食品饮料

2012 年 07 月 17 日

国都证券 GUODU SECURITIES

公司研究 | 公司投资价值分析 | 跟踪评级_维持：短期_强烈推荐，长期

短期受益麦价下降，长期增长空间显现

——青岛啤酒(600600)公司投资价值分析

核心观点

1、啤酒行业未来需求将稳步增长。2004 年以来啤酒行业收入快速增长，但利润增速波动较大，主要是受大麦价格的影响。未来啤酒消费的增长点主要来自于三个方面：农村市场开拓、中西部区域消费增长和人均啤酒销量提升。预计未来五年我国啤酒消费量年均复合增长率能够维持在 6%左右，2015 年总消费量或将达到 6184 万千升左右。

2、啤酒行业目前的竞争格局以抢占市场份额为主。经过长期并购，啤酒行业基本形成了稳定的三大阵营，目前企业主要以市场份额为导向，加快自建的步伐抢占市场。啤酒行业"十二五"规划指出"争取将纯生啤酒提高到占啤酒总量的 20%以上"，未来 3 元/瓶以下的低端啤酒将逐渐减少，中高档啤酒的市场份额将提升，各大企业纷纷推出高端产品抢占先机，未来高端市场的竞争将更加激烈。目前行业龙头提价能力仍然较弱，大幅上升还有难度，产品价格的提升主要是成本驱动。

3、作为行业龙头未来公司的提价能力将日益凸显，经营效率提升可期。公司 2011 年的市场占有率为 14.60%，低于华润雪花 6.31 个百分点。这主要是由于公司过去几年以整合为主，销量的增长相对缓慢，目前市场份额的激烈竞争倒逼公司将销量增长放在更重要的位置上，2011 年将 1000 万千升产销量目标提前到 2014 年完成。我们认为未来 3-5 年随着产能的释放，销量将加速增长，公司市占率与华润雪花的距离将拉近，待行业格局稳定之后，公司的龙头地位优势将体现在提价能力上。

4、多重优势支撑公司长期增长空间。实施"1+X"品牌战略，利于整合收购企业；"大客户+微观运营"的渠道模式与利润捆绑，坚持大事件营销；实施双轮驱动战略，自建产能保证销量快速增长；加快全国市场布局，重点区域继续寻找收购目标，与三得利的强强合作有利于大力推进华东市场布局。短期催化因素包括进口大麦价格的回落利好毛利率回升，欧洲杯、奥运会赛事有助于今年销量增长。

5、给予公司"短期-强烈推荐，长期-A"的投资评级。我们预计公司 2012-2014 年的净利润分别为 22.09 亿元、27.83 亿元、33.52 亿元，EPS 分别为 1.56 元、1.97 元、2.37 元，对应的 2012 年动态 PE 为 23.68X，给予公司"短期-强烈推荐，长期-A"的投资评级。

风险提示：经济下行影响啤酒消费，品牌整合不达预期，大麦价格波动

股价走势图

基础数据

总股本(万股)	135098.28
流通A股(万股)	69591.36
52周内股价区间(元)	29.8-40.7
总市值(亿元)	499.19
总资产(亿元)	216.34
每股净资产(元)	8.22
目标价 6个月	
目标价 12个月	

相关报告

1.《国都证券-公司研究-公司点评-青岛啤酒(600600):山东、华南市场利润释放加速》 2010-04-14

财务数据与估值

	2011A	2012E	2013E	2014E
主营业务收入(百万)	23,158.05	26,883.24	31,414.79	36,668.57
同比增速(%)	16.38%	16.09%	16.86%	16.72%
净利润(百万)	1,797.61	2,208.72	2,782.56	3,351.65
同比增速(%)	14.30%	22.37%	26.01%	20.60%
EPS(元)	1.29	1.56	1.97	2.37
P/E		23.68	18.76	15.59

研究员：李韵
电 话： 010-84183225
Email： liyun@guodu.com
执业证书编号： S0940510120006

联系人：卢珊
电 话： 010- 84183215
Email： lushan@guodu.com

独立性申明：本报告中的信息均来源于公开可获得资料，国都证券对这些信息的准确性和完整性不做任何保证。分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

正文目录

1 啤酒行业未来需求稳定增长 4
1.1 啤酒行业收入快速增长，利润增长受大麦价格影响波动较大 4
1.2 未来啤酒消费的增长点 4
2 啤酒行业的竞争格局 8
2.1 大部分企业以市场份额为导向 8
2.2 抢占高端产品市场 9
2.3 产品提价多为成本推动 9
3 青岛啤酒：优质的啤酒行业龙头 10
3.1 公司基本情况介绍 10
3.2 未来公司的行业龙头地位是确定的 11
4 多重竞争优势支撑公司长期增长空间 12
4.1 整合完善品牌体系，灵活调整品牌战略 12
4.2 渠道模式与利润捆绑，坚持大事件营销战略 14
4.3 实施“双轮驱动”发展战略 17
4.4 短期主要催化因素：大麦价格回落 19
5 盈利预测与投资评级 20
6 风险提示 22

图表目录

图 1: 啤酒行业销售收入及增速 4
图 2: 啤酒行业利润总额及增速 4
图 3: 中国啤酒产量（万千升） 5
图 4: 人均收入与啤酒消费具有很大的相关性 6
图 5: 城市居民和农村居民家庭人均收入情况（元） 6
图 6: 我国人均啤酒消费量（升） 7
图 7: 高端啤酒市场中各主要品牌占比情况 9
图 8: 青岛啤酒股权结构 10
图 9: 青岛啤酒主营业务收入及增速 11
图 10: 青岛啤酒净利润及增速 11
图 11: 啤酒行业 CR4 市场占有率达到近 60% 12
图 12: 青岛啤酒品牌组合 13
图 13: 青岛啤酒总销量及增速 13
图 14: 青岛啤酒主品牌销量及增速 13
图 15: 青岛啤酒品牌战略调整 14
图 16: 青岛啤酒三大营销平台构建 15
图 17: 青岛啤酒三位一体营销模式 16
图 18: 进口大麦价格走势 20

表 1: 2010 年啤酒人均消费量后十名省份 6
表 2: 近几年人均啤酒消费量增速前十名的省份 7
表 3: 2010 年全国啤酒产量 20 万千升以上啤酒企业 8
表 4: 青岛啤酒奥运营销主题及活动 16
表 5: 青岛啤酒 2011 年收购及新建项目汇总 17
表 6: 三大啤酒厂产能布局 18
表 7: 青岛啤酒生产成本构成 19
表 8: 青岛啤酒主品牌营收预测 20
表 9: 青岛啤酒副品牌营收预测 21
表 10: 青岛啤酒总体啤酒业务营收预测 21
表 11: 青岛啤酒盈利预测 21

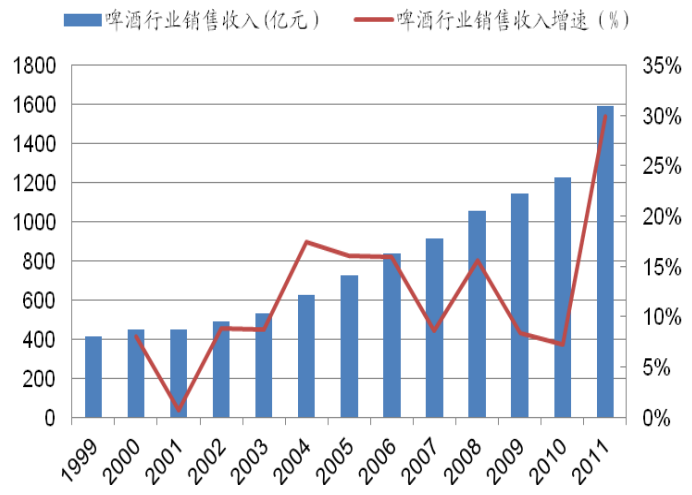
附录: 财务预测表 23

1 啤酒行业未来需求稳定增长

1.1 啤酒行业收入快速增长，利润增长受大麦价格影响波动较大

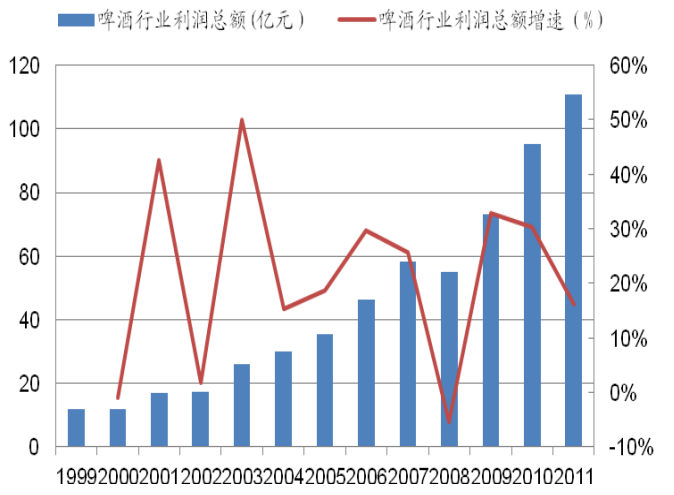
2011 年啤酒行业收入达到 1589.36 亿元，同比增长 29.87%，增速为 2000 年以来的最高水平，利润总额达到 110.68 亿元，同比增长 16.13%。2004 年啤酒行业的收入增速开始加快，但是利润总额的增速波动很大，这主要是由于大麦价格的波动所致。2009 年和 2010 年，行业利润总额的增速都达到 30%以上，但是收入增速不足 10%，我们认为主要原因在于经过了大规模的行业整合，规模以上企业的费用效率和定价能力的提升开始显现。2011 年利润总额的增速又明显低于了收入增速，这主要是因为当年大麦价格大幅上涨的影响。

图 1：啤酒行业销售收入及增速



资料来源：国家统计局，国都证券

图 2：啤酒行业利润总额及增速

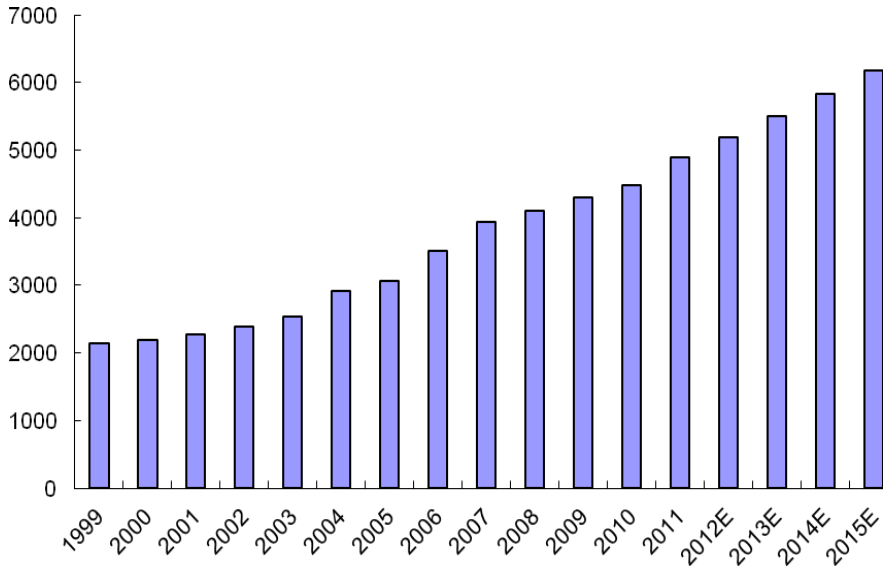


资料来源：国家统计局，国都证券

1.2 未来啤酒消费的增长点

从世界啤酒产量来看，近些年已经进入了增速放缓的阶段，而中国已经显著地成为了世界啤酒产量增长的中坚力量。根据我国酿酒行业“十二五”发展规划，未来 5 年啤酒产量将保持年均 4%的增速，增速超过 10%的概率越来越低，但是从 2011 年的产量增速上看，4%的增速似乎还过于保守。2011 年，我国累计啤酒产量 4898.78 万千升，相比去年同期增长了 9.27%。我们**预计未来五年我国啤酒产量年均复合增长率能够维持在 6%左右，2015 年总产量或能达到 6184 万千升左右，消费量与产量基本持平。我们认为未来啤酒消费的增长点主要来自于三个方面：农村市场的开拓、中西部区域消费的增长和人均啤酒销量的提升。**

图 3: 中国啤酒产量（万千升）



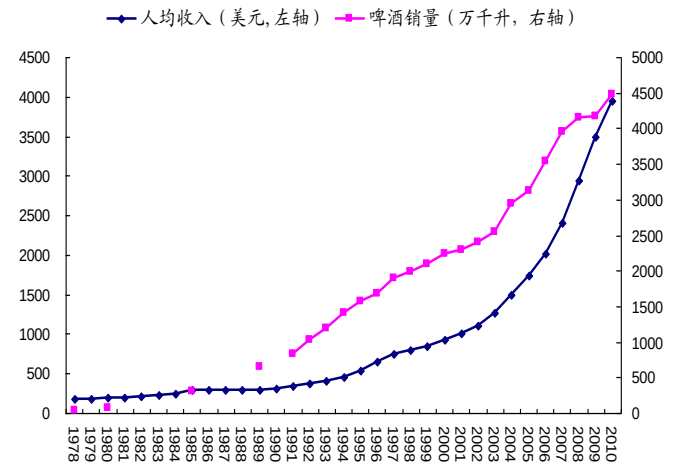
数据来源：wind，国都证券

1.2.1 农村人均收入的快速增长将是啤酒消费的重要推动力

啤酒消费与居民收入水平呈现很大的相关性，人均收入对啤酒消费的拉动作用是显著的。1991 年，我国人均收入突破 300 美元，啤酒消费开始爆发式增长。2001 年，人均收入达到 1000 美元，此后十年啤酒销量保持快速增长。2010 年，我国人均收入达到 3941 美元，2011 年突破 4000 美元。人均收入从 2000 美元提高到 3000 美元用了 3 年时间，从 3000 美元提高到 4000 美元用了 2 年时间，我们预计 2015 年将达到 5000 美元。总体来看，随着人均收入的提高，啤酒消费的总趋势是向上的，但增速可能会放缓。

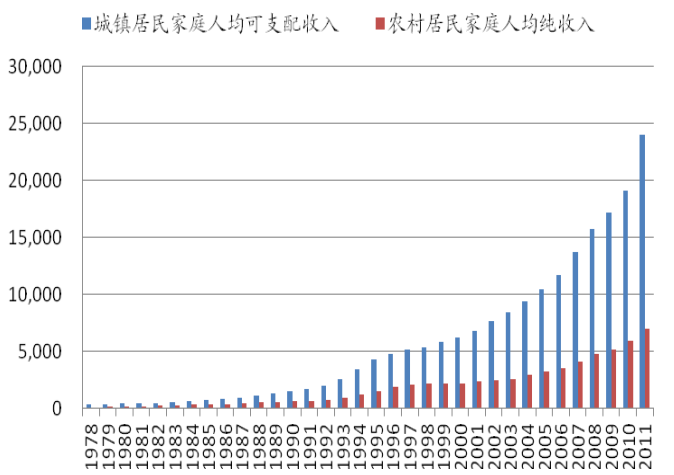
但是，当把城市市场和农村市场分开来考虑，我们发现，目前的农村市场进入了一个快速增长阶段，未来农村啤酒消费的增速将明显快于全国平均水平。这一推断来自于：**从我国人均收入与啤酒消费量的关系走势来看，1000 美元这个临界点被突破后，将带动啤酒消费快速增长，**而从近几年居民收入的增速来看，农村居民的人均收入增速加快趋势明显，2011 年，农村居民家庭人均纯收入为 6917 元，突破 1000 美元这个临界值，因此农村啤酒消费将随着农村居民收入的增长进入一个快速增长的通道。“十二五”规划中提出收入增速不低于经济增速的目标，我们认为调整收入结构是未来提高人均收入的主要手段，农村居民人均收入增速继续加快，**未来农村低收入人群的收入增长将快速带动啤酒销量提升。**

图 4：人均收入与啤酒消费具有很大的相关性



资料来源：国家统计局，国都证券

图 5：城市居民和农村居民家庭人均收入情况（元）



资料来源：国家统计局，国都证券

1.2.2 中西部地区的增长空间将被打开

我国各省啤酒消费量差别较大，2010 年北京的人均啤酒消费量最高，达到 83 升左右，与发达国家水平相当，但是山西、贵州的人均消费量却不足 10 升。从消费的区域分布来看，人均消费量处于后十名的省份多数分布在中西部地区，未来中西部啤酒销量的提升潜力巨大。

“十一五”期间国家的西部大开发战略使很多中西部省份的啤酒销量快速增长，最典型的是西藏，人口只有 301 万，但 2010 年人均消费已经达到 44.29 升，排名第九。近几年，从人均啤酒销量增速来看，中西部地区增速普遍较快，而收入较高、经济发达地区大部分每年都呈现负增长。在国家缩小地区收入差距的政策支持下，随着中西部地区的收入的快速增长，我们认为这种趋势将延续，中西部啤酒消费的巨大空间将被打开，未来啤酒消费区域结构的变化将是啤酒需求的重要拉动力量。

表 1：2010 年啤酒人均消费量后十名省份

序号	啤酒人均消费量后十名的省份	人均啤酒消费量（升）	序号	啤酒人均消费量前十名的省份	人均啤酒消费量（升）
1	山西	9.49	1	北京	83.91
2	贵州	9.59	2	辽宁	56.70
3	云南	11.89	3	山东	56.02
4	湖南	15.86	4	浙江	52.03
5	海南	18.54	5	吉林	51.75
6	河北	18.72	6	福建	51.12
7	四川	19.75	7	黑龙江	48.97
8	新疆	20.18	8	内蒙古	45.72
9	青海	22.20	9	西藏	44.29
10	宁夏	22.27	10	河南	43.70

数据来源：国家统计局，国都证券

表 2：近几年人均啤酒消费量增速前十名的省份

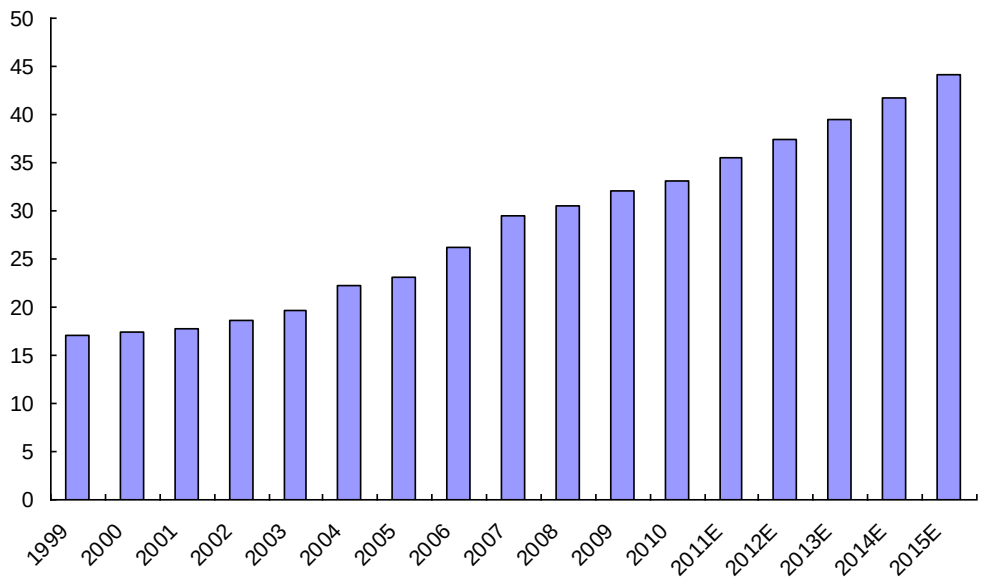
序号	2010		2009		2008		2007	
1	广西	44.32%	山西	110.26%	青海	52.78%	青海	45.83%
2	江西	39.33%	云南	55.04%	甘肃	26.17%	河南	36.21%
3	贵州	30.02%	天津	39.51%	四川	22.03%	西藏	30.52%
4	山西	27.86%	西藏	23.69%	新疆	19.87%	广西	28.48%
5	湖南	22.87%	贵州	20.15%	湖南	17.43%	四川	28.02%
6	青海	18.07%	湖北	18.09%	内蒙古	16.51%	江苏	19.53%
7	河北	18.01%	广东	15.65%	河南	14.59%	重庆	17.83%
8	宁夏	16.05%	甘肃	14.27%	湖北	11.82%	山东	17.74%
9	新疆	15.94%	安徽	12.62%	宁夏	11.82%	云南	16.85%
10	西藏	13.67%	青海	10.65%	广西	9.72%	天津	16.80%

数据来源：国家统计局，国都证券

1.2.3 人均消费量的提高将带动啤酒销量增长

2010 年我国人均啤酒消费量约为 33 升，与全球平均水平相当，但是和传统啤酒消费大国还存在较大差距，较日本人均消费量低约 40%。过去 10 年间日本啤酒消费量均为负增长，人均消费量从 1999 年 80 升的高点逐年下降至目前的 50 升左右，目前已经达到了成熟期，增长瓶颈一直难于突破。如果考虑到我国与日本消费群体的饮食结构和消费偏好较为相似，那么以日本人均啤酒消费目前的水平来测算，我国人均啤酒消费量还有 40%的增长空间，如果以日本 1999 年人均啤酒消费量的水平测算，我国人均啤酒消费量还有 1.5 倍的增长空间。根据我们对未来啤酒产量的预测（假设产销平衡）和未来 5 年中国人口总数复合增长率为 0.4%的假设(一些研究机构预测值)，我们预计 2015 年人均啤酒消费量将达到 45 升左右。

图 6：我国人均啤酒消费量（升）



数据来源：国家统计局，国都证券

2 啤酒行业的竞争格局

2.1 大部分企业以市场份额为导向

经过了很长时间的并购之后，我国啤酒行业目前已经形成比较稳定的三大阵营：青岛啤酒、华润雪花、燕京啤酒、百威英博组成第一阵营，为全国前四大啤酒企业，市场份额合计近 60%；重庆啤酒、金星啤酒、珠江啤酒、兰州黄河、惠泉啤酒等形成的第二阵营；区域性小企业形成的第三阵营。根据 2010 年中国酿酒工业协会啤酒分会的统计数据，年产量 20 万千升以上的啤酒企业仅有 25 家，除去有并购能力的前三大企业之外，只有 9 家是相对独立的地方品牌。2011 年山东新银麦已经被青岛啤酒收购，广东金威啤酒仍在竞标中，未来优质并购标的将越来越少。

未来行业整合可能出现的两种情况一是较大的知名度较高的地方品牌被收购（如金威），二是啤酒企业开始强强联合（如三得利和青岛啤酒的合作）。啤酒企业仍然会继续在自身竞争优势较弱的区域寻找好的并购标的，但是更实际和有效的方式是加快自建厂来占据地盘，以市场份额为导向的战略将显得尤其重要，只有抢占了先机，未来行业竞争格局稳定之后才能获得更多的话语权。

表 3：2010 年全国啤酒产量 20 万千升以上啤酒企业

序号	省市区	企业名称	2010 年产量（千升）
1	北京市	华润雪花啤酒（中国）有限公司	9334291
2	山东省	青岛啤酒集团有限公司	6401497
3	北京市	北京燕京啤酒集团有限公司	5030797
4	河南省	河南金星啤酒集团有限公司	1927645
5	重庆市	重庆啤酒（集团）有限责任公司	1776025
6	福建省	英博雪津啤酒有限公司	1242682
7	广东省	广州珠江啤酒集团有限公司	1206218
8	广东省	金威啤酒（中国）有限公司（竞标中）	922667
9	湖北省	湖北金龙泉啤酒集团公司	492658
10	山东省	山东新银麦啤酒有限公司（已被并购）	480195
11	吉林省	四平金士百啤酒股份有限公司	461806
12	湖北省	百威（武汉）国际啤酒有限公司	457884
13	江苏省	江苏大富豪啤酒有限公司	446628
14	上海市	三得利啤酒（中国）投资有限公司	443097
15	河北省	蓝贝酒业集团有限公司	435985
16	黑龙江省	哈尔滨啤酒有限公司	428876
17	浙江省	英博双鹿啤酒集团	417657
18	广东省	百威啤酒（佛山）有限公司	282301
19	浙江省	浙江英博石梁啤酒有限公司	251891
20	云南省	云南澜沧江啤酒企业集团有限公司	240735
21	江西省	南昌亚洲啤酒有限公司	239761
22	河南省	河南蓝牌集团商丘啤酒有限公司	224000
23	辽宁省	大连大雪啤酒股份有限公司	215813
24	山东省	烟台啤酒青岛朝日有限公司	208719
25	甘肃省	兰州黄河嘉酿啤酒有限公司	208025

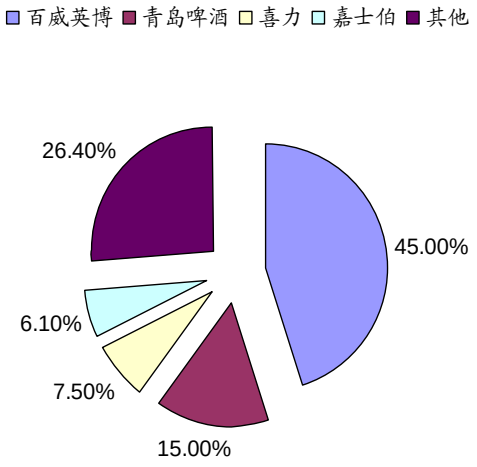
资料来源：中国酿酒工业协会啤酒分会，百度文库，国都证券

2.2 抢占高端产品市场

高档那个啤酒一般指纯生啤酒，纯生啤酒是不经巴氏灭菌或瞬时高温灭菌，采用纯种酿造、无菌过滤、无菌灌装新技术生产出来的啤酒，对设备和技术水平要求较高，更好地保持了啤酒原有的新鲜风味和口感。纯生啤酒由于其新鲜度和口感优势占据了世界啤酒消费大国的主要市场份额，高端纯生啤酒的售价通常要比普通啤酒高出 30%-50%。从发达国家啤酒行业的发展来看，日本经过几十年的发展，纯生啤酒市场占比 95%，德国纯生啤酒销量占比 50%，美国纯生啤酒市场份额占比 30%，而我国纯生啤酒的市场占比只有 5%左右。我国酿酒行业“十二五”规划中也提出“争取到 2015 年将纯生啤酒提高到占国内啤酒总量的 20%以上，提高纯生啤酒在高端市场中的比例”。**未来 3 元/瓶以下的低端啤酒将逐渐减少，中高档和高档啤酒的市场份额将提升。**

目前我国中高档啤酒销量占比 15%左右，高档生啤产品消费仅占整体啤酒市场的 5%，超市零售价每瓶 10 元以上。85%左右均为中低档及低档产品，超市零售价在 5 元以下。我国高档啤酒市场一直被外资品牌占据，百威英博以 45%的市场份额占据主导地位，青岛啤酒以 15%的市场份额位居第二，而荷兰喜力和丹麦嘉士伯的市场份额分别是 7.5%和 6.1%。近年来国产啤酒开始大力推出高档产品，力图分高档啤酒市场的一杯羹。2010 年，青岛啤酒推出了高端产品“奥古特”和“逸品纯生”，雪花推出了“金标纯生”“水晶标纯生”和“勇闯天涯”，金士百推出了“冰点锁鲜”纯生和纯生干啤，蓝带啤酒推出“蓝带 1844”，珠江啤酒高调推出了 20 元/瓶的“雪堡白啤酒”，市场反应良好。

图 7: 高端啤酒市场中各主要品牌占比情况



数据来源：国都证券

2.3 产品提价多为成本推动

从啤酒的生产成本构成来看，生产 1 吨啤酒需要 100-140 公斤大麦（占比为 15%-30%）、60-80 公斤大米（占比为 8%-10%）、0.5-1 公斤啤酒花（占比 1%左右）、包装物（占比 30%-50%）。在原材料中，大米的价格相对比较稳定，啤酒花和大麦价格波动较大，2007 年大麦和啤酒花价格的暴涨给啤酒企业带了了较大的成本压力，但是由于啤酒花在啤酒生产成本中占比较小，其价格波动的影响基本可以忽略不计。大麦成

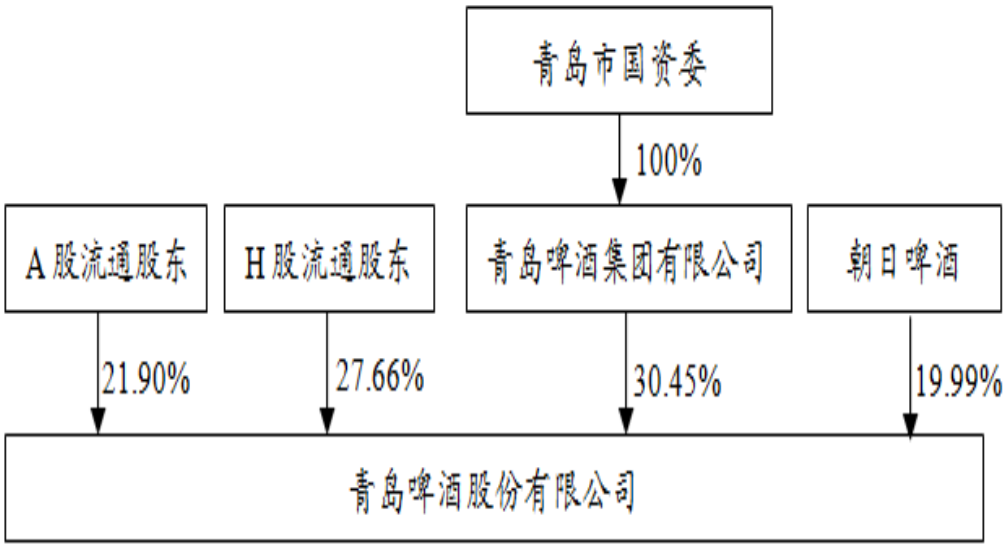
本价格上涨对啤酒价格的影响会滞后一年左右的时间。这是因为我国的大麦是一年成熟一次，澳洲大麦一年成熟 2-3 次，国内啤酒厂购买国产大麦提前一年，购买进口大麦提前 3-4 个月，国产大麦用作中低档啤酒的原材料比例较高，而高档啤酒用进口大麦的比例较高，由于高档啤酒利润空间较大，成本转移能力较强，因此一般大麦价格上涨对中档啤酒的提价推动作用较强。2007 年初大麦价格开始上涨，啤酒的提价集中在 2007 年底。去年我国大麦现货年末的价格相比年初上涨了 20%左右，进口大麦的价格从年初的 270 美元/吨上涨到年末的 380 美元/吨左右，各大企业年末通过提价缓解成本压力。目前产品价格提升主要还是成本驱动，大幅上升还有难度，待竞争格局稳定之后，龙头议价能力才会体现在提价行为上。

3 青岛啤酒：优质的啤酒行业龙头

3.1 公司基本情况介绍

青岛啤酒始建于 1903 年，已拥有 108 年的历史。青岛啤酒是目前消费行业中少数具有全球知名度的品牌之一，在我国啤酒行业里拥有最悠久的历史、最高的知名度。1993 年 7 月 15 日，青岛啤酒股票（0168）在香港交易所上市，是中国内地第一家在海外上市的企业。同年 8 月 27 日，青岛啤酒(600600)在上海证券交易所上市，成为中国首家在两地同时上市的公司。目前青岛啤酒拥有 69 家子公司，5 家联营合营公司。其中 49 家子公司从事国内啤酒生产和销售。公司的控股股东为青岛啤酒集团。

图 8：青岛啤酒股权结构



数据来源：公司公告，国都证券

公司自 1993 年上市后，大致经历了三个发展阶段：

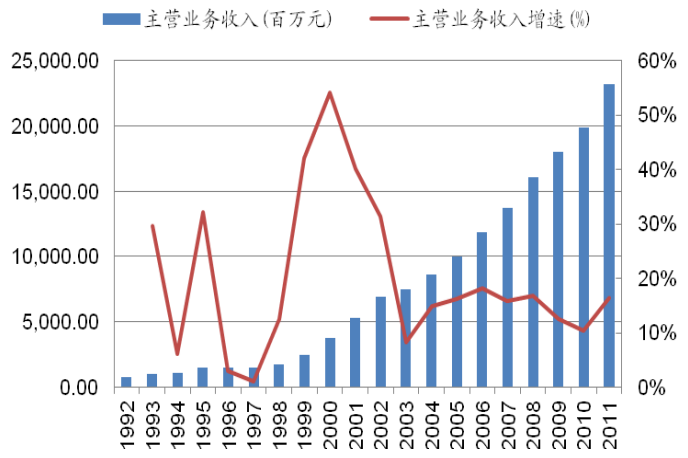
规模扩张阶段（1993 年-2001 年）：这一阶段公司以兼并重组、破产收购为主，收购了一些濒临破产的小厂，包括菏泽、荣成、马鞍山、黄石、蓬莱、芜湖等地 40 余家啤酒生产企业，并购企业广泛分布于全国 17 个省市，青岛啤酒完成了在全国范围内的战略布局，产能从 1992 年 24 万吨提高到 2001 年的 251 万吨，产销量规模处于行业

首位。但由于收购兼并的小厂生产设备落后，技术水平不能达到工艺标准，加上公司管理失控，导致公司出现增收不增利的尴尬局面。

内部整合阶段（2002 年-2006 年）：这一阶段公司开始放缓并购步伐，公司的战略从做大做强转变为做强做大，开始大力整合并购的企业，重点在于整合品牌，收缩产品线，实施以“青岛啤酒“为主品牌，“汉斯”、“山水”、“崂山”为第二品牌，替代以前的地方小品牌的品牌发展战略。公司在此期间还引入外资巨头 AB 公司，实现优势互补，减缓财务压力。这一阶段，公司的净利润增长远高于收入和产量的增长。

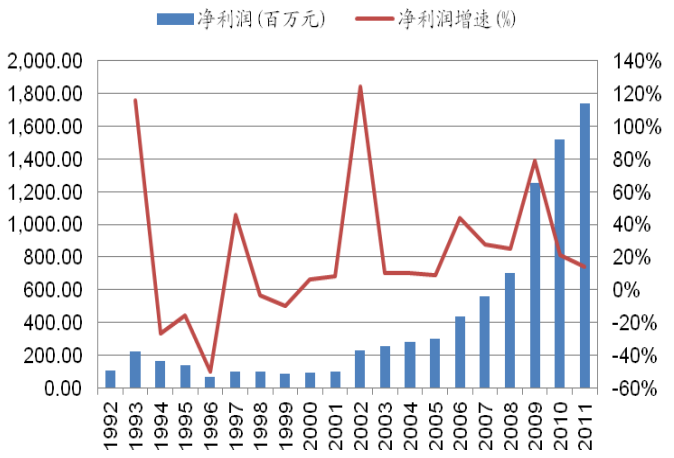
外部整合扩张阶段（2007 年至今）：这一阶段公司加强品牌升级和销售扩张，推行“1+X”品牌发展战略，提高主品牌“青岛啤酒”占收入比例实现品牌升级，提升盈利能力，并购的优质品牌仍然在区域内沿用，不强行用第二品牌替代，实现平稳过渡，同时公司提出了力争到 2014 年实现 1000 万千升啤酒产销量的目标，并继续通过收购和自建扩建的方式扩大产能。

图 9：青岛啤酒主营业务收入及增速



资料来源：公司公告，国都证券

图 10：青岛啤酒净利润及增速



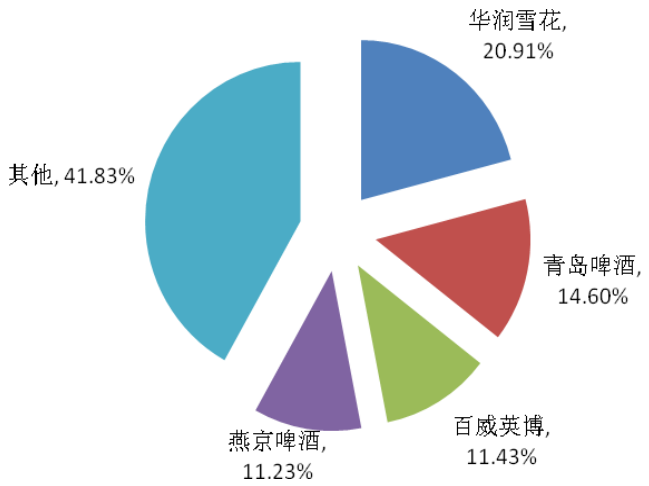
资料来源：公司公告，国都证券

3.2 未来公司的行业龙头地位是确定的

2011 年青岛啤酒实现总销量 715 万千升，市场占有率约为 14.6%。华润雪花 2011 年的总销量首次超过 1000 万千升，市占率达到 20.91%。目前行业 CR4 的市场占有率约为 60%左右，仍存在很大提升空间，未来中小企业还会继续退出。当行业集中度 CR4 达到 90%的时候，竞争格局就稳定了，那时啤酒企业的成长将主要依靠提价。美国啤酒行业的发展路径既是如此，目前其销量增速非常缓慢，甚至不增长，但行业前 2 家龙头企业，通过不断的提价，依然能够实现利润的逐步提升。

公司近几年销量增速不及华润雪花，并且与百威英博和燕京啤酒的距离也在拉近，主要是由于公司过去几年的主要目标是整合，销量的增长相对缓慢。目前市场份额的激烈竞争倒逼公司将销量增长放在更重要的位置上，2011 年公司将 1000 万千升产销量目标提前到 2014 年完成，这是公司更加重视销量增长的体现。我们认为未来 3-5 年随着产能的释放，销量将加速增长，公司市占率与华润雪花的距离将拉近，待行业格局稳定之后，公司的龙头地位是确立无疑的，其优势将逐渐体现在提价能力上，经营效率届时也将大幅提升。

图 11：啤酒行业 CR4 市场占有率达到近 60%



数据来源：公司公告，国都证券

4 多重竞争优势支撑公司长期增长空间

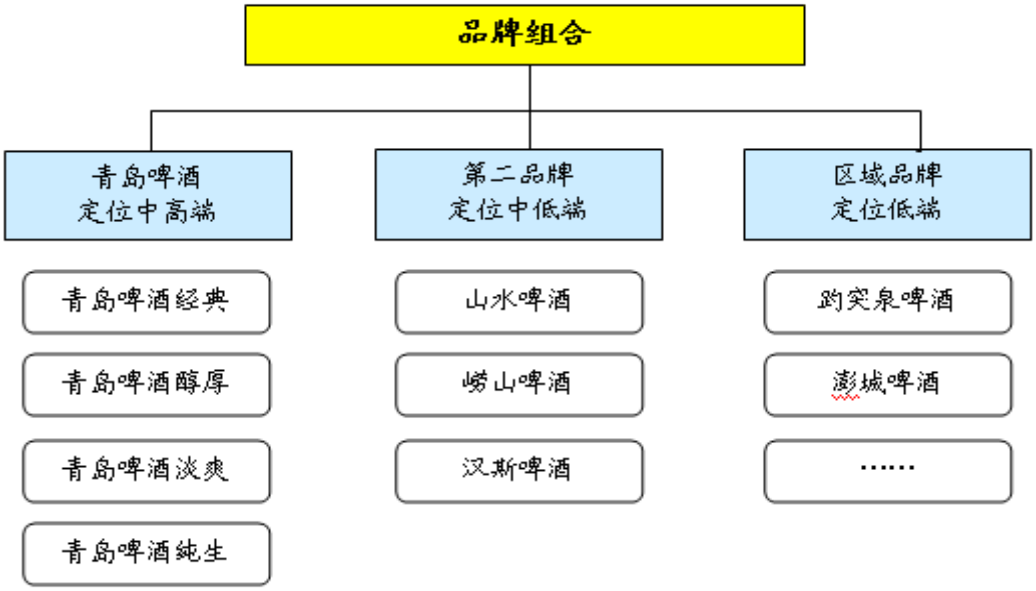
4.1 整合完善品牌体系，灵活调整品牌战略

4.1.1 “1+3”品牌战略实现了品牌整合

青岛啤酒是具有百年历史的驰名中外的优秀品牌，自 1906 年建厂以来获得几乎国内所有质量评比金奖，并多次获得国际评比大赛金奖。青岛啤酒品牌价值逐年上升，到 2011 年达到 502 亿元人民币，继续保持国内啤酒行业首位。

青岛啤酒真正的品牌战略开始于 2002 年，2003-2007 年实施了以品牌整合聚焦为核心的第一个五年品牌战略计划。面对中国市场同业竞争加剧的挑战，青岛啤酒自 1996 年到 2001 年六年中，收购了 48 家啤酒厂，年产量迅速从几十万千升跃升至 231 万千升，规模虽然迅速扩张，但是品牌整合严重滞后，截止到 2002 年底，青岛啤酒由最初的一个主品牌衍生到一百五十多个品牌，产品达到上千个，品牌家族的迅速繁衍模糊了消费者对青岛啤酒品牌的认知，品牌的整合势在必行。青岛啤酒开始建立主品牌、第二品牌、区域品牌组成的品牌架构，区域品牌主要为了发挥收购子公司品牌的亲和力，为战术性产品，主要定位低端，因此品牌战略被定义为“1+3”格局，主品牌为青岛啤酒，定位中高端，第二品牌为山水、崂山、汉斯三个品牌，主要定位中低档市场。

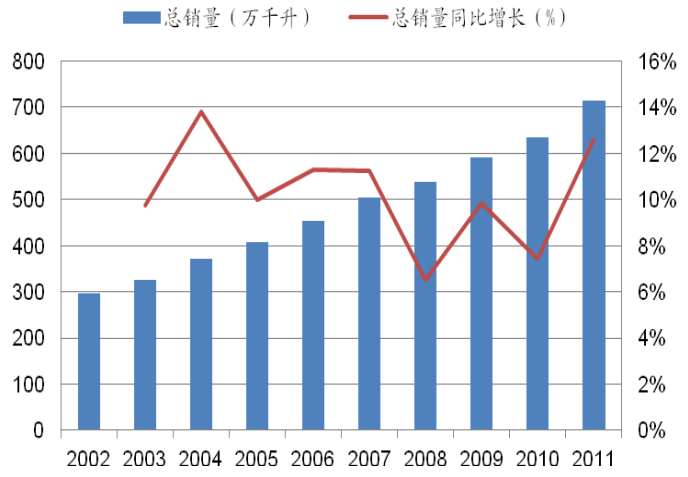
图 12：青岛啤酒品牌组合



数据来源：国都证券

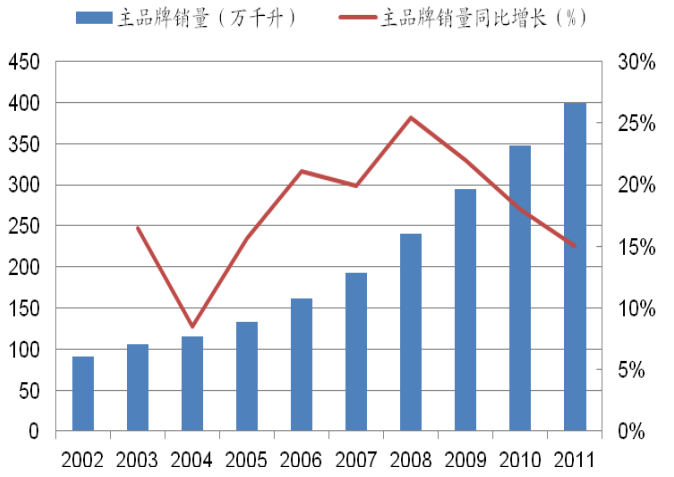
品牌管理方面，公司建立了三级品牌管理模式，青岛啤酒作为全国推广的主品牌，由公司总部统一规划；第二品牌山水、崂山、汉斯为区域强势品牌，由公司总部统一规划，全国省区配合制定营销策略；地方区域品牌为战术性产品，作为必要的补充，由区域自行根据公司战略制定整合计划。经过几年的整合，公司品牌定位逐渐清晰，管理进一步完善，成功实施了“1+3（青岛啤酒+三个第二品牌）”的品牌销售格局，规模优势开始体现。

图 13：青岛啤酒总销量及增速



资料来源：公司公告，国都证券

图 14：青岛啤酒主品牌销量及增速



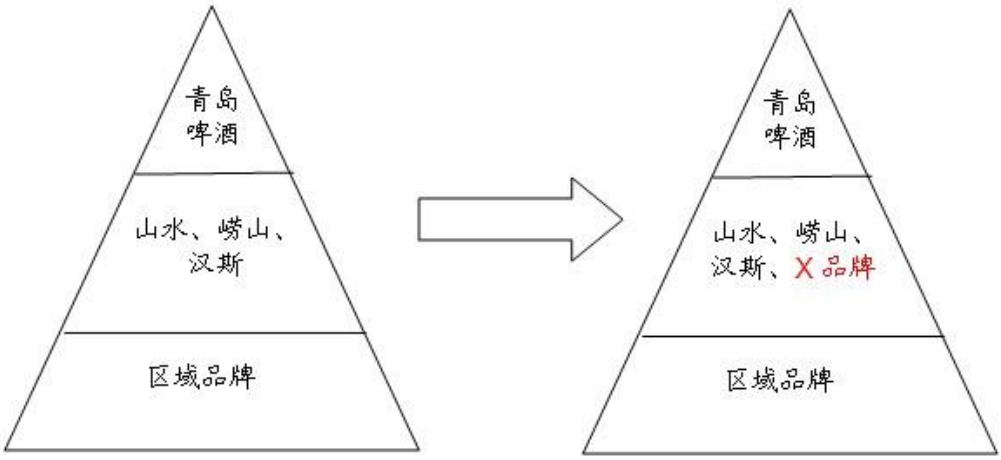
资料来源：公司公告，国都证券

4.1.2 “1+X”品牌战略能更好的适应兼并扩张的道路

目前公司经过几年的品牌整合之后，形成了主品牌创利润，第二品牌争市场的销售格局，并且实现了高、中、低端市场的全面覆盖，主品牌青岛啤酒锻造出很强的品牌拉力，为公司业绩的提升做出较大贡献。

但是，品牌战略不是一成不变的，公司根据市场环境和规模扩张的战略继续进行调整，未来公司将更侧重于“1+X”的品牌战略，X 品牌即为除了三个第二品牌之外的具有较强区域影响力的收购品牌。2010 年收购的银麦啤酒就被继续沿用，主要是由于“银麦”为中国驰名商标，在当地市场具有很大的品牌影响力，市场布局广泛，消费者具有粘性，购买行为短时间内不容易改变，如果用第二品牌替代需要较长的市场培育时间，会明显影响销量的增长。实施“1+X”战略将使得品牌战略更加灵活，有效减小收购和整合阻力。

图 15: 青岛啤酒品牌战略调整



数据来源：国都证券

4.2 渠道模式与利润捆绑，坚持大事件营销战略

4.2.1 “大客户+微观运营”的渠道模式

意大利经济学家维弗烈度·柏瑞图所提出的重要原理——“重要的少数与琐碎的多数”， 大意是指在任何特定群体中，重要的因子通常只占少数，而不重要的因子则占多数，因此只要能控制具有重要性的少数因子即能控制全局。这一原理经过多年演化，变成当今管理学界所熟知的“80/20”法则。青岛啤酒提出的大客户营销模式即是遵循了这一法则。2005 年青岛啤酒开始推行大客户模式，引起行业惊呼不断，一度被认为是一种倒退，更有人将其与上个世纪的“坐商”等同起来。但是在竞争日益激烈的今天，大部分行业的“大客户”已不可同日而语，成为提供资金、物流和技术的“平台商”，或者成为只提供某一项服务如物流配送的“服务商”。

啤酒行业存在物流分散、保质期短和低毛利等诸多限制，这制约了企业大面积直营直供的可能性，在通路上更加依靠“中转商”来连接消费，这个“中间商”可以厂家自建也可以发展经销商，青岛啤酒推行的“以品牌为核心的大客户+微观运营”的营销策略，以品牌为拉力吸引锁定大客户，以一线业务人员划区域定点定格“微观运营”来倒

逼和加压大客户，借用大客户的种种优势又能对其有所控制，其模式和实际成效和华润雪花的深度分销可以说是殊途同归。

公司成功将大客户与利润挂钩，大客户的优势体现在：

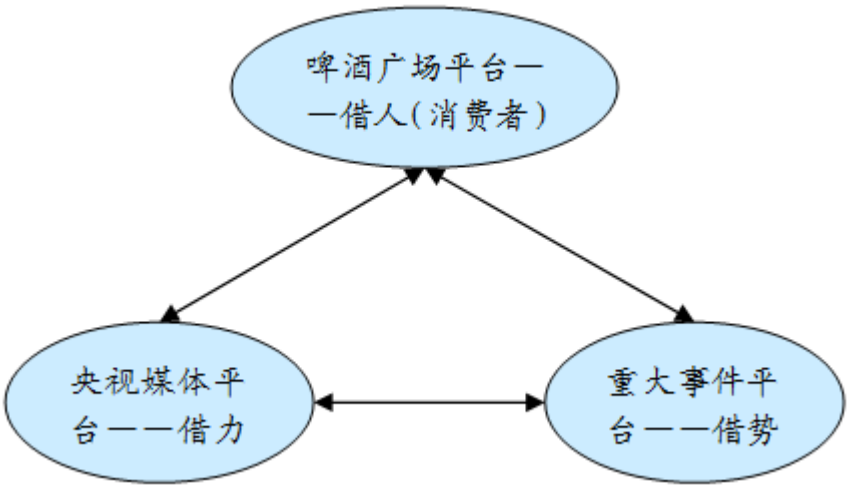
- 大客户为区域内的主流客户和商业资本，充裕的资本有利于市场开拓、提升销量，这种资本具有先占性可以加高其他公司的行业进入门槛。
- 大客户可以大笔回款囤货减少公司资金占用，对下线分销商来说有蓄水池作用。
- 减少总部审批加快了终端响应速度，能节省渠道中大量的沉淀利润，如渠道促销、终端促销、销售管理等费用。
- 大客户在各地的政府和人脉资源，往往是厂家分公司或办事处缺少的，这种关系的开发和维护需要很大的投入。
- 很多大客户运作市场多年，有着成熟的市场操作经验，降低了沟通成本。

2011 年公司年报中指出将推进“大客户+微观运营”的营销模式，坚持打造区域基地市场，不断完善销售网络。

4.2.2 三位一体的营销模式，坚持大事件营销战略

不同酒种的品牌诉求有很大差别，白酒的面子文化，葡萄酒的浪漫情怀，啤酒的激情诉求，这决定了不同酒种的宣传方式的差异，啤酒的宣传需要强调的是激情。青岛啤酒一直非常重视品牌建设，投入了大量的人力财力，提出了“激情成就梦想”的品牌主张和“自信、激情、开放、进取”的品牌个性。青岛啤酒品牌本着大事大做的原则，实现了品牌三大营销平台的构建：央视高端媒体平台、地方啤酒节活动现场平台、重大事件自身传播平台。事件营销、体育营销成为青岛啤酒品牌建设的主要手段。

图 16：青岛啤酒三大营销平台构建



数据来源：国都证券

青岛啤酒的大事件营销是一个成功案例，体育赛事是品牌诉求——激情——的有力触发点。2005 年青岛啤酒正式成为北京奥运会的赞助商，开始了五年的奥运营销计划：2005 年酝酿激情，2006 年点燃激情，2007 年传递激情，2008 年释放激情，2009 年演绎激情。2005 年推出青岛啤酒-CCTV《梦想中国》活动，2006 年世界杯期间和央视共同推出的“观球论英雄”节目，2007 年推出大型电视节目《倾国倾城》，2008 年紧紧围绕奥运营销，推出“释放激情”为主题的一系列活动，包括青岛啤酒大篷车、啤酒节，进一步扩展青岛啤酒的影响力，并且与中国跳水队合作；2009 年的演绎激情，实质上是后奥运营销，启动“炫舞激情”NBA 啦啦队选拔赛，再次打造跨国体育娱乐盛会。青岛啤酒的奥运营销成功利用奥运杠杆提升了品牌知名度，并且撬动了青岛啤酒的国际化。目前，青岛啤酒在事件营销、体育营销的道路上继续前行，2011 年青岛啤酒成功签约出征 2012 年伦敦奥运会的中国体育“冠军之队”以及美国 NBA“热火队”，品牌形象和产品竞争力将继续得到提升。

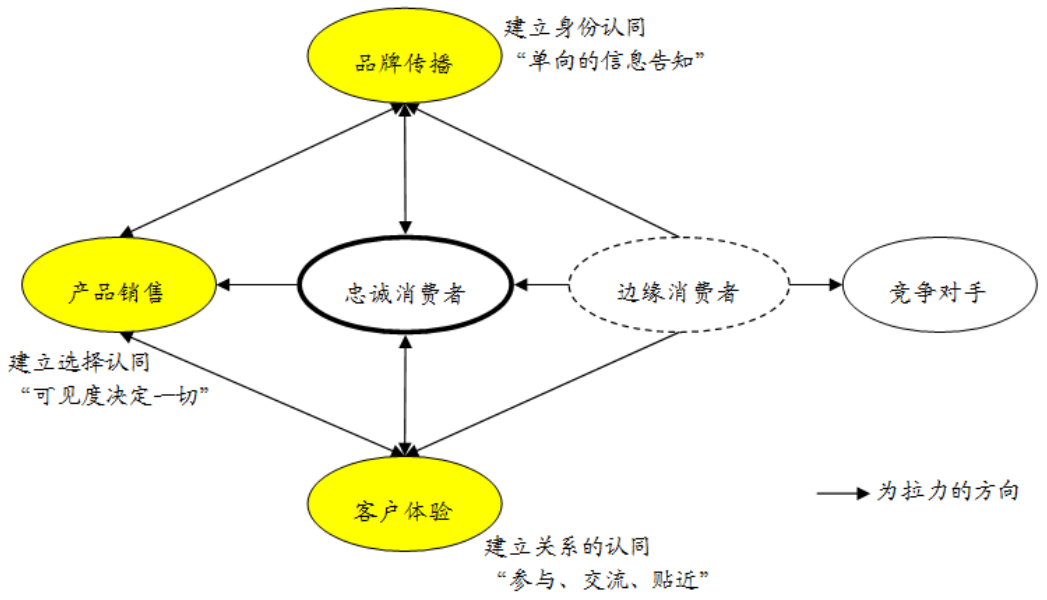
表 4：青岛啤酒奥运营销主题及活动

时间	奥运营销主题	大型活动
2005	酝酿激情	CCTV《梦想中国》
2006	点燃激情	《观球论英雄》（世界杯期间推出）
2007	传递激情	大型电视节目《倾国倾城》
2008	释放激情	“释放激情”为主题的一系列活动，包括青岛啤酒大篷车、啤酒节，并且与中国跳水队合作
2009	演绎激情	“炫舞激情”NBA 啦啦队选拔赛

资料来源：国都证券

此外，公司在业内首次提出了将品牌传播、消费者体验和产品销售三种手段有机结合运用的三位一体营销模式。“传播、体验、销售”三位一体的营销模式实现了线上线下协同作战，解决了短期利益与长期利益的矛盾。青岛啤酒节就是一个成功的消费者体验平台，目前已经成为世界第二大啤酒节。

图 17：青岛啤酒三位一体营销模式



数据来源：国都证券

4.3 实施“双轮驱动”发展战略

青岛啤酒是通过收购从一个区域性中型企业成长壮大为全国大型企业的。从 1997 年的“一统鲁啤”开始，不断兼并收购实施大规模扩张战略，前后收购了西安汉斯、上海嘉酿、北京五星、北京三环、南宁万泰等一些列啤酒企业。1999 年-2002 年是公司并购高峰期，青岛啤酒真正抓住了低成本的最佳时机，并且引发了啤酒产销方式的革命——从传统的“产地销”向现在的“销地产”转变。

目前，随着并购标的的减少，并购成本的提高，公司开始积极推进实施“双轮驱动”的发展战略，通过并购、新建和搬迁扩建方式迅速扩大生产规模，完善市场布局。近几年公司新建和扩建步伐加快，同时积极寻找收购标的。未来实现产能扩张依赖于：1）收购和兼并：收购标的产能至少要在 10 万吨以上，同时还会考虑公司的全国布局及其与现有工厂的协同效应。2）新建产能及现有工厂的扩建：预计今明两年将新增产能 300 万千升左右。

表 5：青岛啤酒 2011 年收购及新建项目汇总

时间	事件
2011 年 1 月 9 日	青岛啤酒（扬州）有限公司搬迁扩建 40 万千升项目签约并开工奠基，一期 20 万千升工程一年内建成投产
2011 年 1 月 11 日	青岛啤酒（宿迁）有限公司搬迁扩建 40 万千升项目签约并开工奠基，一期 20 万千升工程预计当年内将完成
2011 年 3 月 26 日	青岛啤酒收购杭州紫金滩酒业公司，收购完成后，青岛啤酒预计将对新项目实施两期技改和扩建。新项目产能预计将达到 40 万千升
2011 年 3 月 29 日	青岛啤酒武威公司搬迁扩建 60 万千升项目签约，一期 20 万千升工程，预计于 2012 年 6 月前建成投产
2011 年 4 月 18 日	青岛啤酒郴州公司 6 万千升易拉罐项目建成投产
2011 年 5 月 5 日	青啤高管透露青岛啤酒随州公司计划搬迁扩建 40 万千升
2011 年 6 月 24 日	青岛啤酒广东揭阳新建 60 万千升工厂，一期 30 万千升
2011 年 8 月 9 日	青岛啤酒（石家庄）有限公司一期 20 万千升项目竣工投产，总规划产能 40 万千升
2011 年 9 月	青岛啤酒有意向在江西省九江市庐山区建 60 万千升生产基地
2011 年 9 月 9 日	青岛啤酒珠海公司 45 万千升搬迁扩建项目竣工投产。该厂规划产能 60 万千升
2011 年 9 月 26 日	青岛啤酒福州连江新厂一期 20 万千升项目正式投产，该厂规划年产啤酒 40 万千升
2011 年 9 月底	青岛啤酒第三有限公司 50 万千升扩建项目 9 月底投产
2011 年 10 月 11 日	青岛啤酒(哈尔滨)有限公司拟搬迁扩建，青啤副总裁黄克兴与哈尔滨市阿城区政府领导商谈搬迁扩建事宜
2011 年 10 月 17 日	青岛啤酒宣布在泰国建 20 万千升工厂，计划 2013 年投产
2011 年 10 月 18 日	青岛啤酒（滕州）有限公司整体搬迁扩建项目竣工投产，一期 20 万千升
2011 年 11 月 10 日	青岛啤酒（菏泽）有限公司拟整体搬迁扩建。项目总规划 40 万千升，一期 20 万千升，将在 2012 年 2 月底前开工建设
2011 年 11 月 28 日	青岛啤酒收购广东韶关“活力啤酒”，该公司产能达 15 万千升
2011 年 12 月 6 日	青岛啤酒海南建 40 万千升生产基地。一期产能 20 万千
2011 年 12 月 17 日	青岛啤酒(长沙)有限公司二期生产基地举行开工仪式，拟打造中南地区最大的青岛纯生啤酒生产基地
2011 年 12 月 31 日	青岛啤酒二厂完成年产 50 万千升产能扩建项目

资料来源：糖酒快讯，国都证券

从华润雪花、青岛啤酒、燕京啤酒的酒厂布局来看，三大酒厂都有各自的优势区域，青岛啤酒之于山东，华润雪花之于辽宁和四川，燕京啤酒之于内蒙古和北京，全国布局来看，华润雪花最为完善，这也是近几年支撑华润雪花销量快速增长的重要原因。由于啤酒运输半径较短，各地区都有当地较为知名的品牌，其他品牌想要进入当地市场，只能收购或者自建厂，而由于消费者先入为主的消费习惯，往往后进入者抢占市场份额的难度会较大。青岛啤酒在和雪花抢占市场份额的竞争中，还有一些弱势区域，比如华东地区，如果采取收购的方式进入该市场，可选的标的不多，如果自建酒厂所需时间长、成本大，面对这种竞争形势，青岛啤酒所选择的方式是——强强联合，这很可能成为啤酒行业整合的一个新方向。

强强联合：青岛啤酒与三得利中国将各自在上海市及江苏省全域的目标子公司的资产和业务重组整合到两家合资公司，包括一家事业合资公司和一家销售合资公司。

事业合资公司：青岛啤酒以青岛啤酒上海松江有限公司（简称“松江公司”）为平台，将青岛啤酒（徐州）有限公司 66%的股权、青岛啤酒（徐州）彭城有限公司 100%的股权、青岛啤酒（宿迁）有限公司 100%的股权及青岛啤酒（扬州）有限公司 100%的股权通过转让、增资等方式注入松江公司。并由松江公司以现金人民币 133,591 万元受让三得利中国下属子公司三得利啤酒(上海)有限公司 96.5%股权、三得利啤酒(昆山）有限公司 100%股权、三得利光明啤酒（上海）有限公司 100%股权及中国江苏三得利食品有限公司 66.6%股权，三得利中国同步将向松江公司现金增资人民币 135,203 万元，以取得松江公司 50%股权，并有权控制松江公司过半数董事会成员的任命。重组后的公司负责双方在上海市及江苏省全域经整合后的所有啤酒业务的事业规划、品牌/商品开发、宣传广告、生产和采购等事项。

销售合资公司：青岛啤酒与三得利中国分别以现金人民币 1,000 万元出资成立销售合资公司，双方各持股 50%，并注入销售目标子公司资产，包括三得利（上海）市场服务有限公司的股权、江苏三得利食品有限公司的销售业务及资产、上海青岛啤酒华东销售有限公司上海市和江苏省区域的销售业务及资产、青岛啤酒华东南京销售有限公司 100%股权和青岛啤酒（徐州）淮海营销有限公司上海市和江苏省区域的销售业务及资产。重组后公司负责双方在上海市及江苏省全域经整合后的所有啤酒业务的营销企划、销售、物流、供求、销售服务以及促销广告等事项。

公司此次与三得利中国的强强联合，可以实现双方在上海市和江苏省全域的优势资源互补，相互协同，将大大改善公司在华东地区的竞争地位，使公司在华东地区的市场竞争能力得到提升，届时将体现在市场份额的提高上。

表 6：三大啤酒厂产能布局

青岛啤酒	酒厂数量	华润雪花	酒厂数量	燕京啤酒	酒厂数量
山东	14	辽宁	13	内蒙古	6
陕西	5	四川	12	北京	3
江苏	3	安徽	9	湖北	2
黑龙江	3	浙江	5	山西	2
广东	3	黑龙江	5	新疆	2
湖北	3	江苏	5	湖南	2
福建	3	湖北	4	福建	3
浙江	2	吉林	3	江西	3
北京	2	内蒙古	3	河南	2
甘肃	2	山东	3	广东	1

四川	2	河南	3	云南	1
湖南	2	河北	2	四川	1
安徽	2	山西	2	河北	2
河北	2	上海	2	辽宁	1
山西	1	贵州	2	广西	2
重庆	1	北京	1	浙江	2
广西	1	西藏	1	山东	2
上海	1	甘肃	1	吉林	1
		湖南	1	上海	1
		福建	1		
		天津	1		
		广东	1		

数据来源：公司年报，国都证券

4.4 短期主要催化因素：大麦价格回落

啤酒的成本构成中主要是包装物和大麦。啤酒包装形式一般有两种：铝罐和传统的玻璃瓶。铝罐包装适宜运输和在商超系统销售，需求增速较快，其成本主要受到铝价的影响。玻璃瓶仍然是主要包装形式，成本主要受纯碱的影响，一般包装成本的不会有太大波动。而作为啤酒生产的主要原材料——大麦的价格波动较大，我国啤酒企业的大麦来源有两种——国产和进口，进口大麦品质纯、杂质少、出酒率高，主要用于生产高端产品，进口大麦主要来自于澳大利亚、法国和加拿大等地。青岛啤酒国产大麦和进口大麦的采购比例各占一半，进口大麦的采购时间一般在秋季十月份左右。从进口大麦的价格走势上来看，2007 年开始出现了一波明显的上涨，价格最高达到 470 美元/吨，上涨行情持续了两年，2009 年开始下跌，到 2010 年价格逐渐回落至正常水平。从青岛啤酒的生产成本构成中也可以看到，2007-2009 年大麦的占比稳定且较高，2010 年同比大幅下降 2.8 个百分点，毛利率也进一步回升，

2011 年由于自然灾害导致大麦减产，进口大麦价格又一次大幅上涨。2011 年底，进口大麦价格达到 383 美元/吨。2012 年，由于澳洲大麦产量提高和欧美啤酒消费低迷，进口大麦价格经过一年的上涨之后开始下跌，5 月份进口大麦价格已经下跌至 300 美元/吨，相比于 2007 年之前的历史平均水平，大麦价格还有 20%-25%的下跌空间。进口大麦价格的下降将提高青岛啤酒今年的利润率，是短期最主要的催化因素。此外，受益于欧洲杯和奥运会等赛事，公司下半年销量增速也将有进一步提升。

表 7：青岛啤酒生产成本构成

	2010	2009	2008	2007
大麦	12.4%	15.2%	15.4%	14.8%
大米	8.1%	6.4%	6.4%	6.4%
酒花	0.8%	1.3%	1.6%	0.8%
水	0.2%	0.2%	0.2%	0.3%
辅助材料	1.2%	1.6%	1.6%	1.7%
能源	5.7%	5.9%	5.6%	5.3%
包装物	51.2%	50.1%	49.9%	50.5%
直接工资	4.0%	3.5%	3.3%	3.5%
制造费用	16.4%	15.8%	16.0%	16.8%
合计	100.00%	100.00%	100.00%	100.10%

数据来源：公司公告，国都证券

图 18：进口大麦价格走势

数据来源：wind，国都证券

5 盈利预测与投资评级

我们预计 2012-2014 年青岛啤酒主品牌销量维持稳定增长，增速分别为 17.04%、17.77%、16.73%，主品牌销量分别为 467 万千升、550 万千升、643 万千升；2012-2014 年的吨酒售价不会大幅上涨，增速分别为 2.06%、2.91%、2.00%，吨酒售价分别为 4200.20 元/千升、4322.30 元/千升、4408.60 元/千升；2012-2014 年吨酒成本增速分别为 1.43%、1.99%、2.46%，毛利率分别为 48.57%、49.03%、48.79%。

表 8：青岛啤酒主品牌营收预测

	2010	2011	2012E	2013E	2014E
销量（万千升）	348	399	467	550	642
同比增速		14.66%	17.04%	17.77%	16.73%
吨酒售价（元/千升）	4,060.00	4,115.30	4,200.20	4,322.30	4,408.60
同比增速		1.36%	2.06%	2.91%	2.00%
销售收入（百万元）	14,128.80	16,420.05	19,614.93	23,772.65	28,303.21
同比增速		16.22%	19.46%	21.20%	19.06%
吨酒成本（元/万千升）	2066.40	2129.80	2160.30	2203.20	2257.50
同比增速		3.07%	1.43%	1.99%	2.46%
销售成本（百万元）	7,191.07	8,497.90	10,088.60	12,117.60	14,493.15
同比增速		18.17%	18.72%	20.11%	19.60%
毛利率	49.10%	48.25%	48.57%	49.03%	48.79%

数据来源：国都证券

我们预计 2012-2014 年青岛啤酒副品牌（包括山水、汉斯、崂山及区域品牌）销量增速不会太快，分别为 2.85%、1.54%、6.06%，副品牌销量分别为 325 万千升、330 万千升、350 万千升；2012-2014 年副品牌的吨酒售价增速分别为 4.88%、3.55%、

3.21%，吨酒售价分别为 2236.40 元/千升、2315.80 元/千升、2390.10 元/千升；2012-2014 年吨酒成本增速分别为 2.02%、2.53%、2.69%，毛利率分别为 28.99%、29.69%、30.04%。

表 9：青岛啤酒副品牌营收预测

	2010	2011	2012E	2013E	2014E
销量（万千升）	287	316	325	330	350
同比增速		10.10%	2.85%	1.54%	6.06%
吨酒售价（元/千升）	2,010.12	2,132.28	2,236.40	2,315.80	2,390.10
同比增速		6.08%	4.88%	3.55%	3.21%
销售收入（百万元）	5,769.04	6,738.00	7,268.30	7,642.14	8,365.35
同比增速		16.80%	7.87%	5.14%	9.46%
吨酒成本(元/万千升）	1,408.80	1,556.60	1,588.10	1,628.30	1,672.10
同比增速		10.49%	2.02%	2.53%	2.69%
销售成本（百万元）	4,043.26	4,918.86	5,161.33	5,373.39	5,852.35
同比增速		21.66%	4.93%	4.11%	8.91%
毛利率	29.91%	27.00%	28.99%	29.69%	30.04%

数据来源：国都证券

我们预计 2012-2014 年青岛啤酒总销量分别为 792 万千升、880 万千升、992 万千升，同比增速分别为 10.77%、11.11%、12.73%；销售收入分别为 268.83 亿元、314.15 亿元 、366.69 亿元；销售成本分别为 153.50 亿元、174.91 亿元、203.46 亿元，同比增速分别为 13.66%、14.70%、16.32%；净利润分别为 22.09 亿元、27.83 亿元、33.52 亿元，每股收益分别为 1.56 元、1.97 元、2.37 元，给予公司“短期-强烈推荐，长期-A”的投资评级。

表 10：青岛啤酒总体啤酒业务营收预测

	2010	2011	2012E	2013E	2014E
销量（万千升）	635	715	792	880	992
同比增速		12.60%	10.77%	11.11%	12.73%
吨酒售价（元/千升）	3,133.52	3,238.89	3,394.35	3,569.86	3,696.43
同比增速		3.36%	4.80%	5.17%	3.55%
销售收入（百万元）	19,897.84	23,158.05	26,883.23	31,414.79	36,668.56
同比增速		16.38%	16.09%	16.86%	16.72%
吨酒成本（元/万千升）	1,769.19	1,876.47	1,925.50	1,987.61	2,050.96
同比增速		6.06%	2.61%	3.23%	3.19%
销售成本（百万元）	11,234.33	13,416.76	15,249.93	17,490.99	20,345.50
同比增速		19.43%	13.66%	14.70%	16.32%
毛利率	43.54%	42.06%	43.27%	44.32%	44.52%

数据来源：国都证券

表 11：青岛啤酒盈利预测

单位：百万元	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	23158.05	26883.24	31414.79	36668.57
营业成本	13416.66	15249.93	17490.99	20345.50
营业税金及附加	2024.41	2285.08	2680.74	3150.45

营业费用	4414.67	5255.67	6125.88	7044.03
管理费用	1184.19	1397.93	1647.94	1901.79
财务费用	-36.21	-45.15	-51.57	-46.45
资产减值损失	17.03	72.81	74.03	70.90
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	4.26	7.99	7.30	6.52
营业利润	2141.57	2674.96	3454.08	4208.87
营业外收入	469.80	380.00	358.00	360.00
营业外支出	156.46	110.00	102.00	100.00
利润总额	2454.91	2944.96	3710.08	4468.87
所得税	657.30	736.24	927.52	1117.22
净利润	1797.61	2208.72	2782.56	3351.65
少数股东损益	59.69	81.98	102.65	119.78
归属母公司净利润	1737.93	2126.74	2679.91	3231.87
EBITDA	3086.13	3545.42	4331.46	5109.24
EPS（元）	1.29	1.56	1.97	2.37

数据来源：国都证券

6 风险提示

宏观经济下行影响啤酒消费，收购品牌整合不达预期，大麦价格波动。

附录：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2011	2012E	2013E	2014E
流动资产	9583.35	10844.73	14709.14	16939.80
现金	6107.61	7292.83	10778.38	12023.52
应收账款	88.10	147.15	119.43	184.21
其它应收款	114.43	280.01	176.91	338.94
预付账款	273.21	83.01	290.32	185.25
存货	2717.72	2972.70	3200.53	4072.38
其他	282.29	69.02	143.58	135.51
非流动资产	12050.80	11853.87	12674.38	13453.98
长期投资	151.97	157.35	163.87	169.34
固定资产	7208.41	7707.38	8176.77	8552.02
无形资产	2378.81	2557.10	2806.51	3123.95
其他	2311.62	1432.05	1527.22	1608.66
资产总计	21634.15	22698.60	27383.52	30393.78
流动负债	7156.08	7150.32	9301.21	9381.92
短期借款	162.70	170.80	176.57	170.02
应付账款	1662.02	1613.46	2112.08	2267.03
其他	5331.37	5366.06	7012.57	6944.87
非流动负债	3201.13	2224.12	2081.92	1793.82
长期借款	1788.81	1420.41	1087.84	723.78
其他	1412.32	803.71	994.09	1070.04
负债合计	10357.22	9374.44	11383.13	11175.74
少数股东权益	166.50	248.48	351.13	470.91
归属母公司股东权益	11110.44	13075.68	15649.25	18747.13
负债和股东权益	21634.15	22698.60	27383.52	30393.78

利润表

单位：百万元	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	23158.05	26883.24	31414.79	36668.57
营业成本	13416.66	15249.93	17490.99	20345.50
营业税金及附加	2024.41	2285.08	2680.74	3150.45
营业费用	4414.67	5255.67	6125.88	7044.03
管理费用	1184.19	1397.93	1647.94	1901.79
财务费用	-36.21	-45.15	-51.57	-46.45
资产减值损失	17.03	72.81	74.03	70.90
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	4.26	7.99	7.30	6.52
营业利润	2141.57	2674.96	3454.08	4208.87
营业外收入	469.80	380.00	358.00	360.00
营业外支出	156.46	110.00	102.00	100.00
利润总额	2454.91	2944.96	3710.08	4468.87
所得税	657.30	736.24	927.52	1117.22
净利润	1797.61	2208.72	2782.56	3351.65
少数股东损益	59.69	81.98	102.65	119.78
归属母公司净利润	1737.93	2126.74	2679.91	3231.87
EBITDA	3086.13	3545.42	4331.46	5109.24
EPS（元）	1.29	1.56	1.97	2.37

主要财务比率

	2011	2012E	2013E	2014E
成长能力				
营业收入增长率	16.38%	16.09%	16.86%	16.72%
营业利润增长率	10.63%	24.91%	29.13%	21.85%
归属于母公司净利润	14.30%	22.37%	26.01%	20.60%
获利能力				
毛利率	42.06%	43.27%	44.32%	44.52%
净利率	7.76%	8.22%	8.86%	9.14%
ROE	15.94%	16.58%	17.39%	17.44%
ROIC	12.42%	13.42%	14.46%	14.95%
偿债能力				
资产负债率	47.87%	41.30%	41.57%	36.77%
净负债比率	17.33%	14.63%	10.18%	6.55%
流动比率	1.34	1.52	1.58	1.81
速动比率	0.96	1.10	1.24	1.37
营运能力				
总资产周转率	1.18	1.21	1.25	1.27
应收账款周转率	260.34	228.55	235.69	241.53
应付账款周转率	9.17	9.31	9.39	9.29
每股指标（元）				
每股收益	1.29	1.56	1.97	2.37
每股经营现金流	1.93	1.79	3.95	2.51
每股净资产	8.35	9.78	11.74	14.10
估值比率				
P/E	5.93	23.47	18.63	15.45
P/B	0.93	3.82	3.19	2.66
EV/EBITDA	2.38	12.93	9.76	7.99

现金流量表

单位：百万元	2011	2012E	2013E	2014E
经营活动现金流	2600.65	2415.96	5337.22	3390.60
净利润	1797.61	2208.72	2782.56	3351.65
折旧摊销	697.81	753.14	861.44	969.18
财务费用	-36.21	-45.15	-51.57	-46.45
投资损失	-4.26	-7.99	-7.30	-6.52
营运资金变动	10.38	-445.47	1759.97	-898.27
其它	135.32	-47.29	-7.87	21.01
投资活动现金流	-4801.60	-618.85	-1647.64	-1736.71
资本支出	3408.44	562.97	557.44	690.07
长期投资	1.05	-5.38	-6.52	-5.47
其他	-1392.11	-61.26	-1096.73	-1052.11
筹资活动现金流	737.54	-611.90	-204.02	-408.76
短期借款	-33.52	8.10	5.77	-6.55
长期借款	513.44	-368.40	-332.57	-364.06
其他	257.62	-251.59	122.78	-38.15
现金净增加额	-1463.40	1185.21	3485.56	1245.13

资料来源：公司报表、国都证券

国都证券投资评级

国都证券行业投资评级的类别、级别定义		
类别	级别	定义
短期评级	推荐	行业基本面向好，未来 6 个月内，行业指数跑赢综合指数
	中性	行业基本面稳定，未来 6 个月内，行业指数跟随综合指数
	回避	行业基本面向淡，未来 6 个月内，行业指数跑输综合指数
长期评级	A	预计未来三年内，该行业竞争力高于所有行业平均水平
	B	预计未来三年内，该行业竞争力等于所有行业平均水平
	C	预计未来三年内，该行业竞争力低于所有行业平均水平

国都证券公司投资评级的类别、级别定义		
类别	级别	定义
短期评级	强烈推荐	预计未来 6 个月内，股价涨幅在 15%以上
	推荐	预计未来 6 个月内，股价涨幅在 5-15%之间
	中性	预计未来 6 个月内，股价变动幅度介于±5%之间
	回避	预计未来 6 个月内，股价跌幅在 5%以上
长期评级	A	预计未来三年内，公司竞争力高于行业平均水平
	B	预计未来三年内，公司竞争力与行业平均水平一致
	C	预计未来三年内，公司竞争力低于行业平均水平

免责声明

国都证券研究所及研究员在预测证券品种的走势或对投资证券的可行性提出建议时，在研究所和研究员知情的范围内本公司、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

本报告中的信息均来源于公开资料或国都证券研究所研究员实地调研所取得的信息，国都证券研究所及其研究员不对这些信息的准确性与完整性做出任何保证。国都证券及其关联机构可能持有报告所涉及的证券品种并进行交易，也有可能为这些公司提供相关服务。本报告中所有观点与建议仅供参考，根据本报告作出投资所导致的任何后果与公司及研究员无关，投资者据此操作，风险自负。

本报告版权归国都证券所有，未经书面授权许可，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发送、发布、复制。

国都证券研究员及其研究行业一览表					
研究员	研究领域	E-mail	研究员	研究领域	E-mail
邓婷	金融	dengting@guodu.com	肖世俊	有色金属、新能源	xiaoshijun@guodu.com
魏静	工程机械、普通机械	weijing@guodu.com	赵宪栋	商业	zhaoxiandong@guodu.com
王树宝	煤炭、钢铁	wangshubao@guodu.com	刘洵	IT	liuyun@guodu.com
王双	石化	wangshuang@guodu.com	李韵	纺织服装、轻工制造	liyun@guodu.com
张崴	房地产	zhangweiwei@guodu.com	丰亮	汽车及零部件	fengliang@guodu.com
卢珊	食品饮料	lushan@guodu.com	王寅	医药	wangyin@guodu.com
袁放	有色	yuanfang@guodu.com	杨志刚	家电/旅游	yangzhigang@guodu.com
王方	基金、融资融券	wangfang@guodu.com	赵锴	股指期货	zhaokai@guodu.com
张咏梅	IT	zhangyongmei@guodu.com	向磊	机械	xianglei@guodu.com
李春艳	基金联络	lichunyan@guodu.com			