

上市公司调研报告

饮料制造业

新机遇 新发展

一、看好未来啤酒行业的发展。我国啤酒行业保持较快增长速度，人均啤酒消费已经达到国际平均水平。行业集中度不断提高，行业整体竞争实力显著增强，啤酒行业竞争的方式已经由过去主要依靠价格竞争转为主要在品牌、服务、渠道、战略、资本等方面的竞争。同时产品结构不断优化，啤酒吨价持续攀升，行业盈利能力增强。且从行业特性来说，啤酒行业与白酒、葡萄酒和黄酒相比，具备诸多显著的优势。基于以上分析，我们看好未来啤酒行业的发展。

二、长期公司继续坚持精耕细作已有优势市场、不断扩大新的优势市场。公司已经拥有北京、广西、内蒙、福建、湖北五大优势市场，在北京、广西、内蒙的市场占有率达到 75%，其中北京、广西市场占有率达 85% 以上，对优势市场的控制能力很强。公司表示今后将着力利用优势力量，巩固已有优势市场，不断发展新优势地区，扩大优势地区覆盖范围，在市场割据中占据有利地位。目前燕京优势市场，除北京外，主要分布在西南地区（广西）、西北地区（内蒙古），而这些区域都将成为未来中国啤酒市场版图上增长最快的地区。我们预计公司 2009 年将实现啤酒销量 460 万吨，其中北京地区预计可实现 100 万吨，广西地区 85 万吨，广东地区 29 万吨、内蒙地区 49 万吨。北京地区由于奥运因素影响的消除和啤酒消费的增长，广东地区由于管理上的提升和销售上的创新，2009 年上述两大地区有望成为公司销量增长的亮点。

三、短期公司发展面临诸多新机遇。一是原材料成本降低。进入 2009 年，公司原材料价格形势出现逆转。大麦、酒花等原料的价格出现明显下降。根据我们测算，基于大麦成本下降，公司毛利率将可以提升 1-2 个百分点。二是费用节约较为明显。公司奥运赞助费与财务费用在 2009 年节约明显。三是啤酒消费保持向好。2009 年 1 季度，公司共销售啤酒 84 万千升，比去年同期增长 13.51%，获得了高于行业的增速。进入 4 月份，随着啤酒消费旺季的来临，公司啤酒销售有望出现较大增长。从我们调研了解到的信息，4 月份公司在几大强势地区均保持了快速增长，其中北京地区销量增长了 20% 多，广西地区销量增长了 10% 多，广东、内蒙也有较大的增长。而从 5 月份的有关产销数据来看。其中 5 月 1 日到 19 日，公司北京本部销售啤酒 8.94 多万吨，而去年同期为 7.29 多万吨，同比增长 22.63%，公司产销形势表现良好。预计公司有很大希望实现 2009 年 460 万吨销售目标。

四、预测与评级。我们预计公司 2009 年-2011 年的每股收益为 0.56 元、0.65 元和 0.70 元。目标价 15 元，短期给予增持评级。我们看好啤酒行业长期发展以及公司的深耕区域市场战略的复制实施。

燕京啤酒（000729）

维持

增持

郑绮

zhengqi@csc.com.cn

010-85130985

孙通通

suntongtong@csc.com.cn

010-85130213

当前股价：13.26 元

目标价格 6 个月：15.00 元

调研日期：2009 年 05 月 20 日

分析日期：2009 年 05 月 26 日

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

1 个月	3 个月	12 个月
-4.1/-10.7	5.0/-18.0	-29.9/-7.5
12 月最高/最低价 (元)		19.08/9.46
总股本 (万股)		121,027
流通 A 股 (万股)		48,244
总市值 (亿元)		160
流通市值 (亿元)		63.97
近 3 月日均成交量 (万)		999
主要股东		
中国银行-嘉实稳健开放式证券		2.31%
投资基金		

股价表现



一、中国啤酒行业现状

1、保持较快增长速度，人均啤酒消费已经达到国际平均水平。

2008 年中国啤酒总产量达到 4103 万千升，人均消费 31.56 升/年，达到国际平均消费水平。啤酒工业年总产值也超过 1000 亿元，成为酒类行业中产值最大子行业。自 2006 年开始啤酒产量年增幅超过 10%，2007 年为 14%，远远超过之前预期的 5-7% 的增长幅度。2008 年受国际金融危机影响，啤酒消费主要地区如华南、华东和华北地区，消费受到较大负面影响。啤酒产销量增幅回落到 5.6%。但行业亮点是中西部地区消费增长非常快，宁夏、四川和甘肃增幅都在 30% 以上。随着上述地区崛起，经济增长加快，经济连同啤酒消费不均衡得到改善，特别是农村人均收入水平提高，啤酒消费增加，全国范围内啤酒消费增长空间依然较大。

2、中国啤酒行业开始从残酷的完全竞争时代走向有序的诸侯争雄时代

A、行业集中度不断提高，行业整体竞争实力显著增强

2008 年产量超过 400 万千升的啤酒集团有四家：华润啤酒、青岛啤酒、燕京啤酒。此外百威合计产量达到 480 万千升。四家合计总产量达到 2175 万千升，占当年全行业总产量 53%。中国啤酒行业朝着集团化、规模化迈进。啤酒产业正向垄断竞争和寡头竞争阶段发展

这几年华润借助资本实力，快速收购兼并，产量急剧增加，产量已经超过青啤，坐上啤酒行业第一把交椅。相对于华润攻城略地式增长，青岛啤酒和燕京则侧重调整产品结构和品牌塑造。因此近两年来，青岛和燕京的啤酒产销量增幅都没有超越行业数据，但在产品结构方面获得积极进展，主品牌比重不断上升，次品牌整合效果明显，推动利润率也不断提高。同时包括青啤和燕啤以及珠江、金威等二线啤酒公司积极扩大产能，主要采取新建工厂方式，青岛啤酒产能增加 100 万吨，燕京新增产能也达到 60 万吨左右。销售量增长未来将成为两家公司主要的经营目标。

表 1：2008 年 1-12 月中国啤酒三大集团产量比较

序号	集团名称	08 年产量 [万千升]	07 年产量 [万千升]	累计增长率[%]	占全国 08 年产量[%]
1	华润雪花啤酒[中国]有限公司	731.31	697.00	4.92	17.8
2	青岛啤酒股份有限公司	542.30	506.00	7.20	13.2
3	北京燕京啤酒集团有限公司	422.31	401.00	5.31	10.3
	合计	1695.92	1604.00	5.73	41.33
	中国啤酒产量	4103.09	3890.57	5.50	

数据来源：啤酒工业协会，百威控制企业啤酒合计产量为 480 万千升

B、啤酒行业竞争的方式已经由过去主要依靠价格竞争转为主要在品牌、服务、渠道、战略、资本等方面的竞争

各大企业都非常重视品牌建设，理顺品牌的文化内涵、价格和消费定位。对主副品牌在竞争中的应用战术也越来越娴熟。以主品牌提高品牌价值，以副品牌攻击竞争对手，尽管各地市场价格竞争还存在，但价格战已经不会牺牲主品牌利益。此外营销模式、内部管理水平、以及资本运作方面，啤酒企业都显示出成熟和进步的一面，行业节能减排工作也取得积极进展，吨酒耗水、耗汽和耗电指标均不断接近国际先进水平，污染处理也得到改善。中国啤酒行业经过多年激烈竞争，实力得到显著提高，向现代化、信息化迈进。

3、产品结构不断优化，啤酒吨价持续攀升，行业盈利能力增强

啤酒吨价水平已经由 2000 元/吨上升到 2346 元/吨左右，绝对提价、缩小包装、降糖度以及增加高端产品比重等，啤酒吨价提高的方式很多。

A、绝对提价一般在通胀时期较为普遍，2008-2009 年以来国际啤酒大麦价格以及其他辅料价格大幅度下降，能源价格也出现回落。一定程度上抑制啤酒单纯提价行为。但随着经济复苏，适度通胀，啤酒的绝对提价依然会出现。目前啤酒价格还处于低位，提价空间依然较大。

B、目前国内玻璃瓶啤酒的容量由 640ML 缩小到目前的 600ML。按照国际通行做法，啤酒行业协会制定了啤酒包装将继续向缩小容量方向发展的目标，未来啤酒主流容量应当为 500ML，有 16.6%的缩小空间。其目的是降低大容量啤酒瓶的安全隐患。但啤酒价格不会随着瓶子的缩小而调低。单就缩小包装这项而言，相对于白酒、黄酒和葡萄酒来说，啤酒受益程度最大。（白酒由于有按照每瓶收取消费税的限制，缩小容量受到很大限制；而葡萄酒的瓶形与容量一般与国际接轨，因此缩小容量也不太可能）

C、啤酒口味也在逐步发生改变，低度化倾向较为明显，目前一般啤酒的主流糖度多为 8-10 度。南方一些地区 7 度酒也很普遍。啤酒的饮料化可能是未来的定位。

D、高端啤酒目前在大型啤酒公司中占比大约为 20-30%，但占全行业比重还很低，整体消费数量还不多，主要集中在经济相对发达地区，如华南和华东地区。纯生啤酒的消费增长空间还非常大，占比会越来越高。

综合上述分析，我们认为啤酒行业整体盈利能力处于不断提高阶段。

4、外资对啤酒的影响在减弱

中国啤酒行业中外资的渗透比任何一个行业都深，国内市场的国际化竞争最为明显。但我们认为随着国内啤酒巨头竞争力的显著提高，外资对啤酒行业的影响在逐步缩小，特别是国内可供收购兼并的优质资源在减少，大规模的收购兼并行为在未来几年内都不会再出现。而外资对国内啤酒公司股权的更迭，也在削弱对收购企业的实际控制力。典型的例子就是青岛啤酒。AB 公司收购青啤后对青啤派驻董事，以及若干个工作小组，试图对青啤在管理、工艺流程以及渠道管理等各方面进行改造。但随着 AB 公司被英博收购，英博又出售青啤股权给日本朝日。董事及团队也撤出。外资影响明显下降。

我们认为外资介入在过去的时间也许成为燕京吸引资本市场一个诱饵，但外来随着燕京本身实力的增强。外资概念将不再具有吸引力。

5、啤酒行业与其它子行业比较分析

A、与白酒相比，啤酒酒精度低，饮料化倾向使消费频率高、消费人群更广。

低度化和清爽化使啤酒特征向饮料靠拢，这使啤酒的酒特征减弱，与其他酒的互相替代效应将弱化。啤酒很有可能成为介于软饮料和酒之间一个独立的饮品。这有助于啤酒消费量的增加。

B、与葡萄酒相比，未来啤酒价格将始终处于逐步提高周期

随着进口葡萄酒大量增加，未来进口葡萄酒与国产葡萄酒的消费比重将达到 1：3。葡萄酒定价将逐步与国

际接轨，这意味着未来葡萄酒主流价格还有下调的空间。以刺激消费增加。

C、与黄酒相比，啤酒的主流性消费更强

在十一五期间，黄酒依然摆脱不了区域性酒种的特质，成不了主流酒种。此外黄酒的定价机制依然没有建立起来，一定程度上限制黄酒在全国地区的推广。

从国家产业政策角度看，啤酒行业比白酒公司更容易获得政策支持，啤酒行业的消费税赋负担也是较高的，下降的可能性更高。

综合上述因素，我们看好未来啤酒行业的发展前景。无论从消费量增长潜力上，还是价格提升空间上，啤酒都具有更高的确定性。而投资的重点还将集中在龙头企业上，青岛啤酒与燕京啤酒作为 A 股市场上市公司，都显示出齐头并进的良好增长态势。如果说华润在规模扩张上基本告一段落，未来将在品牌打造上有所突破。则青啤和燕京已经进入了“提升品牌+规模扩张”的新阶段。两家公司各有特长，但实际上互相借鉴，都取得积极效果。青岛啤酒“先全国后山东”，近几年在山东根据地市场取得重大成果。而燕京是“先北京后全国”，特别是深度分销以及主打根据市场的经验在广西漓泉获得成功，不断被复制到其他地方，均取得显著效果。燕京外埠扩张的信心得到极大提升，已经从一个个点的市场逐步发展到区域市场的大范围扩张，公司在四川、新疆以及辽宁都新建工厂。尤其是在广东地区的销售量连续三年翻番增长，2008 年已经增加到 20 万吨，增长趋势非常好。

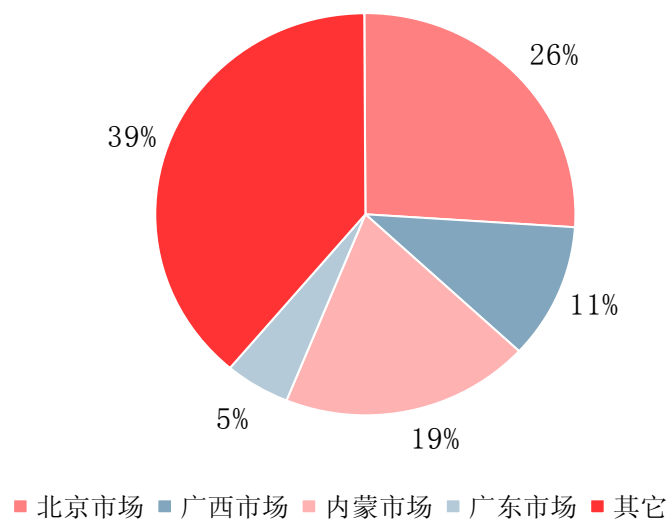
二、公司长期发展战略清晰，区域市场扩张成功经验有望复制

（一）加速区域战略布局，精耕细作优势市场，不断发展新优势地区

公司未来将继续坚持精耕细作已有优势市场、不断扩大新的优势市场。公司已经拥有北京、广西、内蒙、福建、湖北武大优势市场，在北京、广西、内蒙的市场占有率达到 75%，其中北京、广西市场占有率达 85%以上，对优势市场的控制能力很强。公司表示今后将着力利用优势力量，巩固已有优势市场，不断发展新优势地区，扩大优势地区覆盖范围，在市场割据中占据有利地位。

公司 08 年底通过定向增发募集资金 11.1 亿，该笔资金投向中有对浙江、河北、新疆等已有产能的改扩建，也有对四川、山西等地区的新建产能，涉及资金总计 4.875 亿，占总募集资金的 44%，公司此举反映了公司积极布局新产能，扩展新市场的战略意图。公司定向增发募投项目中包括传统优势地区如广西、内蒙、广东、湖北等地的技改扩建项目、以及上边我们提到的浙江、河北、新疆等地的改扩建产能项目预计年内即可达产，而像四川、山西等新建产能预计将于 2010 年达产。

图 1：燕京啤酒分市场销量占比



资料来源：公司公告，中信建投研究所

目前燕京优势市场，除北京外，主要分布在西南地区（广西）、西北地区（内蒙古），而这些区域都将未来中国啤酒市场版图上增长最快的地区。

我们预计公司 2009 年将实现啤酒销量 460 万吨，其中北京地区预计可实现 100 万吨，广西地区 85 万吨，广东地区 29 万吨、内蒙地区 49 万吨。北京地区由于奥运因素影响的消除和啤酒消费的增长，广东地区由于管理上的提升和销售上的创新，2009 年上述两大地区有望成为公司销量增长的亮点。

表 2：2008 年 1-12 月中国啤酒产量汇总

序号	单位	2008 年产量{万千升}	2007 年产量[调整]{万千升}	累计增长率[%]
1	全国	4103.09	3890.57	5.5
2	北京	153.45	171.77	-10.7
3	天津	21.75	26.52	-18.0
4	河北	132.45	144.65	-8.4
5	山西	12.04	14.66	-17.9
合计	华北	417.97	441.45	-5.3
6	辽宁	235.12	235.68	-0.2
7	吉林	115.88	114.67	1.1
8	黑龙江	173.11	172.01	0.6
合计	东北	524.11	532.36	-1.5
9	上海	72.69	70.57	-0.4
10	江苏	239.65	230.45	4.0
11	浙江	283.17	291.57	-2.9
12	安徽	139.04	139.72	-0.5
13	福建	196.67	189.56	3.9

14	江西	94.05	87.01	8.1
15	山东	473.92	436.10	8.7
合计	华东	1405.44	1447.50	-2.9
16	河南	381.89	308.81	23.7
17	湖北	212.22	198.08	7.1
18	湖南	75.64	64.95	16.5
19	广东	300.15	314.18	-4.5
20	广西	114.16	102.37	11.5
21	海南	15.37	15.21	1.1
合计	中南	1099.43	1003.60	9.5
22	重庆	67.85	69.66	-2.6
23	四川	236.10	176.31	33.9
24	贵州	23.28	21.26	9.5
25	云南	30.88	30.38	1.6
26	西藏	9.04	8.35	8.3
合计	西南	367.75	305.96	20.0
27	陕西	84.04	81.31	3.4
28	甘肃	51.9	39.13	32.6
29	宁夏	11.04	8.06	37
30	青海	9.42	6.14	53.4
31	新疆	33.51	34.93	10.3
合计	西北	194.64	169.57	14.8

资料来源：中信建投证券研究部

从各省市自治区看：超过全国累计增长率的有 13 个；出现负增长的有 10 个。累计增长率在 10% 以上的有 9 个：青海（53.4%）居全国首位，其后依次是宁夏（37.0%）、四川（33.9%）、甘肃（32.6%）、河南（23.7%）、内蒙（17.1%）、湖南（16.5%）、广西（11.5%）、新疆（10.3%）。东北和华北地区均下降，一方面产量和消费量已经很高，另一方面受金融危机影响。未来增幅也会低于中西部地区。

从各大区看：高于全国累计增长率有 3 个；增长率最高的是西南（20.0%），其后依次是西北（14.8%）、中南（9.5%）。出现负增长的有 2 个，东北（-1.5%）、华北（-5.3%）。华东（2.9%）低于全国平均增长率。上述表明中国啤酒在中、西部地区发展速度较快，增长率较高，正在逐步地改变着大区分布的不平衡状态。

（二）延续结构调整思路

为应对原料成本价格上涨和行业的激烈竞争，公司提出了三大结构调整的策略：（1）价格调整，适当调整普通酒的价格；（2）结构调整，提高中高档啤酒的销售比重；（3）品牌调整，实行“1+3”的品牌战略，即在燕京主品牌以下着重培育漓泉、惠泉、雪鹿三个区域性强势品牌。2008 年公司“燕京”、“漓泉”、“惠泉”、“雪鹿”四个品牌共生产销售啤酒 370 万千升，其中“燕京牌”销量同比增长 12%，品牌整合取得明显效果。公司在未来将继续用燕京品牌取代旗下众多二三线弱势品牌，提高中高档啤酒的销售占比，提升整体效益。

二、短期公司发展面临新机遇

机遇一：原材料成本降低

2008 年受大麦、啤酒花、大米等原材料价格大幅上涨的影响，公司营业成本出现较大幅度的增长。2008 年公司啤酒业务营业成本因原料涨价增加 4.85 亿。受成本上升影响，公司 2008 年毛利率 37.46%，较 2007 年下降 1.15%。

进入 2009 年，公司原材料价格形势出现逆转。大麦、酒花等原料的价格出现明显下降。

其中优质澳麦进口价格已降低至 215 美元/吨，较最高时的 500 美元/吨，降幅高达 57%；国产大麦价格也有最高时候的 4000-4200 元/吨，降低至 1700-1900 元/吨，降幅达 52%-59%；酒花价格由最高时的 8、9 万/吨，降低至 3.9 万-4.1 万，降幅超过 52%。

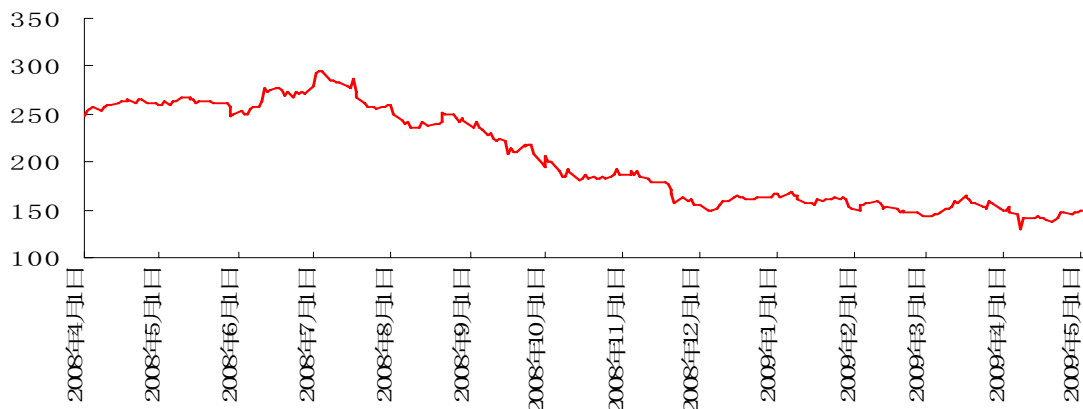
同时，根据国际谷物理事会（IGC）的预测，08/09 年全球大麦产量将达到 15600 万吨，同比增长 16.41%，而对应的需求量只有 14800 万吨，同比增长 7.24%，供大于求的形势十分明显，这将压制后期大麦价格走势，全年大麦价格仍有望保持低位运行。

根据我们调研了解到的消息，公司去年在高价时购入的高价原料大麦在今年 6 月前将可以消化完毕。因为公司原材料成本采用加权平均法进行计价，因此随着新购入低价大麦原料的增加和老的高价原料的消化，公司原材料成本将呈现出一种持续向下的趋势。公司采取灵活的原料采购策略，根据价格的变动情况，科学地配置国际大麦与国内大麦的采购比例。随着国际大麦价格的下降，公司近期加大了国际大麦的采购量。

4 月底时公司麦芽原料的综合成本为 3480 元/吨，预计到六月份，可以下降到 3100 元/吨，我们认为，全年将可保持 2700-2900 元/吨的水平。

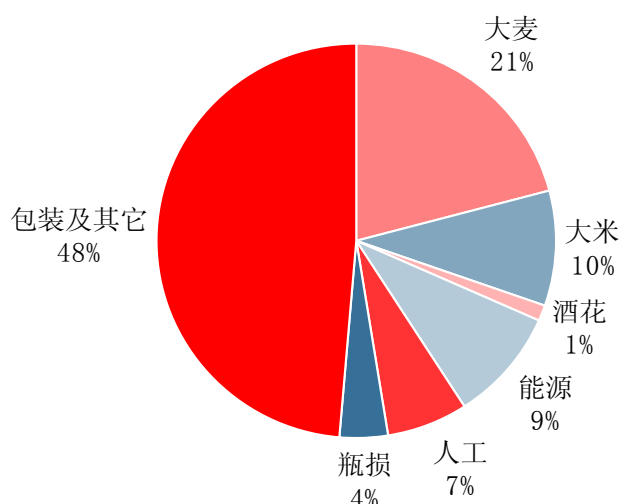
麦芽在公司成本中占比达 20.8%，酒花占比达 1.3%，大麦、酒花价格的大幅下跌与低位运行将明显的缓解公司在 2009 年的成本压力，我们认为原料成本下降使得公司毛利率恢复至 2007 年的水平是可以期待的。

图 2：国际大麦价格走势



资料来源: Bloomberg, 中信建投研究所

图 3: 燕京啤酒成本构成



资料来源: 公司公告, 中信建投研究所

我们假设麦芽占啤酒总营业成本 21% 的比例保持不变, 对麦芽价格下跌对公司毛利率变动进行了敏感性分析, 通过敏感性分析, 我们认为公司 2009 年毛利率介于 39.85%-40.88% 之间, 如果麦芽平均价格下跌 20%-30%, 在营业收入保持 10%-15% 的增速的情况下, 可以使得毛利率增加 2-3 个百分点。

表 3: 燕京啤酒大麦成本降低敏感性分析

		营业成本增长率			
		5%	10%	15%	20%
麦价格降幅 公司所用大	10%	38.71%	35.73%	32.75%	29.77%
	20%	42.69%	39.85%	37.00%	34.16%
	30%	46.32%	43.60%	40.88%	38.17%
	40%	49.65%	47.05%	44.44%	41.84%
	50%	52.72%	50.22%	47.72%	45.21%

机遇二: 费用节约较为明显

2008 年公司作为奥运会赞助商, 在奥运会赞助、奥运项目赞助、奥运冠军奖励等方面投入较多。通过公司的奥运营销战略的实施, 公司品牌的知名度和美誉度得到了显著提升, 但同时公司的期间费用也随之出现了较大的增长。2009 年公司在此项上的投入已不在发生, 这将显著带来公司费用的节约。

同时 2008 年公司因新增贷款及贷款利率的增加, 使得财务费用同比增长了 97.19%。2009 年随着公司定向增发募集资金到位以及央行执行了宽松的货币政策, 贷款利率出现了较大程度的下调, 公司利息支出将减少。因此公司财务费用在今天的降低是较为明显的。2009 年一季度, 公司财务费用同比减少了 34.01%。

机遇三：啤酒消费保持向好

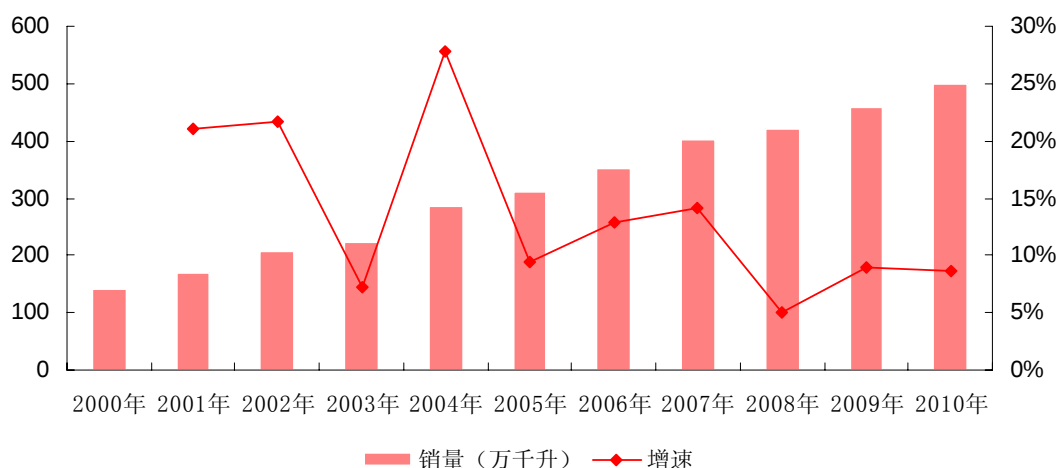
首先，政府提出的 4 万亿经济刺激计划和推出的一系列保增长、促发展的系列措施，将在 2009 年逐步显现，这将强力推进国民经济快速增长和国民收入增加，从而促使国民的啤酒消费水平得到提高；

第二，党的“十七届三中”全会提出了保持农业稳定发展和农民持续增收的宏伟目标，未来国家在农村投入将进一步增加，对农民增收的扶持力度也将进一步加大。农村市场是未来啤酒行业发展的重要的潜力市场，农民收入的提高将拉动啤酒的消费增长；

第三，对公司自身来说，去年奥运前后及召开期间，由于北京市施行了严格的进京车辆、人员的限制，导致公司原料运进以及产品运出都受到了一定程度的影响，同时政府也加强了对酒吧等啤酒销售场所管理和来京旅游人员的控制，以上诸多措施使得作为啤酒消费旺季的第三季度，公司在北京地区主市场的销量非但没有上升，甚至出现下滑。2009 年这方面的影响已经不复存在。

2009 年 1 季度，公司共销售啤酒 84 万千升，比去年同期增长 13.51%，获得了高于行业的增速。进入 4 月份，随着啤酒消费旺季的来临，公司啤酒销售有望出现较大增长。从我们调研了解到的信息，4 月份公司在几大强势地区均保持了快速增长，其中北京地区销量增长了 20% 多，广西地区销量增长了 10% 多，广东、内蒙也有较大的增长。而从 5 月份的有关产销数据来看。其中 5 月 1 日到 19 日，公司北京本部销售啤酒 8.94 多万吨，而去年同期为 7.29 多万吨，同比增长 22.63%，公司产销形势表现良好。预计公司有很大希望实现 2009 年 460 万吨销售目标。

图 4：公司啤酒销量与销量增速



资料来源：公司历年公告，中信建投研究所

三、预测与评级

预测假设：（1）公司 2009 年-2011 年公司营业收入增幅为 15%、14%、13%；

（2）基于大麦、酒花等原料成本下降的确定性趋势，我们判断 2009 年公司成本平均下降幅度为 20%-30%，对应的 2009 年毛利率 39%。2010 年仍会消化 2009 年的低价原材料，同时随着高端品牌占比的提高，毛利率仍可保持在 38.5%左右。2011 年假设为 38%。

经过估算，我们预计公司 2009 年-2011 年的每股收益为 0.56 元、0.65 元和 0.70 元。目标价 15 元，增持评级。

表 4：利润表预测（单位：万元）

	2007 年	2008 年	2009 年	2010 年	2011 年
营业收入	743,622.46	824,648.34	948,345.59	1,081,113.97	1,221,658.79
增长率%		11%	15%	14%	13%
毛利率%		37.46%	39.00%	39.00%	38.50%
减：营业成本	462,921.39	522,141.36	578,490.81	659,479.52	751,320.16
增长率%		12.79%	10.79%	14.00%	13.93%
营业税金及附加	94,448.73	97,796.10	113,801.47	129,733.68	146,599.05
资产减值损失	1,584.68	1,872.78	1500	1500	1500
销售费用	76,699.33	83,090.96	104,318.02	118,922.54	134,382.47
管理费用	49,741.88	60,790.28	66,384.19	75,677.98	85,516.12
财务费用	6,434.63	12,688.37	9,483.46	8,648.91	7,329.95
投资净收益	1,188.46	3,074.24	2000	2000	2000
营业利润	52,980.27	49,342.73	76,367.65	89,151.35	97,011.04
营业外收支	4,864.21	14,846.02	18,000.00	20,000.00	22,000.00
利润总额	57,844.47	64,188.75	94,367.65	109,151.35	119,011.04
减：所得税	8,510.17	10,104.41	15,098.82	17,464.22	19,041.77
净利润	49,334.31	54,084.34	79,268.82	91,687.13	99,969.28
归属于母公司所有者的净利润	40,966.17	46,128.43	67,608.23	78,199.78	85,263.61
每股收益(元)	0.37	0.42	0.56	0.65	0.70

四、风险因素

（1）甲型 H1N1 流感疫情继续扩大和恶化，影响人们的外出餐饮和旅游，将对啤酒消费的增长带来不利的影响，甚至可能造成消费的下滑；

（2）公司成本下降幅度低于我们预期，从而影响业绩估计上的偏差。

评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5%之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。

重要声明

本报告的信息均来源于我公司认为可信的公开资料，但我公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成投资者在投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，投资者据此做出的任何决策与本公司和作者无关。在法律允许的情况下，我公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，须注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本文作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了作者的研究观点。本文作者不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

中信建投精神

我们的精神 理念 追求

珍视客户利益，珍视公司利益，珍惜个人荣誉
追求卓越的职业水准，追求最佳分析师的境界
强调创新意识的培养，强调前瞻性的研究与判断
注重研究、沟通、推介能力的全面发展
发扬敬业精神，发扬团队精神

关于中信建投 证券研究发展部

第一家与基金管理公司签约的证券研究机构
第一家与保险公司签约的证券研究机构
第一批与全国社会保障基金理事会签约的证券研究机构
2003-2006 年连续四年证券研究机构宏观经济预测第一名
2003 年投资组合收益率为 47.91%，超越上证综合指数 37 个百分点
2004 年华夏 50 组合收益率为 3.56%，超越上证综合指数 13 个百分点
2005 年华夏 19 组合收益率为 8.98%，超越上证综合指数 16.32 个百分点
2006 年中信建投 Top30 组合收益率为 180%，超越上证综合指数 50 个百分点

作者简介

郑绮，食品饮料行业首席分析师，曾两次获最佳消费品分析师和入围《新财富》
孙通通，食品饮料行业分析师，中国人民大学金融学硕士

地址

北京 中信建投证券研究发展部	上海 中信建投证券研究发展部
中国 北京 100010	中国 上海 200120
朝内大街 188 号 4 楼	世纪大道 201 号渣打银行大厦 601 室
电话: (8610) 8513-0588	电话: (8621) 6880-5588
传真: (8610) 6518-0322	传真: (8621) 6880-5010