

啤酒行业观察（三）：行业并购专题

报告要点

■ 前两篇行业报告，一篇立足于中长期的驱动因素，一篇立足于短期的波动因素；并且在其基础上提炼了行业投资逻辑。在对行业发展史的研究过程中，我们指出外延式扩张和结构化升级在啤酒行业的演进中是尤为突出的两个方面。

本篇报告，在国内外行业发展大量数据的基础上，就啤酒行业的并购、我国啤酒行业外延式扩张的发展历程、以及从重估角度进行的价值测算进行专题研究；算是对上连篇报告的补充，也作为本系列报告的结束。

■ 中国啤酒行业发展史上，规模性的并购行为是由外资企业率先发起的；但其在中国啤酒发展过程中可谓一波三折：先是高调进入黯然退出，后又卷土重来；其经营也更本土化、更注重实效而非名义。

■ 期并购关键词：盲区并购、低成本、控制。行业并购以规模扩大和规模效益、市场占有率的提高为诉求，但忽视了并购资产质量、市场环境、管理能力的跟进。

■ 并购时代关键词：大吃大、自建。随着可并购标的的越来越少，行业并购成本随之提高。一方面，大企业之间的并购成为并购的主要形式；另一方面，自建产能的速度也在加快。

■ 在大吃大并购时代，企业数目会进一步减少。在此背景下，龙头企业的并购行为、其自身优劣势和发展可能将越发重要。行业进入大企业之间博弈为主的时代，这种博弈将成为下阶段行业发展的主要形式。

行业内重点公司推荐

公司代码	公司名称	投资评级
000729	燕京啤酒	推荐
600600	青岛啤酒	推荐

行业相对市场表现（近 12 个月）



资料来源：Wind 资讯

行业内跟踪公司比较

	10A	11E	12E
燕京啤酒			
PE	31.76	0.00	0.00
PB	2.57	0.00	0.00
EV/EBITDA	15.22	0.00	0.00
青岛啤酒			
PE	31.67	0.00	0.00
PB	4.95	0.00	0.00
EV/EBITDA	16.84	0.00	0.00

相关研究

分析师：

乔洋

(8621)68751126

qiaoyang@cjsc.com.cn

执业证书编号：S0490510120007

联系人：

杨靖凤

(8621) 68751636

yangjf@cjsc.com.cn

正文目录

从行业生命周期来看，啤酒行业正处在规模化后期阶段.....	4
外资啤酒企业在中国的并购历程.....	5
盲目收购，外资抢滩失败.....	5
外资从抢滩到联姻，参股我国优质啤酒公司.....	5
外资全情介入，短期带来负面影响，长期推动行业整合.....	6
国外巨头拓金西部啤酒市场.....	7
西部风景独好.....	7
兰州黄河：黄河啤酒.....	8
啤酒花：新疆乌苏啤酒.....	8
4.宁夏：西夏嘉酿啤酒厂.....	9
西藏发展：拉萨啤酒，利润丰厚.....	9
重庆啤酒.....	10
中国啤酒行业并购发展.....	10
行业处于垄断竞争性市场.....	10
早期并购关键词：盲区并购、低成本、控制.....	11
后并购时代关键词：大吃大、自建.....	12
大吃大并购.....	12
从并购转向自建.....	14
SWOT 及并购价值重估分析.....	19
整合机会：青岛啤酒.....	19
下沉式营销：雪花啤酒.....	20
高消费者忠诚度：燕京啤酒.....	21
华南龙头，内生性增长：珠江啤酒.....	21
乙肝疫苗：重庆啤酒.....	22
附录 通过并购改善盈利的案例：英博百威啤酒集团.....	23
选择有潜力的新兴市场.....	23
收购后占据当地主导力.....	23
并购战略使得公司持续成长.....	24

图表目录

图 1: HH 指数显示了行业生命周期的四个阶段.....	4
图 2: 2008 年各地区啤酒产量同比增长图.....	7
图 3: 西部地区啤酒产量占全国比例.....	7
图 4: 十年西部啤酒产量复合增长率.....	7
图 5: 啤酒花毛利率长期高于兰州黄河毛利率（%）.....	8
图 6: 外资整合中国啤酒市场 4 阶段.....	10
图 7: 垄断竞争性市场长期均衡.....	10
图 8: 寡头垄断市场折线需求曲线.....	10
图 9: 吨酒并购成本.....	12
图 10: 并购/收购价格数量气泡图.....	15
图 11: 新建价格数量气泡图.....	15
图 12: 新建吨产能投资额.....	15
图 13: 青岛啤酒并购与自建历程.....	16
图 14: 燕京啤酒并购与自建历程.....	17
图 15: 雪花啤酒并购与自建历程.....	19
图 16: 1998 年英博公司的全球收入分布.....	23
图 17: 2009 年英博公司的全球收入分布.....	23
图 18: 英博主营业务收入持续增长(除了 08 年金融危机).....	25
图 19: 英博经历持续增长（除了 08 年金融危机）.....	25
表 1: 1990s 世界啤酒公司撤资情况.....	5
表 2: 外资控参我国啤酒公司.....	5
表 3: 朝日公司在中国的市场表现.....	6
表 4: 麒麟公司在中国的市场表现.....	6
表 5: 英特百威中国扩张过程.....	6
表 6: 嘉士伯看好中国西部潜力.....	7
表 7: 嘉士伯在中国西部啤酒市场情况.....	8
表 8: 嘉士伯入股兰州黄河情况.....	8
表 9: 我国啤酒行业处于垄断竞争性市场格局.....	11
表 10: 2004 年之前的吨产能收购价格.....	11
表 11: 近几年啤酒企业购并案例.....	12
表 12: 2004 年至今的吨并购价格.....	13
表 13: 啤酒上市公司吨重置成本.....	14
表 14: 啤酒上市公司吨市值.....	14
表 15: 2008-2009 年自建产能成本.....	15
表 16: 英博百威集团世界产量与收入分布.....	23
表 17: 第一阵营啤酒公司吨酒盈利.....	24
表 18: 英博集团收购历史.....	24

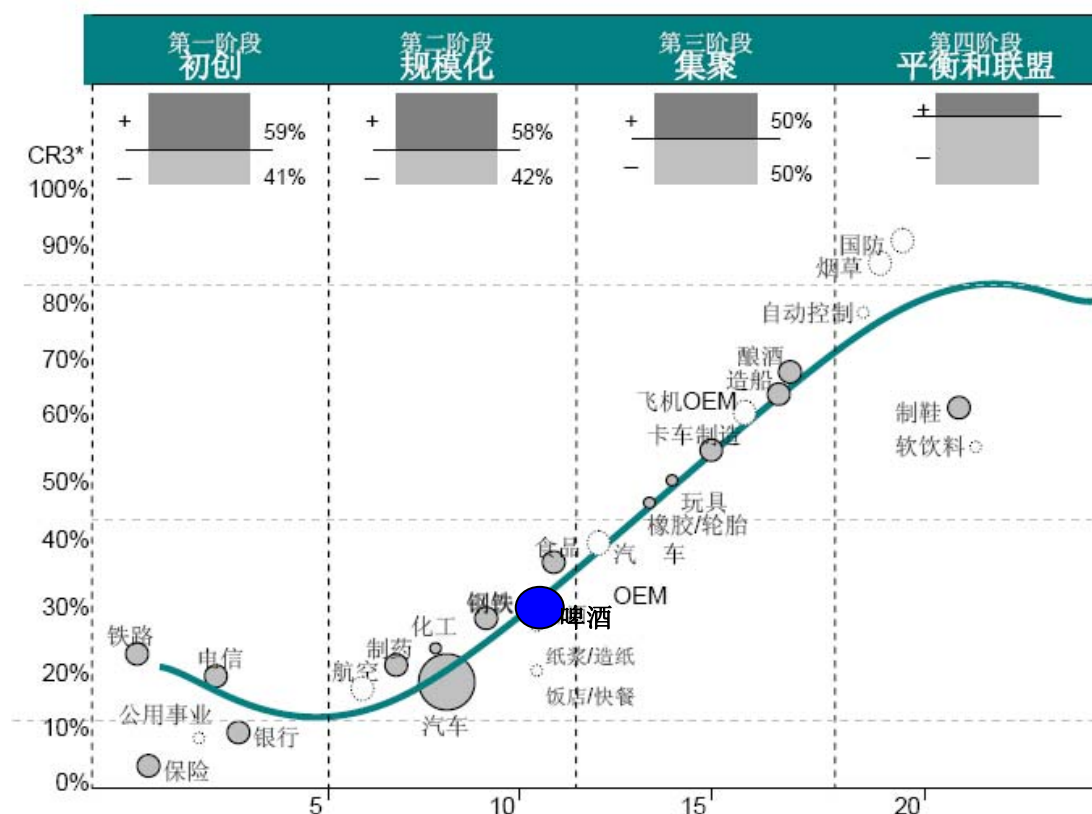
前两篇行业报告，一篇立足于中长期的驱动因素，一篇立足于短期的波动因素；并且在其基础上提炼了行业投资逻辑。在对行业发展史的研究过程中，我们指出外延式扩张和结构化升级在啤酒行业的演进中是尤为突出的两个方面。

本篇报告，在国内外行业发展大量数据的基础上，就啤酒行业的并购、我国啤酒行业外延式扩张的发展历程、以及从重估角度进行的价值测算进行专题研究；算是对上连篇报告的补充，也作为本系列报告的结束。

从行业生命周期来看，啤酒行业正处在规模化后期阶段

- 全球著名管理咨询公司 A.T.Kearney 曾做过一份并购重组的研究。Kearney 公司利用“价值增长数据库”（含 53 个国家 24 个主要行业的 25000 家上市公司信息）对 1988 至 2000 年的合并行为进行了分析，确定了 HH（Hirschmann-Herfindahl）指数的变化。
- 研究表明，不论什么行业的整合行为都遵循一个清晰的模式。行业整合行为混乱无序的表象下隐藏着一个清晰的 S 型曲线模式。每个整合中的行业都将经历以下四个阶段：初创阶段（opening stage）、规模化阶段（scale stage）、集聚阶段（focus stage）、平衡和联盟阶段（balance and alliance stage）。
- 当前我国啤酒行业 CR3 已达到 45%，正处于规模化阶段后期，行业集中化速度处在加速上升阶段；从啤酒行业实际情况来看，目前各区域小酒厂已被整合完毕，行业将进入规模化成长和大吃大并购的阶段。

图 1：HH 指数显示了行业生命周期的四个阶段



资料来源：长江证券研究部

外资啤酒企业在中国的并购历程

在中国啤酒行业发展史上，规模性的并购行为是由外资企业率先发起的；但其在中国啤酒发展过程中可谓一波三折：先是高调进入黯然退出，后又卷土重来；其经营也更本土化、更注重实效而非名义。

盲目收购，外资抢滩失败

20 世纪 80 年代中期以后，随着西方国家啤酒市场的饱和，人均啤酒销量已出现下滑趋势，促使国外啤酒公司的国际化步伐加快。中国经济的迅速增长和消费水平的迅速提升使中国成为国外公司的标的。

1993 年-1999 年期间，外资纷纷抢滩市场，直接全盘控股，只看重资本优势，急于更换品牌和经销商，却忽视中国特殊的市场结构和背景，对中国啤酒市场过于乐观估计，最后以失败告终，到 90s 年代末纷纷撤资。

表 1: 1990s 世界啤酒公司撤资情况

跨国公司名称	撤出投资企业名称	所占股份	撤资时间
新加坡第一家食品有限公司	第一家（福建）啤酒有限公司	100%	2001 年 7 月
丹麦嘉士伯（香港）公司	嘉酿（上海）有限公司	95%	2000 年 8 月
马来西亚香港亚洲啤酒国际公司	上海啤酒厂	100%	1999 年
美国亚洲战略投资公司	北京亚洲双合盛五星啤酒公司	62.64%	2000 年 8 月
美国亚洲战略投资公司	北京三环啤酒公司	54%	2000 年 8 月
英国巴斯国际啤酒中国控股有限公司	吉林四平金士百啤酒集团公司		2000 年 4 月
澳大利亚富士达酿酒公司	广东富士达酿酒有限公司	95%	1999 年 7 月
澳大利亚富士达酿酒公司	天津富士达酿酒有限公司	60%	1999 年 6 月
法国达能公司	武汉欧联东西湖啤酒有限公司	54.20%	2002 年 5 月
法国达能公司	唐山欧联豪门啤酒有限公司		2002 年 7 月

资料来源：长江证券研究部

外资从抢滩到联姻，参股我国优质啤酒公司

本世纪以来，世界啤酒大鳄们吸取了上次失败的教训，改变策略，从抢滩改成了联姻。不再是直接控股，而是改成了合作控股，间接参与经营，规避市场风险，通过对我国啤酒公司股权的掌握间接占领中国市场。其中，嘉士伯持有股份的啤酒花、西藏发展、兰州黄河均分布在我国西部。

表 2: 外资控参股我国啤酒公司

排名	企业	所属上市公司	09 年产量规模 (万千升)	参股外资	参股比例
1	华润雪花	华润创业(HK)	840	SAB Miller	49.00%
2	青岛啤酒	青岛啤酒	591	朝日	19.74%
3	重庆啤酒	重庆啤酒	177	嘉士伯	29.71%
4	哈尔滨啤酒	哈啤（HK）	212	百威英博	100%
5	雪津啤酒		118	百威英博	100%
6	珠江啤酒	珠江啤酒	114	百威英博	28.56%
7	新疆乌苏啤酒	啤酒花		嘉士伯	30.00%
8	金威啤酒	金威啤酒(HK)	82	喜力	21.43%
9	大富豪啤酒		49	喜力	40.00%

10	金龙泉啤酒		49	百威英博	60.00%
11	拉萨啤酒	西藏发展	9	嘉士伯+丹麦发展中国 基金会	33%+17%
12	黄河啤酒	兰州黄河	40	嘉士伯	50.00%

资料来源：长江证券研究所

外资全情介入，短期带来负面影响，长期推动行业整合

外资进入中国市场，看中的就是中国啤酒消费的持续增长力，尤其是我国西部地区，因为西部地区啤酒产量占全国比重不到 14%。2003 年以后的由原来的直接控股变成了间接合作。在现阶段我国啤酒企业盈利能力每况愈下的情况下，外资主要参考企业规模来支付收购价格，短期内，将造成一些无心恋战的企业通过扩建产能来吸引外资的青睐。

同时，随着外资竞购标的的价格飙升，使得并购成本越来越大，加大了市场整合的难度，迫使我国一线啤酒公司转而自建新产能，于是进一步加剧了啤酒行业的产能过剩，短期内，不利于全行业营业能力的迅速提高。长期来看，外资的介入可以促进我国一线啤酒公司自建新产能和提升产品线，加速淘汰落后的啤酒产能，推动行业升级。

表 3：朝日公司在中国的市场表现

日本朝日控股的啤酒公司结构（2009 公司年报）	控股比例
青岛有限公司	20.0%
北京啤酒朝日有限公司	73.0%
烟台啤酒朝日股份有限公司	51.0%
杭州西湖朝日股份有限公司啤酒公司	55.0%
深圳青岛啤酒朝日有限公司	29.0%

资料来源：长江证券研究部

表 4：麒麟公司在中国的市场表现

日本麒麟：	城市	控股公司	控股比
1996	广东珠海	麒麟啤酒珠海有限公司	并购 60%，台湾统一集团占 40%
2006	广东珠海	麒麟啤酒珠海有限公司	100%控股
2007	广州珠海	金鼎工厂	自建
2004	大连	大连大雪啤酒	25%
2004	杭州	杭州千岛湖	25%
2005	河南郑州	金星集团	失败告终

资料来源：长江证券研究部

表 5：英特百威中国扩张过程

时间	省份	扩张企业	项目投资(万元)	产能/万吨	扩张方式
1997	江苏南京	金陵啤酒厂			收购
2002	广东珠江	珠江啤酒	16000		收购 24%
2003	浙江雁荡山	KK 酿酒公司	3500(美元)		收购 70%
2004.1	浙江天台	浙江石梁啤酒有限公司	5320 (美元)		收购 55%
2004.1-2004.9	马来西亚	金狮啤酒集团在华的 12 家啤酒厂	26000 (美元)		收购
2005.3.29	浙江雁荡山	雁荡山金狮啤酒有限公司	3000		收购
2005.6.27	湖北宜昌	当阳雪豹啤酒厂	2000	15	收购
2006.1.23	福建莆田	福建雪津啤酒有限公司	588600		收购
2007.1	浙江舟山	英博浙东啤酒有限公司	30000	15	迁建扩产
2008	福建漳州	英博雪津漳州啤酒有限公司	45000	30	自建
2008.10.28	湖南长沙	英博长沙啤酒厂		30	迁建扩产

2008.11.19	美国	安海思布希（AB）公司	520 亿美元	2020	并购
2009.2.24	湖北武汉	百威英博亚太研发中心			迁建
2009.3.12	广东佛山	百威啤酒佛山有限公司	60000	26	自建
2009.3.18	浙江衢州	国光公司江山啤酒厂	18000	20	自建
2009	黑龙江哈尔滨	哈尔滨啤酒厂	72450		收购 100%
2009	广东珠江	广东省珠江啤酒公司	61016		收购 28.56%

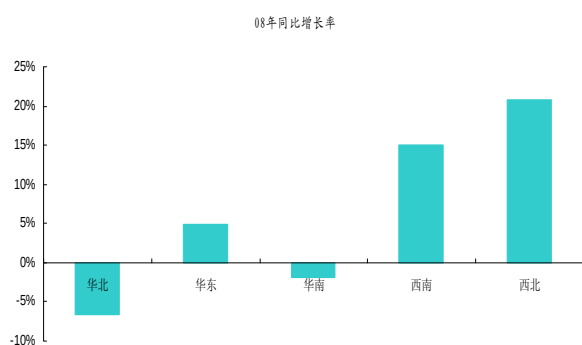
资料来源：长江证券研究部

国外巨头拓金西部啤酒市场

西部风景独好

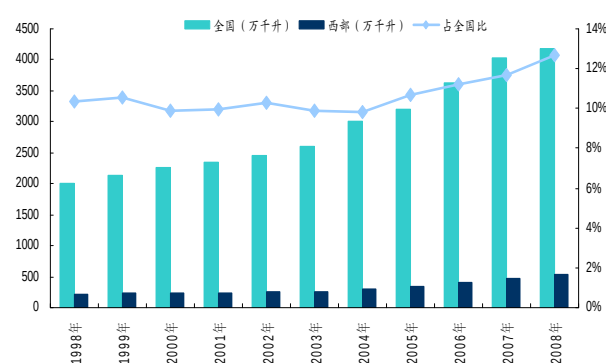
随着啤酒行业自发调整及金融危机的爆发，中国啤酒在 2008 年进入低速增长期。2008 年，全国啤酒行业产量整体增长 3.77%，华北同比下降 6.61%，华南同比下降 1.81%，而西南同比增长了 15.04%，西北部地区同比增长了 20.83%。西部地区风景独好。

图 2：2008 年各地区啤酒产量同比增长率



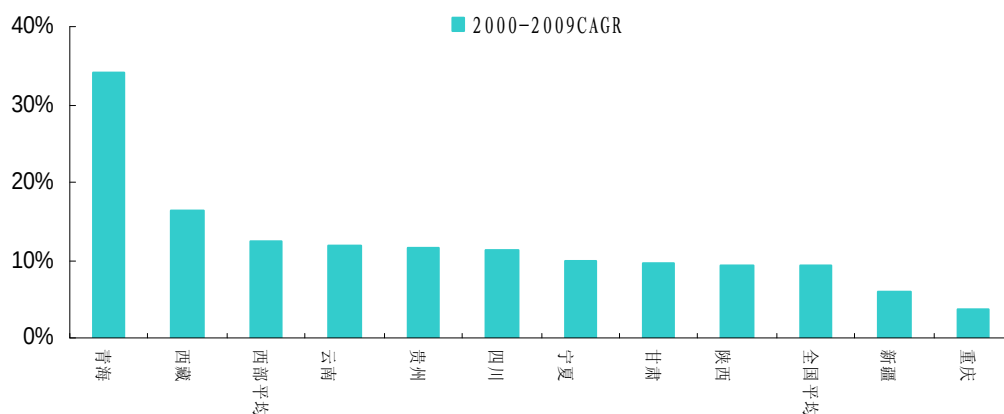
资料来源：长江证券研究部

图 3：西部地区啤酒产量占全国比例



资料来源：长江证券研究部

图 4：十年西部啤酒产量复合增长率



资料来源：长江证券研究所

表 6：嘉士伯看好中国西部潜力

时间	省份	扩张企业	项目投资(万元)	扩张方式
----	----	------	----------	------

2003.1.23	云南昆明	昆明华狮啤酒有限公司	8500	从浙江开开集团手中全部收购
2003.6.10	云南大理	大理啤酒集团	22000	收购 100%
2004 年	兰州	兰州黄河		收购 50%
2004 年	青海	某啤酒厂		收购 40%
2004 年 8 月底	西藏	西藏拉萨啤酒有限公司	38000	合资 33%
2005	新疆	新疆乌苏啤酒厂		合资
2008 年初-2010 年	重庆	重庆啤酒		收购 29.71%
2010 年 1 月 22 日	四川	蓝剑佳酿		收购 100%

资料来源：长江证券研究部

表 7：嘉士伯在中国西部啤酒市场情况

嘉士伯中国西部战略：		嘉士伯持股	当地市场占有率
新疆乌苏啤酒公司	9 家啤酒厂	63.0%	80%
青海黄河啤酒厂		33.0%	
重庆啤酒		17.5%	
拉萨啤酒		33.0%	50%
宁夏	2 家啤酒厂	70.0%	
甘肃	3 家啤酒厂	30.0%	
云南	2 家啤酒厂	100.0%	

资料来源：长江证券研究部

兰州黄河：黄河啤酒

2009 年兰州黄河的啤酒收入占到总收入的 71.95%，甘肃省内的营业收入占到总收入的 63%。兰州黄河优势地区在青海、甘肃一带，其中青海只有黄河一家啤酒厂。凭借地主之势在终端大搞买断、促销，外来雪花等难有机会。嘉士伯自 2004 年开始入股了兰州黄河的 4 家啤酒生产厂，看中的就是其明显的区域优势。

表 8：嘉士伯入股兰州黄河情况

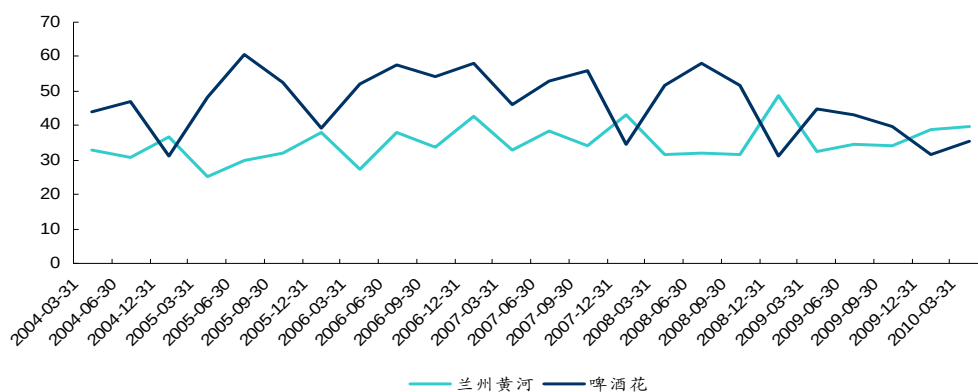
入股公司	产能（万吨）	兰州黄河占股	嘉士伯占股
兰州黄河嘉酿啤酒有限公司	20	50%	50%
青海黄河嘉酿有限公司	10	40%	50%
甘肃天水奔马啤酒有限公司	—	50%	50%
酒泉西部啤酒公司	--	50%	50%

资料来源：长江证券研究部

啤酒花：新疆乌苏啤酒

2005 年新疆啤酒和乌苏啤酒分别纳入啤酒花体系，成立新疆乌苏啤酒有限公司，嘉士伯和啤酒花各占股 50%。新疆啤酒和乌苏啤酒占新疆市场份额 80%以上。2009 年啤酒花的啤酒业务占主营业务的 92.62%，疆内收入占到总收入的 97.44%。虽都有嘉士伯参股，但新疆乌苏啤酒的区域优势优于兰州黄河，毛利率也高于兰州黄河。

图 5：啤酒花毛利率长期高于兰州黄河毛利率（%）



资料来源：长江证券研究部

4.宁夏：西夏嘉酿啤酒厂



西夏嘉酿啤酒有限公司是嘉士伯与宁夏农垦集团的合资企业，年产能超过 10 万吨。主要目标市场是陕西、内蒙、甘肃、宁夏。尤其在宁夏，以银川为中心，南至中卫市，北至石嘴山市，西至内蒙阿左旗，东至陕北定边，市场占有率在 85%以上，其中低端啤酒市场占有率在 94%左右，中档市场占有率在 72%左右，高端啤酒市场占有率在 15%左右，低中高三档全面推进。由于宁夏地域狭小，加之地方政策保护等因素的影响，短期内外来品牌很难与西夏啤酒抗衡。

附：宁夏农垦事业创建于 1950 年，其前身是中国人民解放军农业建设第一师，经历了农垦、军垦、农垦集团等不同的发展时期，现已发展成为贸工农综合经营、一二三产业全面发展的现代化大型企业集团，是宁夏的重点骨干企业之一。所辖 17 个国有农林牧场，9 个工商建旅游服务业，4 个事业单位，拥有 300 万亩土地，18.7 亿元国有资产，10 万人口。土地面积 282 万亩，其中：耕地面积 57.8 万亩、湿地 30 万亩。改革开放以来，农垦用占自治区 3.4% 的耕地、2.05% 的农业劳动力，提供了全区 10% 以上的商品粮，粮食商品率达到 66%；油料商品率达到 72%；肉类商品率达到 84%。已培育出“西夏”、“沙湖”、“贺兰山”三大品牌以及沙湖旅游、[西夏啤酒](#)、西夏王葡萄酒、杞浓枸杞果酒、贺兰山清真羊肉、贺兰山绿色蔬菜、南梁富硒枸杞等一批品牌产品。

西藏发展：拉萨啤酒，利润丰厚

2009 年啤酒业务收入占西藏发展总收入的 99.26%，西藏自治区内收入占总收入的 99.12%。2004 年嘉士伯与西藏银河科技发展有限公司共同成立拉萨啤酒有限公司。西藏银河占 50%，嘉士伯占 33%，丹麦发展基金占 17%。由于西藏交通不便，竞争品牌少，啤酒终端零售价很难降低，平均价格要高出内地城市。拉萨啤酒公司产能利用率百分百，产品也畅销美国，受产能限制，一直供不应求。另外，国家为了促进西部开发，对拉萨啤酒免征每吨酒 220-250 元的消费税。2007 年拉萨啤酒销量 5.9 万吨，销售额高达 23895 万元，吨酒价格 4050 元，仅此于定位高端的嘉士伯 6501/吨和百威 6612/吨。

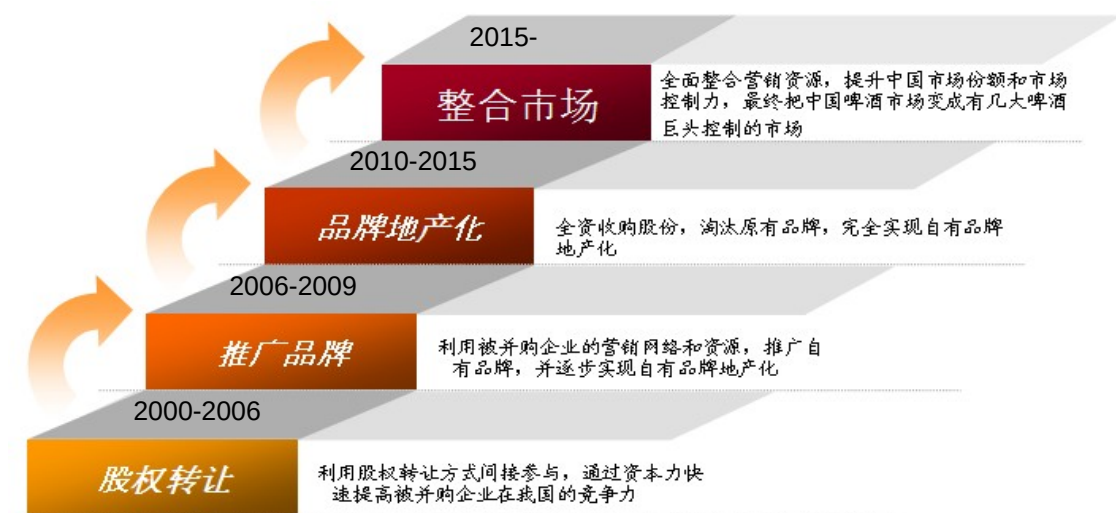
青藏铁路的开通对公司有利有弊。一方面便于拉萨啤酒开拓沿海市场，另一方面，西藏啤酒丰厚的利润吸引其他品牌进驻。

重庆啤酒

嘉士伯拟以 23.85 亿元人民币收购重庆啤酒 12.25% 股权, 平均每股 40.22 元, 溢价 68%, 收购后嘉士伯持有公司 29.71% 股份, 成为公司第一大股东。其一是因为重庆啤酒做好当地强势品牌的同时沿长江东进, 分别在四川、江苏、浙江、安徽、湖南、广西、贵州按下 20 家啤酒生产厂, 重庆本部有 7 家啤酒生产厂, 共 27 家。其二重庆啤酒的毛利率在行业中最高, 从下图可以看出, 2009 年达 46.2%, 全行业平均毛利率 38.9%, 高出 10.4%。其三, 重庆啤酒公司投资的治疗用合成肽乙肝疫苗项目, 已进入临床试验阶段, 正在进行筛选受试者准备, 该项目很可能将来会给公司带来超预期收入。

我们发现, 外资在中国的战略可以归纳为 4 个步骤:

图 6: 外资整合中国啤酒市场 4 阶段



资料来源: 长江证券研究所

中国啤酒行业并购发展

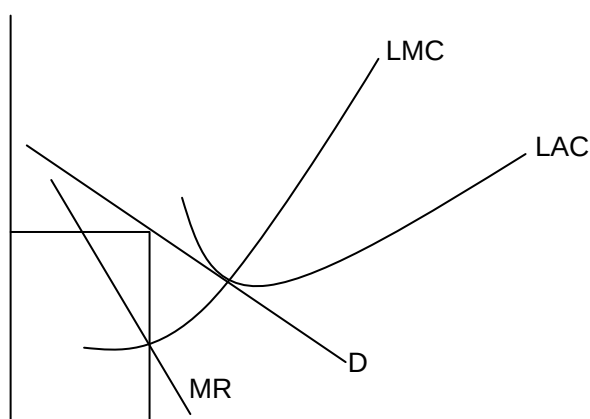
行业处于垄断竞争性市场

我国啤酒行业由一个“小而散，多而乱”的产业，经过 90 年代末期一系列兼并收购，由群雄割据（地方酒厂各占一方）的发展到三国争霸（青岛、雪花、燕京为首）的垄断竞争性时代。

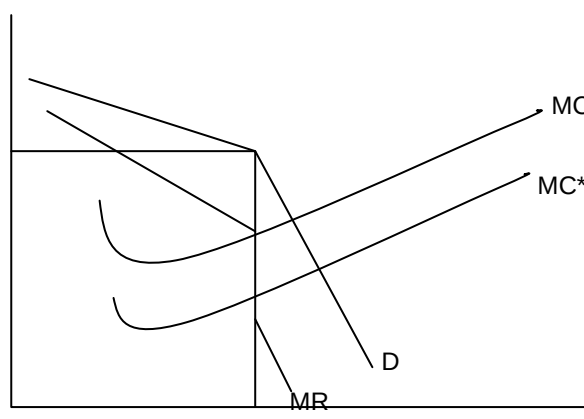
大量的并购使得啤酒行业集中度上升，目前行业已经处于垄断竞争性市场。

图 7: 垄断竞争性市场长期均衡

图 8: 寡头垄断市场折线需求曲线



资料来源：长江证券研究所



资料来源：长江证券研究所

表 9：我国啤酒行业处于垄断竞争性市场格局

垄断竞争性市场特质	寡头垄断市场特质	我国啤酒行业特征：垄断竞争性
大量厂商，每个厂商所占市场份额都很小	厂商极少。市场上的厂商只有一个以上的少数几个，每个厂商在市场中都具有举足轻重的地位，对其产品价格具有相当的影响力。	CR3 集中度达到 44%，单个公司市场占有率低，数量较多，593 家
厂商产品彼此间是非常接近的替代品：彼此之间存在着较为激烈的竞争	产品同质或异质	分为纯生啤酒、熟啤、淡爽、超爽、黑啤、生啤、扎啤等
销售有差别的产品：在价格、外观、性能、质量、构造、颜色、包装、形象、品牌、服务及商标广告等方面的差别	相互依存。任一厂商进行决策时，必须把竞争者的反应考虑在内，而既不是价格的制定者和接受者，而是价格的寻求者	各啤酒公司广告、外观、价格、包装等方面不尽不同，具有一定的品牌效应
厂商自由进出，比较容易推出新品牌	新进厂收到障碍：规模经济、专利技术。其他厂商不仅难以进入，也难以退出。	可以较容易的建立一家新啤酒厂

资料来源：长江证券研究所

早期并购关键词：盲区并购、低成本、控制

纵观我国啤酒行业的并购史可以发现企业收购的特点，他们最初都在我国啤酒生产“盲点省收购”，其周围都没有大型啤酒厂，如早期的湖南、江西、云贵、陕西等地，带有圈地的味道。早期的吨并购成本平均只有 515 元。

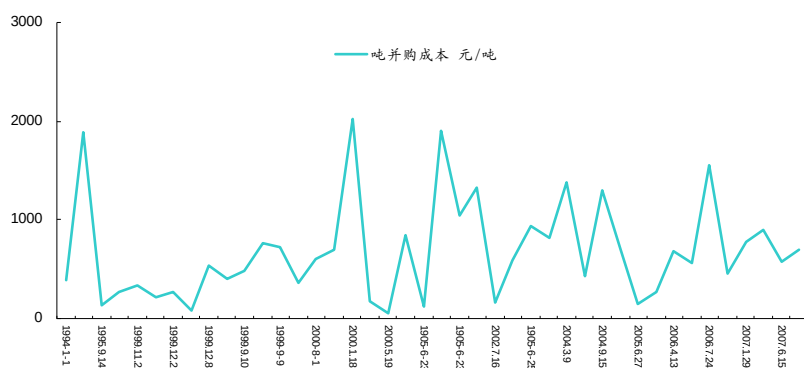
表 10：2004 年之前的吨产能收购价格

	收购方	省份	扩张企业	项目投资 (万元)	剔除 cpi 影 响后价格	产能 (万吨)	扩张方式	吨产能 收购价
1994	青岛啤酒	江苏扬州	扬州啤酒厂	8000	12250.34	6.5	收购	1884.67
1995	燕京啤酒	北京	华斯啤酒集团	2100	2746.13	20	并购	137.31
1997	青岛啤酒	山东日照	日照汇泉啤酒厂	1000	1174.57	3	收购	391.52
1999	青岛啤酒	上海松江	上海啤酒有限公司	3800	4563.26	6	并购 75%	760.54
1999	青岛啤酒	山东滕州	滕州啤酒厂	1100	1320.94	5	并购 95%	264.19
1999	青岛啤酒	安徽芜湖	大江啤酒厂	1800	2161.54	10	并购 90%	216.15
1999	青岛啤酒	山东潍坊	潍坊啤酒厂	350	420.30	5	并购 90%	84.06

1999	青岛啤酒	湖北应城	应城啤酒厂	800	960.69	2	收购	480.34
1999	青岛啤酒	山东安丘	安丘市啤酒厂	1000	1200.86	3	收购	400.29
1999	青岛啤酒	江苏徐州	金波啤酒厂	1420.5	1705.82	5	收购	341.16
1999	青岛啤酒	广东三水	广东强力啤酒厂	4500	5403.86	20	收购	270.19
1999	燕京啤酒	湖北襄樊	宜城汉江啤酒公司	6737.14	8090.34	15	收购	539.36
92.95%								
2000	青岛啤酒	北京	亚洲双合盛五星啤酒有限公司	2250(美元)	22278.53	20	并购 62.6%	697.32
2000	青岛啤酒	北京	三环亚太啤酒有限公司			20	并购 54%	601.52
2000	燕京啤酒	山东莱州	莱州啤酒厂	8000	9568.58	26.667	并购	358.82
2000	燕京啤酒	内蒙古包头	雪鹿啤酒厂	7000	8372.51	50	并购	167.45
2000	燕京啤酒	湖北衡阳	衡阳啤酒厂	16938.18	20259.29	10	收购	2025.93
2000	青岛啤酒	河北廊坊	廊坊啤酒厂	400	478.43	10	收购	47.84
2001	青岛啤酒	福建漳州	漳州啤酒厂	7000	8314.31	8	并购 90%	1039.29
2001	青岛啤酒	福建福州	榕城啤酒厂	8500	10095.94	12	并购 51%	841.33
2001	青岛啤酒	湖北随州	富丽运随州啤酒有限公司	389.34	462.44	4	并购 90%	115.61
2001	华润雪花	四川乐山	乐山高利蓝带啤酒公司	8000	9502.07	5	收购	1900.41
2002	燕京啤酒	广西桂林	漓泉股份有限公司	10408.32	12462.27	80	并购 68%	155.78
2002	青岛啤酒	福建厦门	厦门银城股份有限公司	16600	19875.79	15	收购	1325.05
2003	青岛啤酒	湖南长沙	华狮啤酒厂	10300	12186.33	13	并购 45%	937.41
2003	燕京啤酒	福建福州	惠泉啤酒股份有限公司	37671.15	44570.22	55	并购 38%	810.37
2003	燕京啤酒	浙江缙云	仙都啤酒发展公司	5001	5916.88	10	并购 60%	591.69
求和					226342.2	439.2		515.39

资料来源：长江证券研究所

图 9：吨酒并购成本



资料来源：中长江证券研究所 注：剔除了 CPI 对价格的影响

后并购时代关键词：大吃大、自建

大吃大并购

观察近几年的并购案例不难反发信，都是以资本作为后盾的大额案件收购。在后并购时代，小企业早已被收购完毕，为了更快的获得市场，靠雄厚资金支撑的**大吃大的并购模式**已经成为主流。

表 11：近几年啤酒企业购并案例

时间	并购企业交易完成情况
----	------------

- 2002.12 嘉士伯与泰国 TCC 集团、浙江开开集团 嘉士伯与泰国 TCC 集团各出资 50%，总计 **8500 万元** 代价从浙江开开集团手中收购昆明华狮啤酒。
- 2003.6 嘉士伯、云南大理啤酒集团 嘉士伯以 **2626 万美元** 的总价收购云南大理啤酒集团的全部股权并承担相应的债务。
- 2003.12 纽卡斯尔啤酒、重啤集团 苏格兰纽卡斯尔啤酒股份有限公司以每股 10.5 元人民币的价格受让重啤集团的国有股 5000 万股，占重庆啤酒总股本的 19.51%，转让价款合计人民币 **5.22 亿元**。股份转让完成后苏纽公司成为重庆啤酒第二大股东。
- 2004.2 嘉士伯、Wilton Pacificlnted 与西藏发展 三方协议，嘉士伯计划在今后几年出资约 **1.225 亿元人民币** 受让西藏拉萨啤酒有限公司 50% 股份。
- 2004.3 嘉士伯、兰州黄河 嘉士伯与兰州黄河定下合约，出资约 **1.4 亿元** 与其成立股权各半的合资公司。
- 2004.6 A B 公司以 5.58 港元的高价购入哈啤 6956.5 万股，共超过 **4 亿港元** 间接持有 36106.5 万股哈啤股份，占哈啤已发行股本的 36%，成为公司的第一大股东。
- 2004.9 嘉士伯、新疆乌苏啤酒 嘉士伯收购啤酒花旗下新疆乌苏啤酒有限责任公司 34.5% 股份，并同时宣布进一步扩大在中国西北部地区的投资，现在嘉士伯通过重组啤酒花达到了布局西北的目的。
- 2005.3 燕京啤酒、惠泉啤酒 燕京啤酒受让 3556.1 万股惠泉啤酒，占总股本的 14.2244%，现北京燕京啤酒股份有限公司持有惠泉啤酒社会法人股 13093.1 万股，占总股本的 52.37%。
- 2005.4 华润雪花啤酒、雪地啤酒 华润雪花啤酒与安徽阜阳市政府达成协议，以现金 **1.25 亿元人民币** 收购阜阳市雪地啤酒有限责任公司完成重组的资产。
- 2006.1 英博、雪津啤酒 英博啤酒集团(英博)于 1 月 23 日宣布：分别从国有股东和非国有股东方面收购福建雪津啤酒有限公司 100% 的股权，交易总额达 **58.86 亿元人民币**。
- 2008.11 青岛并购山东朝日烟台啤酒厂 39% 的股份
- 2008 雪花啤酒收购哈尔滨滨滨酒厂，吉林通化啤酒有限责任公司，浙江台州洛克啤酒，山东滨州琥珀啤酒，黑龙江伊春啤酒厂
- 2010.9.10 青岛啤酒以 **1.7 亿元** 受让山西太原嘉禾啤酒厂全部资产

资料来源：长江证券研究所

吨产能并购价 < 吨重置成本 < 吨市值

从 2004 年以后的并购案例中，吨产能的收购价格为 895 元，小于吨重置成本 1924 元，更小于吨市值 6870 元。

尽管是大吃小的并购模式，但其成本仍小于重置成本，对于收购方来说，只要有足够资金，直接收购仍是划算的。

表 12：2004 年至今的吨并购价格

第三阶段	收购方	省份	扩张企业	项目投资 (万元)	剔除 cpi 影 响后价格	产能 (万吨)	扩张方式	吨产能收购价
2004	华润雪花	浙江杭州	浙江钱啤集团	3500 美元	32987.61	24	并购 70%	1374.48
2004	华润雪花	安徽舒城&六安	安徽龙津集团	28000	31884.41	75	并购 90%	425.13
2004	华润雪花	苏州常州无锡	澳洲狮王啤酒集团	7100 美元	66917.72	51.6	收购	1296.85
2005	青岛啤酒	广东珠海	皇妹啤酒厂	3000	3602.57	5	收购	720.51
2005	华润雪花	安徽阜阳	雪地啤酒	12500	13982.43	20	收购	699.12
2005	英博百威	湖北宜昌	当阳雪豹啤酒厂	2000	2237.19	15	收购	149.15
2006	华润雪花	福建泉州	清源啤酒有限公司	7200	7934.85	29	并购 85%	273.62
2006	华润雪花	浙江海盐	银燕啤酒厂	33800	37249.74	24	收购	1552.07
2006	青岛啤酒	陕西宝鸡	宝鸡啤酒股份有限公司	12332	13590.64	20	收购	679.53
2006	华润雪花	安徽淮北	相王啤酒厂	8100	8926.71	16	收购	557.92
2007	华润雪花	辽宁丹东	辽宁鸭绿江啤酒集团	65000	68353.16	14.3	并购	4779.94
2007	华润雪花	内蒙古呼伦贝尔	内蒙古巴特罕酒业	17000	17876.98	20	并购	893.85
2007	华润雪花	安徽滁州	安徽圣力酿酒有限公司	9450	9937.50	22	并购	451.70
2007	华润雪花	内蒙古兴安	乌兰浩特蒙原就业	3700	3890.87	5	收购	778.17
2007	华润雪花	贵州贵阳	贵州瀑布啤酒	12000	12619.04	22	收购	573.59
2008	华润雪花	山东滨州	山东滨州琥珀啤酒	28000	27804.00	40	收购	695.10

2010	青島啤酒	山西太原	嘉禾啤酒厂	17000	17000.00	18	收购	944.44
求和					376795.41	420.9		895.21

资料来源：长江证券研究所

表 13：啤酒上市公司吨重置成本

股票名称	固定资产净值:万元	成新率	09 年底产能: 万千升	其他资产价值:万元	重置成本 元/千升
西藏发展	25702	91.15%	14	52830	5011
啤酒花	36903	88.61%	26	55638	3189
兰州黄河	33253	86.97%	57	59562	1413
惠泉啤酒	64524	89.17%	76	25810	1064
重庆啤酒	129931	87.85%	143	143512	1682
珠江啤酒	250719	91.86%	163	174947	2401
青島啤酒	495257	89.65%	844	399231	950
燕京啤酒	622060	90.80%	663	396273	1394
求和	1658350	90.19%	1986	1307804	1347

资料来源：长江证券研究所

注：成新率 = 净值/原值×100%，即 1-折旧率，各公司折旧政策不同将导致重置成本存在偏差

其他资产价值=除现金流外流动资产+除固定资产外非流动资产，选 09 年财报

市值是 2010 年 10 月 20 日收盘价

表 14：啤酒上市公司吨市值

股票名称	09 年底产能: 万千升	公司总市值 万元	市值 元/千升
西藏发展	14	204385	14307
啤酒花	26	230251	8954
兰州黄河	57	300396	5257
惠泉啤酒	76	335540	4432
重庆啤酒	143	389321	2725
珠江啤酒	163	1498221	9200
青島啤酒	844	2853978	3381
燕京啤酒	663	3738519	5636
求和	1986	9550611	4809

资料来源：长江证券研究所

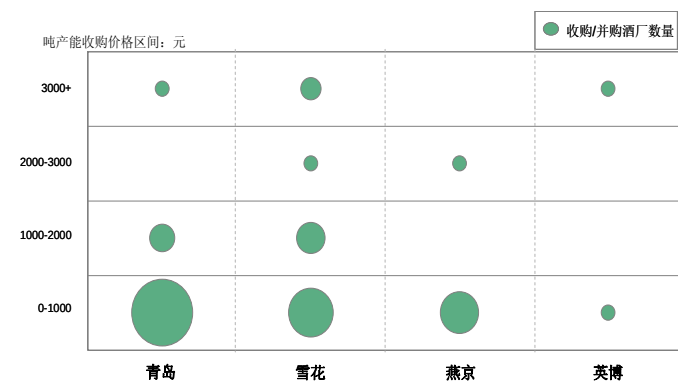
吨重置成本远小于吨市值，根据 Tobin's Q 理论，如果 Tobin's Q 值很高，说明企业的市场价值高于其资产的重置成本，那么企业将愿意通过发行股票的方式进行低成本的融资来购置新设备及新建新产能。青島啤酒层发现了 15 亿的分离可转债，燕京啤酒今年也发行了 11.3 亿的可转债用于收购其他企业和新建新产能。

从并购转向自建

十七届五中全会传递出一个强烈的信号——中国社会已经走到了一个转型的大拐点，无论是政治还是经济，都迫切需要转变现行的发展方式，同时加强保障和改善民生，**从追求强国到实现民富**。因此毫无疑问，十二五期间“富民”政策、收入在分配以及消费升级将成为推动消费品增长的主要驱动因素。啤酒作为快消品，将直接受益。尤其是利润率高的纯生啤酒成为企业扩大盈利的首选。然而现有酒厂的生产线大都是生产熟啤的，在技术和工艺上达不到

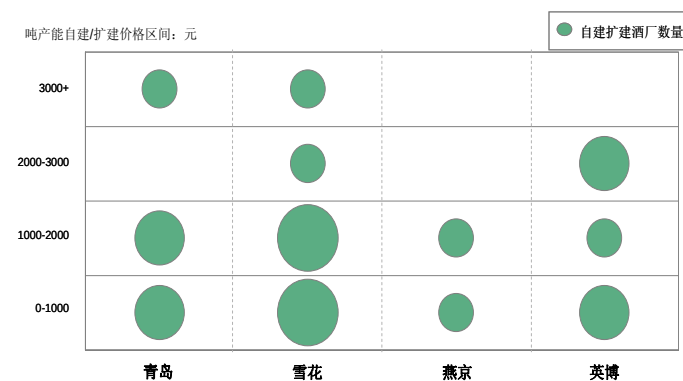
生产纯生的标准，因此，以自建或扩建纯生啤酒生产线为主的公司扩张已经成为啤酒行业的另一大看点。

图 10：并购/收购价格数量气泡图



资料来源：长江证券研究所

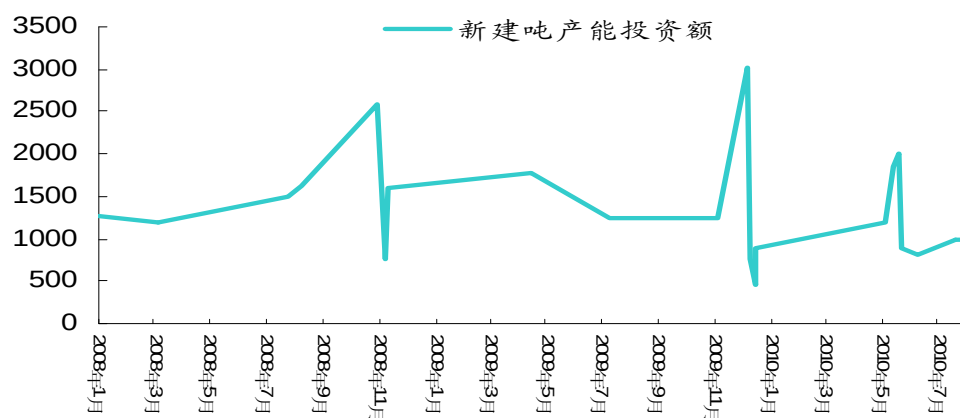
图 11：新建价格数量气泡图



资料来源：长江证券研究所

随着标的的减少和收购价格的升高，以及被收购标的很难达到生产高端纯生啤酒的标准，企业自 2004 年开始自建产能。也正因为是高端啤酒生产线，所以自建成本要高于收购成本，达到平均 1244 元/吨。自建酒厂一方面受到当地政府的欢迎，可以得到更多税收优惠；另一方面，新建酒厂可以更快的为公司带来利润，无须像对收购标的进行治理。未来行业内选择自建新产能将成为首选。

图 12：新建吨产能投资额



资料来源：长江证券研究所

新建吨产能投资额：1244 元/吨

表 15：2008-2009 年自建产能成本

日期	项目名称	投资者	投资总额 百万元	吨产能投资额 元
2008-1-14	年产 7.5 万吨高档啤酒瓶生产线项目	林州市盛巍玻璃制品有限责任公司	9500	1267
2008-3-18	年产 10 万吨啤酒项目	荆州铁牛啤酒有限公司	12000	1200
2008-8-7	年产 20 万升啤酒工程	华润雪花啤酒（通化）有限公司	30000	1500
2008-8-22	年产 40 万升淡色啤酒项目	华润雪花啤酒（中国）有限公司	64879	1622

2008-11-12	年产 20 万吨啤酒项目	广州珠江啤酒股份有限公司	51512	2576
2008-11-21	年产 8 万吨超轻量啤酒瓶生产线项目	河南巨力玻璃有限公司	6000	750
2008-11-24	年产 10 万吨啤酒麦芽项目	河南今代实业有限公司	16000	1600
2009-4-28	新建年产 20 万千升啤酒工程	华润啤酒（中国）有限公司	35271	1764
2009-7-22	年产 20 万千升啤酒项目	重庆啤酒股份有限公司	25000	1250
2009-11-17	年产 30 万千升啤酒工程	英博雪津啤酒有限公司	37261	1242
2009-12-18	燕京啤酒（三期）年产 15 万吨啤酒项目	燕京啤酒集团公司	45119	3008
2009-12-28	奥克啤酒 40 万吨制麦项目（一期）工程	河南奥克啤酒集团公司	18000	450
2009-12-28	奥克啤酒 40 万吨制麦项目（三期）工程	河南奥克啤酒集团公司	18000	450
2009-12-28	奥克啤酒 40 万吨制麦项目（二期）工程	河南奥克啤酒集团公司	36000	900
2010-5-17	新建 20 万千升啤酒生产线及其配套工程	重庆啤酒（集团）有限责任公司	24000	1200
2010-5-25	年产 20 万千升啤酒生产线项目	重庆啤酒（集团）有限责任公司	37000	1850
2010-6-2	年产 20 万千升啤酒生产线项目	北京燕京啤酒有限公司	40000	2000
2010-6-3	燕京啤酒年产 40 万千升啤酒（一期）工程	燕京啤酒（昆明）有限公司	35989	900
2010-6-21	赣县年产 20 万吨啤酒项目	赣州百惠酒业	16000	800
2010-8-2	年产 20 万千升啤酒搬迁新建工程	青岛啤酒（滕州）有限公司	20000	1000
2010-8-13	青啤（福州）有限公司年产 20 万千升啤酒工程	青岛啤酒（福州）有限公司	20000	1000
求和			597531	1244

资料来源：长江证券研究所

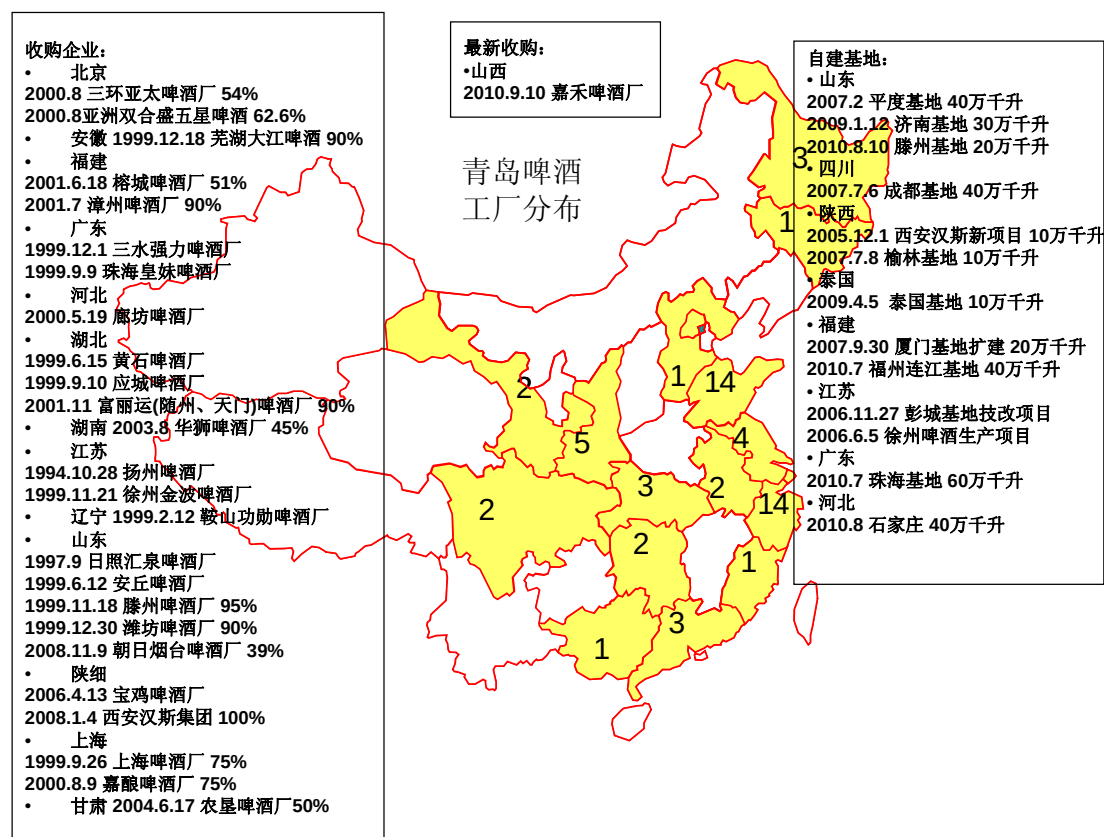
后并购时代的龙头企业动向如何？我们总结如下：

青岛啤酒：快速新建产能，站稳行业龙头地位

青岛啤酒自 1997 年 7 月 20 日正式托管崂山啤酒厂，从而统一了本地啤酒市场，在菏泽、平原、日照建立了中低档啤酒的生产销售网络，在山东省内占据主导地位。之后从 1997 年开始，先后收购了 40 多家企业，覆盖全国，为成为行业龙头奠定了基础。

2010 年 7 月 5 日，青啤福州连江年自建产能 40 万千升的工厂开工；7 月 9 日，青啤广东珠海公司与当地政府签订搬迁协议，总投资 7.2 亿建年产啤酒 60 万千升的新厂；7 月 26 日，青啤公告称，将委托北京朝日生产青岛啤酒。石家庄开发区新建年产啤酒 40 万千升（一期规模 20 万千升）的生产基地项目 8 月 8 日已经开工。短短 2 个月，自建产能就增加了 140 万千升。

图 13：青岛啤酒并购与自建历程

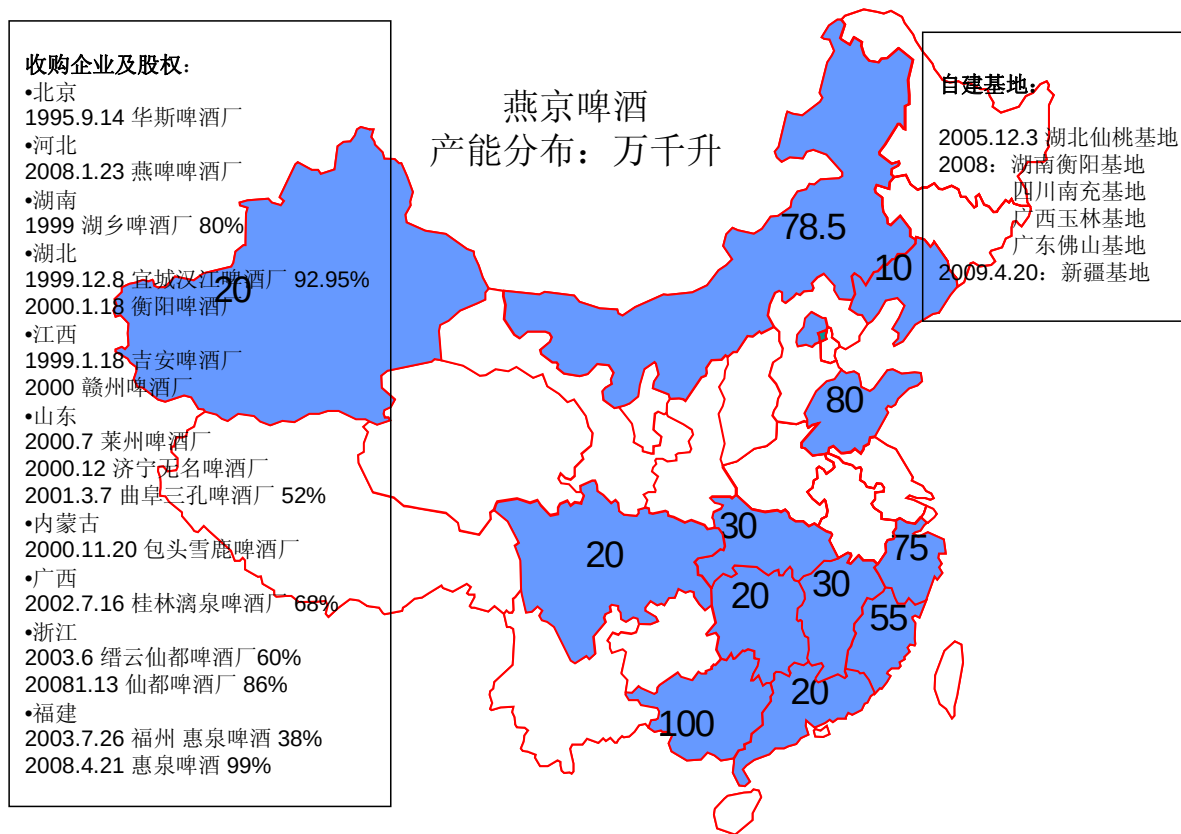


资料来源：长江证券研究所

燕京啤酒：在强势区域自建，站稳区域龙头地位

燕京啤酒的战略是靠地方强势品牌来拉动整体盈利。2002 年、2003 年分别收购了广西漓泉啤酒、福建惠泉啤酒厂等。同时，公司湖北、湖南、四川、广西等地新建新产能，都与原优势区域接壤，对巩固当地市场份额起到促进作用。2009 年主品牌“燕京”在北京的市场占有率达 88.6%，副品牌“漓泉、惠泉、雪鹿”在广西、福建、内蒙的市场占有率分别是 69%、27%、44%。

图 14：燕京啤酒并购与自建历程

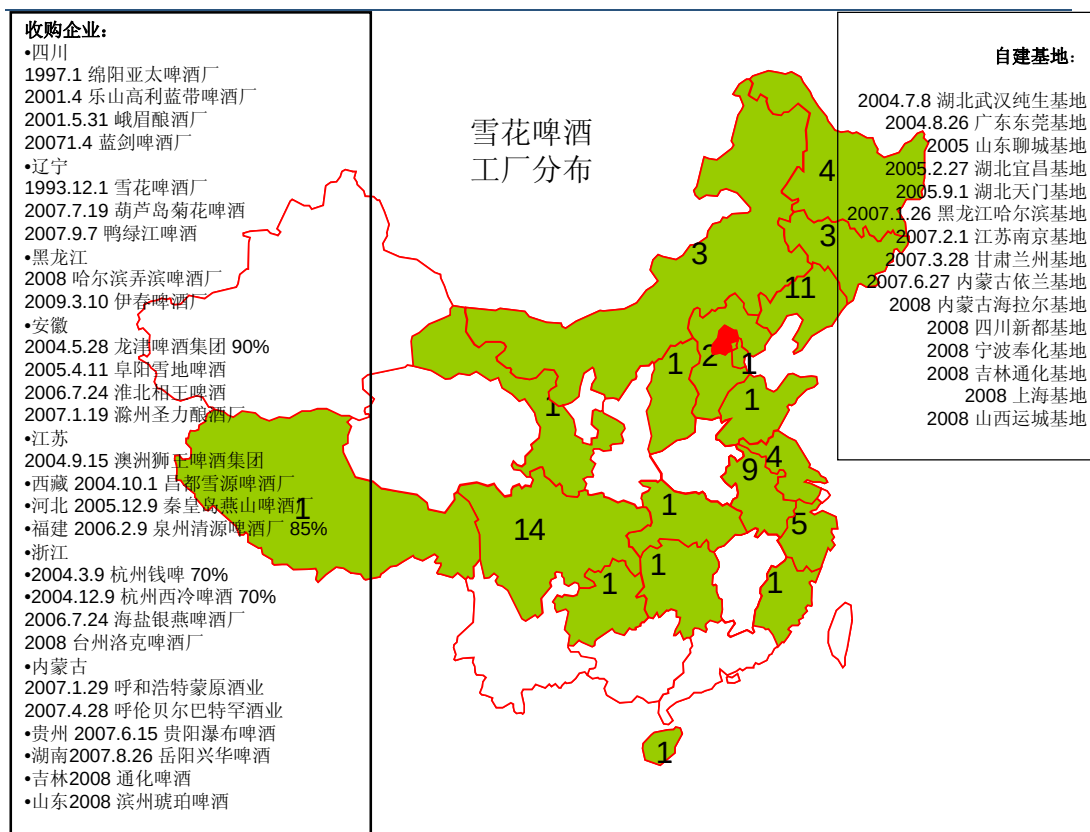


资料来源：长江证券研究所

华润雪花：收购自建同步走，二线省市称王

有华润集团和 SAB Miller 作为资本后盾，公司自成立以来一直走低价高速扩张的道路。公司策略是“农村包围走基层”，先从城郊结合部做起，向市中心渗透。走价格敏感的传统渠道和中低档餐厅，通过价格优势获得市场份额。集中力量主攻东北地区和四川省，成果颇丰。在辽宁省（华润雪花啤酒）和四川（华润蓝剑啤酒）市场上具有绝对占有率。公司进入人口众多、GDP 较低的省份，如四川、安徽等，进行大力收购，短短几年扩大生产规模，并用低价政策占据大部分市场份额。2004 年之后自建与收购同步进行，使得公司啤酒产能和二线省市的市场占有率进一步提升。

图 15：雪花啤酒并购与自建历程



资料来源：长江证券研究部

SWOT 及并购价值重估分析

整合机会：青岛啤酒

看点：未来随着公司第二轮扩张战略，作为行业龙头的青啤势力范围将改写，龙头地位将得到巩固。

1996 年-2001 年，在前董事长彭作义的带领下开展了第一轮高速扩张，仅 99 年一年就收购了 41 家工厂，奠定了青啤行业大哥大的地位。金志国出任董事长后，则把向外扩张的战略改成了内部整合，奠定了青啤的品牌基础。金志国表示，啤酒行业没有永远的扩张，也没有永远的整合，青岛啤酒的战略是扩张与整合交替进行。2010 年，青啤又大刀阔斧的开始了第二轮扩张，新扩建产能达到 140 万千升。

青啤下属子公司地域分布最合理，山东、浙江各 14 家酒厂，其余各省均有数家。覆盖面积较全面，以山东为大本营牢牢占据绝大部分市场份额，在此基础上将触角扩展到消费量和消费能力均有较高水平的东南沿海地区、华中地区和北京，而且已经在当地市场取得了不俗的成绩，公司还在西部重要市场西安布下了兵力。另外公司旗下的产品系列和品牌系列的分布情况轻重有度，一线品牌“青岛”集中于山东和经济水平较为发达的地区，二线品牌如“山水”“崂山”“汉斯”则采取中部地区均匀分布的战略。同时公司在雪花腹地辽宁，避雪花锋芒，占据高端市场，进可攻其中低端啤酒市场，退可守住高端市场，对雪花形成威胁。

SWOT 分析 与可能的战略 (青岛啤酒)	优势 (S): 1) 百年青岛的品牌优势 2) 价位合理, 符合多数消费者的心理承受价位 3) 质量可以与任何名牌啤酒匹敌 4) 良好的口碑效应 5) 营销策略效果显著 6) 市场已有投入, 在目标消费群中有一定知名度 7) 各级营销人员市场实战经验丰富 8) 生产地在全国很多城市都有分厂, 便于及时应对市场变化	劣势 (W): 1) 品牌个性清晰, 但不易与具有典型特色的需求产生直接联想; 2) 其他啤酒品牌在市场占有量较大 3) 现有固定客户渠道网络不健全, 产品在市场上覆盖率不高 4) 终端陈列及维护亟待加强 5) 二批商开发有难度, 经销商对选择代理新品牌啤酒普遍谨小慎微
机会 (O): 1) 居民消费能力提升 2) 纯生啤酒市场将成主流 2) 巩固山东大本营, 向全国扩张	● 加大产品结构调整力度, 把纯生啤酒推向全国 ● 保持体育营销+年轻化路线的营销路线, 今日的年轻人是明日中高档啤酒的消费主力	● 加大餐饮渠道铺货率 ● 加强广告效应以提升品牌的联想度
威胁 (T): 1) 雪花啤酒扩张速, 进入山东大本营 2) 各品牌啤酒价格竞争激烈 3) 原料价格上涨, 成本增加 4) 品牌规划及市场操作稍有不慎, 便会“短命”	● 加快新一轮的扩张步伐 ● 调整产品结构, 避免价格竞争, 减小成本上升带来的压力	● 加强渠道建设 ● 加快扩张步伐 ● 提升产品结构

下沉式营销: 雪花啤酒

看点: 下沉式营销策略及蘑菇云战略, 公司市场份额继续扩大。

有华润集团和 SAB Miller 作为资本后盾, 公司自成立以来一直走低价高速扩张的道路。公司策略是“农村包围走基层”, 先从城郊结合部做起, 向市中心渗透。走价格敏感的传统渠道和中低档餐厅, 通过价格优势获得市场份额。集中力量主攻东北地区和四川省, 成果颇丰。在辽宁省 (华润雪花啤酒) 和四川 (华润蓝剑啤酒) 市场上具有绝对占有率。同时, 为了报复青啤侵占辽宁市场, 雪花 2008 年收购年产 40 万吨的山东琥珀啤酒, 对青岛大本营造成威胁。但是由于大股东之一 SABMiller 未能顺利将哈啤纳入手中, 华润雪花在东北与哈啤的竞争关系未来将更加激烈。

SWOT 分析 与可能的战略 (雪花啤酒)	优势 (S): 1) 华润创业和 SAB Miller 强大的资本优势 2) 品牌容易记忆, 联想度高 3) SAB Miller 质量管理体系, 保证了啤酒的质量 4) 集团统一采购, “三级采购”模式, 采购成本优势明显 5) 强大的执行力	劣势 (W): 1) 品牌能力较弱 2) 产品档次不高 3) 高端市场份额低 4) 目标客户群不够清晰
机会 (O): 1) 积极扩张, 进入全国市场 2) 中高档啤酒市场在扩大 3) 农村人均收入增速高于城镇人均收入增速	● 深入广大农村市场 ● 进一步扩张, 提高在全国的市场占有率	● 加强中高档产品的推广 ● 加强高端渠道铺货能力
威胁 (T): 1) 啤酒利润行业最低 2) 青岛、燕京全国扩张 3) 地方品牌价格战激烈 4) 哈尔滨啤酒在 SAB Miller 的	● 在占有绝对终端和市场份额的地区适当提价 ● 凭借资本后盾, 抢先一步扩张 ● 先抢占黑龙江未被哈尔滨啤酒覆盖的二线城市	● 改善营销策略, 培养消费者忠诚度, 提升品牌能力 ● 加大纯生产品的市场投放

支持下在北方盘踞

高消费者忠诚度：燕京啤酒

看点：消费者忠诚度保障公司业绩稳定增长。

模仿青岛啤酒“1+3”的品牌模式，2009年主品牌“燕京”在北京的市场占有率达88.6%，同比增加了12个百分点；副品牌“漓泉、惠泉、雪鹿”在广西、福建、内蒙的市场占有率分别是69%、27%、44%，都出现了不同程度的同比下降。

燕京啤酒的战略是靠地方强势品牌来拉动整体盈利。其一对于北京市场的依赖性愈发明显，其二迫于青岛和雪花进军北京市场的威胁，公司也进军山东市场和辽宁市场，前者市场过于集中使得公司发展风险较大，而后者在实施过程中由于缺乏规划性，盲目收购而导致了收购工厂的规模过大，开工率不足，亏损面较大。目前公司在山东的3家啤酒厂，2家亏损，1家已托管就是最好的佐证。除了北京和山东市场外，公司十分重视中部地区，随着行业内整合步伐的加快，在该市场打下良好的根基将是未来稳步前行的保障，位于广西桂林的漓泉啤酒已经成为燕京啤酒公司重要的利润来源之一。

公司发展风险是雪花、青岛以及日本啤酒巨头朝日已经大举进攻北京市场，其来势凶猛，目标直指燕京，燕京也已经开始转移资源进攻福建、内蒙市场，力争通过收购在当地有较高占有率的惠泉啤酒和雪鹿啤酒介入华南和华北地区，从而分散风险，提高品牌在全国的渗透力。

SWOT 分析 与可能的战略 （燕京啤酒）	优势（S）： 1）北京市场占有率达80%，华北30% 2）直营模式，销售费用少 3）收购的子品牌漓泉、惠泉为当地强势品牌，是母公司利润的重要贡献	劣势（W）： 1）仍是区域性品牌，缺乏全国性销售网络 2）产品档次不高 3）固步自封，扩张较慢
机会（O）： 1）巩固北京、广西、福建大本营，向周边地区扩张 2）北京地区人均啤酒销量全国首位，达到100L/年，培养当地消费者忠诚度对巩固盈利十分必要	- 深耕细作北京、广西、福建这些优势区域，扩大市场绝对占有率 - 加大广告费用，培养北京消费者忠诚度	- 调整产品结构，往纯生方向发展 - 制定清晰的扩张战略，积极向外扩张
威胁（T）： 1）遭遇其他品牌（尤其是雪花）价格战 2）朝日、青岛、雪花都已进入北京，分别有1个、2个、1个厂	- 加大北京直营模式的投入，并将该分销模式运用到其他地区，在低端产品上不惧雪花啤酒的价格战 - 可适当引入外资，扩大资本进行扩张	- 扩张，把自己做大 - 溢价出售自己

华南龙头，内生性增长：珠江啤酒

看点：在广东深耕细作，利润率高，区域龙头地位不断加强。

公司曾是华南地区的啤酒龙头，第一个生产出瓶装纯生啤酒，公司的珠江纯生啤酒具有很高的知名度和忠实消费者。公司此次公开发行A股所募集的资金将用于湖南长沙和广西南宁的啤酒工程项目（由于募集资金不够，湖南项目已经取消）。但是随着其他啤酒公司的进攻，广东周围接壤的省份：湖南、广西、江西、福建都有竞争对手。珠江啤酒大本营越来越难保，新募集资金不足导致湖南项目流产，短期内的业绩释也比较有限。

SWOT 分析 与可能的战略 (珠江啤酒)	优势 (S): 1) 利润率较高, 广东拥有忠实消费者 2) 珠江纯生的品牌知名度高 3) 隶属广东国资委, 享有税收优惠	劣势 (W): 1) 是区域性品牌, 缺乏全国性销售网络 2) 近几年扩张速度较慢 3) 国企作风, 缺乏股权激励
机会 (O): 1) 广东市场开发, 没有地方保护, 利润丰厚 2) 广东市场啤酒销量占全国总量 8%, 利润占全行业近 1/3, 本土企业具有先发优势	● 深耕细作广东市场 ● 加大珠江纯生的广东市场终端的铺货率, 避免被青岛纯生抢占市场 ● 加大广东二线市场的铺货率, 不让雪花啤酒有可乘之机	● 改善公司治理, 对管理层进行股权激励 ● 加强广东市场的分销力度
威胁 (T): 1) 国内外啤酒巨头进入广东市场, 竞争异常激烈 2) 雪花在东莞建厂, 燕京在广西、福建、江西包围广东, 青岛在深圳、三水、斗门都有生产基地, 对珠啤威胁很大	● 联合百威英博集团 (珠啤第二大股东), 加大高档市场的营销力度 ● 在深耕细作广东市场的前提下, 向周边省市扩张以巩固在华南的市场份额	● 改善公司治理 ● 先把广东大本营占稳了再向外扩张, 不要为了玉米而丢了西瓜

乙肝疫苗: 重庆啤酒

看点: 公司投资的治疗用合成肽乙肝疫苗项目, 已进入二期临床试验阶段, 市场前景十分广阔, 正在进行筛选受试者准备。该项目要为公司带来利润尚需 1 年半-2 年时间。如果成功, 将有极大的投资机会。

公司战略: 沿长江东进。分别在四川、江苏、浙江、安徽、湖南、广西、贵州按下 20 家啤酒生产厂, 重庆本部有 7 家啤酒生产厂, 共 27 家。在重庆主打“山城”, 在常州主打“天目湖啤酒”, 在宁波主打“大梁山啤酒”, 都是地方强势品牌。在四川, 重庆为根据地, 扩张至湖南浙江, 但四川有华润, 湖南有燕京, 竞争地位不甚乐观。

SWOT 分析 与可能的战略 (重庆啤酒)	优势 (S): 1) 毛利率连续多年在行业中处于领先地位 2) 沿长江流域发展的战略效果比较明显 3) 因地制宜, 收购地方品牌后, 用原品牌做大市场	劣势 (W): 1) 是区域性品牌, 缺乏全国性销售网络 2) 市场策划、品牌营销能力不够 3) 高端市场占有率很低
机会 (O): 1) 投资的“乙肝疫苗”项目有望给公司带来超额收益 2) 长江中下游城市人均收入高于全国水平, 消费能力强 3) 长江中下游城市夏季温度较其他城市高, 对啤酒需求多	● 继续专注长江流域城市战略 ● 借助嘉士伯之力, 提升产品档次 ● 加大长江中下游城市的营销, 提升铺货率 ● 继续关注生物科技行业	● 加大广告投放, 提升品牌知名度 ● 调整产品结构, 扩大中高端市场份额
威胁 (T): 1) 雪花占领四川后, 对重啤形成价格竞争 2) 长江支流金沙江流域发生暴雨比较多, 影响啤酒销售波动较大	● 开拓中高档市场, 避免与雪花啤酒形成正面价格竞争 ● 留用被收购的当地品牌, 相对啤酒寡头企业走差异化路线	● 多做广告 ● 扩大范围, 往非长江流域地区发展

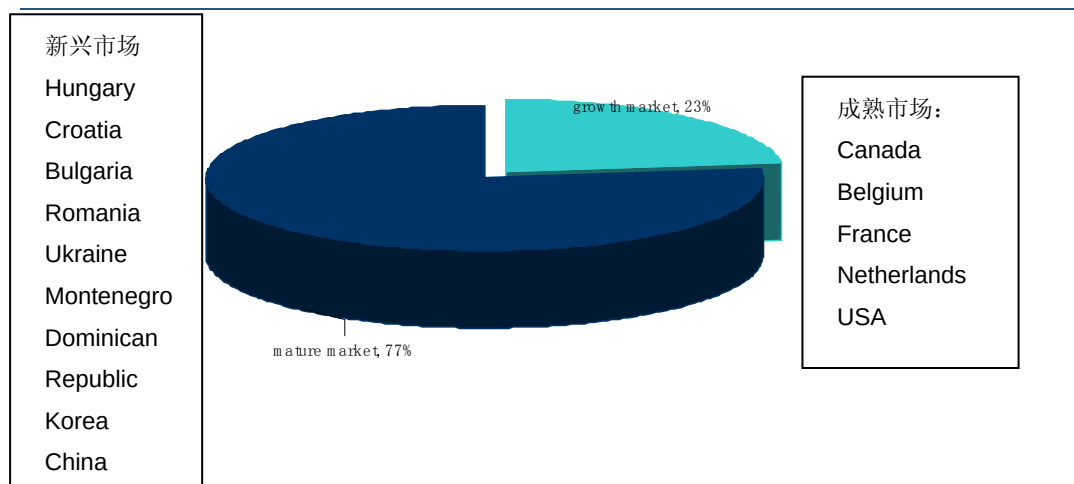
附录 通过并购改善盈利的案例：英博百威啤酒集团

选择有潜力的新兴市场

英博集团不但收购发达国家啤酒公司，如德国、法国、荷兰等，也积极进入发展中国家市场，如中国、马来西亚、巴西等。以中国为例，啤酒需求的年化平均增长率达到 7.08%，而美国则是负增长。

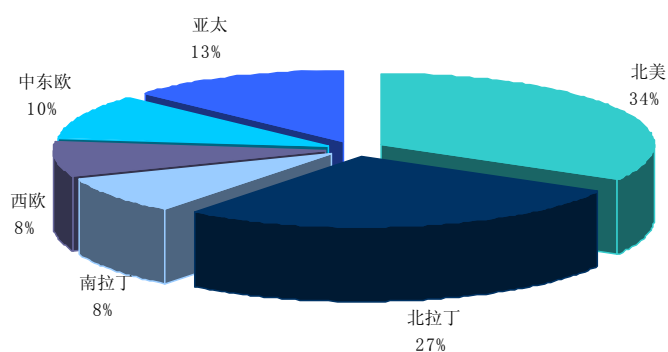
1998 年其新兴市场业务只占到总业务的 23%，到 2009 年，除北美 34%、西欧 8%、中东欧 10% 的业务外，其他 48% 的收入均来自新兴市场。

图 16：1998 年英博公司的全球收入分布



资料来源：长江证券研究所

图 17：2009 年英博公司的全球收入分布



资料来源：长江证券研究所

收购后占据当地主导力

收购完成后，英博集团在当地成为了领袖。以中国为例，英博在中国的销量达到 700 万千升，高于青岛、燕京，仅次于销量冠军雪花啤酒。

表 16：英博百威集团世界产量与收入分布

	收入 百万美元		销量 百万升		吨酒价格 美元/吨	
AB-InBev 公司	2009 年	2008 年	2009 年	2008 年	2009 年	2008 年
世界总计	36758	39158	40860.3	41611.3	899.60	982
北美	15486	15571	13464.4	14055.8	1150.14	958
北拉丁	7649	7664	10979.4	10151.9	696.67	1082
南拉丁	1899	1855	3332	3369.8	569.93	989
西欧	4312	4967	3330.6	3497	1294.66	952
中东欧	2492	3267	4017.8	4614.2	620.24	871
亚太	1985	2285	5248.6	5643.8	378.20	930

资料来源：长江证券研究所

表 17：第一阵营啤酒公司吨酒盈利

2009	总销量 (万千升)	吨酒单价 元/千升	吨酒单价增长	吨酒净利润 元/千升	吨酒净利润增长
华润雪花	837	1983	2%	57	39.70%
百威英博*	700	2572	4.70%	126	43.90%
青岛啤酒	591	3005	2.50%	220	56.70%
燕京啤酒	446	2022	4.50%	141	22.90%

资料来源：长江证券研究部

并购战略使得公司持续成长

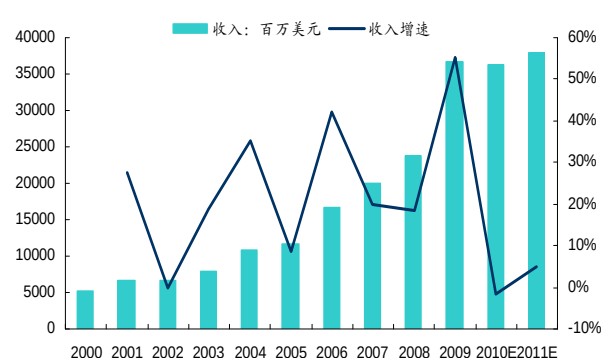
表 18：英博集团收购历史

标的	目标所在国	传闻日期	公告日期	收购价：百万欧元
Jinling Brewery	中国	1997-9-30	1997-9-30	
Habart	法国	1997-11-14	1997-11-14	
Nanjing Brewery	中国	1997-12-4	1997-12-4	
Niksic	黑山	1998-2-14	1998-2-14	
Toronto Blue Jays	加拿大	1998-3-19	1998-3-19	
Oriental Brewery Co., Ltd	韩国	1998-6-26	1998-6-26	
Rosar Brewery	俄罗斯	1998-8-7	1998-8-7	38260.90
Pleven Brewery	保加利亚	1999-2-17	1999-2-17	
Klin Brewery	俄罗斯	1999-4-8	1999-4-8	25233.60
Klinsky Brewery	俄罗斯	1999-5-7	1999-5-7	
VAT Rohan	乌克兰	1999-6-4	1999-6-4	
Zagrebacka Pivovara dd	克罗地亚	1999-8-17	1999-8-17	
Uniline Brewery doo	波斯尼亚	1999-9-16	1999-9-16	
Efes Breweries International BV's brewery	荷兰	1999-10-25	1999-10-25	
Klin Brewery	俄罗斯	1999-11-29	1999-11-29	
Whitbread Beer Company	英国	2000-5-25	2000-5-25	669476.80
Bass plc's brewing activities	英国	2000-6-14	2000-6-14	2245948.79
Privatbrauerei Diebels GmbH & Co. KG	马来西亚	2001-7-27	2001-7-27	1640000.00
Brauerei Beck & Co.	德国	2001-7-8	2001-8-6	1789521.58
Plevensko Pivo AD	保加利亚	2001-8-17	2001-8-17	
Pivovarna Union dd	斯洛文尼亚	2001-11-19	2001-11-29	114456.09
Pivovarna Union dd	斯洛文尼亚	2001-12-18	2001-12-18	126353.21
Pivovarna Union dd	斯洛文尼亚	2001-12-26	2001-12-26	139279.49
Pivovarna Union dd	斯洛文尼亚	2002-7-17	2002-7-23	76500.00
Van Maele	比利时	2002-10-4	2002-10-4	
KK Brewery	中国	2002-11-1	2002-11-1	42436.80
Brauergilde Hannover AG	德国	2002-11-4	2002-11-15	491000.00

Gilde Brauerei AG	德国	2002-11-15	2002-11-19	
Astein Drankengroothandel BV	荷兰	2002-12-10	2002-12-10	
Terclavers BVBA/SPRL	比利时	2003-3-28	2003-3-28	
Conistrade (M) Sdn Bhd	马来西亚	2003-9-5	2003-9-5	104440.97
China Lion Brewing Group	中国	2003-9-8	2003-9-8	104660.85
Apatinska Pivara AD	塞尔维亚	2003-9-4	2003-9-11	146550.00
Hops Cooperatieve UA	荷兰	2004-1-7	2004-1-7	612000.00
Braco SA	巴西	2004-3-1	2004-3-3	3300000.00
Zhejiang Shiliang Brewery Co., Ltd	中国	2004-6-21	2004-6-21	44225.16
San Interbryu OAO	俄罗斯	2004-7-28	2004-8-12	894000.00
China Lion Brewing Group	中国	2003-9-8	2004-9-21	106699.10
Hunan Debier Brewery Co., Ltd	中国	2004-9-15	2004-11-8	14034.02
Hubei Dangyang Xuebao Brewery	中国	2004-11-23	2004-11-23	694.02
Companhia de Bebidas das Americas - Ambev	巴西	2004-8-27	2005-2-14	1067442.03
San Interbryu OAO	俄罗斯	2005-1-21	2005-4-12	
Companhia de Bebidas das Americas - Ambev	巴西	2005-6-14	2005-6-14	500000.00
Dranken Vanlook NV	比利时	2005-6-17	2005-6-17	
KK Brewery	中国	2005-9-2	2005-9-2	15615.60
Fujian Sedrin Brewery Co., Ltd.	中国	2005-11-3	2006-1-23	575477.64
Interbrew Efes Brewery SA	罗马尼亚	2006-5-29	2006-5-29	20790.00
Oriental Brewery Co., Ltd	韩国	2006-6-21	2006-6-21	55825.73
Anheuser-Busch Companies Inc.	美国	2006-10-11	2008-7-14	41173600.00
Dom Brauerei GmbH	德国	2002-6-27		
Apatinska Pivara AD	塞尔维亚	2003-9-4		180350.00
Pivovary Staropramen AS	捷克	2005-7-25		
SABMiller plc	英国	2008-5-27		28392117.25
InBev Nederland NV	荷兰	2009-4-3		

资料来源：长江证券研究所

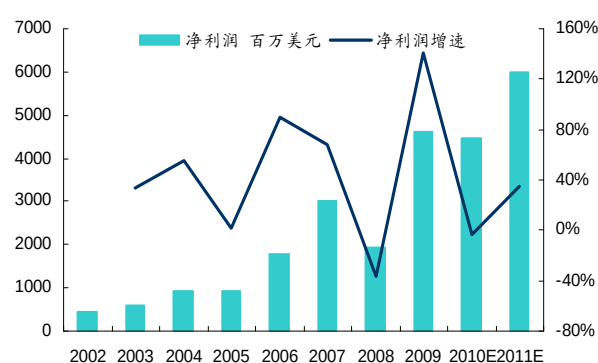
图 18：英博主营业务收入持续增长(除了 08 年金融危机)



资料来源：长江证券研究所

完全依靠并购，英博百威啤酒集团实现了由比利时的本土公司成为世界第一大啤酒公司的神话。啤酒收入从 1998 年的 27 亿美元增长到 2009 年的 368 亿美元，扩张了 14 倍之多，息税折旧前利润从 1998 年的 6.5 亿美元增长到 2009 年的 130 亿美元，增长了 20 倍，实现了通过并购带来的盈利高速增长。

图 19：英博经历持续增长（除了 08 年金融危机）



资料来源：长江证券研究所

值得注意的是，从 ZEPHYR 网站公布的数据来看，英博百威啤酒集团将有收购 SAB 米勒的意图，该传闻 2008 年就有产生，但至今还未落实公告。我们可以设想，如果英博收购了目前世界第二大美国第一大的 SAB 米勒公司，那么中国上市公司大吃大的可能性更加确定，未来青岛啤酒、燕京、华润雪花很可能互相并购或者并购其他上市啤酒公司，才能具备国外啤酒大鳄抗衡的实力。

分析师介绍

乔洋，华中科技大学金融学硕士，从事食品饮料行业研究。
(感谢许修丹对本报告的贡献。)

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话	E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 68752398	13564079561 wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区总经理	(8621) 68751916	13701696936 ganlu@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区总经理	(8621) 68751863	13817196202 julei@cjsc.com.cn
程 杨	华北区总经理	(8621) 68753198	13564638080 chengyang1@cjsc.com.cn
李劲雪	上海私募总经理	(8621) 68751926	13818973382 lijx@cjsc.com.cn
张 晖	深圳私募总经理	(0755) 82766999	13502836130 zhanghui1@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看好： 相对表现优于市场 中性： 相对表现与市场持平 看淡： 相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5% ~ 10%之间 中性： 相对大盘涨幅在-5% ~ 5%之间 减持： 相对大盘涨幅小于-5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：Z24935000。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司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，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本公司及作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅仅为本公司所有，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。如引用须注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。