大利亚、新西兰、印度
			中国-东盟自贸协定（10+1）升级谈判 东盟10国
			中国-马尔代夫自贸协定 马尔代夫
			中国-斯里兰卡自贸协定 斯里兰卡

资料来源：公开网络，中金公司研究部



图表 10: 中国农产品价格国际竞争力每况愈下



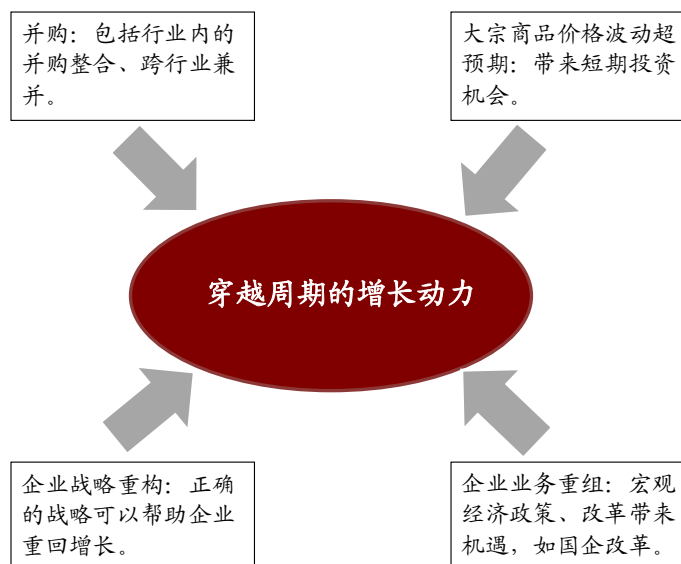
资料来源: 彭博资讯, 万得资讯, 国际奶业协会, 美国农业部, 中金公司研究部



“自下而上”寻求突破

“自上而下”诸多压力提示我们适时转向“自下而上”选股理念的必要性，日常消费品迎来“自下而上”的年代。我们提出，经济转型期企业盈利逆增长动力主要来自：一是并购整合，包括行业内的并购整合、跨行业兼并实现业务多元化以及跨境收购打造全球市场的努力；二是企业通过战略重塑迎来业绩强劲反弹，企业战略通常需要按阶段做出调整，以适应变化中的市场。调整既包括战略层面，也包括执行层面甚至高管团队的调整。如果调整到位，企业业绩会有短时快速回升；三是改革推动下的业务重组机会，与战略重塑不改变企业业务范畴不同，业务重组是基于投资回报率理念，调整企业现有业务范围的重要举措，包括买入具有发展前景的新业务以及出售表现欠佳的旧业务等；四是农产品价格波动超预期带来短期投资机会的故事（图表 11）。

图表 11：经济转型期个股盈利逆增长逻辑梳理

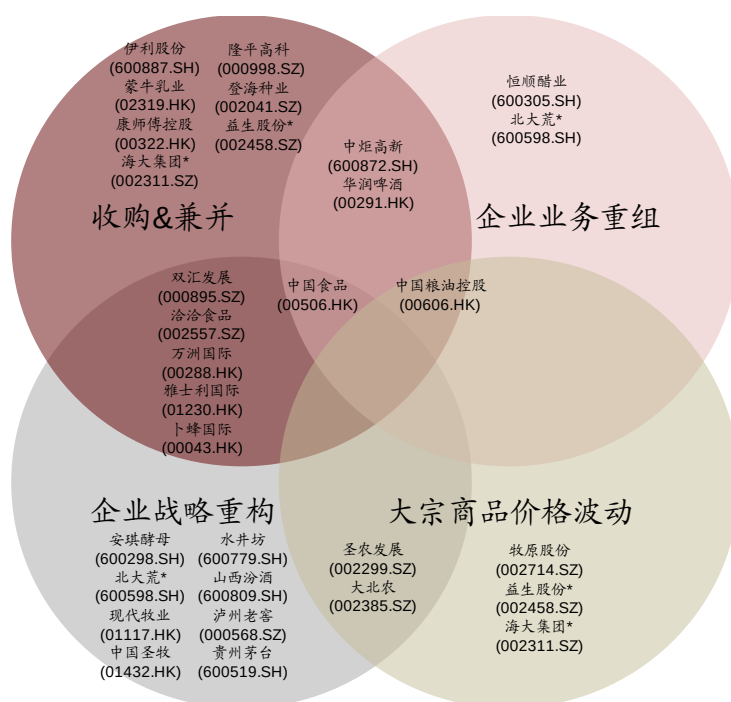


资料来源：中金公司研究部

我们试图将日常消费品板块中获推荐评级的个股与上述动力一一对应，结果发现大多数持推荐评级的个股的确可以找到一个甚至多个这样的动力（图表 12）。从中，我们进一步优选出 7 只个股，由于我们对这些公司 2015~2017 年盈利预测与市场存在显著预期差，我们相信其股价会在未来 12 个月中跑赢（输）同期指数 20% 以上，故将这些公司编入首期“行动组合”。今后我们将会持续更新这一组合，以迎合“自下而上”时代选股需要。



图表 12：中金日常消费组持推荐评级的个股与逆增长逻辑间的对应关系



资料来源：中金公司研究部 注：1）*表示横跨两个对角因素的个股；2）中国食品（00506.HK）为确信买入评级。



寻找预期差，构建“行动组合”

我们按照盈利预期差寻找有望在未来 12 个月内大幅跑赢（输）同期指数的个股，并构建首期“行动组合”（图表 13）如下：我们建议买入（按离目标价涨幅大小排序）水井坊、中国食品（确信买入）、山西汾酒、中国粮油控股、圣农发展，并建议卖出（按离目标价跌幅大小排序）合生元（确信卖出）、统一中控，每只个股的入选理由简述如下：

► 水井坊（600779.CH/目标价 23.4 元/股价上行空间 107%）

公司产品战略重心从高端 600~700 元调整为 300~350 元次高端定位，品牌力+产品力+渠道动力同步发力。目前市场对公司盈利和基本面发生的重大变化没有明确预期，认为水井坊 2015 年营收增长属超跌反弹。按照我们的预测，水井坊 2016 年 65% 的营收增速将大超高端酒平均 15% 左右的增速预期，公司正迎来基本面和业绩的反转。

1. 打造战略新品水井坊臻酿 8 号，300~350 元零售价格，经过一年培育，2015 年营收 3.8 亿，占比 46.7%，增速超过 400%。
2. 省外营收占比 85%，预期仅臻酿 8 号 2016 年将翻倍增长达到 7.6 亿元，同比增 65%。
3. 2016 年营收预计 13.5 亿，2017 年 20.3 亿，2016/2017 净利润预计 2.52 亿/4.84 亿，给予公司 2016 年 45X P/E，目标价 23.4 元，上调评级至“推荐”。

► 中国食品（506.HK/目标价 6.5 港元/股价上行空间 72%）

目前市场对公司业绩持续复苏和中粮集团国企改革进展仍持谨慎观望态度。但我们认为，公司业绩复苏有望延续（预计 2015 年和 2016 年净利润比当前市场一致预期高出 11% 和 66%），集团国企改革进程可能提速，或将带来股价大幅上扬，当前股价下公司 2016 年市盈率仅 15 倍，重申确信买入评级：

1. 葡萄酒业务渠道去库存逐步完成后销量和利润率有望持续修复，同时进口酒业务维持高速增长；
2. 食用油业务利润率受益结构改善、低原料成本以及供应链管理改善而持续提升；
3. 集团国企改革步伐加快，未来围绕各层级母子公司的混合所有制改革、管理层持股和业务单元重组均有望推进，更不排除公司成为集团大食品板块控股平台的可能性。

► 山西汾酒（600809.CH/目标价 25.9 元/股价上行空间 46%）

我们 2015/2016 年净利预期超市场一致预期 19%/25%，核心差异在于我们预期公司开始全国化增长，四季度将产生 9,900 万利润。公司管理水平持续提升，前三季已对销售费用进行合理摊销，特别是广告传播费用。经销商返利基本取消，并且补贴采取季度结算方式及时到达，不同于往年。

1. 战略重心和资源投入重心从 300~700 元高端青花转向 10 年老白汾+15/20 年青花汾酒，定价 120/200~250 元中高端升级价位。
2. 2015 年 Q3 开始实现 15% 营收增长，中高端两大单品开始发力提升营收增速，中国经销商正在重新重视大品牌代理。



3. 预计未来三年营收 15%增速，净利 30%增速，净利率从 11%向 16~17%迈进。
4. 按照 P/E 估值，给予 2016 年 36X P/E，参考 P/S 5.5 倍，目标价 25.9 元，重申推荐。

► **中国粮油控股 (606.HK/目标价 4 港元/股价上行空间 43%)**

公司股价受制大宗商品价格下跌和产能过剩而长期交易在 0.5 倍市净率附近。我们认为，市场目前对公司业绩反转前景预期太过保守，我们预计 2016 年公司实际净利润将比当前市场一致预期高出 59%，且随着中粮集团国企改革速度加快，公司估值有望向 1.0 倍市净率靠近，重申推荐评级：

1. 压榨利润率有望进一步改善，因得益于需求端边际改善（特别是豆粕）和大豆成本持续走低；
2. 油价基本触底，玉米价格下降和糖价上行料提振生化板块盈利能力；
3. 公司将来可能成为集团粮油板块控股平台，整合过程或循序渐进，股权多元化等国企改革措施亦可能同步开展。

► **圣农发展 (002299.CH/目标价 25 元/股价上行空间 33%)**

公司作为禽链龙头价值尚未完全兑现，估值安全且业绩弹性巨大。判断 2016/2017 年每股收益 1.01/1.52 元，分别超市场预期 9%/27%，超预期逻辑在于：我们预测本轮行业反转时点快于预期，父母代存栏结构差异导致后续产能加速出清，同时对 2016 年出栏量释放信心更为坚定：

1. 行业已处底部区间：鸡价向上拐点最早年内可见，并在 2016 年迎来景气上行，提振公司销售单价；
2. 低位加码产能：预计 2015 至 2017 年出栏量 3.6/4.3/5.0 亿羽，放大业绩向上弹性；
3. 原料成本向下：玉米价格中枢下调且豆粕价格低位徘徊，码头项目推进则在长期摊薄成本；
4. 持续关注其他潜在预期差：KKR 对公司效率提升以及加盟店模式对销售渠道的梳理。给予 2016 年 25 倍市盈率，对应 25 元目标价，重申推荐。

► **合生元 (1112.HK/目标价 9.3 港元/股价下行空间 32%)**

收购澳洲保健品公司 Swisse 及主题炒作“全面二胎政策”推动公司股价短期反弹，但奶粉主业进一步恶化，而且收购业务短期难有盈利贡献（被高财务成本和收购相关费用所抵消）。考虑到 15 年 3 季度业绩大幅低于预期，大幅下调净利润预测，2015 年净利润给出下滑 90%的盈利警告。下调 2015/16 年净利润 96%/71%，下调 2015 年底目标价 21%至 9.3 港元。下调后的 2015/2016 盈利预测分别大幅低于市场一致预期 97%/80%，纳入确信卖出。

1. Swisse 高增长持续性存疑（因中国市场运营牌照可能至少需要 2 年申请期），其早先失败的海外扩张以及需要高市场投入方能支撑终端需求的商业模式暗示了这样的风险；
2. 奶粉主业去库存和价格下行压力预计将延续至 2016 年，事业部重新合并及人员规模缩减凸显当前窘境；



3. 经营风险与财务风险相倚相伏，脆弱的资产负债表和不确定的经营现金流或是未来几年公司需要花大力气解决的问题。

► **统一中控 (220.HK/ 目标价 5.7 港币/ 股价下行空间 19%)**

成功推出明星饮料产品(海之言和小茗同学)、方便面竞争趋缓及大宗原料下降促成 2015 年业绩反转。同时“产品创新”标签使其估值列于港股必需消费之最，背后隐含未来两年收入和净利润复合增速维持在 7%和 17%的市场一致预期。但我们认为实际情况恐逊色很多，我们预计 2015 年和 2016 年公司净利润低于当前一致预期 7%和 11%，高估值亦难以维持，重申回避评级：

1. 海之言增长已开始放缓，且预计老品中奶茶、果汁和冰红冰绿茶仍将继续受到公司自身新品和其它竞品挤压。考虑方便面短期亦难有作为，年均 7%收入增速仍过于乐观；
2. 成本红利与面的竞争减缓对毛利率的正贡献从 2016 年起将会大幅下降，部分原料（如糖）价格还有回升风险；
3. 明星单品增长压力显现可能导致费用率回升；
4. 销量下滑，维持 20 亿以上资本开支将导致产能利用率继续走低，压制利润率水平。

图表 13：中金日常消费品组首期“行动组合”及其市场预期差

公司	代码	目标价	市值 百万元	评级	市盈率 (x)			市净率 (x)			净资产收益率 (%)			股息收益率 (%)			EV/EBITDA (x)		
					2014A	2015E	2016E	2014A	2015E	2016E	2014A	2015E	2016E	2014A	2015E	2016E	2014A	2015E	2016E
中国食品-H	0506.HK	6.5	8,718	确信买入	n.m	35.1	15.2	1.8	1.7	1.5	n.m	4.9	10.2	0.0	0.0	0.0	n.m	10.6	7.5
合生元-H	1112.HK	9.3	7,108	确信卖出	8.5	432.8	56.6	2.6	2.9	2.8	30.5	0.7	4.9	4.7	0.0	0.0	5.2	33.6	31.4
统一企业中国-H	0220.HK	5.7	25,078	回避	87.8	31.1	27.9	2.3	2.2	2.0	2.6	7.0	7.3	0.2	0.6	0.7	16.4	11.5	10.3
中国粮油控股-H	0606.HK	4.0	12,089	推荐	n.m	1,122.5	15.0	0.5	0.5	0.5	n.m	0.0	3.4	0.0	0.0	0.0	19.4	13.7	9.5
圣农发展-A	002299.SZ	25.0	20,885	推荐	274.2	n.m	18.5	6.6	3.9	3.3	2.4	-6.2	17.6	0.0	0.0	0.0	54.3	11.2	8.0
山西汾酒-A	600809.SH	25.9	15,343	推荐	43.1	33.1	24.7	3.9	3.8	3.5	9.1	11.4	14.2	2.0	2.0	2.3	26.2	22.5	16.8
*ST水井-A	600779.SH	23.4	5,438	推荐	n.m	66.8	21.5	4.5	4.2	3.5	n.m	6.3	16.4	0.0	0.0	0.0	n.m	28.1	14.5

收入			2015E			2016E			2017E		
代码	公司	货币	中金预测	一致预期	预期差	中金预测	一致预期	预期差	中金预测	一致预期	预期差
0506.HK	中国食品	百万港币	29,014	29,128	-0.4%	30,976	31,340	-1.2%	33,132	34,596	-4.2%
1112.HK	合生元	百万人民币	3,868	4,263	-9.3%	3,725	4,643	-19.8%	3,685	5,195	-29.1%
0220.HK	统一企业中国	百万人民币	22,252	22,392	-0.6%	22,665	23,833	-4.9%	23,164	25,594	-9.5%
0606.HK	中国粮油控股	百万港币	84,135	84,135	0.0%	91,135	90,356	0.9%	99,664	98,583	1.1%
002299.SZ	圣农发展	百万人民币	7,302	7,700	-5.2%	9,967	10,547	-5.5%	11,839	12,438	-4.8%
600809.SH	山西汾酒	百万人民币	4,215	4,191	0.6%	4,836	4,730	2.2%	5,590	5,294	5.6%
600779.SH	*ST水井	百万人民币	819	n.a	n.a	1,354	n.a	n.a	2,028	n.a	n.a

净利润			2015E			2016E			2017E		
代码	公司	货币	中金预测	一致预期	预期差	中金预测	一致预期	预期差	中金预测	一致预期	预期差
0506.HK	中国食品	百万港币	302	272	11.1%	699	422	65.7%	738	516	43.1%
1112.HK	合生元	百万人民币	16	511	-96.9%	122	596	-79.6%	124	744	-83.3%
0220.HK	统一企业中国	百万人民币	808	870	-7.2%	899	1,014	-11.3%	979	1,194	-17.9%
0606.HK	中国粮油控股	百万港币	13	(144)	n.m	978	617	58.5%	1,418	1,408	0.7%
002299.SZ	圣农发展	百万人民币	(328)	(184)	-78.0%	1,127	1,034	9.0%	1,690	1,330	27.0%
600809.SH	山西汾酒	百万人民币	464	391	18.6%	624	500	24.7%	821	614	33.6%
600779.SH	*ST水井	百万人民币	81	n.a	n.a	252	n.a	n.a	484	n.a	n.a

资料来源：万得资讯，彭博资讯，中金公司研究部



法律声明

一般声明

本报告由中国国际金融股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融股份有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中金公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。中金公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。中金公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告由受香港证券和期货委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。香港的投资者若有任何关于中金公司研究报告的问题请直接联系中国国际金融香港证券有限公司的销售交易代表。本报告作者的香港证监会中央编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）于新加坡向符合新加坡《证券期货法》及《财务顾问法》定义下的认可投资者及/或机构投资者提供。提供本报告于此类投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第 36 条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可向中金新加坡提出。本报告无意也不应，以直接或间接的方式，发送或传递给任何位于新加坡的其他人士。

本报告由受金融市场行为监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）于英国提供。本报告有关的投资和服务仅向符合《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19（5）条、38 条、47 条以及 49 条规定的人士提供。本报告并未打算提供给零售客户使用。在其他欧洲经济区国家，本报告向被其本国认定为专业投资者（或相当性质）的人士提供。

本报告将依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

特别声明

在法律许可的情况下，中金公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到中金公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

与本报告所含具体公司相关的披露信息请访问 http://research.cicc.com/disclosure_cn，亦可参见近期已发布的相关个股报告。

研究报告评级分布可从 <http://www.cicc.com.cn/CICC/chinese/operation/page4-4.htm> 获悉。

个股评级标准：“确信买入”（Conviction BUY）：分析员估测未来 6~12 个月，某个股的绝对收益在 30% 以上；绝对收益在 20% 以上的个股为“推荐”、在 -10%~20% 之间的为“中性”、在 -10% 以下的为“回避”；绝对收益在 -20% 以下“确信卖出”（Conviction SELL）。星号代表首次覆盖或者评级发生其它除上、下方向外的变更（如*确信卖出 - 纳入确信卖出、*回避 - 移出确信卖出、*推荐 - 移出确信买入、*确信买入 - 纳入确信买入）。

行业评级标准：“超配”，估测未来 6~12 个月某行业会跑赢大盘 10% 以上；“标配”，估测未来 6~12 个月某行业表现与大盘的关系在 -10% 与 10% 之间；“低配”，估测未来 6~12 个月某行业会跑输大盘 10% 以上。

本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

V150707

编辑：张莹



北京

中国国际金融股份有限公司
北京市建国门外大街1号
国贸写字楼2座28层
邮编: 100004
电话: (86-10) 6505-1166
传真: (86-10) 6505-1156

深圳

中国国际金融股份有限公司深圳分公司
深圳市福田区深南大道7088号
招商银行大厦25楼2503室
邮编: 518040
电话: (86-755) 8319-5000
传真: (86-755) 8319-9229

上海

中国国际金融股份有限公司上海分公司
上海市浦东新区陆家嘴环路1233号
汇亚大厦32层
邮编: 200120
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 5888-8976

Singapore

China International Capital
Corporation (Singapore) Pte. Limited
#39-04, 6 Battery Road
Singapore 049909
Tel: (65) 6572-1999
Fax: (65) 6327-1278

香港

中国国际金融(香港)有限公司
香港中环港景街1号
国际金融中心第一期29楼
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

United Kingdom

China International Capital
Corporation (UK) Limited
Level 25, 125 Old Broad Street
London EC2N 1AR, United Kingdom
Tel: (44-20) 7367-5718
Fax: (44-20) 7367-5719

北京建国门外大街证券营业部

北京市建国门外大街甲6号
SK大厦1层
邮编: 100022
电话: (86-10) 8567-9238
传真: (86-10) 8567-9235

上海德丰路证券营业部

上海市奉贤区德丰路299弄1号
A座11楼1105室
邮编: 201400
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 6887-5123

南京汉中路证券营业部

南京市鼓楼区汉中路2号
亚太商务楼30层C区
邮编: 210005
电话: (86-25) 8316-8988
传真: (86-25) 8316-8397

厦门莲岳路证券营业部

厦门市思明区莲岳路1号
磐基中心商务楼4层
邮编: 361012
电话: (86-592) 515-7000
传真: (86-592) 511-5527

重庆洪湖西路证券营业部

重庆市北部新区洪湖西路9号
欧瑞蓝爵商务中心10层及欧瑞
蓝爵公馆1层
邮编: 401120
电话: (86-23) 6307-7088
传真: (86-23) 6739-6636

佛山季华五路证券营业部

佛山市禅城区季华五路2号
卓远商务大厦一座12层
邮编: 528000
电话: (86-757) 8290-3588
传真: (86-757) 8303-6299

宁波扬帆路证券营业部

宁波市高新区扬帆路999弄5号
11层
邮编: 315103
电话: (86-0574) 8907-7288
传真: (86-0574) 8907-7328

北京科学院南路证券营业部

北京市海淀区科学院南路2号
融科资讯中心A座6层
邮编: 100190
电话: (86-10) 8286-1086
传真: (86-10) 8286-1106

深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号
免税商务大厦裙楼201
邮编: 518048
电话: (86-755) 8832-2388
传真: (86-755) 8254-8243

广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号
粤海天河城大厦40层
邮编: 510620
电话: (86-20) 8396-3968
传真: (86-20) 8516-8198

武汉中南路证券营业部

武汉市武昌区中南路99号
保利广场写字楼43层4301-B
邮编: 430070
电话: (86-27) 8334-3099
传真: (86-27) 8359-0535

天津南京路证券营业部

天津市和平区南京路219号
天津环贸商务中心(天津中心)10层
邮编: 300051
电话: (86-22) 2317-6188
传真: (86-22) 2321-5079

云浮新兴东堤北路证券营业部

云浮市新兴县新城镇东堤北路温氏科技园服务
楼C1幢二楼
邮编: 527499
电话: (86-766) 2985-088
传真: (86-766) 2985-018

福州五四路证券营业部

福州市鼓楼区五四路128-1号恒力城办公楼
38层02-03室
邮编: 350001
电话: (86-591) 8625 3088
传真: (86-591) 8625 3050

上海淮海中路证券营业部

上海市淮海中路398号
邮编: 200020
电话: (86-21) 6386-1195
传真: (86-21) 6386-1180

杭州教工路证券营业部

杭州市教工路18号
世贸丽晶城欧美中心1层
邮编: 310012
电话: (86-571) 8849-8000
传真: (86-571) 8735-7743

成都滨江东路证券营业部

成都市锦江区滨江东路9号
香格里拉办公楼1层、16层
邮编: 610021
电话: (86-28) 8612-8188
传真: (86-28) 8444-7010

青岛香港中路证券营业部

青岛市市南区香港中路9号
香格里拉写字楼中心11层
邮编: 266071
电话: (86-532) 6670-6789
传真: (86-532) 6887-7018

大连港兴路证券营业部

大连市中山区港兴路6号
万达中心16层
邮编: 116001
电话: (86-411) 8237-2388
传真: (86-411) 8814-2933

长沙车站北路证券营业部

长沙市芙蓉区车站北路459号
证券大厦附楼三楼
邮编: 410001
电话: (86-731) 8878-7088
传真: (86-731) 8446-2455

