

食品饮料行业 2009 年 1 月跟踪报告

高档白酒有效开瓶数下降； 中低档产品稳步增长

投资要点

- ❖ 经济增速减缓对食品饮料行业的影响完全显现。2008 年 1-11 月份，食品加工、食品制造和饮料制造业三大行业销售收入增速环比分别下降 5.3、3.4 和 1.9 个百分点，利润总额增速环比下降 22.6、17.5 和 5.8 个百分点，基本符合市场预期。
- ❖ 高档白酒有效开瓶数下降，葡萄酒单月销量负增长。高档白酒需求下降，有效开瓶数下降，社会库存增多，终端价格下降；中低档产品销量稳步增长。供需缺口变小甚至有可能出现反转，龙头公司会采取积极的保护价格稳定的措施。从整个行业销售看，09 年销量会呈现前低后高的走势，一季度增长的压力较大。2008 年 11 月，葡萄酒行业产量同比下降 0.2%，前 11 个月累计产量增长 29%。龙头公司维持稳定增长。
- ❖ 啤酒销量增速继续走低，期待成本降低。从 2008 年 10 月份开始，啤酒行业销量增速逐渐降低，我们初步预计 2008 年 12 月啤酒行业销量零增长甚至负增长。大麦价格从最高的 400-500 美元/吨下降到 250-300 美元/吨，有力地舒缓了行业成本压力，增强行业盈利能力。
- ❖ 乳业缓慢恢复，龙头企业亏损较大；节日推动猪肉消费有所增加带动猪肉价格呈现季节性反弹，仔猪和活猪价格略有反弹。
- ❖ 行业评级与公司推荐。我们继续推荐产品结构调整带动业绩增长的白酒和葡萄酒，推荐受益于成本降低的啤酒和肉制品，同时积极关注乳业的复苏。鉴于我们重点跟踪公司的成长性在行业内突出，给予贵州茅台、泸州老窖、张裕 A、承德露露和安琪酵母“买入”的投资评级，给予双汇发展、青岛啤酒、燕京啤酒“增持”评级。

重点公司盈利预测、估值及投资评级

简 称	股价	EPS			PE			PEG	评级	目标价
		08E	09E	10E	08E	09E	10E			
贵州茅台	107.29	4.65	5.6	6.4	23.1	19.2	16.8	0.80	买入	140
泸州老窖	18.75	1.01	1.25	1.62	18.6	15.0	11.6	0.44	买入	26
五粮液	14.27	0.46	0.5	0.77	31.0	28.5	18.5	1.22	买入	18
张裕 A	44.60	1.7	2.23	2.76	26.2	20.0	16.2	0.83	买入	50
安琪酵母	11.39	0.38	0.54	0.76	30.0	21.1	15.0	0.93	买入	15
承德露露	15.75	0.65	0.82	0.93	24.2	19.2	16.9	0.92	买入	18
水井坊	11.83	0.65	0.75	0.95	18.2	15.8	12.5	0.56	增持	16
山西汾酒	11.66	0.6	0.83	1.04	19.4	14.0	11.2	2.49	增持	14
双汇发展	33.14	1.13	1.35	1.66	29.3	24.5	20.0	1.38	增持	35
金枫酒业	11.41	0.59	0.67	0.78	19.3	17.0	14.6	0.96	增持	13
燕京啤酒	12.95	0.45	0.54	0.62	28.8	24.0	20.9	1.45	增持	15
青岛啤酒	19.11	0.55	0.76	0.88	34.7	25.1	21.7	1.29	增持	23
光明乳业	4.59	-0.23	0.1	0.2	—	45.9	23.0	—	中性	8
伊利股份	8.35	-1.00	0.2	0.4	—	41.8	20.9	—	中性	10

资料来源：中信数量化投资分析系统 注：股价为 2009 年 1 月 9 日收盘价。

强于大市（维持）

中信证券研究部

许彪

电话：010-84588229

邮件：xb@citics.com

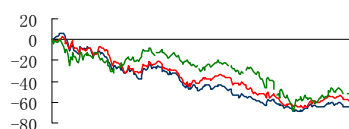
薄官辉

电话：010-84588078

邮件：bgh@citics.com

相对指数表现

—— 中标300 —— 食品饮料 —— H股指数



080102 080318 080529 080807 081023 081231

资料来源：中信数量化投资分析系统

相关报道

1. 《食品饮料行业 2008 年 11 月跟踪报告——第三季度增速放缓，龙头企业仍为行业首选》2008 年 11 月 11 日
2. 《食品饮料行业专题报告—行业趋势重于宏观波动》2008 年 10 月 10 日
3. 《食品饮料行业 2008 年 10 月跟踪报告——投资食品饮料，为消费旺季储备》2008 年 10 月 8 日
4. 《食品饮料行业重大事项点评——市场传言引发股价下跌，估值水平进入安全区间》2008 年 9 月 24 日
5. 《乳制品行业重大事项点评——龙头企业有不可推卸的责任》2008 年 9 月 19 日
6. 乳品行业跟踪报告——三鹿奶粉事件凸显乳业行业“危”与“机”2008 年 9 月 18 日

目 录

三大行业增速加速回落	1
白酒：高档白酒有效开瓶数下降，中低档产品销量增长较好	2
葡萄酒：行业单月销量首显负增长	3
啤酒：销量增速继续走低，期待成本降低	4
黄酒：增速亦下降	5
乳业：行业缓慢恢复，龙头企业亏损较大	6
屠宰及肉制品：猪价季节性上涨	7
行业投资策略与公司选择	8

插图目录

图 1：食品饮料三大行业收入增速加速回落	1
图 2：食品饮料行业利润总额增速随收入增速快速回落	1
图 3：白酒行业 07 年与 08 年产量对比	2
图 4：白酒行业 07 年与 08 年销售收入对比	2
图 5：白酒 07 年与 08 年利润总额对比	2
图 6：白酒行业 07 与 08 年平均价格对比	2
图 7：2008 年 11 月葡萄酒产量负增长	3
图 8：07 年与 08 年葡萄酒销售收入对比	3
图 9：葡萄酒 07 年与 08 年利润总额对比	4
图 10：葡萄酒 2008 年月度平均价格走势	4
图 11：08 年啤酒产销量增速大幅降低	4
图 12：啤酒行业 08 年收入增速稳定	4
图 13：08 年啤酒行业前 11 个月利润同比降低	5
图 14：2008 年啤酒行业吨盈利能力下降	5
图 15：黄酒 2007 年与 2008 年销售收入对比	5
图 16：黄酒行业 2007 年与 2008 年利润总额对比	5
图 17：乳制品 07 年与 08 年产量对比	6
图 18：液体乳 07 年与 08 年产量对比	6
图 19：乳制品 07 年与 08 年销售收入对比	6
图 20：乳制品 2007 年与 2008 年利润总额对比	6
图 21：屠宰及肉制品 07 年与 08 年销售收入对比	7
图 22：屠宰及肉制品 07 年与 08 年利润总额对比	7
图 23：2008 年待宰活猪价格 12 月份价格略有反弹	7

表格目录

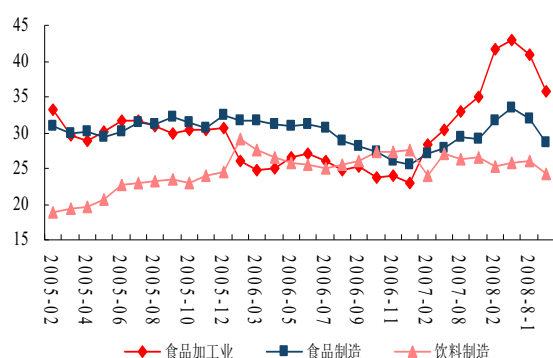
表 1：主要子行业增速比较	1
表 2：食品饮料行业重点上市公司分季度盈利预测	8
表 3：重点上市公司盈利预测、估值及评级	8

三大行业增速加速回落

经济增长减缓对食品饮料行业的影响完全显现。经济下滑导致行业需求变弱，消费者的消费量减少；伴随着全球经济的下滑，大宗商品的价格下跌，这也助推了行业收入增速的下降。市场也预料到随经济下滑，消费者对食品饮料消费的下降，从而带来的整个行业收入增速下降的行为，目前，幅度基本符合预期。

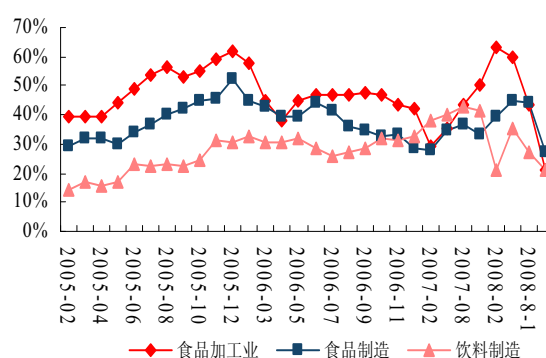
2008 年 1-11 月份，食品加工、食品制造和饮料制造业分别实现销售收入 20437 亿元、6662 亿元和 5542 亿元，同比分别增长 35.7%、28.5%和 24%。实现利润总额 798 亿元、393 亿元和 468 亿元，同比分别增长 21%、26.9%和 21.2%，三大行业销售收入增速环比分别下降 5.3、3.4 和 1.9 个百分点，利润总额增速环比下降 22.6、17.5 和 5.8 个百分点。

图 1：食品饮料三大行业收入增速加速回落



资料来源：中信证券研究部

图 2：食品饮料行业利润总额增速随收入增速快速回落



资料来源：中信证券研究部

从 9-11 月三个月的增长那个情况来看，收入增速和利润总额的增速都有不同下降，以至于 11 个月的累计增速低于前 9 个月的累计增速。其中乳业因为受到三聚氰胺事件的影响，同比下降 10%。

表 1：主要子行业增速比较

	收入增速			利润总额		
	08 年 1-11 月	08 年 1-8 月	9-11 月	08 年 1-11 月	08 年 1-8 月	9-11 月
食品加工子行业	35.70%	40.95%	22.60%	19.48%	43.38%	-24.52%
食品制造子行业	28.50%	31.90%	19.89%	25.25%	44.37%	-11.10%
饮料制造子行业	24.10%	26.03%	18.22%	21.54%	26.91%	10.10%
白酒	29.94%	35.94%	18.43%	36.79%	45.65%	16.92%
葡萄酒	32.88%	23.50%	25.40%	37.92%	44.11%	34.32%
啤酒	16.43%	16.00%	19.67%	-2.91%	3.73%	10.25%
黄酒	19.44%	31.78%	-2.30%	38.63%	57.52%	-16.08%
乳业	17.94%	29.19%	-10.05%	-28.12%	24.06%	-163.27%
肉制品	32.94%	34.98%	28.00%	20.15%	25.98%	1.77%

资料来源：中信证券研究部

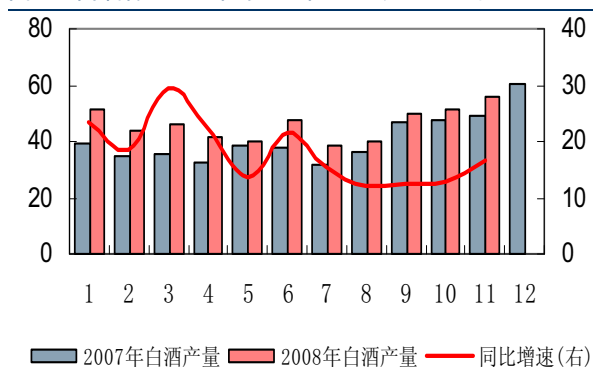
白酒：高档白酒有效开瓶数下降，中低档产品销量增长较好

2008 年 11 月，白酒行业实现产量 56.16 万吨，同比增长 16.7%，因为消费旺季来临，因此环比增速上升 3.8 个百分点。2008 年前 11 个月累计实现产量 506.24 万吨，同比累计增长 17.3%。白酒行业销量保持了较快的增长速度。

2008 年 1-11 月份，实现销售收入 1412 亿元，同比增长 29.94%，增速环比下降了 6 个百分点，收入增长高于同期 17.3% 的销量增长，白酒平均价格为 2.79 万元，比 1~8 月的 2.84 万元/吨略有下降，但是比去年同期提高 10%，增速比 1~8 月略有下滑。

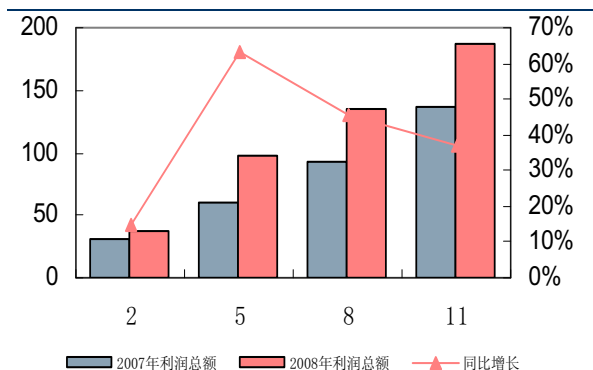
2008 年 1-11 月实现利润总额 186 亿元，同比增长 36.79%，相比 2008 年前 8 个月的数据，利润增速回落 8.86 个百分点。

图 3：白酒行业 07 年与 08 年产量对比（单位：万吨）



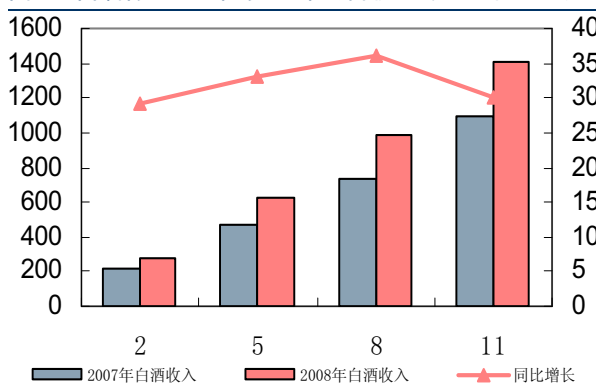
资料来源：中信证券研究部

图 5：白酒 07 年与 08 年利润总额对比（单位：亿元）



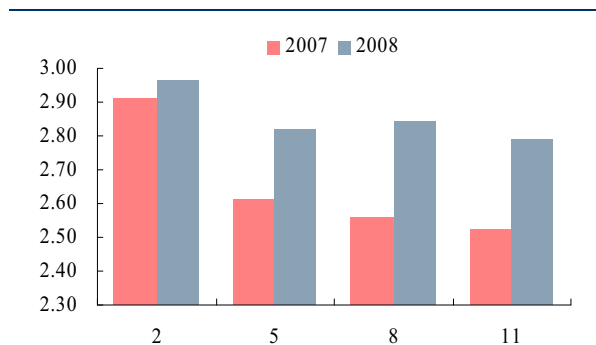
资料来源：中信证券研究部

图 4：白酒行业 07 年与 08 年销售收入对比（单位：亿元）



资料来源：中信证券研究部

图 6：白酒行业 07 与 08 年平均价格对比（单位：万元/吨）



资料来源：中信证券研究部

经济增速下滑导致居民消费能力下降，在白酒消费上表现主要在以下三个方面。

1、高档白酒需求变弱，有效开瓶数下降。有效开瓶数是指在餐饮渠道销售的直接饮用的白酒数量，从我们得到的数据分析，餐饮渠道的有效开瓶数从 10 月份逐步有所下滑，高档白酒需求与供给之间的缺口变小甚至有可能出现反转。

2、社会库存增多，终端价格下降。生产厂家库存变化不大，但是需要不旺导致社会库存增加，经销商加快周转的意愿强烈，出货速度加快，供给压力增大，终端价格出现下滑，议价购买现象增多。

3、中低档产品销量增长明显。居民收入下降，地产白酒等中低档产品销售呈现较好的态势。

高档白酒市场首现萎缩，龙头公司会采取积极的保护价格稳定的措施，高档白酒收入增长会告别以前快速增长的状态，进入稳步增长的态势。分产品来看，2009 年五粮液的销量平稳或会比 2008 略有减少；贵州茅台因为需求旺盛，销量有保障，估计销量增长在 8% 左右；国窖 1573 销量保持在 2800 吨左右，定制酒等产品结构调整带动明显。其他高端白酒略有增长。

从整个行业销售看，销量会呈现前低后高的走势，一季度增长的压力较大。由于经济减速效应会在一季度体现的更为明显，同时 09 年春节的提前(09 年春节在一月份，08 年春节在二月)，经销商提早备货多在 08 年底进行，也使得销量有下降等因素的影响，一季度销售的难度加大；而下半年，随着宏观经济的恢复，白酒的销量会逐渐增长。

葡萄酒：行业单月销量首显负增长

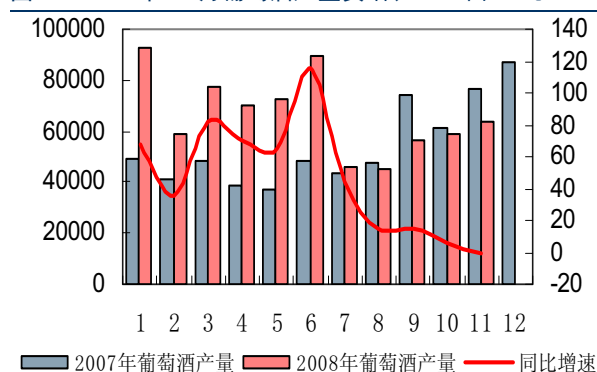
2008 年 11 月，葡萄酒行业实现产量 6.36 万吨，同比下降 0.2%，2008 年前 11 个月累计实现产量 73.1 万吨，累计增长 29%。

2008 年 1-11 月，葡萄酒行业实现销售收入 183.83 亿元，同比增长 32.83%，同期实现利润总额 22.63 亿元，同比增长 38%，增速环比下降了 6 个百分点。

2008 年 11 月葡萄酒产量负增长反映了经济的不景气导致葡萄酒消费的走弱。在这种背景下，品牌实力强以及销售渠道较好的企业有较大的安全边际。

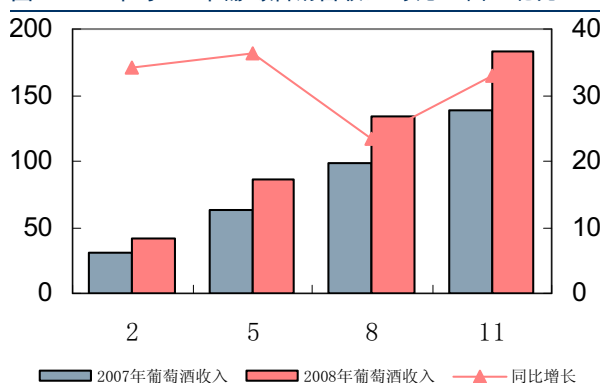
从我们了解的龙头企业的情况看，张裕第四季度销量增长保持在 13% 左右。全年销售收入初步预计增长 18% 左右。分单品种得销量增长来看，中高档的葡萄酒保持较好的增长，我们预计酒庄酒增长 40%，解百纳增长 19%，冰酒增长 23%。低档的保健酒、发泡酒等增长 7-8% 左右。从 2009 年的销售分析，因为 2008 年一季度的基数较高，又存在今年春节提前的问题，预计一季度销售增长存在一定的压力，全年来看，也存在着销售增长前低后高的现象。但是从增长来看，张裕仍能保持较好的增长，仍是不错的选择。

图 7：2008 年 11 月葡萄酒产量负增长（单位：吨，%）



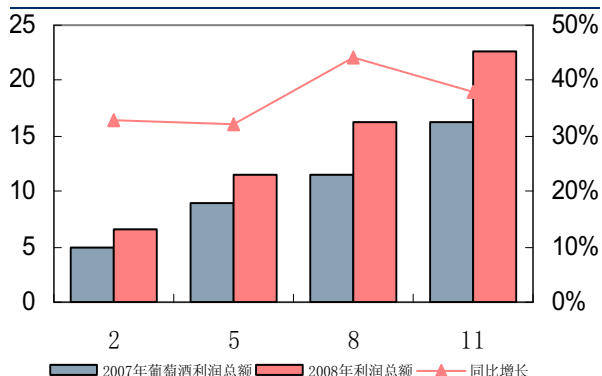
资料来源：中信证券研究部

图 8：07 年与 08 年葡萄酒销售收入对比（单位：亿元，%）



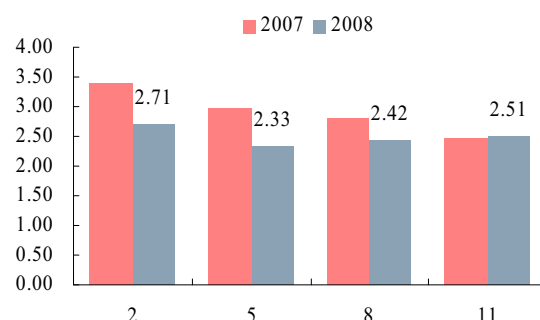
资料来源：中信证券研究部

图 9: 葡萄酒 07 年与 08 年利润总额对比 (单位: 亿元)



资料来源: 中信证券研究部

图 10: 葡萄酒 2008 年月度平均价格走势 (万元/吨)



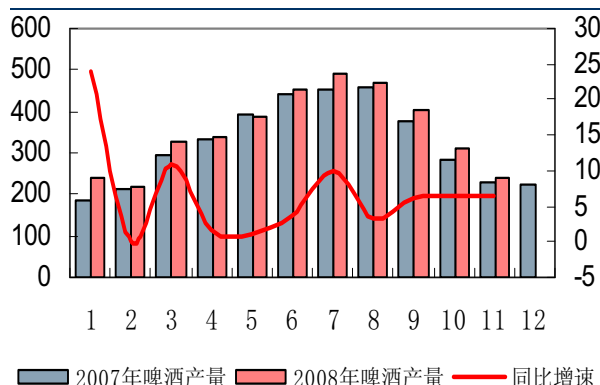
资料来源: 中信证券研究部

啤酒: 销量增速继续走低, 期待成本降低

2008 年 11 月, 啤酒行业实现产量 240.5 万吨, 同比增长 6%, 2008 年前 11 个月累计实现产量 3874 万吨, 同比增长 5.6%。整个行业的销量增速放缓, 符合我们之前的预期。2008 年 1-11 月份, 实现销售收入 1052 亿元, 同比增长 16.43%。2008 年 1-11 月实现利润总额 55 亿元, 同比下降 2.91%。

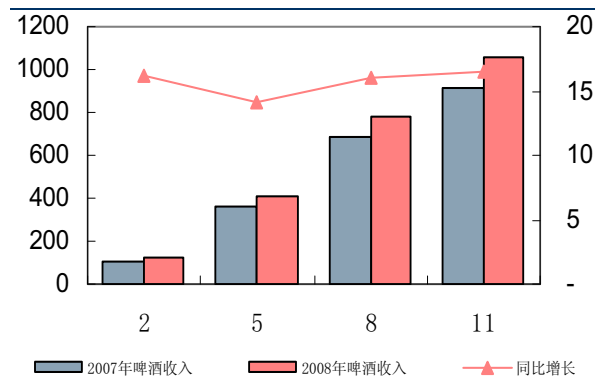
虽然平均价格相对于去年同期上涨 9%, 但是在吨成本上升的背景下, 2008 年啤酒行业吨利润总额同比下降 10%。

图 11: 08 年啤酒产销量增速大幅降低 (单位: 万吨, %)



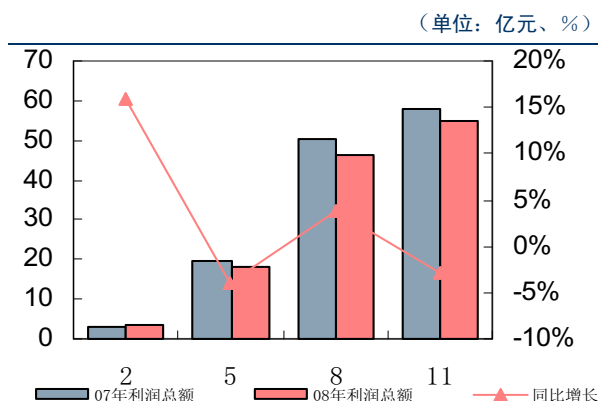
资料来源: 中信证券研究部

图 12: 啤酒行业 08 年收入增速稳定 (单位: 亿元, %)



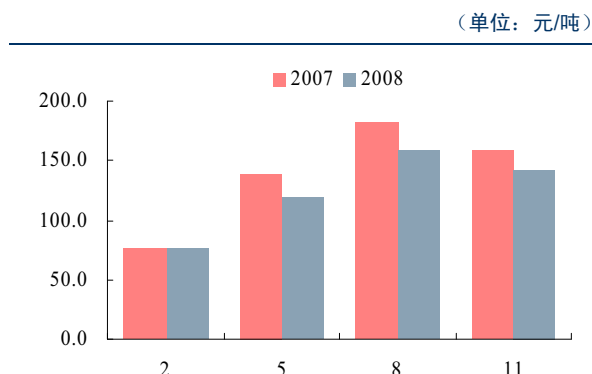
资料来源: 中信证券研究部

图 13: 08 年啤酒行业前 11 个月利润同比降低



资料来源: 中信证券研究部

图 14: 2008 年啤酒行业吨盈利能力下降



资料来源: 中信证券研究部

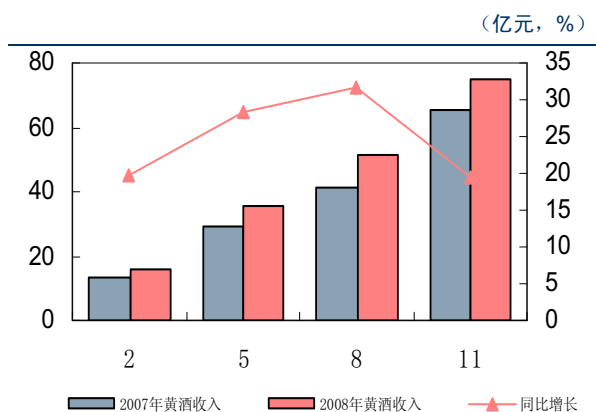
啤酒的消费和居民收入状况密切相关, 从 2008 年 10 月份开始, 啤酒行业销量增速逐渐降低, 我们初步预计 2008 年 12 月啤酒行业销量零增长甚至负增长。从龙头企业增长看, 青岛啤酒 12 月单月销售下降 5%, 全年预计销售量增长 6%。燕京啤酒 12 月单月预计略有增长, 全年销量增长 5%。

从投资价值来看, 有三方面值得关注。首先是增长, 如果 2009 年天气状况变化不大, 啤酒行业增长有望实现 6% 的增长。其次是成本下降, 大麦价格从最高的 400-500 美元/吨下降到 250-300 美元/吨, 有力的舒缓了行业成本压力, 增强行业盈利能力。第三, 存货减值准备的计提。因为 2008 年销量增长低于企业的预期, 青啤、燕啤都有上年未消化的高成本的大麦 (麦芽), 因此, 2008 年的年报肯定要计提较大规模的存货减值准备。

黄酒: 增速亦下降

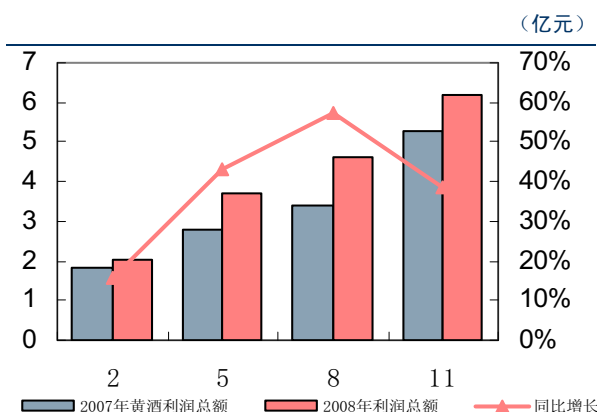
2008 年 1-11 月份, 实现销售收入 74.62 亿元, 同比增长 19%。2008 年 1-11 月实现利润总额 6.2 亿元, 同比增长 38.63%。黄酒行业增长也收到经济下滑的影响, 增速下降明显。

图 15: 黄酒 2007 年与 2008 年销售收入对比



资料来源: 中信证券研究部

图 16: 黄酒行业 2007 年与 2008 年利润总额对比



资料来源: 中信证券研究部

乳业：行业缓慢恢复，龙头企业亏损较大

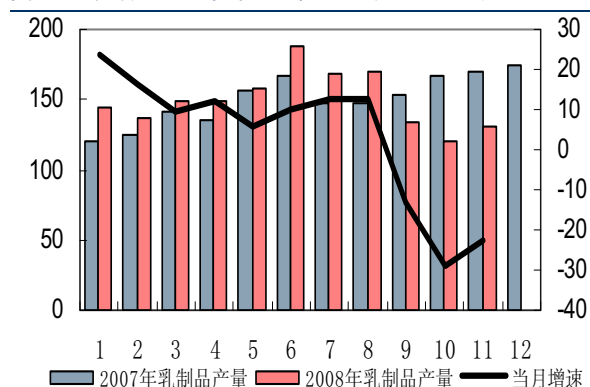
2008 年 11 月实现乳制品产量 131 万吨，同比下降 22.5%；2008 年 1-11 月累计 1674 万吨，同比增长 1.1%。其中液体乳的同期指标是 109 万吨和-26.6%、1415 万吨和-1.8%。

2008 年 1-11 月乳制品实现销售收入 1375 亿元，同比增长 17.94%，实现利润总额 43.73 亿元，同比下降 28%。其中 9-11 月三个月行业收入同比减少 10%，亏损达到了 11.75 亿元。

从以上数据分析，三聚氰胺对行业消费信心的打击仍然存在，行业消费信心在慢慢恢复，但是因为经济景气的下降，复苏的速度有待考察。但是因为乳业作为一个生活“必需品”，其实际的需求是存在的，因此在政府、企业的努力下，我们相信消费者信心的恢复只是时间问题。我们也在密切的关注乳品消费恢复的情况。

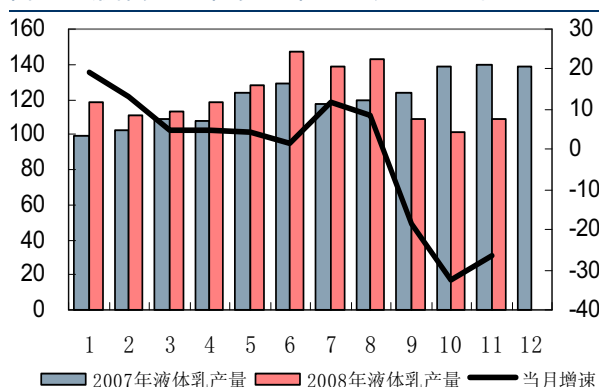
在“三鹿奶粉”实践影响下，主要乳业企业也呈现出较大幅度的亏损。因为产品销量下跌、处理原奶和库存以及促销产品等宣传活动的原因，蒙牛乳业下半年亏损 15 亿元左右，全年累计亏损 9 亿元左右。而为中国乳业的龙头的伊利股份，我们预计其下半年亏损在 9 亿元左右，全年亏损额在 8 亿元。光明乳业因为第三季度计提损失较为全面，因此第四季度亏损额较小，在 1 亿元左右，我们预计全年亏损额在 2 亿元左右。

图 17：乳制品 07 年与 08 年产量对比（单位：万吨）



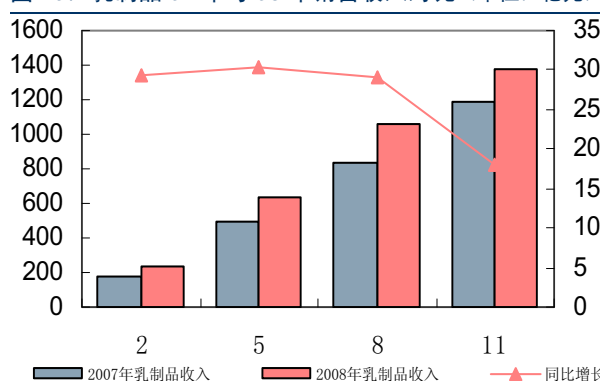
资料来源：中信证券研究部

图 18：液体乳 07 年与 08 年产量对比（单位：万吨）



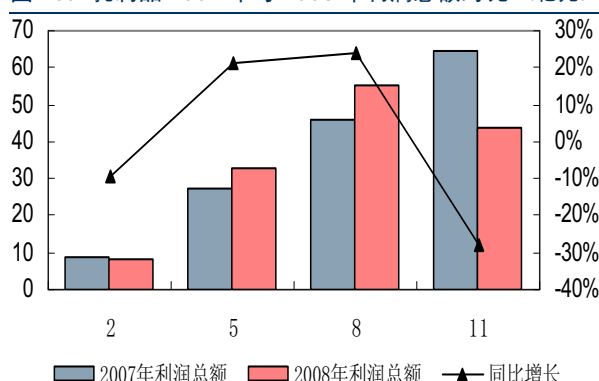
资料来源：中信证券研究部

图 19：乳制品 07 年与 08 年销售收入对比（单位：亿元）



资料来源：中信证券研究部

图 20：乳制品 2007 年与 2008 年利润总额对比（亿元）

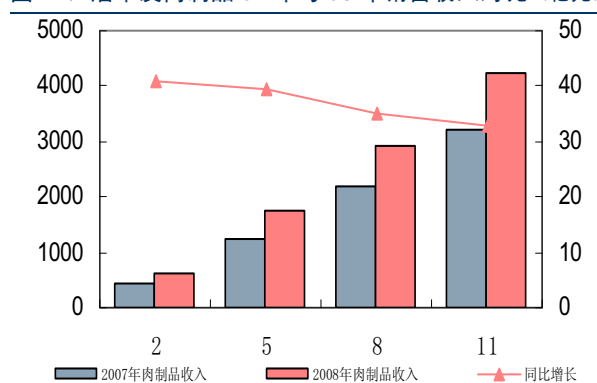


资料来源：中信证券研究部

屠宰及肉制品：猪价季节性上涨

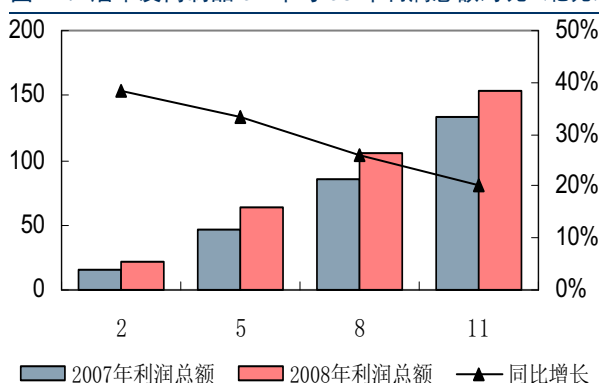
2008 年 1-11 月，行业实现销售收入 4242 亿元，同比增长 32.94%，实现利润总额 153.75 亿元，同比增长 20%。2008 年 8-11 月，行业收入增长 28%，但是利润总额同期增长仅有 1.8%。

图 21：屠宰及肉制品 07 年与 08 年销售收入对比（亿元）



资料来源：中信证券研究部

图 22：屠宰及肉制品 07 年与 08 年利润总额对比（亿元）

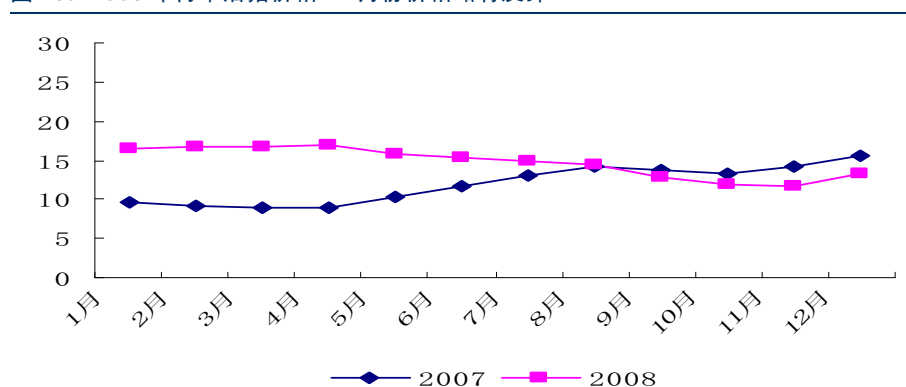


资料来源：中信证券研究部

根据农业部的数据，截至 2008 年第三季度末，我国生猪存栏量 4.56 亿头，生猪出栏 4.24 亿头，分别增长 6.6% 和 5.8%，生猪出栏头数增速超过上半年的 2.1%。能繁母猪存栏量 4696 万头，同比增长 12.4%，占到生猪存栏量的 10.29%，超过正常年份 8-9% 的比例。能繁母猪的增加保证了未来生猪供给的增加，而且生猪出栏速度的加快，也说明了养殖户对未来猪价走势的悲观预期。

2008 年 12 月开始，节日推动导致猪肉消费有所增加、南方到了腌制腊肉和做香肠的季节等原因带动猪肉价格呈现季节性反弹，带动仔猪和活猪价格略有反弹，从目前的猪粮比来看，仍然处于 8.91 的高位水平，春节后猪价仍有下跌的压力。

图 23：2008 年待宰活猪价格 12 月份价格略有反弹



资料来源：中信证券研究部

行业投资策略与公司选择

综合以上的数据分析，经济下滑对食品饮料造成的影响已经完全显现在行业数据上，行业销售收入增速放缓，利润增速下降，龙头企业的增速也有不同程度的下降。因此根据了解到的情况，我们对行业 2008-2009 年的业绩进行了调整，下调了泸州老窖、张裕 A、安琪酵母、和山西汾酒的业绩预测。

从关注的子行业上，我们继续推荐产品结构调整带动业绩增长的白酒和葡萄酒，推荐受益于成本降低的啤酒和肉制品，同时积极关注受三聚氰胺影响而消费萎缩的乳业的复苏。虽然行业增速降低，但是从整个行业内来比较，我们重点关注的公司在行业内比较仍然具备较好的成长空间。给予贵州茅台、泸州老窖、张裕 A、承德露露和安琪酵母“买入”的投资评级，给予双汇发展、青岛啤酒、燕京啤酒“增持”评级。

表 2：食品饮料行业重点上市公司分季度盈利预测

证券代码	证券简称	Q108	Q208	Q308	Q408	08N	1Q09	2Q09	3Q09	4Q09	09N	评级	调整
600519.SH	贵州茅台	0.93	0.67	1.7	1.35	4.65	1.27	0.81	1.90	1.63	5.6	买入	→
000568.SZ	泸州老窖	0.37	0.17	0.24	0.23	1.01	0.47	0.20	0.30	0.28	1.25	买入	→
000858.SZ	五粮液	0.27	0.07	0.08	0.04	0.46	0.28	0.07	0.09	0.06	0.5	买入	→
000869.SZ	张裕 A	0.52	0.36	0.24	0.58	1.7	0.62	0.48	0.34	0.79	2.23	买入	→
000848.SZ	承德露露	0.26	0.06	0.13	0.2	0.65	0.28	0.08	0.19	0.27	0.82	买入	→
600298.SH	安琪酵母	0.09	0.13	0.06	0.1	0.38	0.12	0.18	0.09	0.15	0.54	买入	→
600779.SH	水井坊	0.20	0.07	0.2	0.23	0.7	0.22	0.08	0.20	0.25	0.75	增持	→
600809.SH	山西汾酒	0.06	0.08	0.32	0.14	0.6	0.20	0.10	0.33	0.19	0.83	增持	→
000895.SZ	双汇发展	0.22	0.24	0.34	0.33	1.13	0.30	0.27	0.38	0.39	1.35	增持	→
600616.SH	金枫酒业	0.23	0.06	0.1	0.2	0.59	0.25	0.06	0.12	0.23	0.67	增城	→
600887.SH	伊利股份	0.07	0.08	-0.29	-0.86	-1	0.00	-0.03	0.06	0.17	0.2	持有	→
000729.SZ	燕京啤酒	0.02	0.21	0.18	0.04	0.45	0.02	0.25	0.22	0.05	0.54	增城	→
600600.SH	青岛啤酒	0.10	0.19	0.24	0.02	0.55	0.09	0.26	0.33	0.07	0.76	增城	→
600597.SH	光明乳业	0.11	0.03	-0.27	-0.1	-0.23	0.00	0.05	0.02	0.04	0.1	持有	→

资料来源：中信证券研究部

表 3：重点上市公司盈利预测、估值及评级

简称	股价 (01/09)	EPS			PE			PEG	评级	目标价
		08E	09E	10E	08	09	10			
贵州茅台	107.29	4.65	5.6	6.4	23.1	19.2	16.8	0.80	买入	140
泸州老窖	18.75	1.01	1.25	1.62	18.6	15.0	11.6	0.44	买入	26
五粮液	14.27	0.46	0.5	0.77	31.0	28.5	18.5	1.22	买入	18
水井坊	11.83	0.65	0.75	0.95	18.2	15.8	12.5	0.56	增持	16
山西汾酒	11.66	0.6	0.83	1.04	19.4	14.0	11.2	2.49	增持	14
张裕 A	44.60	1.7	2.23	2.76	26.2	20.0	16.2	0.83	买入	50
双汇发展	33.14	1.13	1.35	1.66	29.3	24.5	20.0	1.38	增持	35
安琪酵母	11.39	0.38	0.54	0.76	30.0	21.1	15.0	0.93	买入	15
金枫酒业	11.41	0.59	0.67	0.78	19.3	17.0	14.6	0.96	增持	13
伊利股份	8.35	-1.00	0.2	0.4	—	41.8	20.9	0.00	中性	10
燕京啤酒	12.95	0.45	0.54	0.62	28.8	24.0	20.9	1.45	增持	15
青岛啤酒	19.11	0.55	0.76	0.88	34.7	25.1	21.7	1.29	增持	23
承德露露	15.75	0.65	0.82	0.93	24.2	19.2	16.9	0.92	买入	18
光明乳业	4.59	-0.23	0.1	0.2	—	45.9	23.0		中性	8

免责声明

此报告并非针对或意图发送给或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使中信证券股份有限公司及其附属及联营公司（合称“中信证券”）违反当地的法律或法规或可致使中信证券受制于的法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示，否则所有此报告中的材料的版权均属中信证券。未经中信证券事先书面授权下，不得更改或以任何方式发送、复印此报告的材料、内容或其复印本予任何其它人。所有于此报告中使用的商标、服务标记及标记均为中信证券的商标、服务标记及标记。

此报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作查照之用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的邀请或向人作出邀请。中信证券未有采取行动以确保于此报告中所指的证券适合个别的投资者。此报告的内容并不构成对任何人的投资建议，而中信证券不会因接收人收到此报告而视他们为其客户。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被中信证券认为可靠，但中信证券不能担保其准确性或完整性，而中信证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负任何责任，除非该等损失因明确的法律或法规而引致。并不能依靠此报告以取代行使独立判断。中信证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。为免生疑，本报告所载的观点并不代表中信证券股份有限公司，或任何其附属或联营公司的立场。

中信证券在法律许可的情况下可参与或投资此报告所提及的发行商的金融交易，向该等发行商提供服务或向他们要求给予生意，及或持有其证券或进行证券交易。中信证券于法律容许下可于发送材料前使用于此报告中所载资料或意见或他们所根据的研究或分析。中信证券于过去三年于此报告中所指的任何或所有公司的证券于公开发售时可能曾出任经办人或联合经办人。可要求索取额外资料。

以往的表现不应作为日后表现的显示及担保。此报告所载的资料、意见及推测反映中信证券于最初发报此报告日期当日的判断，可随时更改。于此报告所指的证券或金融票据的价格、价值及收入可跌可升。

若干投资可能不易变卖而难以出售或变卖，同样地阁下可能难以就有关该投资所面对的价格或风险获得准确的资料。此报告中所指的投资及服务可能不适合阁下，我们建议阁下如有任何疑问应咨询独立投资顾问。此报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何投资或策略适合或切合阁下个别情况。此报告并不构成给予阁下私人咨询建议。

此报告旨在派发给中信证券的市场专业及机构投资客户。如接收人非中信证券的市场专业及机构投资客户，应在基于此报告作出任何投资决定或就报告要求任何解释前咨询独立财务顾问。

中信证券股份有限公司及其附属及联营公司 2009 版权所有。保留一切权利。

评级说明

1. 投资建议的比较标准	评级	说明
投资评级分为股票评级和行业评级。	买入	相对中标 300 指数涨幅 20%以上；
以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，	增持	相对中标 300 指数涨幅介于 5%~20%之间；
报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）	持有	相对中标 300 指数涨幅介于-10%~5%之间；
的涨跌幅相对同期的中信标普 300 指数的涨跌幅为	卖出	相对中标 300 指数跌幅 10%以上；
基准；	强于大市	相对中标 300 指数涨幅 10%以上；
2. 投资建议的评级标准	中性	相对中标 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；
报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）	行业投资评级	弱于大市 相对中标 300 指数跌幅 10%以上；
的涨跌幅相对同期的中信标普 300 指数的涨跌幅；		

	北京	上海	深圳	中信证券国际有限公司
地址:	中国北京市朝阳区新源南路 6 号京城大厦(100004)	上海市浦东南路 528 号上海证券大厦北塔 21 楼(200120)	深圳市深南大道 7088 号招商银行大厦 A 层 (518040)	香港中环添美道 1 号中信大厦 26 楼
电话:	(010)84588720	(021)68818898	(0755)83196279	(852) 2237 6409
传真:	(010)84868307	(021)68818890	(0755)82485240	(852) 2104 6580
服务热线:	(010)84868367			
Email:	service@citics.com			
网址:	http://www.citics.com			
	http://www.spcitic.com			