

啤酒行业：

推荐 维持评级

销量增速明显上扬，全年收入增速十年新高

分析师：

周颖 ☎：(8610) 8357 1301 ✉：zhouying_yj@chinastock.com.cn 执业证书编号：S0130511090001

董俊峰（首席） ☎：(8610) 6656 8780 ✉：dongjunfeng@chinastock.com.cn 执业证书编号：S0130511010002

1. 事件

国家统计局公布啤酒行业 2011 全年产量数据及 1-11 月经济指标。

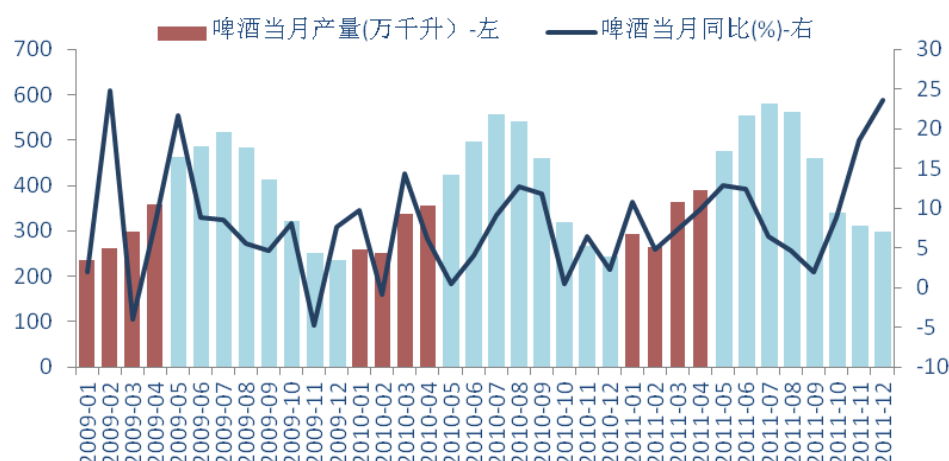
2. 我们的分析与判断

（一）2011 年啤酒行业单月产量增速 4Q 起明显上扬，12 月增速两年来最高

1-12 月，我国啤酒行业累计产量 4898.82 万千升，同比增长 10.67%。就累计产量增速水平来看，比上年同期增加 4.39 个百分点，环比增加 0.80 个百分点。其中，12 月单月实现产量 297.27 万千升，同比增长 23.56%（比上年同期增加 21.27 个百分点，环比增加 5.07 个百分点）。

1-11 月，我国啤酒行业累计产量 4612.62 万千升，同比增长 9.87%。就累计产量增速水平来看，比上年同期增加 3.34 个百分点，环比增加 1.09 个百分点。其中，11 月单月实现产量 310.84 万千升，同比增长 18.48%（比上年同期增加 12.07 个百分点，环比增加 9.69 个百分点）。

图 1：我国啤酒行业 2000-2011 年单月产量及增速变动



资料来源：中国统计局，中国银河证券研究部整理

上图直观表示，啤酒行业单月产量呈现出明显的淡旺季特征，但是就产量增速而言，与前两年不同，2011 年 4Q 以来呈现出明显上扬。11 月产量同比增速为 18.48%，12 月份产量同比增速继续增加到 23.56%，已经接近 2009 年以来最高值（2009 年 2 月 24.84%，2009 年 5 月 21.69%）。

表 1: 2009 年以来 4Q 单月产量及增速比较

	啤酒当月产量(万千升)	啤酒当月同比(%)
2009-10	321.86	8.13
2009-11	251.42	-4.79
2009-12	236.61	7.68
2010-10	320.35	0.53
2010-11	266.57	6.42
2010-12	242.33	2.29
2011-10	341.22	8.79
2011-11	310.84	18.48
2011-12	297.27	23.56

资料来源: 中国统计局, 中国银河证券研究部整理

(二) 2011 年 1-11 月我国啤酒行业收入快速增长, 增速达到十年来最高值

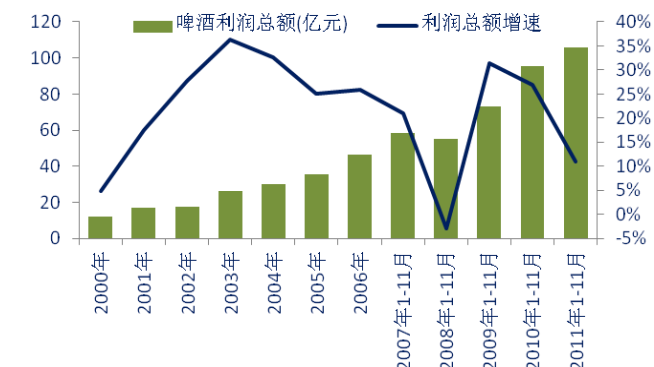
行业收入快速增长。2011 年 1-11 月, 我国啤酒行业实现收入 1474.54 亿元, 同比增长 22.56% (环比 1-10 月减少 0.23PCT), 实现利润总额 105.71 亿元, 同比增长 11.01% (环比 1-10 月减少 4.76PCT)。对比 2010 年 1-11 月份经济指标, 2010 年 1-11 月啤酒行业实现收入 1223.82 亿元, 同比增长 10.32%, 利润总额 95.31 亿元, 同比增长 26.90%。通过比较, 我们可以发现, 2011 年啤酒行业收入实现快速增长, 增速为近 10 年的最高水平。

图 2: 我国啤酒行业收入累计值及增速变动 (2000 年-2011 年 1-11 月)



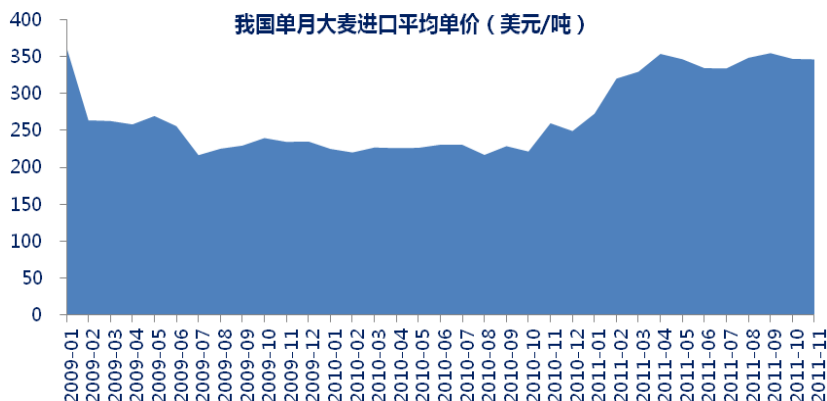
资料来源: 中国统计局, 中国银河证券研究部整理

图 3: 我国啤酒行业利润总额累计值及增速变动 (2000 年-2011 年 1-11 月)



(三) 2011 年啤酒行业毛利率受大麦成本挤压下降 2PCT，净利率水平相对稳定

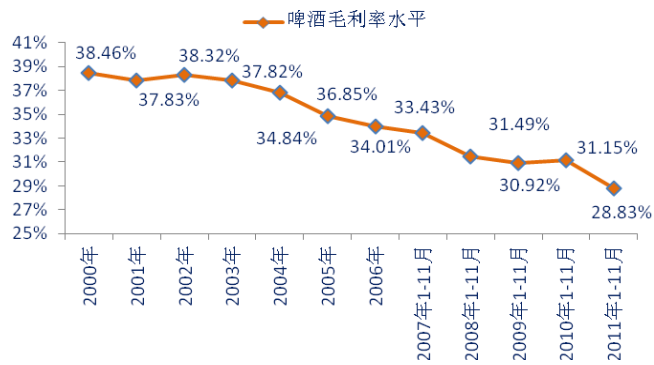
图 4：我国单月大麦进口平均单价（美元/吨）



资料来源：中国统计局，中国银河证券研究部整理

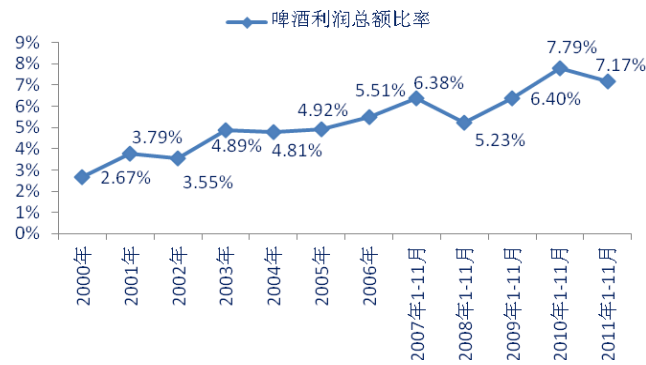
2011 年以来我国大麦进口平均单价持续高位运行，8-11 月均在 350 美元/吨左右。2011 年 2 月以来，我国大麦进口平均单价出现了明显上扬，保持在 320 美元/吨以上水平。2011 年 4-5 月及 8-11 月均保持在 350 美元/吨左右。若 12 月进口价格与 11 月相比不出现大的波动，则全年来看，11 年大麦进口的平均价格比 10 年涨幅达到 46.23%，对我国啤酒行业毛利率造成一定压力。

图 5：我国啤酒行业毛利率水平变动（2000-2011 年 1-11 月）



资料来源：中国统计局，中国银河证券研究部整理

图 6：我国啤酒行业利润总额比率变动（2000-2011 年 1-11 月）



2011 年 1-11 月啤酒行业毛利率 28.83%，成本上涨挤压毛利率空间。如前所述，2011 年 1-11 月，我国啤酒行业主营收入为 1474.54 亿元，同比增长 22.56%，同期主营成本为 1049.39 亿元，同比增长 27.14%，毛利率为 28.83%。我们对比了 2010 年 1-11 月份，行业毛利率维持在 31.15%，11 年毛利率下降 2.32 个百分点。

1-11 月利润总额比率 7.17%，同比略有降低 (0.62PCT)。据我们测算，2011 年 1-11 月行业利润总额比率为 7.17%，环比 1-10 月数据减少 0.65PCT。对比 2010 年 1-11 月值 7.79%，下降 0.62 个百分点。我们认为，在进口大麦成本上涨近 50%，毛利率下降 2.32 个百分点的情况下，利润总额比率略有下降，还是反映出成本上涨过程中，我国啤酒规模以上企业通过内生性管理水平提升仍可维持一定的盈利水平。

(四) 相关啤酒企业三季度经营数据及 2012 年报预计披露情况一览

表 2: 我国啤酒行业上市公司 2011 前三季度及第三季度单季财务数据简览

2011 年前三季度								
	营业收入	同比增速	利润总额	同比增速	归属净利润	同比增速	毛利率	净利率
青岛啤酒	191.73	17.28%	23.54	16.67%	16.64	11.38%	43.08%	8.68%
燕京啤酒	103.74	15.83%	11.14	8.89%	7.84	10.21%	42.27%	7.56%
珠江啤酒	26.39	19.37%	1.14	9.75%	0.92	6.18%	41.17%	3.47%
重庆啤酒	22.37	15.62%	2.04	9.67%	1.60	2.42%	43.21%	7.14%
2011 年第三季度单季								
	营业收入	同比增速	归属净利润	同比增速	毛利率	净利率		
青岛啤酒	71.23	10.95%	6.74	-0.88%	42.82%	9.47%		
燕京啤酒	41.85	6.77%	3.45	10.28%	42.82%	8.25%		
珠江啤酒	11.84	41.93%	0.32	0.74%	41.57%	2.74%		
重庆啤酒	9.98	14.63%	0.64	1.72%	41.54%	6.46%		

资料来源: 上市公司公告, 中国银河证券研究部整理

我国啤酒企业收入增速均保持在 15% 以上。青岛啤酒前三季度实现销售收入 191.73 亿元 (yoy+17.28%), 归属于上市公司股东净利润 16.64 亿元 (yoy+11.38%), 毛利率 43.08%, 净利率 8.68%; 燕京啤酒实现收入 103.74 亿元 (yoy+15.83%), 归属于上市公司股东净利润 7.84 亿元 (yoy+10.21%), 毛利率 42.27%, 净利率 7.56%; 珠江啤酒实现收入 26.39 亿元 (yoy+19.37%), 归属于上市公司股东净利润 0.92 亿元 (yoy+6.18%), 毛利率 41.17%, 净利率 3.47%; 重庆啤酒实现收入 22.37 亿元 (yoy+15.62%), 归属于上市公司股东净利润 1.60 亿元 (yoy+2.42%), 毛利率 43.21%, 净利率 7.14%。

外资啤酒企业销售第三季度表现平淡。喜力啤酒第三季营业额微升 0.6% 至 46.5 亿欧元, 嘉士伯啤酒第三季度利润下降 21% 至 32.8 亿丹麦克朗 (合 6.083 亿美元), 百威英博第三季度实现销售收入 102 亿美元, 均不如预期。

表 3: 我国啤酒行业上市公司 2012 年报预计披露日期及业绩预告概览

	年报预计披露日期	业绩预告日期	业绩预告摘要	预告净利润变动幅度(%)	2010EPS
青岛啤酒	2012-03-30				1.13
燕京啤酒	2012-04-13				0.64
惠泉啤酒	2012-04-11				0.21
珠江啤酒	2012-03-13	2011-10-25	增长 0.00%~30.00%	30	0.13
重庆啤酒	2012-03-28	2012-01-20	下降幅度接近 50% 左右	-50	0.75

资料来源: 上市公司公告, 中国银河证券研究部整理

3. 投资建议

青岛啤酒 (600600.SH), “推荐” 评级。我们给予青岛啤酒 2011-2013 年 EPS 为 1.34、1.57 及 1.93 元, 三年 CAGR 为 20.18%。考虑到公司在行业中的龙头地位、品牌价值及内生性管理优势, 给予 “推荐” 评级。详细内容请参考 8 月 31 日深度报告《青岛啤酒 (600600): 长期投资价值支撑长期发展空间》。

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

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。

中国银河证券食品饮料团队，2011 年第九届新财富最佳分析师。

董俊峰，食品饮料行业证券分析师。1994—1998 年消费品营销策划业四年从业经历、1998—1999 年超市业一年从业经历、2001 年至今证券业十年从业经历。清华大学硕士。2003 年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。

周颖，食品饮料行业证券分析师。2007 年至 2011 年 2 月在中信证券从事行业研究工作，2011 年 3 月至今在银河证券从事证券业行业研究工作。清华大学硕士。

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，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接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

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，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）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证券投资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。

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 研究部

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 26 楼
深圳市福田区福华一路中心商务大厦 26 层
公司网址: www.chinastock.com.cn

机构请致电:

北京地区: 傅楚雄 010-83574171 fuchuxiong@chinastock.com.cn
上海地区: 于淼 021-20257811 yumiao_jg@chinastock.com.cn
深广地区: 詹璐 0755-83453719 zhanlu@chinastock.com.cn