

## 长期投资价值确定 六大区域全面丰收

**推荐** 维持评级

### 核心要点:

- **品牌结构升级是未来业绩长期增长的主要驱动力，市场占有率上升促成行业垄断格局下的营业费用率下降则是更长期核心驱动力。**公司近年来坚定贯彻“1+3”品牌战略，预计2010年主品牌销量占比从2006年的36%提高到53%左右；“1+3”品牌占比达到94%左右；随着品牌拉力的提升和未来新建扩建和收购等方式扩大总产能，预计青岛、广东和陕西目前95%、40%和85%的市场占有率将进一步提高，未来若干年市场占有率翻倍时，营业费用率将大幅下降。
- **公司从经营（外）和管理（内）上两手抓，不仅直接提升了中短期盈利能力，更为重要的是进一步巩固了长期投资价值的基础，三亏损地区全面扭亏为盈即是标志性事件。**随着战略实施，品牌和产品结构调整，以及管理能力的跃升，品牌建设投入将进入收获期，例如2009年华北、华东和东南地区一举盈利，力促公司六大销售地区全面丰收，公司盈利能力开始充分展现。分地区分拆主营业务后，预计主营业务收入、EBIT和净利润CAGR2009-2012为（14%,23%,27%）。
- （1）品牌战略；（2）发展战略；（3）组织结构；（4）经营管理等中长期影响因素是公司长期投资价值的基础，也是我们认为公司是快速消费品行业中最具长期投资价值A股上市公司的关键依据。
- **近大半年来公司H股价格超越A股，一反近年来常态，A股超额投资机会继续显现。**虽然从2007年8月《青岛啤酒（600600）深度研究报告：投资价值基础确定 业绩拐点渐行渐近》及2009年10月《青岛啤酒（600600）深度研究报告：长期投资价值确定 内外双修力促再超预期》以来，公司A、H股表现优秀，但鉴于近期A股还未反映其合理估值，同时参考到牛熊市轮回中任何市场状况下啤酒公司估值都远高于其它酒类，因此我们继续维持推荐的投资评级，在目前市场气氛下，未来一年合理价位DCF@（WACC=10%;g=1.5%）=45元。

### 主要财务指标

	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	16023.4	18026.1	20351.5	23322.8	27054.4
EBITDA(百万元)	1772.6	2259.4	3311.6	3720.3	4305.3
净利润(百万元)	699.6	1253.3	1692.8	2100.3	2555.9
摊薄EPS(元)	0.53	0.93	1.21	1.51	1.83
PE(X)	67.3	38.8	29.6	23.9	19.6
EV/EBITDA(X)	26.3	19.9	13.0	11.1	8.9
PB(X)	7.3	5.7	4.5	3.9	3.3
ROIC(%)	9.9%	12.8%	13.2%	13.8%	14.6%
总资产周转率	1.33	1.32	1.26	1.26	1.30

资料来源：中国银河证券研究所

### 分析师

董俊峰 王国平

执业证书编号：S0130200010339

✉: dongjunfeng@chinastock.com.cn

☎: (8610)6656 8780

博客: <http://dongjunfeng.blog.cnstock.com>

### 市场数据

时间 2010.4.8

A股收盘价(元)	35.99
A股一年内最高价(元)	39.00
A股一年内最低价(元)	23.29
上证指数	2688
市净率	5.71
总股本(万股)	135098
实际流通A股(万股)	27851
限售的流通A股(万股)	41739
流通A股市值(亿元)	250

### 相关研究

1. 青岛啤酒（600600）深度研究报告：长期投资价值确定 内外双修力促再超预期 09.10.26
2. 青岛啤酒（600600）深度研究报告：投资价值基础确定 业绩拐点渐行渐近 07.08.08
3. 产业逻辑投资线路图——俊峰品牌渠道评级体系——快速消费品（食品饮料为主）行业研究模型 06.11.15

## 投资概要:

### 驱动因素、关键假设及主要预测:

1) 我们延续 2009 年 10 月 26 日《青岛啤酒 (600600) 深度研究报告: 长期投资价值确定 内外双修力促再超预期》及 2007 年 8 月 8 日《青岛啤酒 (600600) 深度研究报告: 投资价值基础确定 业绩拐点渐行渐近》观点, 判断未来啤酒市场空间相当大, (1) 虽然人均消费量与全球平均水平相当, 但消费升级提升人均消费额, 可参看的数据有美国 1998-2003 年吨酒价格上升了 16.9%, 同期销售量仅上升了 3% 左右; (2) 政商务消费环境变化可望引领酒水消费结构; (3) 县以下市场仍然处于导入期。如果考虑到城市化率的进一步提高和人口数量的增长, 那么增长空间将继续扩大。我们判断行业销售收入 CAGR2008-2018 为 7.2%;

2) 2010 年公司“1+3”品牌销量占比达到 94%, 主品牌销量 339 万吨左右, 占比为 53%; 2011 年“1+3”品牌销量占比达到 100%, 同时完成区域销售“1+1”品牌的整合, 即“青岛啤酒+一个第二品牌”的品牌区域销售格局。通过进行品牌整合促使吨酒价格稳步提升、深耕基地市场、销售量随着规模扩张快速提高等驱动因素, 促使公司利润导向型情况下的业绩稳步提高;

3) 2010 年产品结构调整因素促使吨酒名义价格提高 4% 左右, 考虑到成本变化后, 综合起来毛利率提高 2 个百分点。

### 我们与市场不同的观点:

1. 市场普遍认为 2009 年业绩的飞涨来源于 (1) 啤酒大麦的价格下降; (2) 配合权证行权, 因此 2010 年业绩增速不会很高。

我们认为, 内部管理能力和品牌结构的提升更能够支持公司业绩的长期高速增长性。

2. 市场具有代表性的观点是啤酒行业价格战激烈, 未来看不清楚, 因此对公司的长期投资价值持保留意见。

我们认为, (1) 品牌战略; (2) 公司发展战略; (3) 组织结构; (4) 经营管理等中长期影响因素是公司长期投资价值的基础, 也是我们认为公司是快速消费品行业中最具长期投资价值的上市公司的关键依据。

行业价格战激烈, 正说明未来毛利率提高和费用率降低等盈利能力提升空间巨大, 对长期投资价值来说是积极因素。

### 公司估值与投资建议:

近大半年来 A 股价格低于 H 股价格, 一反近年来常态, 考虑到公司的长期确定性成长概率, 同时鉴于看好 2010 年业绩再超预期表现前景, 因此继续给予“推荐”的投资评级。

### 股票价格表现的催化剂:

二季度销售超预期; 收购同业超市市场预期。

### 主要风险因素:

受各种因素影响的高端产品和一线城市销售量降幅有可能超过我们的预期, 从而影响对公司的盈利预测; 啤麦等原材料价格飞涨。

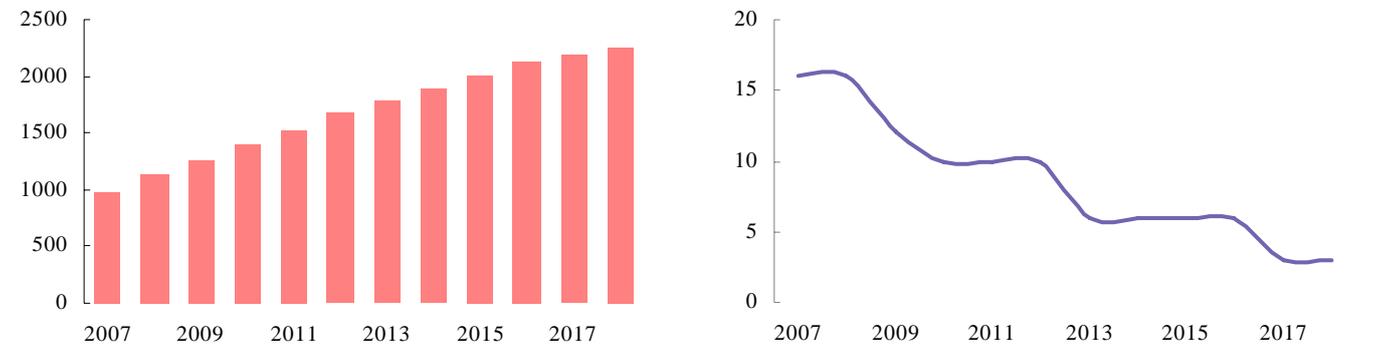
## 目 录

关键假设与敏感性分析.....	1
一、公司估值分析: .....	3
(一) 相对估值分析.....	3
(二) 银河品牌渠道评级模型估值分析.....	3
(三) 绝对估值分析.....	4
二、短期影响因素分析价值因素分析.....	5
(一) 重点市场分析: 2009 年开始全面丰收.....	5
1. 山东地区之青岛地区回顾与预测: 主品牌内销和出口基地 .....	7
2. 华北地区回顾及预测: 啤酒业务战略基地 .....	8
3. 华南地区及东南地区回顾与预测: 深圳市场地位稳固 .....	9
(二) 成本分析: 压力开始下降.....	12
(三) 营业费用分析.....	13
(四) 资产减值准备分析.....	14
(五) 财务费用分析.....	14
(六) 所得税税率分析.....	15
三、中长期影响因素分析.....	16
(一) 品牌战略分析.....	16
(二) 发展战略分析.....	18
(三) 组织结构分析.....	19
(四) 经营管理分析.....	21
(五) 股权激励分析.....	22
四、银河品牌渠道评级体系 .....	26
插图目录.....	28
表格目录 .....	28

## 关键假设与敏感性分析

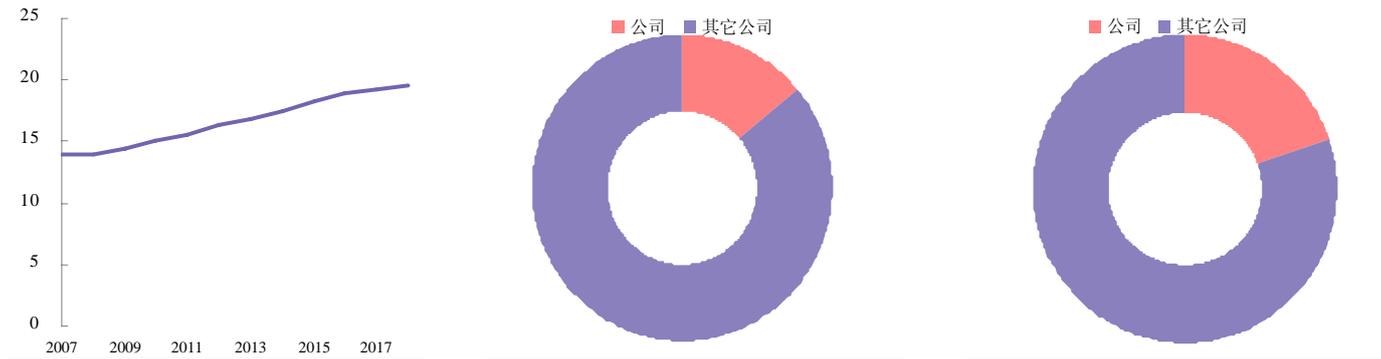
### 主营业务预测

图 1: 行业销售收入、增速 (亿元、%)



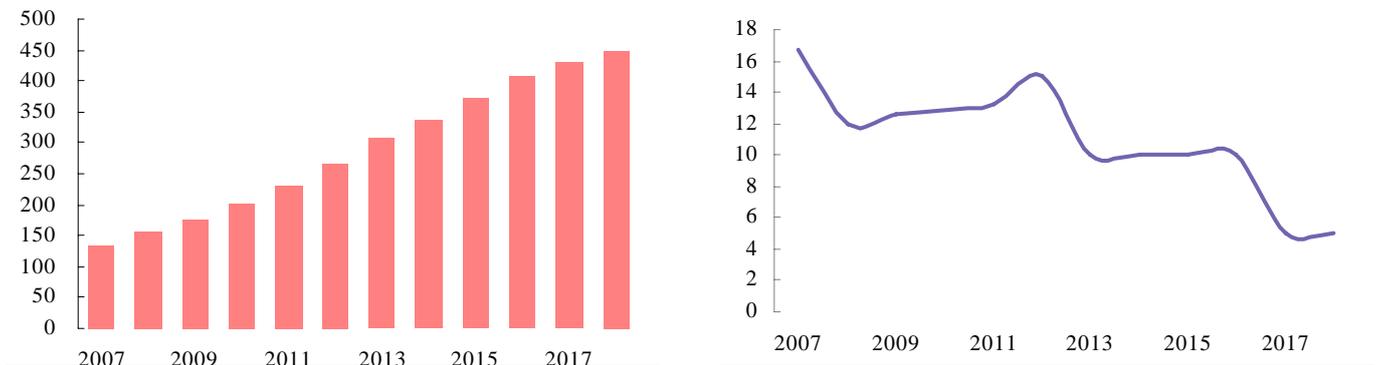
资料来源: 中国银河证券研究所

图 2: 公司市场份额、2008 和 2018 年市场份额 (%)



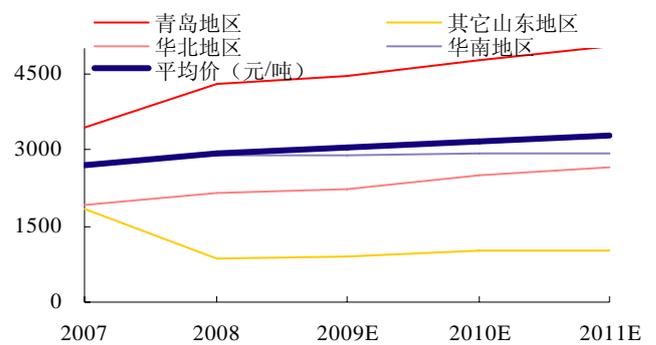
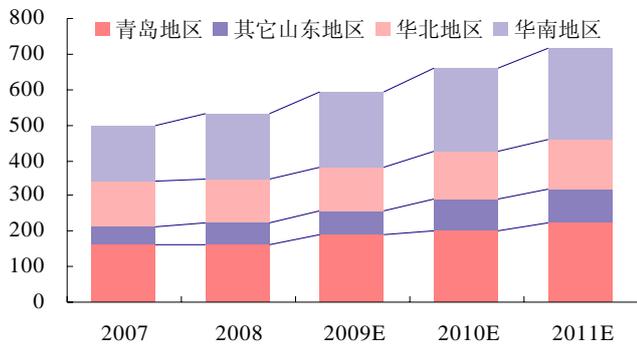
资料来源: 中国银河证券研究所

图 3: 公司销售收入、增速 (亿元、%)



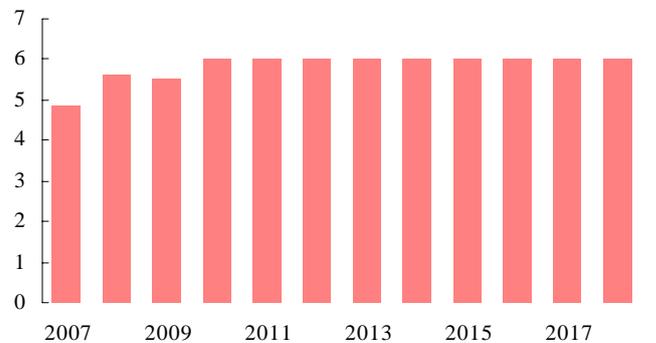
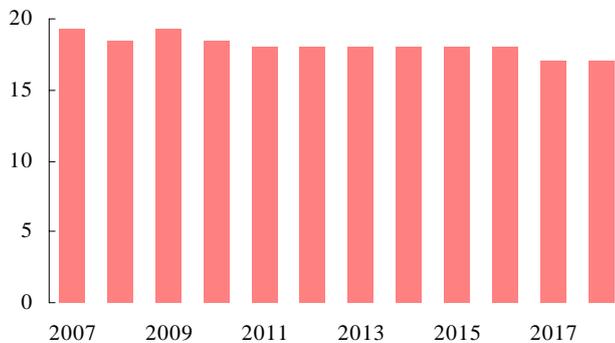
资料来源: 中国银河证券研究所

图 4: 公司销售量、吨酒价格 (万吨、元/吨)



资料来源: 中国银河证券研究所

图 5: 公司营业费用率、管理费用率 (%)



资料来源: 中国银河证券研究所

敏感性分析

		2010E	2011E	2012E
每股收益 (元)				
营业收入增长率	+ 10%	1.32	1.76	2.30
	- 10%	1.11	1.28	1.44
营业成本/营业收入	+ 1%	1.11	1.39	1.70
	- 1%	1.32	1.63	1.97

数据来源: 中国银河证券研究所

## 一、公司估值分析：

### (一) 相对估值分析

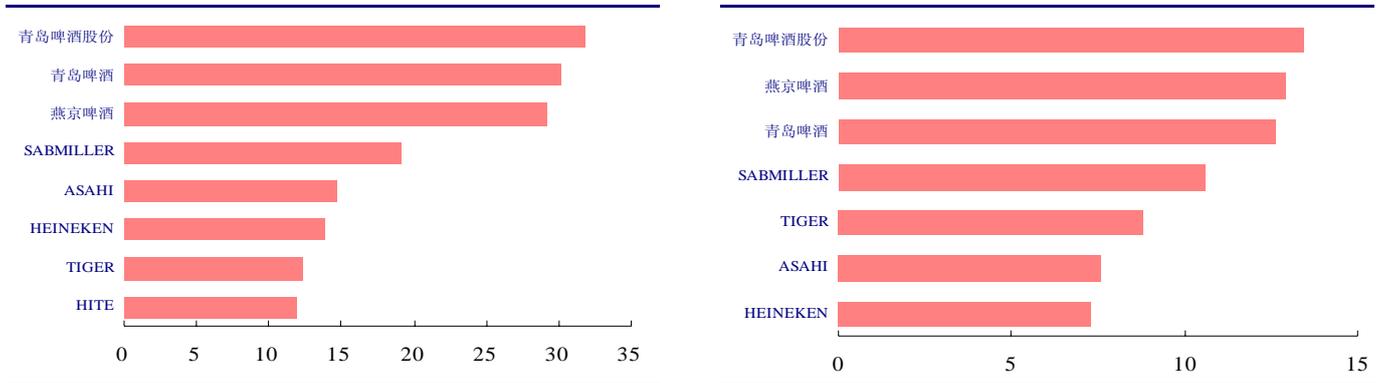
表 1: 全球上市公司估值 (倍)

公司	货币	股价 (元)	市值 (百万元)	EV/EBITDA		PE		CAGR 08-11	PEG	ROE	PB	总资产 周转率	股息收益率 (%)
				09	10E	10E	11E						
青岛啤酒	CNY	35.99	46,344	15.0	12.6	30	25	34%	0.9	17.5	5.9	1.3	0.44
青岛啤酒股份	HKD	37.05	52,812	15.5	13.5	32	27	33%	1.0	17.5	5.3	1.3	0.49
燕京啤酒	CNY	21.15	25,597	14.7	12.9	29	24	26%	1.1	8.8	3.5	0.7	0.76
SABMILLER	GBp	1873	29,645	12.0	10.6	19	16	12%	1.6	11.4	2.3	0.4	2.11
HEINEKEN	EUR	33.625	19,368	8.2	7.3	14	12	66%	0.2	20.7	3.1	0.7	1.93
ASAHI	JPY	1603	775,188	7.7	7.6	15	13	8%	1.9	8.7	1.3	1.1	1.31
TIGER	ZAr	17650	33,543	9.5	8.8	12	11	5%	2.5	39.0	4.4	1.7	1.39
HITE	KRW	22800	529,114	N/A	N/A	12	8	N/A	N/A	3.3	0.6	0.6	0.66

资料来源: 中国银河证券研究所 Bloomberg

从全球角度来看, 如表 1 和图 6 所示, 公司 A 股 PE、EV/EBITDA 分别处于全球食品饮料龙头上市公司高位, 值得注意的是, A 股与近年来不同, 近期股价低于 H 股, 估值水平由此同步下降。

图 6: 全球龙头公司 10PE、EV/EBITDA (倍)



资料来源: 中国银河证券研究所

经分析估值水平变化的主要市场影响因素, (1) A-H 比价关系近期发生重大变化; (2) 公司未来三年业绩增速; (3) A 股市场 PE 水平趋势; (4) 食品饮料板块 PE 水平趋势; (5) 牛熊市轮回中任何市场状况下大市值啤酒公司估值都远高于其它大市值酒类公司, 我们认为公司 A 股具备良好的投资机会, 合理价位 45 元。

### (二) 银河品牌渠道评级模型估值分析

如第 27 页表 5 所示, 从品牌渠道角度对比来说, 公司现市值相对于目标市值低估 56%,

市值提升 1 倍以上的回归动力非常强。

### (三) 绝对估值分析

在本报告中，我们结合表 1，从目前股价与表 2 敏感性分析对比可以判断，公司存在着非常好的超额投资机会。

表 2: DCF 敏感性分析 (元/股)

		g				
目前股价:	35.99	0.0%	1.0%	1.5%	2.0%	3.0%
WACC	9.00%	45.99	48.46	49.94	51.63	55.85
	9.50%	43.94	46.05	47.31	48.73	52.23
	10.00%	42.11	43.93	45.00	46.20	49.13
	11.00%	38.95	40.33	41.13	42.02	44.12
	11.50%	37.59	38.80	39.50	40.26	42.07
	12.00%	36.35	37.42	38.02	38.69	40.25

资料来源: 中国银河证券研究所

绝对估值分析过程由第 24 页的估值过程表完成。

## 二、短期影响因素分析价值因素分析

我们先从决定未来3年业绩的(1)重点市场;(2)成本;(3)营业费用;(4)管理费用、财务费用和资产减值准备;(5)税率等短期影响因素进行分析,推导公司业绩趋势与拐点的时间点。

### (一) 重点市场分析: 2009年开始全面丰收

公司啤酒产品面向全国销售,财务报表主营业务收入分地区构成列示的六个地区,按销售模式分为两类:

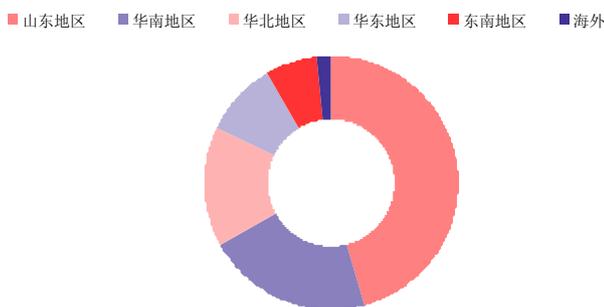
- 产地销: 山东地区之青岛地区、海外地区;
- 销地产: 山东地区之其它山东地区、华南地区、华北地区、华东地区、东南地区。

需要特别指出的是,公司目前实现了80%的生产厂可生产主品牌,即销地产模式,极大地提升了公司盈利能力。

目前,在上述各重点市场中,按照净利润贡献比例排序为:(1)山东地区之青岛地区;(2)华南地区之广东地区;(3)华北地区之陕西地区。

2009年最大的亮点是华北地区、华东地区和东南地区净利率扭负为正,从公司整体层面上实现了六大地区全面丰收,如图7所示。我们认为此等局面将具较好的可持续性。

图7: 分地区对外销售收入占比、净利率对比



资料来源: 中国银河证券研究所 公司材料

各重点市场概要:

- 山东地区之青岛地区: 收入和利润主要来源, 3/4左右销往青岛以外地区和海外地区; 毛利率和净利率均处于各区域市场前列; 品牌以青岛啤酒主品牌和崂山; 产品结构以中高端为主;
- 山东地区之其它山东地区及华东地区: 定位于战略性市场; 品牌为崂山等; 目前产品结构以低端为主; 随着收购趵突泉啤酒后, 公司在济南市场占有率达到90%左右, 未来品牌和产品结构将提升;

- 华北地区：毛利率和净利率均处于各区域市场中游水平；品牌以汉斯和青岛啤酒为主；产品结构以低端为主；
- 华南地区及东南地区：毛利率和净利率均处于各区域市场中游水平（广东地区处于上游水平）；品牌以青岛啤酒和山水为主；产品结构涵盖高中低端；
- 海外市场：毛利率和净利率处于各区域市场前列；品牌均为青岛啤酒；产品结构为高端。

图 8：生产销售单位分布与利润主要贡献区域



资料来源：中国银河证券研究所 公司材料

## 1. 山东地区之青岛地区回顾与预测：主品牌内销和出口基地

### (1) 市场格局分析

青岛是国内重要的啤酒产销城市，年啤酒消费量 20 万吨左右。公司在该地区的市场占有率为 95% 左右。青岛市啤酒生产企业主要就是青岛啤酒，其它企业为产量在万吨以下的小型企 业，公司产品在该地区的竞争对手主要是外资高端竞品。

目前青岛的一、二、四厂全部生产青岛啤酒主品牌啤酒，五公司生产青岛啤酒主品牌啤酒 和崂山啤酒，各厂产能为 30 万吨、45 万吨、10 万吨和 15 万吨，总产能 90 万吨，其中 3/4 销 售到青岛以外地区。

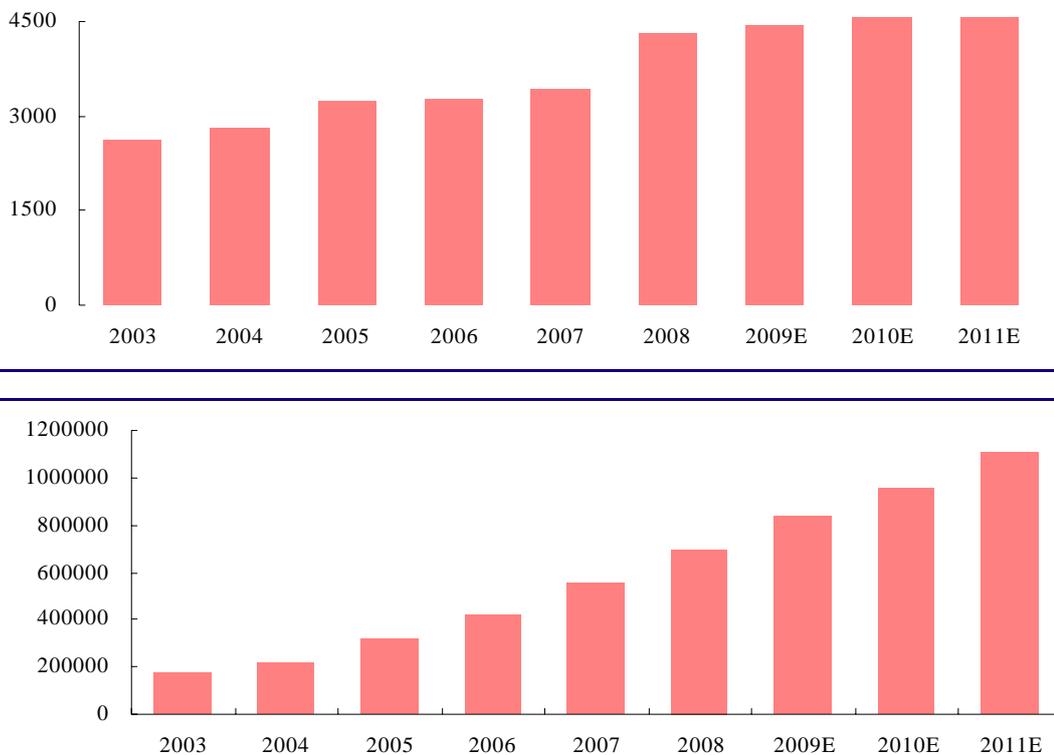
竞争对手：外资高端品牌。

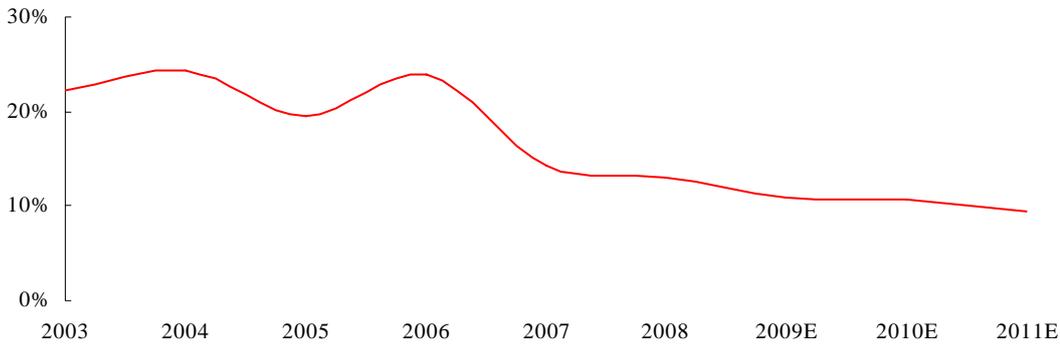
### (2) 历史回顾与未来业绩预测

青岛地区是公司收入和利润主要来源，3/4 左右销往青岛以外地区和海外地区，近年来销 售量、收入和 EBITDA 等呈现快速增长态势，如图 9 所示。主要原因是 2004 年以来增大产品 结构调整力度。

预计未来若干年盈利能力稳定。

图 9：青岛地区吨酒价格、销售收入和 EBITDA 率（元/吨、万元）





资料来源：中国银河证券研究所 公司材料

## 2. 华北地区回顾及预测：啤酒业务战略基地

### (1) 市场格局分析

华北地区包括西北、北京、天津、河北和东北等地区，其中西北地区 and 北京是公司啤酒业务战略基地。

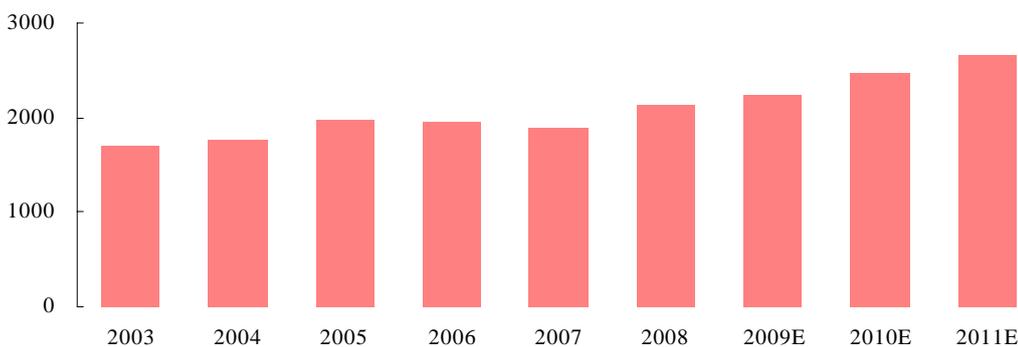
华北地区中的西北地区和北京地区是国内重要的啤酒产销地区。公司在陕西和甘肃的市场占有率分别为 85% 以上和接近 50%。陕西省啤酒生产企业主要就是青岛啤酒西安公司、金威啤酒和各县级厂；甘肃省啤酒生产企业主要就是青岛啤酒甘肃农垦和兰州黄河等；北京市啤酒生产企业主要就是青岛啤酒、燕京啤酒和华润雪花等。

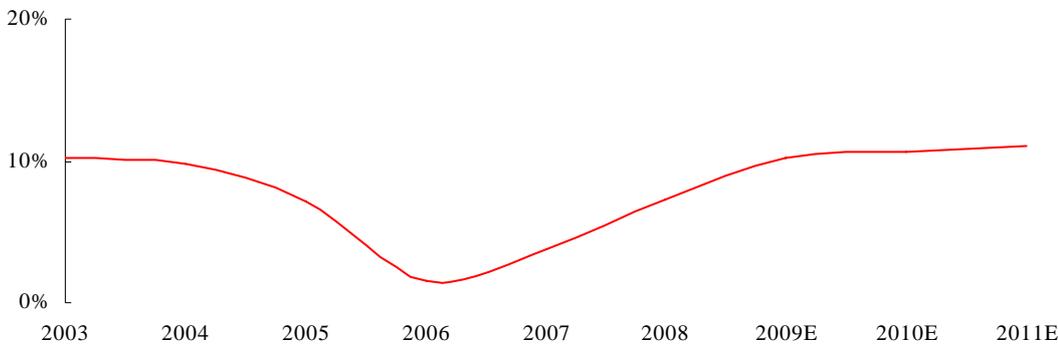
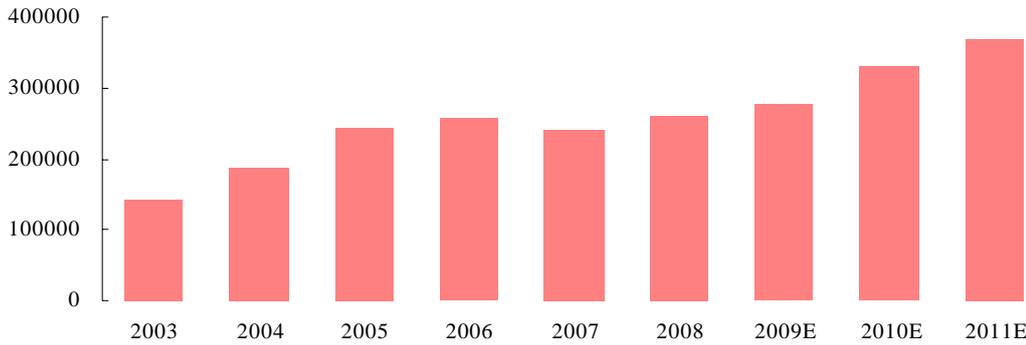
目前青岛啤酒西安公司和甘肃农垦主要生产汉斯品牌，在北京则主要生产青岛啤酒主品牌啤酒；榆林新厂 10 万吨 2008 年投产后，公司在陕西省总产能超过 100 万吨。

竞争对手：兰州黄河、金威和燕京啤酒。

### (2) 历史回顾与未来业绩预测

图 10：华北地区吨酒价格、销售收入和 EBITDA 率（元/吨、万元）





资料来源：中国银河证券研究所 公司材料

近年来华北地区销售量和收入呈现快速增长态势，预计未来发展前景看好。2005 - 2006 年收入快速增长主要原因有：（1）原有啤酒生产厂通过技改提升销售量；（2）收购甘肃农垦；（3）2006 年 3 月收购原为租赁的 35 万吨产能宝鸡啤酒。不过，2006 年毛利率和 EBITDA 率等同比呈现下降态势，主要原因有：（1）西安和北京地区增大市场费用投入力度；（2）甘肃农垦和宝鸡厂等拉低华北地区业绩；（3）资产减值准备计提。

我们预计北京地区从 2009 年开始发生重大变化，九年来首次扭亏为盈，成为标志性事件。具体原因包括但不限于：（1）高端市场竞争格局变化；（2）管理能力的飞跃，具体可参看本文后续论述。

### 3. 华南地区及东南地区回顾与预测：深圳市场地位稳固

#### （1）市场格局分析

华南地区中的广东地区是国内重要的啤酒产销地区，年啤酒消费量近 200 万吨，公司的市场占有率在 40% 左右，深圳更是国内高档啤酒消费比例最高的市场之一，公司的市场占有率大于 50% 左右。广东省啤酒生产企业主要就是青岛啤酒、珠江啤酒、金威啤酒和燕京啤酒等；福建省啤酒生产企业主要就是青岛啤酒、雪津啤酒和燕京惠泉等；广西省啤酒生产企业主要就是青岛啤酒和漓泉啤酒等。

目前青岛啤酒在华南地区主要生产青岛啤酒主品牌和山水品牌啤酒，其中山水品牌主打中

低端市场。公司在广东省深圳、珠海和三水生产厂产能为 30 万吨、20 万吨以上和 35 万吨，总产能近 90 万吨，其中深圳公司实际产量连年来超过设计产能。

竞争对手：珠江啤酒、金威啤酒、雪津啤酒、燕京惠泉和漓泉啤酒，以及外资高端啤酒等。

## (2) 历史回顾与未来业绩预测

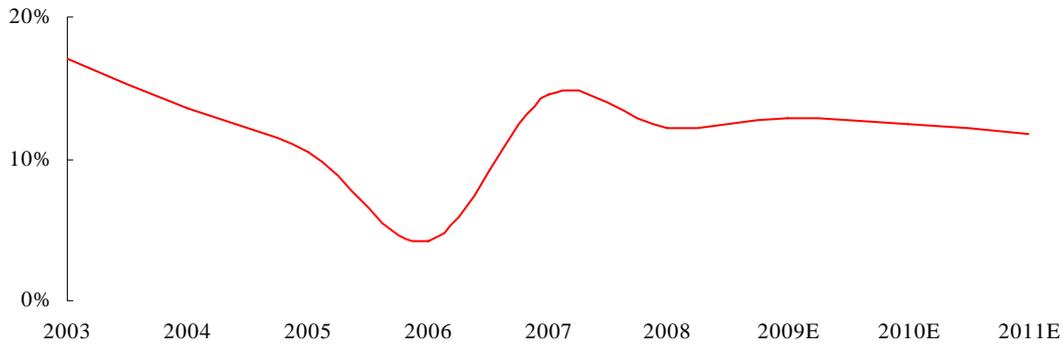
华南地区包括广东、福建、湖南、湖北和广西等地区，其中广东地区是公司啤酒业务重点市场，产品结构以中高端为主。

近年来华南地区收入和吨酒价格呈现快速增长态势，销售量稳步上升，如后图所示。不过，2005 - 2006 年以来收入增速和利润率出现波动，主要原因有：(1) 湖南 10 万吨新厂建成投产；(2) 增持南宁公司股权比例到 75%，纳入合并报表，但是 (1) 南宁公司盈利能力偏低，拉低华南地区业绩；(2) 连年大额资产减值准备计提。

展望未来，我们认为华南地区盈利能力有望保持稳定上升趋势，这源于如下但不限于 (1) 南宁公司盈利能力整体上转好；(2) 连年大额资产减值准备计提目前已经差不多了。

图 11: 华南地区吨酒价格、销售收入和 EBITDA 率 (元/吨、万元)





资料来源：中国银河证券研究所 公司材料

## (二) 成本分析: 压力开始下降

如图 12 所示, 公司啤酒生产成本中占比最大的两项是包装和麦芽。

图 12: 生产成本结构



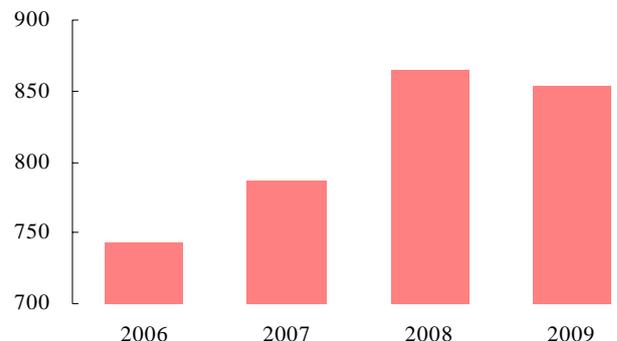
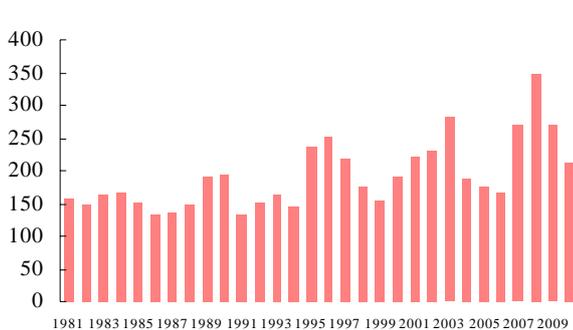
资料来源: 中国银河证券研究所 公司材料

从 2003 年开始的成本大幅上升, 是公司及全行业共同面临的主要问题, 2007 年上半年以来还出现原材料价格大幅上涨且有价无市的情况。

啤麦方面。长期以来大约 60% 左右的啤麦需要进口, 所以啤麦价格一直受国际市场影响, 尤其是受澳大利亚啤麦价格影响, 一般来说国产啤酒大麦价格比进口大麦每吨低数百元。2007 年以来, 澳大利亚啤麦价格进一步大幅上涨, 2008 年一度超过 500 美元/吨, 然后逐步下降, 预计 2010 年内价格温和上涨。公司 2009 年 4 月原高价位啤麦全部消化, 全年成本压力大幅减少, 预计 2010 年全年成本同比下降。

包装方面。2005 年以来, 包装成本连攀新高, 如图 13 右图所示, 在啤麦连年攀高的情况下, 包装成本及其占比逐年盘升。

图 13: 澳麦价格走势 (美元/吨)、单位包装成本走势 (元/吨)



资料来源: 中国银河证券研究所 Bloomberg

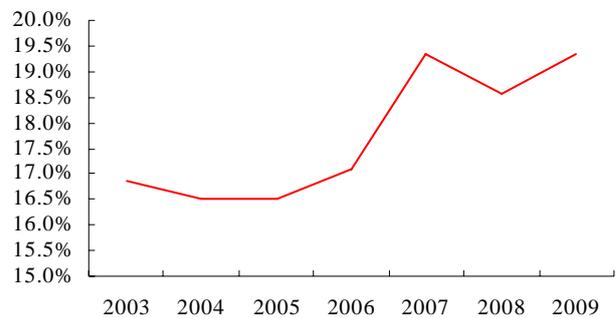
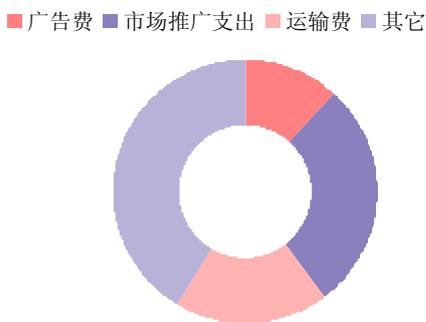
面对原材料价格大幅上涨趋势, 公司对策是: (1) 致力于品牌整合和产品结构的优化、扩大主品牌销量、增加收入; (2) 推进先进的管理工具和方法的应用, 成立专业化小组, 不断推

进重点工厂和重点推进项目的实施，不断降低管理成本；(3) 不断优化生产工艺，通过技术改造降低消耗，提高生产效率，降低成本；(4) 扩大推行规模化采购的模式，选择最优的合作伙伴，最大限度降低采购成本。我们认为，这些对策的实施有利于毛利率和业绩的稳步提高。

### (三) 营业费用分析

营业费用主要包括广告费用、经销商返利、仓储物流费用以及销售人员及管理费用四部分，如图 14 所示。

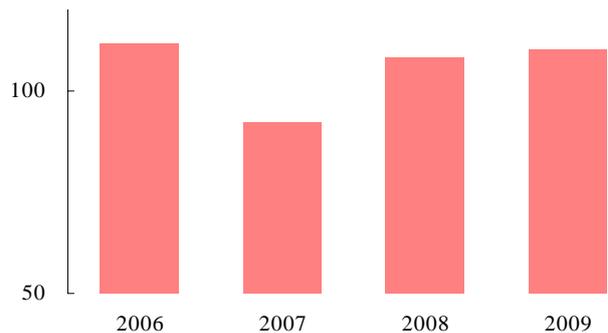
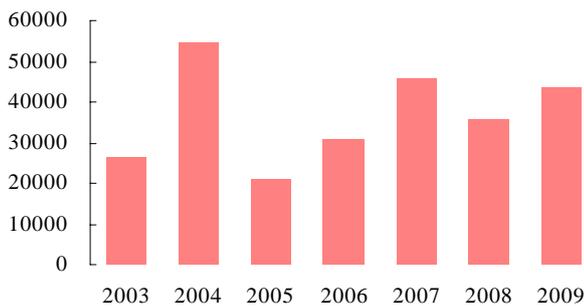
图 14: 营业费用结构、营业费用率走势



资料来源：中国银河证券研究所 公司材料

公司相当部分主品牌产品在青岛生产，市场则分布在全国，这种模式必然产生相对更多的广告、物流和销售人员等营业费用。从 1999 年到 2009 年，青岛啤酒累计投入 36 亿元的广告费用投入，相当于其累计销售收入的 3.5%，均高于行业其它龙头上市公司的同期水平。

图 15: 近年来广告费投入（万元）、运输价格走势（元/吨）



资料来源：中国银河证券研究所 公司材料

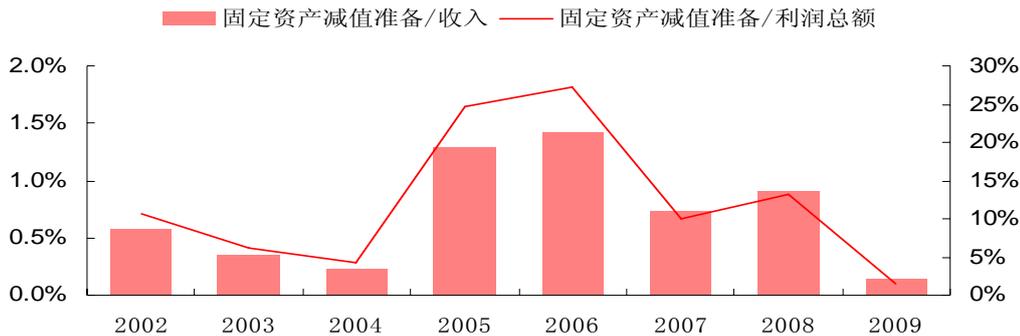
我们认为，未来几年公司营业费用率不会也没必要大幅下降，基本上与往年相当，不过随着子公司生产技术水平不断改善，口味一致性问题得到解决以后，公司营业费用构成比例将有所变化。

我们认为，虽然营业费用率远高于同行业其它企业水平，成为公司盈利能力弱于其它龙头企业的主要原因之一，但品牌建设投入将在未来几年逐渐进入收获期，通过调整产品组合，利润提升空间很大。

#### (四) 资产减值准备分析

青岛啤酒在从 1996 年开始的扩张期过程中，收购了各地大量啤酒厂，资产质量良莠不齐。自 2001 年开始，青岛啤酒每年计提了大量的减值准备，公司每年根据预期的产品毛利率及税前贴现率来测试资产是否减值。

图 16: 固定资产减值准备占比走势



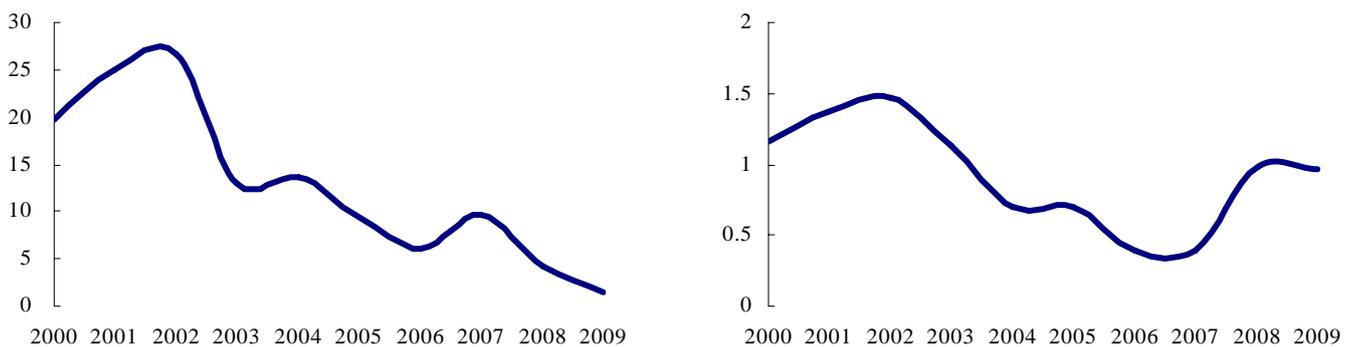
资料来源: 中国银河证券研究所 公司材料

我们判断，未来公司资产减值准备将继续大幅减少，主要是由于亏损企业骤减。

我们认为相对于前几年，从 2009 年公司资产减值准备大幅减少以后，对公司业绩不再构成实质性影响。另外我们也认同，虽然公司前几年计提大量的资产减值准备影响了其业绩表现，净利润率没有因为整合明显改善，但不含减值准备的营业利润率却在持续攀升。

#### (五) 财务费用分析

图 17: 合并报表短期借款 (亿元)、利息支出 (百万元)



资料来源: 中国银河证券研究所 公司材料

公司 2002 年向 A-B 公司共计发行了 11.62 亿港元的定向可转换债券，同时 A-B 公司向青啤香港子公司提供了 1000 万美元的贷款，上述资金到位大大缓解了公司当时资金紧缺的局面；2008 年 4 月，公司发行了 15 亿元分离交易可转债，2009 年 10 月认股权证行权行权 8553 万份，募集资金 11.9 亿元。

近年来随着管理能力提高，盈利能力增强，现金流大大好转，另外公司实现资金集中管理，

对四川、东北、华东、北方等部分省级分公司资金实行远程集中管理，加快资金周转速度，保持公司资金流的最佳使用效率，这些都有利于财务费用快速减少。

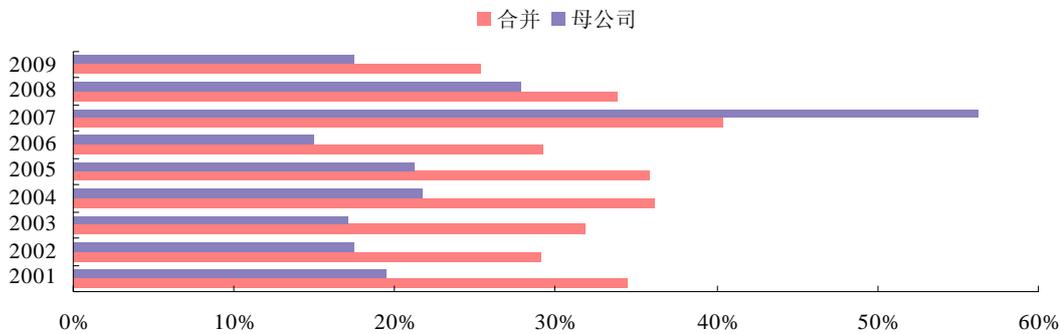
## （六）所得税税率分析

根据国发[2007]39号关于《国务院关于实施企业所得税过渡优惠政策的通知》，自2008年1月1日起，原享受低税率优惠政策的企业，在《中华人民共和国企业所得税法》（以下简称“新所得税法”）施行后5年内逐步过渡到法定税率；原享受企业所得税“两免三减半”等定期减免税优惠的企业，新所得税法施行后继续按原税收法律、行政法规及相关文件规定的优惠办法及年限享受至期满为止，但因未获利而尚未享受税收优惠的，其优惠期限从2008年度起计算。

深圳市青岛啤酒华南营销有限公司、深圳市青岛啤酒华南投资有限公司、深圳青岛啤酒朝日有限公司、青岛啤酒(厦门)有限公司及青岛啤酒东南营销有限公司因分别设立于深圳和厦门经济特区，适用的税率为20%；松江公司、长沙公司、南宁公司、榆林公司和福州公司适用的企业所得税税率在25%的基础上享受减半优惠为12.5%；五星公司及三环公司尚未补亏完毕及取得税收批文。

公司和集团内其它子公司的企业所得税税率为25%；公司将2007年度企业所得税税率从原来的15%调整到33%，没有针对可能产生的2007年以前年度所得税差异提取准备。

图 18: 实际税率



资料来源：中国银河证券研究所 公司材料

### 三、中长期影响因素分析

#### (一) 品牌战略分析

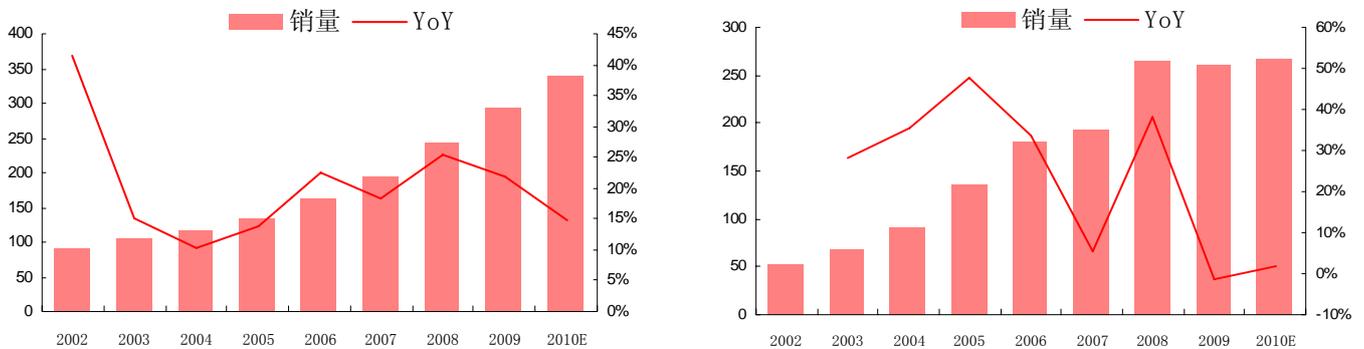
公司近年来开始规划整合旗下众多品牌，贯彻“1+3”的品牌战略规划，即重点发展“青岛啤酒”主品牌和三个第二品牌汉斯、山水、崂山。预计2010年主品牌销量为339万吨左右，占比达到53%，“1+3”品牌占比达到94%，同时计划完成区域销售“1+1”品牌的整合，即“青岛啤酒+一个第二品牌”的品牌销售格局。

图 19: 品牌整合规划、最新品牌格局



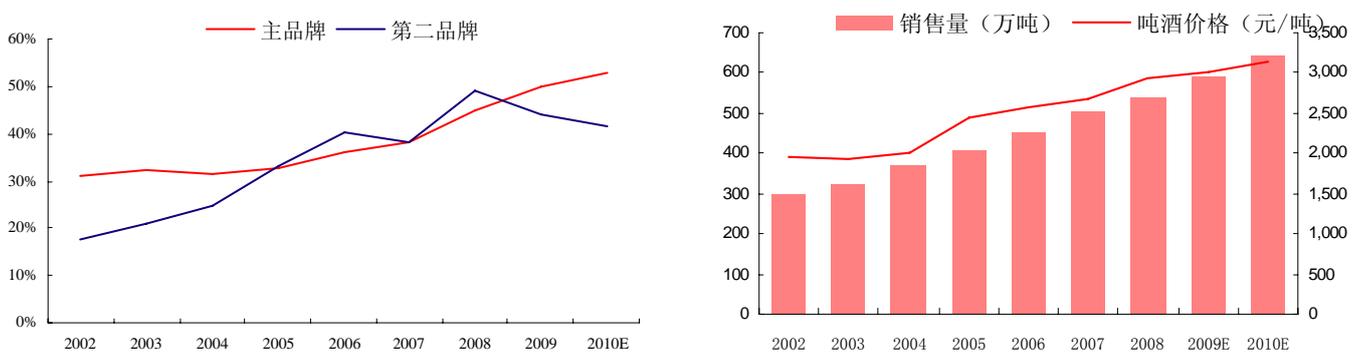
资料来源: 中国银河证券研究所

图 20: 主品牌销量及增速走势、第二品牌销量及增速走势 (万吨)



资料来源: 中国银河证券研究所 公司材料

图 21: 主、第二品牌销量占比走势、吨酒价格走势 (元/吨)



一直以来,公司对品牌建设方面进行了大量的人财物力投入,进行了营销创新。例如公司在业内首倡了将品牌传播、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,2007年开始运作的营销活动是“倾国倾城”活动,公司与联合国世界旅游组织、联合国开发计划署、美国国家地理频道共同举办“青岛啤酒·CCTV·倾国倾城——最值得向世界介绍的中国名城”大型电视活动,让奥运激情在城市间传递,让世界更多的了解中国;公司作为2008年北京奥运会的赞助商,开展了系列奥运营销活动,制定了分阶段的奥运营销计划,分别为2006年“点燃激情”、2007年“传递激情”、2008年“释放激情”、2009年“演绎激情”,具体如“青岛啤酒 我是冠军”、“奥运全国行”的大篷车路演、“全球奥运激情征集活动”等活动,让更多普通百姓关注奥运、体验奥运、支持奥运,并以此为契机和载体,提升青岛啤酒品牌的市场影响力;2009年继续整合营销传播,品牌推广实施以NBA赛事为传播主线,体育营销为主导的整合,并推行“大客户+微观运营”的营销模式,提高营销运营效率;2010年将坚持以体育营销为主线的品牌推广,演绎「激情成就梦想」的品牌主张,在品牌推广、消费者体验和产品销售三位一体结合上进一步提升;在产品质量上,继续追求质量一致性,给广大消费者带来高质量的消费感受;在渠道控制上,继续推进“大客户+微观运营”模式,全力打造省级基地市场、重点区域市场,提升公司的行业领导者地位。

我们认为,从1999年到2009年公司累计投入36亿的广告费用将在未来进一步发挥作用,公司通过调整产品组合,未来主品牌和第二品牌的销售量和占比、吨酒价格将进一步提升(如前图所示),利润提升空间非常大。

## (二) 发展战略分析

青岛啤酒上市初产销量仅 24 万吨,从 1996 年到 2000 年由 30 万吨快速扩张到近 200 万吨,公司作为中国第一大啤酒生产商的地位保持到 2005 年。

随着规模扩大和行业环境的飞速发展,公司发展战略经历了逐步提升的过程。如图 22 所示,是公司过去和未来几年的发展战略。

1997 年以后,啤酒行业竞争更趋激烈,公司管理层推动了公司从计划经济到市场经济的转型;2002 年以后,公司着力向国际化转型,推进三大战略转变,提升经营管理水平,为此引入战略合作伙伴 A-B。

目前公司已经走出五年的整合期——内部整合、市场整合、品牌整合,通过内部整合、市场整合、品牌整合等一系列的整合,市场运作能力、管理能力、员工素质都有很大提升,无论在市场开拓方面,还是生产运营管理方面都有足够能力支撑青岛啤酒的高速发展。从 2007 年开始,青啤进入了一个整合与规模扩张并举的时期。

未来规模扩张分析:

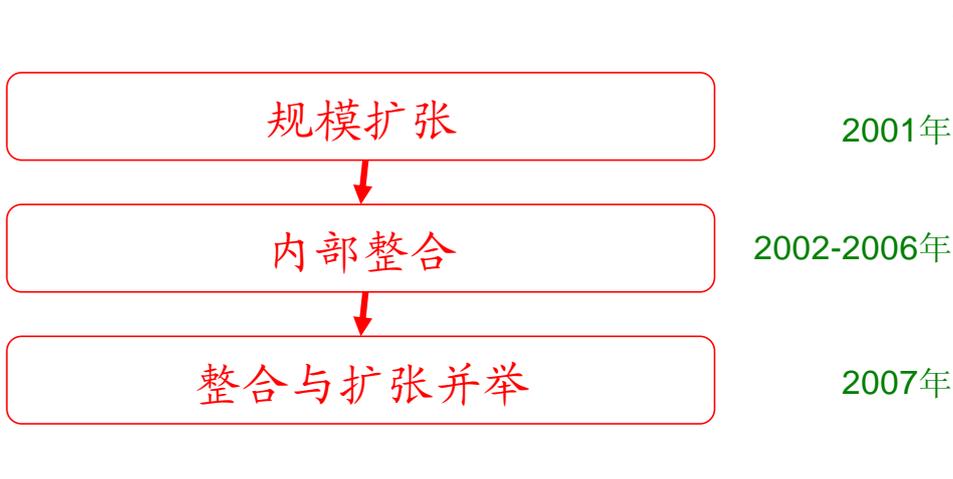
根据公司未来三到五年高于行业增速 2 个点的发展目标,今后将采用如下产能扩张模式:

- 扩建改造模式。此种模式投资额更低于新建模式,设备投资额亦呈现降低趋势;
- 新建模式。目前新建万吨产能,仅需要一千多万元资金,设备投资额呈现降低趋势;
- 不排除收购好的并购标的,如已经收购的济南趵突泉和烟台啤酒。

2009 年公司总产能超 800 万吨,产能利用率在 70%左右;另外,发酵周期缩短到 30 天以内,设备利用效率的提高,直接提升了可利用产能。

我们认为,公司通过五年的整合,不仅甩开了历史包袱,更为重要的是公司完成了由生产导向型组织向市场导向型组织的战略性转型,未来战略发展阶段升级到整合与规模扩张并举,真实盈利能力开始持续性显现,未来增长空间巨大。

图 22: 战略提升进程



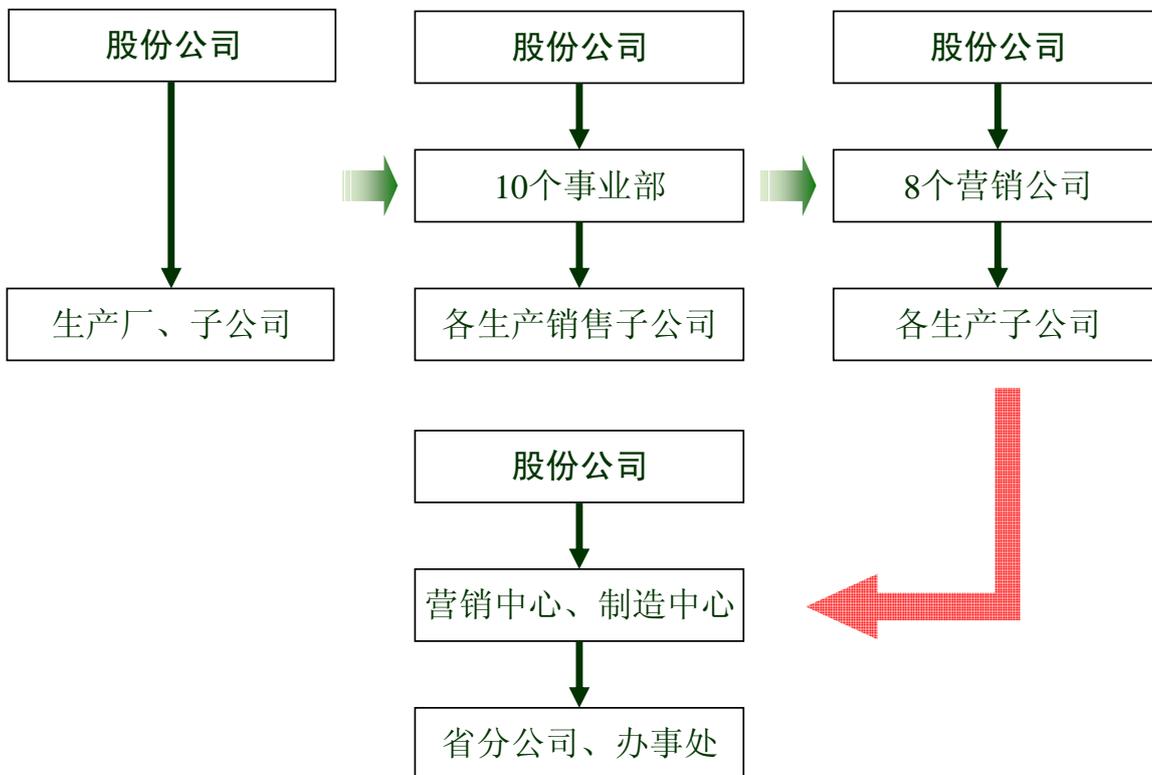
### (三) 组织结构分析

与公司发展战略提升相适应，公司组织结构随着销售规模的快速扩张、公司管理能力的提高，经历了逐步完善的发展过程。我们认为公司组织结构的转变，不仅适应了行业环境变化的要求，更是为公司战略的顺利实施和真实盈利能力的展现和飞跃提升打下了坚实的基础。

为了顺利实现由生产导向型组织向市场导向型组织的战略性转型，2005 年公司推行了以市场为导向的内部产权关系和管理关系的变革。此次组织变革以市场为导向、服务客户的组织变革，改变了过去那种以权力为基础、以服从为特征、对上级负责的垂直型架构，建立起了以共同愿景为基础、以服务客户为特征、对用户负责的扁平化组织架构。2007 年以来公司进行了以优化价值链为主的组织变革和业务流程再造，将公司总部和原有区域营销公司依据公司总体价值链进行专业化分工，成立投资、营销和制造三大中心的一体化运营的管理架构，建立了“结构一体化、资源集约化、分工专业化和执行一致性”的组织体系，同时采取了与变革相配套的团队建设、财务控制、风险防范等措施，确保变革稳步推进，2010 年公司在两大中心将强化一体化运营，不仅包括公司各业务单元、各职能部门，还包括战略供货商、战略经销商，使整个价值链最大化的同时为公司获取最大利益，进一步提升组织变革的成效。

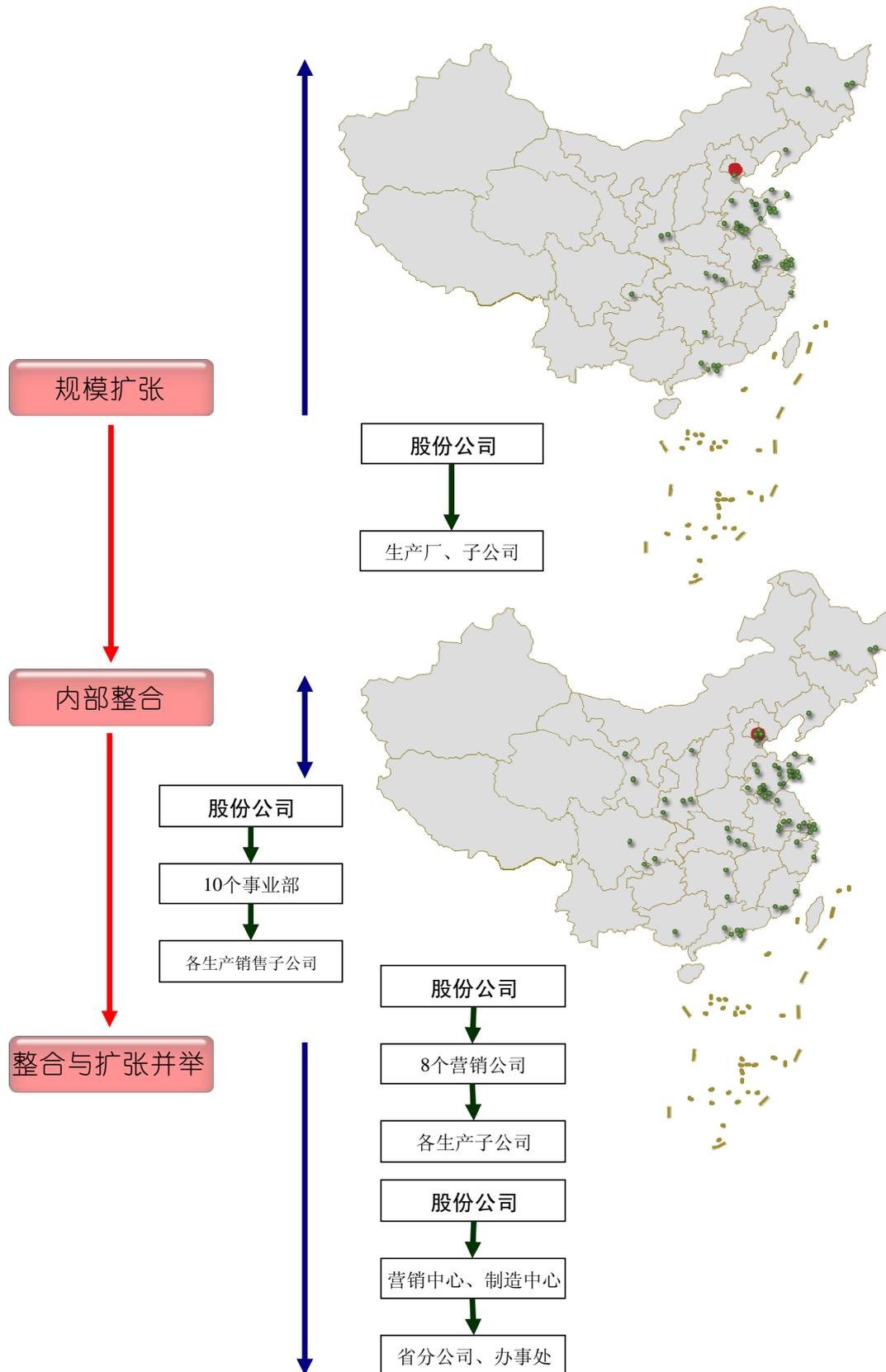
我们认为，2005 年开始实施的若干次组织变革，启动了对价值链的深度系统整合，重新思考和规划了公司组织架构与战略、市场的适配性，明晰了组织价值链，将有利于公司区域市场布局的优化和调整，对公司未来的发展将产生深远的积极影响。

图 23: 组织结构提升图



资料来源：中国银河证券研究所

图 24: 组织结构演变图——产能扩张图



### (四) 经营管理分析

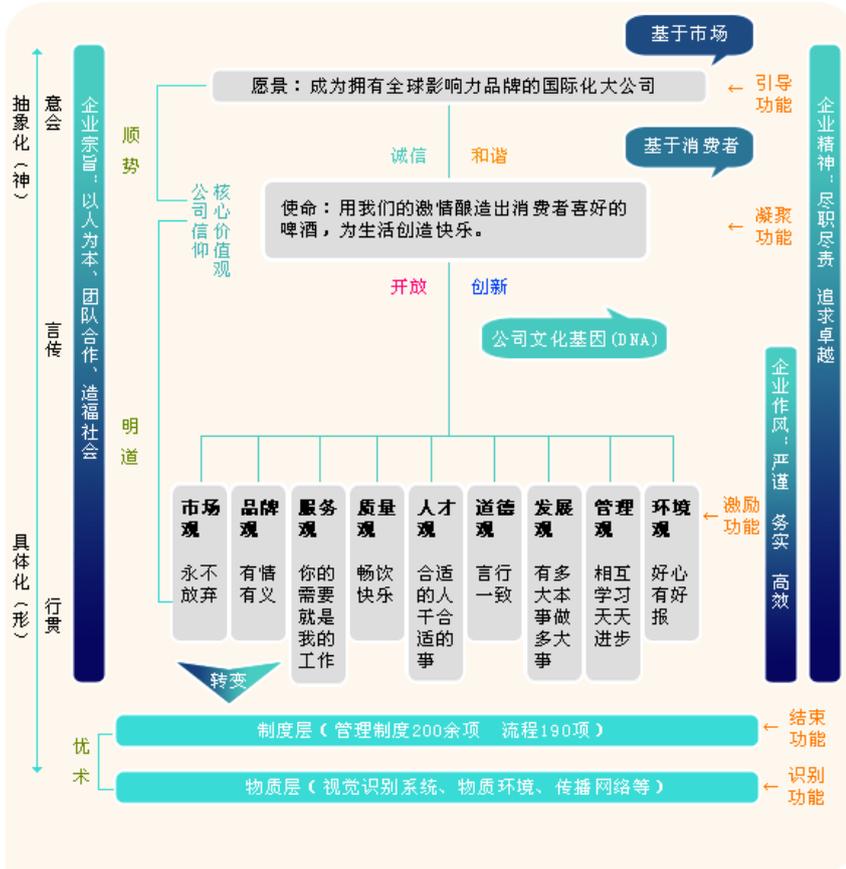
2002年10月公司与A-B公司签署了《战略性投资协议》。几年来的实践证明，与A-B的合作不仅从财务上大大缓解了公司资金紧缺的局面，更重要的是对公司的经营管理产生了实质性积极作用。与A-B公司结成战略联盟后，公司引入了A-B先进的经营理念、管理和技术，获得了国际化大公司的成熟的管理经验和技朧，这对今后的发展帮助甚大。

从人员派驻层面，A-B公司的代表进入公司董事会、监事会及董事会下设的专门委员会并参与了公司的经营决策；在管理技术层面，A-B公司与公司联合成立了最佳实践经验交流小组，A-B公司派出技术、财务、法律、品牌策划等专家，重点帮助公司在生产技术、系统效率、经营管理、品牌运作、市场营销、财务和人力资源等各个方面进行持续不断的改进，在模块和追踪细节、量化方面实现了理念交流，按照专业模块和风险辨识分别设立了九大制度体系，包括战略管理、质量管理、财务管理、营销管理、人力资源管理和综合管理等，A-B公司退出后，公司表示与新股东朝日啤酒的合作仍将延续此种方式。

知识管理在过去的两年里成为提高整个企业竞争力的一柄管理利器，公司围绕“知识经营”的主线，逐步搭建了覆盖总部和大部分生产单位的KM系统平台。

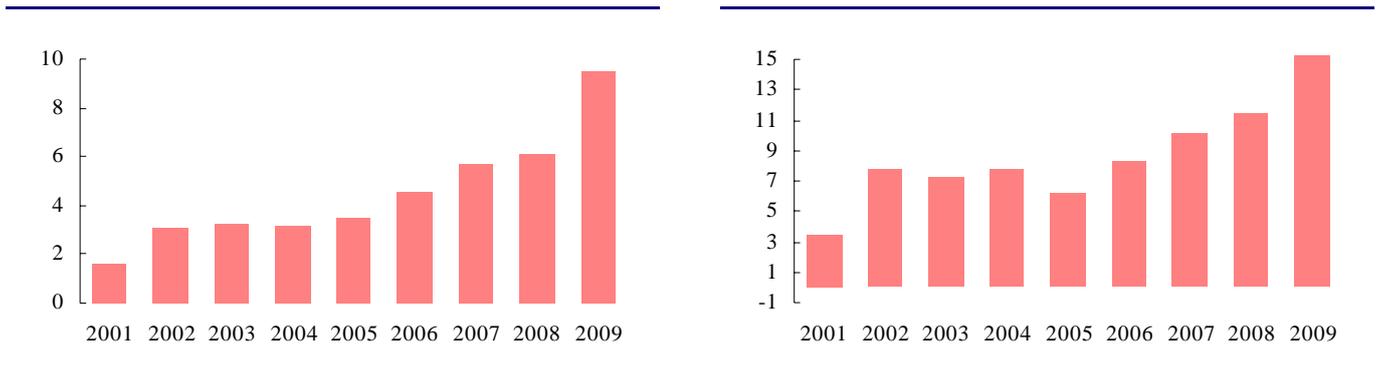
随着公司发展战略、组织结构和管理能力的持续提升，公司在管理各子公司方面的能力也在逐步提高，对各子公司进行（1）管理输入；（2）企业文化输入，如图25所示。

图 25：企业文化



从反映公司经营管理能力提高的财务指标来看，由于近年来资本结构大幅度改善，因此虽然 ROE 变化不大，但反映经营效率的 ROA 已经逐步上升，如图 26 所示。我们认同，ROA 提高是因为经营效率在持续改善，ROE 变化不大是因为财务杠杆基本在变小甚至消失。经过两年的净现金状态，公司未来经营的改善将直接体现在 ROE 上。另外，公司从 2007 年开始进入整合与扩张并举期，未来的扩张（1）较少需要再融资，（2）将增加财务杠杆，ROE 会显著提高，如图 26 右图所示。当然，此次权证行权后 ROE 可能略受影响。

图 26: ROA、ROE 走势图 (%)



资料来源：中国银河证券研究所 公司材料

### （五）股权激励分析

任何形式的股权激励都会在若干时期内有利于股东利益最大化，未来的股权激励对象有望包括高管、营销、制造和技术等中层核心。我们认为，鉴于目前的股本结构和股价，建议投资者关注股权激励总量。

图 27: 股东结构



资料来源：中国银河证券研究所 公司材料

表 3: 财务报表预测

资产负债表	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E	利润表 (百万元)	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
货币资金	2393.5	5351	8774	10503	13728	营业收入	16023.4	18026.1	20351.5	23322.8	27054.4
应收票据	9.1	11	12	14	16	营业成本	9509.0	10285.1	11325.6	13177.4	15150.5
应收账款	81.5	93	185	212	296	营业税金及附加	1424.1	1547.3	1746.9	1889.1	2191.4
预付款项	225.5	139	44	-66	-193	销售费用	2972.0	3484.4	3765.0	4198.1	4869.8
其它应收款	138.4	133	150	172	200	管理费用	902.1	998.1	1221.1	1399.4	1623.3
存货	2756.3	1877	2067	2405	2765	财务费用	45.6	62.9	-19.8	-33.2	-42.1
其它流动资产	55.3	10	-43	-110	-194	资产减值损失	179.1	67.9	0.0	0.0	0.0
长期股权投资	34.4	153	153	153	153	公允价值变动收益	24.6	-1.8	0.0	0.0	0.0
固定资产	5540.4	5525	4840	4601	4031	投资收益	-27.1	10.1	140.6	266.3	338.3
在建工程	108.2	99	225	712	406	汇兑收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
工程物资	0.0	0	0	0	0	营业利润	988.9	1588.7	2453.3	2958.2	3599.9
无形资产	937.5	1088	979	871	762	营业外收支净额	119.2	150.6	0.0	0.0	0.0
长期待摊费用	7.2	10	9	8	7	税前利润	1108.1	1739.3	2453.3	2958.2	3599.9
资产总计	12532.2	14867	17535	19613	22115	减: 所得税	374.3	440.2	686.9	769.1	936.0
短期借款	414.9	153	0	0	0	净利润	733.8	1299.1	1766.4	2189.1	2663.9
应付票据	147.0	90	99	115	132	母公司净利润	699.6	1253.3	1692.8	2100.3	2555.9
应付账款	1208.4	1058	1149	1337	1537	少数股东损益	34.2	45.8	73.6	88.7	108.0
预收款项	340.8	271	192	102	-3	基本每股收益	0.53	0.93	1.21	1.51	1.83
应付职工薪酬	284.9	524	524	524	524	稀释每股收益	0.53	0.93	1.21	1.51	1.83
应交税费	317.7	467	467	467	467	<b>财务指标</b>	<b>2008A</b>	<b>2009A</b>	<b>2010E</b>	<b>2011E</b>	<b>2012E</b>
其它应付款	1887.2	2253	2253	2253	2253	<b>成长性</b>					
其它流动负债	0.0	0	0	0	0	营收增长率	16.9%	12.5%	12.9%	14.6%	16.0%
长期借款	15.9	28	28	28	28	EBIT 增长率	14.0%	40.7%	34.0%	16.0%	21.1%
预计负债	0.0	0	0	0	0	净利润增长率	25.3%	79.2%	35.1%	24.1%	21.7%
负债合计	6114.6	6304	6342	6674	7060	<b>盈利性</b>					
股东权益合计	6417.6	8563	11192	12940	15055	销售毛利率	40.7%	42.9%	44.4%	43.5%	44.0%
<b>现金流量表</b>	<b>2008A</b>	<b>2009A</b>	<b>2010E</b>	<b>2011E</b>	<b>2012E</b>	销售净利率	4.4%	7.0%	8.3%	9.0%	9.4%
净利润	734	1299	1766	2189	2664	ROE	10.9%	14.6%	15.1%	16.2%	17.0%
折旧与摊销	557	548	1019	1061	1086	ROIC	9.91%	12.75%	13.21%	13.81%	14.56%
经营现金流	1509	3361	2904	3071	3492	<b>估值倍数</b>					
投资现金流	-854	-910	-209	-934	238	PE	67.3	38.8	29.6	23.9	19.6
融资现金流	442	472	729	-409	-506	P/S	2.9	2.7	2.5	2.2	1.9
现金净变动	1097	2923	3423	1729	3225	P/B	7.3	5.7	4.5	3.9	3.3
期初现金余额	1335	2394	5351	8774	10503	股息收益率	0.6%	0.6%	0.7%	0.9%	1.1%
期末现金余额	2432	5316	8774	10503	13728	EV/EBITDA	26.3	19.9	13.0	11.1	8.9

**DCF 估值与目标价位**

表 4: DCF 折现模型 (万元)

万元	2009A	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E
EBIT	171112.6	229286.0	265879.8	321947.8	329793.6	362773.0	399050.3	438955.3	504384.5	529603.7	556083.9
所得税	43308.2	64200.1	69128.8	83706.4	85746.3	94321.0	103753.1	114128.4	131140.0	137697.0	144581.8
NOPLAT	80530.9	127804.4	165085.9	196751.1	238241.4	244047.3	268452.0	295297.2	324826.9	373244.5	391906.7
自由现金流	333069.5	218757.0	173169.9	321806.9	338879.7	370307.6	396601.5	425342.1	480431.2	498943.4	505226.6

WACC	10.00%	Ke	15.30%
永续增长率	1.50%	Kd	0.42%
终值	221432.33	t	25.00%
企业价值	6240271.72	Rf	3.00%
非核心资产价值	1428382.72	E(Rm)	13.00%
债务价值	161100.09	Rm - Rf	10.00%
股权价值	6079171.63	D/A	5.60%
股本	139374.64	E/A	94.40%
每股价值 (元)	45.00	Beta	1.23

估值		g				
		0.0%	1.0%	1.5%	2.0%	3.0%
WACC	9.00%	45.99	48.46	49.94	51.63	55.85
	9.50%	43.94	46.05	47.31	48.73	52.23
	10.00%	42.11	43.93	45.00	46.20	49.13
	11.00%	38.95	40.33	41.13	42.02	44.12
	11.50%	37.59	38.80	39.50	40.26	42.07
	12.00%	36.35	37.42	38.02	38.69	40.25
	12.50%	35.22	36.16	36.69	37.27	38.63

资料来源: 中国银河证券研究所

## 公司战略与竞争力分析

公司基本情况介绍:

公司前身青岛啤酒厂成立于1903年8月,已具有百年历史。公司率先在全国掀起了购并浪潮,成为中国啤酒业行业整合潮流的引导者。目前,公司在国内18个省、市、自治区拥有50家左右啤酒生产厂和麦芽生产厂,构筑了遍布全国的营销网络,基本完成了全国性的战略布局,啤酒生产规模、品牌价值、产销量、市场占有率、出口及创汇等多项指标均居国内同行业首位。

公司战略分析	SWOT 评价	总分值 4.0
优势	食品饮料行业唯一世界级品牌,国内高端产品销量第一,行业中战略经营能力屈指可数,治理结构良好	分值: 4.5
劣势	低端产品提价能力较弱且受成本涨价因素影响大	分值: 3.0
机会	酒类饮品低度化趋势,健康理念日益深入人心,2008年奥运会	分值: 4.5
威胁	行业竞争激烈	分值: 3.5

注: 分值1-5, 越高越好

公司竞争力分析	波特“五力”评价	总分值 4.0
供应商力量	除了大麦特别是进口大麦无绝对价格控制力,其它方面占据一定有利地位	分值: 3.0
新进入壁垒	品牌和区域市场形成了较大壁垒	分值: 4.0
客户力量	客户基本上不具备谈判力量	分值: 4.5
替代产品	存在饮料、葡萄酒、白酒等替代品	分值: 4.0
竞争对手	行业竞争激烈造成提价谨慎,资金力量强的对手快速抢占市场份额	分值: 3.0

注: 分值1-5, 越高越好; +表示未来好转, -号表示未来变差

## 四、附录：银河品牌渠道评级体系

### (1)、行业公司分类模型

如图所示,在根据我们多年来产业经验建立的“银河品牌渠道评级体系”中的第一个模型,即“快速消费品行业公司分类模型”中,先将各上市公司归类。本次报告与2006年11月《产业逻辑投资线路图——俊峰品牌渠道评级体系——快速消费品(食品饮料为主)行业研究模型》相比,新增减了几家上市公司。

图 28: 品牌渠道分类模型

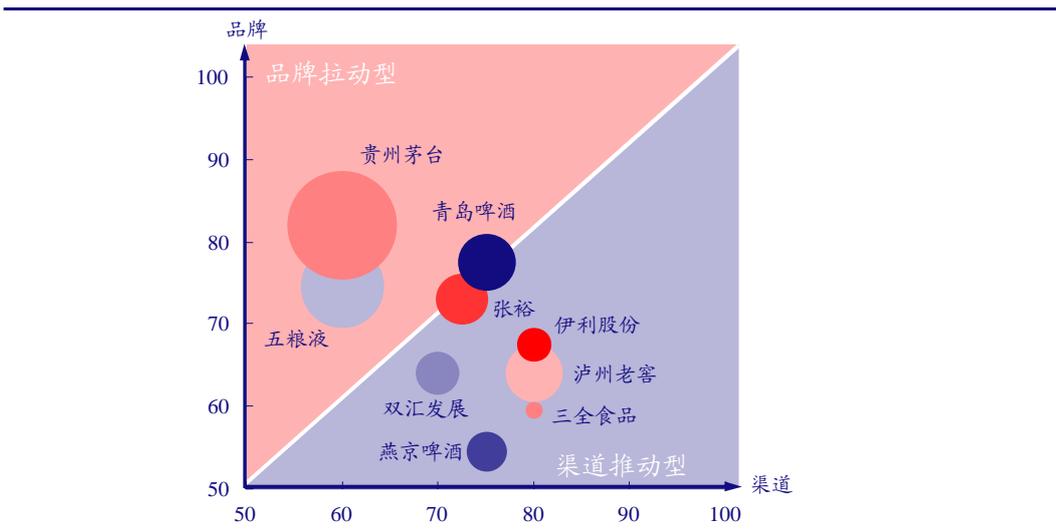
品牌拉动型		渠道推动型	
跨区域品牌	区域品牌	现代	传统
青岛啤酒 五粮液 茅台 张裕		三全食品 伊利股份	泸州老窖 双汇发展 燕京啤酒

资料来源: 中国银河证券研究所

### (2)、品牌渠道坐标系

接下来,我们将这些上市公司分别确定其各自坐标点后,建立了如图所示的品牌渠道坐标系,图中圆球大小代表各上市公司市值大小。该坐标系是联系各个模型和推导投资策略的枢纽环节和数量化主体。

图 29: 品牌渠道坐标系



(3)、品牌渠道评级模型：推导中长期投资策略

品牌渠道评级模型是建立在前述快速消费品行业公司分类模型和品牌渠道坐标系基础上的定量分析模型，也是推导投资策略的关键环节，其逻辑思路如图所示；具体分析结果如表 5 所示。

图 30: 品牌渠道评级模型逻辑思路

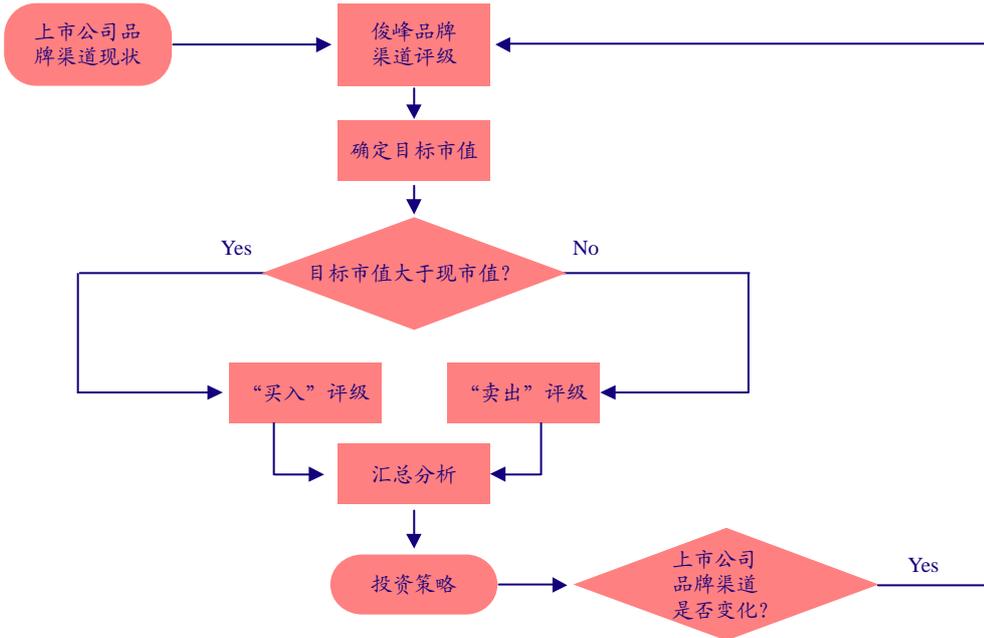


表 5: 品牌渠道评级模型

	综合分	市值系数	目标市值	现市值	溢价率排序	长期上涨强度
三全食品	50.76	0.62	591	51	1	↑
伊利股份	56.46	0.82	797	259	2	
张裕	60.17	0.97	948	381	3	
青岛啤酒	63.79	1.13	1,105	486	4	
双汇发展	53.08	0.70	683	306	5	
燕京啤酒	45.90	0.48	472	256	6	
泸州老窖	53.64	0.72	702	403	7	
贵州茅台	66.69	1.27	1,241	1,227	8	
五粮液	60.80	1.00	974	974	9	

注：品牌渠道评级模型在此以五粮液为基准公司，基准公司如何选择，不影响溢价率排序

需要说明的是,对上市公司进行定量评级的起始点是给出每个公司品牌渠道评级的标准分F,而标准分F的计算依据源于品牌渠道坐标系,亦即每个上市公司所处的坐标点的横坐标及纵坐标的复合函数:

$$F = f(F_b, F_p) \quad (1)$$

每个坐标点的横坐标和纵坐标计算公式如下:

$$F_b = \sum_{i=1}^{15} \alpha_i f_{bi} \quad (2)$$

$$F_p = \sum_{i=1}^5 \beta_i f_{pi} \quad (3)$$

$$f_{bi} = \sum_{j=1}^n \gamma_j t_{bj} \quad (4)$$

$$f_{pi} = \sum_{j=1}^m \delta_j t_{pj} \quad (5)$$

其中,  $F_b$  为上市公司品牌标准分,  $F_p$  为渠道标准分;  $f_b$  为品牌各大项指标分数,  $f_p$  为渠道各大项指标分数;  $t_b$ 、 $t_p$  为品牌和渠道每一大项指标各小项指标相对分数;  $\alpha$ 、 $\beta$ 、 $\gamma$ 、 $\delta$  分别为相应的权重系数。

## 分析师简介

董俊峰

食品饮料行业分析师

1994年—1998年消费品营销策划业四年从业经历、1998年—1999年超市业一年从业经历、2001年至今证券业八年从业经历。清华大学工商管理硕士。

2003年业界首创消费品行业数量化研究模型《品牌渠道评级体系》,已获国家版权局著作权登记证书。

## 插图目录

图 1: 行业销售收入、增速 (亿元、%)	1
图 2: 公司市场份额、2008 和 2018 年市场份额 (%)	1
图 3: 公司销售收入、增速 (亿元、%)	1
图 4: 公司销售量、吨酒价格 (万吨、元/吨)	2
图 5: 公司营业费用率、管理费用率 (%)	2
图 6: 全球龙头公司 09PE、EV/EBITDA (倍)	3
图 7: 分地区对外销售收入占比、净利率对比	5
图 8: 生产销售单位分布与利润主要贡献区域	6
图 9: 青岛地区吨酒价格、销售收入和 EBITDA 率 (元/吨、万元)	7
图 10: 华北地区吨酒价格、销售收入和 EBITDA 率 (元/吨、万元)	8
图 11: 华南地区吨酒价格、销售收入和 EBITDA 率 (元/吨、万元)	10
图 12: 生产成本结构	12
图 13: 大麦价格走势 (美元/吨)、单位包装成本走势 (元/吨)	12
图 14: 营业费用结构、营业费用率走势	13
图 15: 近年来广告费投入 (万元)、运输价格走势 (元/吨)	13
图 16: 固定资产减值准备占比走势	14
图 17: 合并报表短期借款 (亿元)、利息支出 (百万元)	14
图 18: 实际税率	15
图 19: 品牌整合规划、最新品牌格局	16
图 20: 主品牌销量及增速走势、第二品牌销量及增速走势 (万吨)	16
图 21: 主、第二品牌销量占比走势、吨酒价格走势 (元/吨)	16
图 22: 战略提升进程	18
图 23: 组织结构提升图	19
图 24: 组织结构演变图——产能扩张图	20
图 25: 企业文化	21
图 26: ROA、ROE 走势图 (%)	22
图 27: 股东结构	22
图 28: 品牌渠道分类模型	26
图 29: 品牌渠道坐标系	26
图 30: 品牌渠道评级模型逻辑思路	27

## 表格目录

表 1: 全球上市公司估值 (倍)	3
表 2: DCF 敏感性分析 (元/股)	4
表 3: 财务报表预测	23
表 4: DCF 折现模型 (万元)	24
表 5: 品牌渠道评级模型	27

## 评级标准

### 银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

**推荐：**是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20% 及以上。该评级由分析师给出。

**谨慎推荐：**是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10% - 20%。该评级由分析师给出。

**中性：**是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

**回避：**是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10% 及以上。该评级由分析师给出。

### 食品饮料行业分析师（或分析师团队）覆盖股票范围：

**A 股：**青岛啤酒（600600.SH）、张裕（000869.SZ、200869.SZ）、双汇发展（000895.SZ）、泸州老窖（000568.SZ）、三全食品（002216.SZ）、贵州茅台（600519.SH）、五粮液（000858.SZ）

**港股：**青岛啤酒股份（0168.HK）、汇源果汁（1886.HK）、中国食品（0506.HK）

## 免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

银河证券有权在发送本报告前使用本报告所涉及的研究或分析内容。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

## 联系

**中国银河证券股份有限公司 研究所**

北京市西城区金融街35号国际企业大厦C座 100032

电话：010-66568888

传真：010-66568641

网址：www.chinastock.com.cn

**机构请致电：**

北京地区联系： 010-66568849

上海地区联系： 010-66568281

深圳广州地区联系： 010-66568908