

青岛啤酒 (600600.SH)

短看主销区销量提升 长看品牌及营销体系建设

——青岛啤酒调研报告

✍ 闫亚磊
☎ 86-22-2845 1975
✉ yanyl@bhqz.com

核心观点:

- 主销区占有率有提升空间
- 销量增速逐步加快 成本下降即将体现
- 长期竞争力关键-品牌塑造和营销体系建设

投资要点:

● 啤酒行业龙头 股权结构多元化 解禁压力小

公司 08 年啤酒销量为 538 万千升, 占整个啤酒行业销量的 13.27%, 排名第二; 股权结构多元化, 时有外资企业持股, 有利于公司吸收国际先进的管理经营理念; 控股股东持股比例 30.89%, 即使到过了解禁期解禁压力仍不大。

● 销量扩大 产品结构提升 募投资金增加产能

主品牌销量增长快, 占整体销量的比重从 2003 年的 32.52% 上升至 2008 年的 44.61%; 吨酒售价逐年上升, 从 2003 年的 2303 元/吨上涨至 2008 年的 2933 元/吨; 募投项目已竣工投产, 公司新增产能近 100 万千升, 扩张幅度接近 15%, 为未来两年销量的扩张奠定了基础。

● 主销区占有率有提升空间 通过收购巩固山东市场

公司在主销区的市场占有率要显著低于燕京啤酒, 主要市场布局已经基本完善, 接下来是现有市场的深耕细作。通过收购烟台啤酒和趵突泉啤酒, 巩固山东大本营。

● 销量增速逐步加快 成本下降即将体现

市场对啤酒行业销量增速向上修正预期至 8% 左右; 1-5 月份, 公司啤酒销量累计增长 8%, 呈现逐月加快的趋势; 假设 09 年大麦平均收购价格同比下降 15%, 酒花价格下降 35%, 毛利率将提高 1.42 个百分点。

● 长期竞争力关键-品牌塑造和营销体系建设

从“1+3”向“1+1”转变, 体现资源聚焦; 持续品牌建设, 中高端市场有优势; 组织变革, 提高竞争力。

● 盈利预测及投资建议

预测 09 年和 10 年每股收益分别为 0.83 元和 1.01 元, 估值水平略高于燕京啤酒。09 年业绩对应目前股价估值基本合理。考虑权证行权因素, 股价仍有上涨动力。未来两年公司净利润复合增长率为 38%, 再结合啤酒行业历史的估值水平, 公司股价合理区间为 30.3 元-31.5 元, 给予“买入”投资评级。

	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
销售收入(百万元)	13709	16023	18170	21075	24561
EBITDA(百万元)	1599	1773	2511	2775	3112
净利润(百万元)	558	700	1082	1316	1549
摊薄 EPS(元)	0.43	0.53	0.83	1.01	1.18
PE(X)	62.6	50.0	32.3	26.6	22.6
EV/EBITDA(X)	22.1	19.5	13.5	11.8	10.1
PB(X)	5.84	5.45	4.68	4.11	3.60
ROIC	8.81%	9.91%	13.60%	14.27%	14.85%
总资产周转率	1.30	1.33	1.42	1.53	1.62

评级:

买入

首次评级

目标价格: ¥ 30.3-31.5

首次预测

当前价格: ¥ 26.72

2009.7.1

单季度业绩	元/股
1Q/2009	0.1524
2Q/2009	0.2979
3Q/2009	0.3797
4Q/2009	0

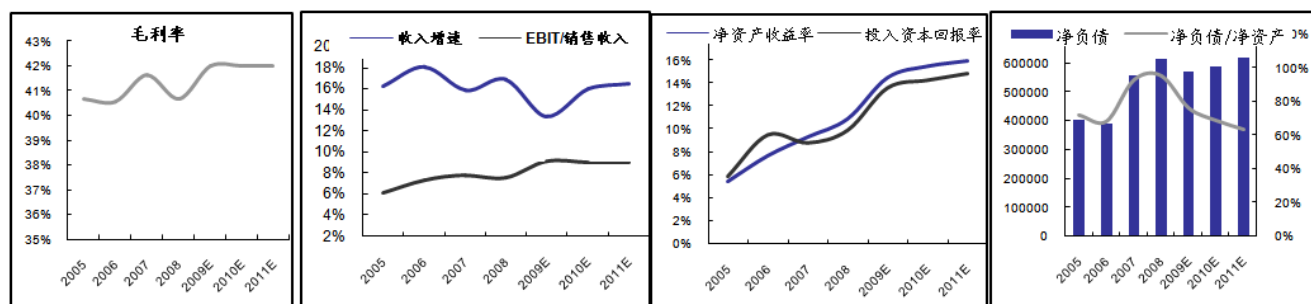


公司简介

公司的经营范围是啤酒制造、销售以及与之相关的业务。目前公司在国内拥有 53 家啤酒生产企业 and 1 家麦芽生产企业, 分布于全国 18 个省市地区, 规模和市场份额居国内啤酒行业领先地位。

首次报告

资产负债表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	利润表 (百万元)	2007	2008	2009E	2010E	2011E
货币资金	1335	2394	2726	3871	5150	营业收入	13709	16023	18170	21075	24561
应收票据	37	9	10	12	14	营业成本	8002	9509	10539	12224	14246
应收账款	94	81	92	107	125	营业税金及附加	1322	1424	1615	1873	2183
预付款项	862	225	231	237	244	销售费用	2651	2972	3361	3920	4568
其他应收款	214	138	157	182	212	管理费用	667	902	999	1159	1351
存货	2187	2756	3055	3543	4129	财务费用	-6	46	81	68	62
其他流动资产	0	55	55	55	55	资产减值损失	167	179	150	100	100
长期股权投资	34	34	34	34	34	投资收益	-1	-27	0	0	0
固定资产	5415	5540	5166	4769	4398	汇兑收益	0	0	0	0	0
在建工程	225	108	404	402	451	营业利润	886	989	1425	1731	2051
工程物资	0	0	0	0	0	营业外收支净额	118	119	119	119	119
无形资产	800	937	1062	986	910	税前利润	1004	1108	1544	1850	2170
长期待摊费用	8	7	7	6	5	减: 所得税	406	374	423	488	568
资产总计	11545	12532	13149	14357	15882	净利润	598	734	1120	1363	1603
短期借款	971	415	71	0	0	归属于母公司的净利润	558	700	1082	1316	1549
应付票据	207	147	163	189	220	少数股东损益	40	34	39	46	54
应付账款	1081	1208	1286	1503	1793	基本每股收益	0.43	0.53	0.83	1.01	1.18
预收款项	483	341	180	180	180	稀释每股收益	0.43	0.53	0.83	1.01	1.18
应付职工薪酬	155	285	285	285	285	财务指标	2007	2008	2009E	2010E	2011E
应交税费	516	318	300	300	300	成长性					
其他应付款	1764	1887	1887	1887	1887	营收增长率	15.9%	16.9%	13.4%	16.0%	16.5%
其他流动负债	0	0	1	3	4	EBIT 增长率	22.8%	14.0%	36.1%	14.7%	16.5%
长期借款	91	16	16	16	16	净利润增长率	27.7%	25.3%	54.6%	21.7%	17.6%
负债合计	5557	6115	5683	5852	6169	盈利性					
股东权益合计	5988	6418	7467	8505	9713	销售毛利率	41.6%	40.7%	42.0%	42.0%	42.0%
现金流量表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	销售净利率	4.1%	4.4%	6.0%	6.2%	6.3%
净利润	598	734	1120	1363	1603	ROE	9.3%	10.9%	14.5%	15.5%	15.9%
折旧与摊销	532	557	855	876	898	ROIC	8.81%	9.91%	13.60%	14.27%	14.85%
经营活动现金流	1094	1509	1728	2010	2236	估值倍数					
投资活动现金流	-1115	-854	-900	-400	-500	PE	62.6	50.0	32.3	26.6	22.6
融资活动现金流	102	442	-496	-464	-457	P/S	2.5	2.2	1.9	1.7	1.4
现金净变动	82	1097	332	1146	1279	P/B	5.84	5.45	4.68	4.11	3.60
期初现金余额	1233	1335	2394	2726	3871	股息收益率	0.2%	0.2%	0.0%	0.9%	1.1%
期末现金余额	1314	2432	2726	3871	5150	EV/EBITDA	22.1	19.5	13.5	11.8	10.1



目 录

1 公司介绍	4
✓ 销量排名啤酒行业老二	4
✓ 股权结构多元化	4
✓ 限售股解禁压力小	5
2 公司主营业务分析	5
✓ 销量逐步扩大，市场占有率有所上升	5
✓ 产品结构升级 吨酒售价提高	6
✓ 募集资金项目扩大公司产能	7
3 主销区占有率有提升空间 通过收购巩固山东市场	8
✓ 主销区市场占有率仍有提升空间	8
✓ 收购烟啤和“趵突泉”巩固山东大本营	8
4 销量增速逐步加快 成本下降即将体现	9
✓ 09 年啤酒行业增速加快	9
✓ 公司销量增速逐月回升	9
✓ 成本下降或在二季度体现	9
5 长期竞争力的关键—品牌塑造和营销体系建设	10
✓ “1+3” 向 “1+1” 转变	10
✓ 持续品牌建设 中高端市场有优势	10
✓ 组织变革 提高竞争力	11
6 盈利预测及投资建议	11
7 风险提示	12

图目录

图 1: 公司股权结构简图	4
图 3: 公司股东数及持股数量	5
图 4: 公司啤酒销量和收入逐年上升	5
图 5: 公司啤酒销量占有率有所上升	6
图 6: 公司吨酒价格持续上升	7
图 7: “1+3” 品牌和主品牌销量占比逐年上升	7
图 8: 青岛主品牌销量增速加快	7
图 9: 啤酒行业产量增速明显回升	9
图 10: 青岛啤酒成本结构	10

表目录

表 1: 啤酒三巨头重点销售区域	6
表 2: 盈利预测假设表	12

1 公司介绍

✓ 销量排名啤酒行业老二

青岛啤酒股份有限公司前身为国有青岛啤酒厂，始建于 1903 年，是中国历史最为悠久的啤酒生产厂。公司 1993 年 6 月注册成立，随后在香港发行了 H 种股票并在香港联合交易所有限公司上市，成为首家海外上市的国内企业，同年 7 月在国内发行了 A 种股票并在上海证券交易所上市。

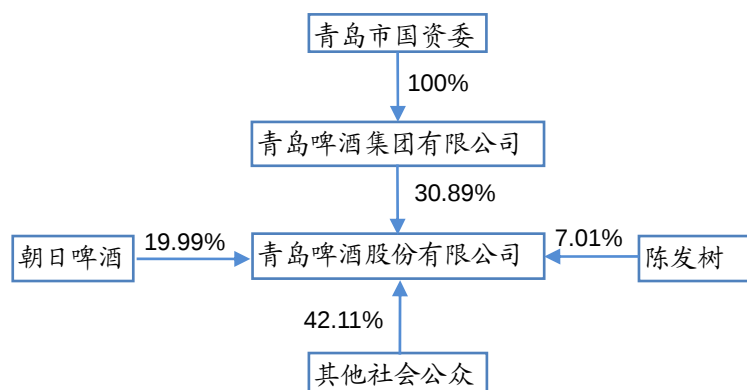
公司的经营范围是啤酒制造、销售以及与之相关的业务。目前公司在国内拥有 53 家啤酒生产企业和 1 家麦芽生产企业，分布于全国 18 个省市地区，规模 and 市场份额居国内啤酒行业领先地位。其生产的青岛啤酒为国际市场上最具知名度的中国品牌，已营销世界 60 多个国家和地区。公司为 2008 年北京奥运会的官方赞助商。

公司 08 年啤酒销量为 538 万千升，比 07 年增长 6.6%，占整个啤酒行业销量 4054.1 万千升的 13.27%，排名行业第二。行业第一为华润雪花，08 年啤酒销量为 730 万千升；排名第三的为燕京啤酒，08 年销量为 401 万千升。青岛主品牌销量增长较快，08 年的销量为 240 万千升，同比增长了 25.4%。

✓ 股权结构多元化

公司的实际控制人青岛市国资委通过旗下的青岛啤酒集团有限公司控股公司 30.89% 的股份；英博公司在上半年将其持有占公司股份总数的 27% 的 H 股股票分别转让给朝日啤酒和陈发树。公司股权结构多元化，时有外资企业持股，有利于公司吸收国际先进的管理经营理念。

图 1：公司股权结构简图

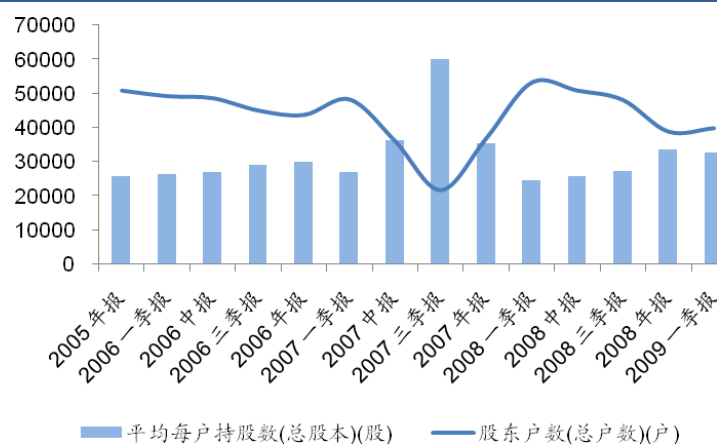


数据来源：公司公告，渤海证券研究所

公司股东户数 08 年持续下降，人均持股数持续上升，但是在 09 一季度这种情况有所改善。09 年一季度公司股东数出现小幅上升。机构持股情况的数据显示，基金在一季度大幅度的减持了公司的股份：08 年年报显示 08 年末机构持股数为 1.57

亿股，占流通 A 股比例为 66.75%，而这两个数据在 09 年一季度末时分别为 0.86 亿股和 36.44%。

图 2：公司股东数及持股数量



数据来源：wind，渤海证券研究所

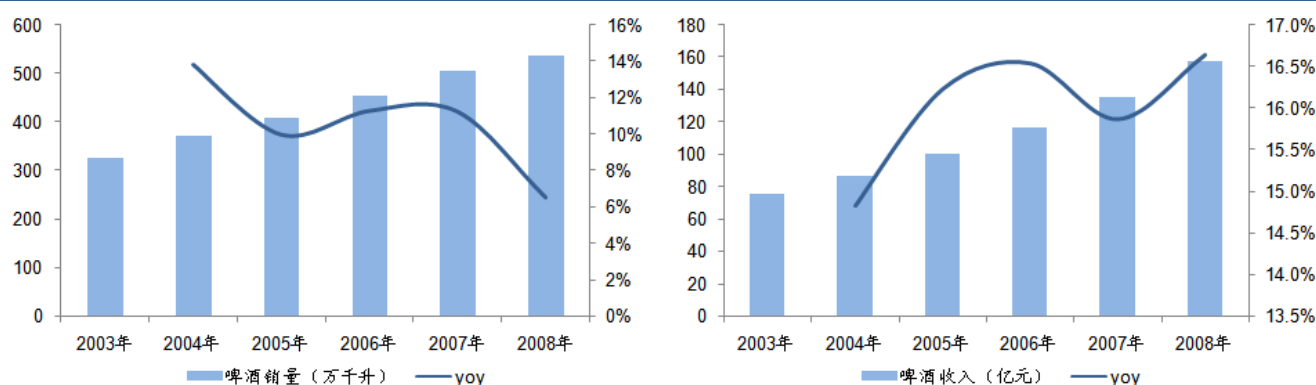
✓ 限售股解禁压力小

目前公司限售股份总数为 41739 万股，占公司总股本的比例为 31.91%，其中青岛啤酒集团有限公司持有 399820 万股，中国建银投资有限责任公司持有 1757 万股，分别占总股本的比例为 30.56%和 1.34%。限售期到 2011 年 12 月 10 日，短期限限售股解禁压力较小。我们认为即使到了解禁期，限售股解禁压力仍然不大，因为控股股东青岛啤酒集团持有的股权比例目前仅为 30.89%，如果想保证控股权的话，该比例并不算高。

2 公司主营业务分析

✓ 销量逐步扩大，市场占有率有所上升

图 3：公司啤酒销量和收入逐年上升



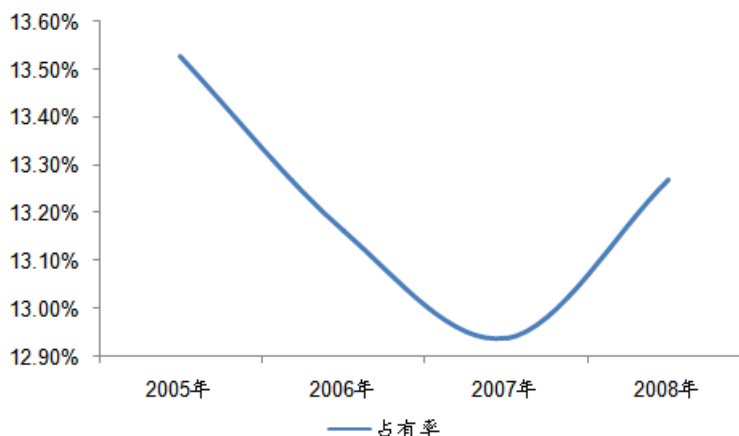
数据来源：wind，渤海证券研究所

我国人均啤酒消费量在 30 升左右，已经达到世界平均水平。但是我国啤酒消费地

域分布不平衡，城市消费高于农村，发达地区消费高于不发达地区，整体上来看我国啤酒行业仍有一定的发展空间。另外，我国啤酒行业分散度相对较高，龙头企业仍有较大的整合空间。目前国内 CR5 为 54%，而美国的前 5 家企业集中度 84%。

公司销量占市场总销量的比重在 13%-13.5%之间徘徊，并且在 2008 年占有率明显回升，公司呈现出快于行业销量发展的趋势。公司 09 年的目标为高于行业销量 2 个百分点的增速增长。我们认为在公司内外扩张的基础上，该目标有望实现。

图 4：公司啤酒销量占有率有所上升



数据来源：Wind 渤海证券研究所

表 1：啤酒三巨头重点销售区域

公司	主销区
华润雪花	辽宁、四川、湖北、安徽、苏州、浙江
青岛啤酒	青岛、山东、西北、华南等
燕京啤酒	北京、广西、福建、包头、长沙、湖北

数据来源：渤海证券研究所

✓ 产品结构升级 吨酒售价提高

近年来公司着力于整合旗下啤酒品牌，“1+3”品牌（青岛+崂山、山水、汉斯）占整体销量的比重逐年上升，2008 年该比例高达 94%；其中青岛主品牌在消费者中的影响力逐步扩大，在品牌推广上结合奥运和体育取得了初步成果，青岛主品牌销量增长很快。占主销量的比重从 2003 年的 32.52% 上升至 2008 年的 44.61%，并呈现出逐步加快的趋势。

公司吨酒售价逐年上升，从 2003 年的 2303 元/吨上涨至 2008 年的 2933 元/吨。一方面是由于产品结构的提升（青岛啤酒含税售价最高达 8000 元/吨以上，平均在 4000 元/吨以上，而副品牌含税售价销价在 2000 元/吨以上）；另一方面由于成本的上涨，公司也在逐步直接提高产品售价（表现比较集中的在 2008 年，提高产品价格覆盖啤酒大麦等原料成本上涨）。

对 2009 年吨酒价格的判断：直接降价的可能性不大（对青岛啤酒和燕京啤酒调研的结果显示这两家公司均认为目前国内啤酒价格偏低），但是大麦成本下降的优势并不会全部体现在公司的业绩中。主要原因是行业竞争仍然比较激烈，公司将通过加大对渠道的折扣或折让等方式加大对市场的投入力度。

图 5：公司吨酒价格持续上升

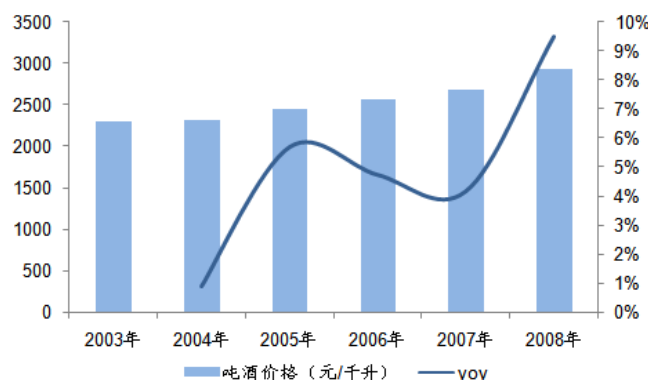
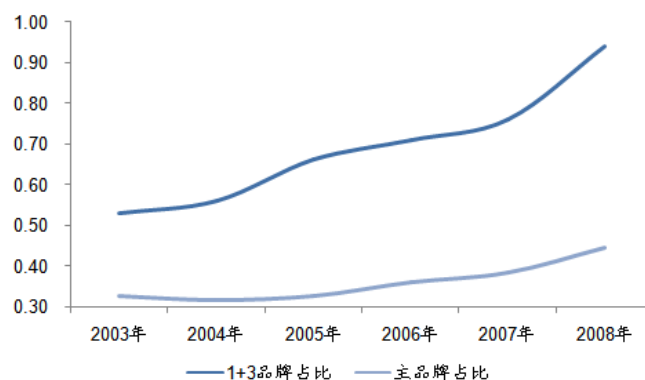
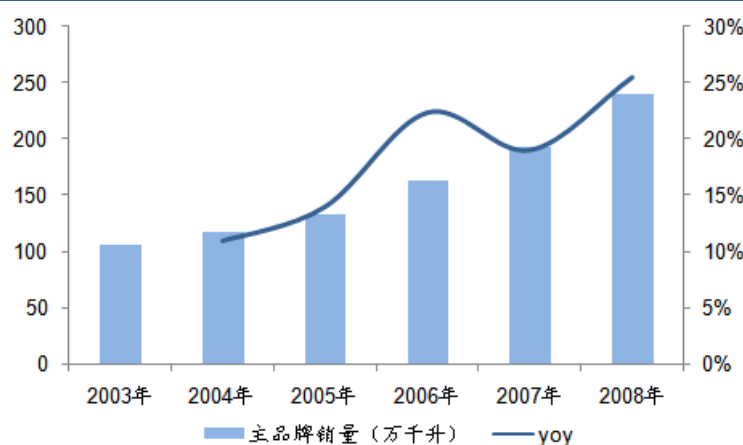


图 6：“1+3”品牌和主品牌销量占比逐年上升



数据来源：公司公告 渤海证券研究所

图 7：青岛主品牌销量增速加快



数据来源：公司公告 渤海证券研究所

✓ 募集资金项目扩大公司产能

公司在 2008 年 4 月份发行 15 亿元的分离交易可转债，募集资金主要投向为增加公司产能和新建麦芽厂。截止到 2008 年底，除了公司承诺的青岛啤酒麦芽厂 10 万吨产能扩建项目由于政府调整麦芽厂所在区域的发展尚未投入之外，济南、成都、徐州等地的新建、扩建项目已经竣工投产，使公司新增产能近 100 万千升，总的年生产能力达到 770 万千升，扩张幅度接近 15%，为未来两年销量的扩张奠定了基础。

3 主销区占有率有提升空间 通过收购巩固山东市场

✓ 主销区市场占有率仍有提升空间

青岛啤酒的主销售区域为青岛市场、青岛以外的山东市场、以广东为主的华南市场、以陕西西安为中心的西北市场，这 4 个重点区域占到公司收入的 80%，利润的 100%以上。但是公司在主销区的市场占有率要显著低于燕京啤酒在其主销区的占有率。青岛啤酒在山东区域的市场占有率在 45%左右，广东市场占有率不到 40%，陕西为主的西北市场占有率为 60%左右；燕京啤酒在重点区域如北京、内蒙等市场的占有率高达 75%以上。公司在主销区的市场占有率仍有较大的提升空间。目前公司最主要的市场布局已经基本完善，接下来是现有市场的深耕细作。

我们认为对现有市场的深耕细作有利于提高公司产品的盈利能力：1) 公司产品在重点市场具有良好的消费基础，进一步提高销量与进入全新的市场相比受到的阻力相对较小；2) 提高重点区域的市场占有率有利于实现在重点区域销售投入的规模化效应。

除了进一步提高现有优势区域的市场占有率之外，公司也在培育新市场。目前发展势头较好的准市场包括：石家庄为主的河北市场、江苏徐州、安徽北部以及成都周边。

✓ 收购烟啤和“趵突泉” 巩固山东大本营

山东市场是全国啤酒生产量最大的市场，2008 年完成啤酒产量 480 万千升，占全国啤酒总产量的 11%。山东市场竞争激烈，燕啤和华润均有所渗透：2001 年燕京啤酒通过收购无名啤酒和三孔啤酒完成对山东市场的布局；2009 年华润雪花出资 2.85 亿元人民币收购位于邹平的琥珀啤酒相关资产，并在烟台建设的生产基地。山东市场是公司的大本营，公司一直致力于巩固自己在山东市场的实力。

2008 年 11 月，青岛啤酒收购了烟台啤酒朝日有限公司 39% 股权，组建了烟台啤酒青岛朝日有限公司。其中朝日啤酒持股 51%，青岛啤酒持股 39%，烟台啤酒持股 10%。在这次收购中，青岛啤酒获得了销售权，负责销售烟台啤酒，还设立胶东大区营销中心，整合烟台啤酒和青岛啤酒原有的经销商。借助整合，青岛啤酒在山东省的市场占有率由 30%提高到了 40%。

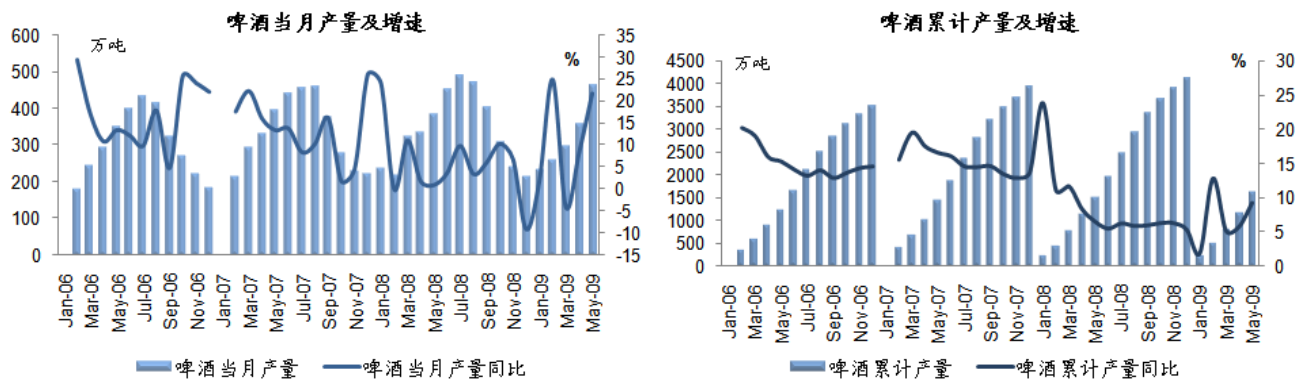
2009 年 6 月，青岛啤酒 2.5 亿元收购鲁商集团旗下趵突泉啤酒的品牌、销售网络等无形资产，不包括固定资产。据济南啤酒网站信息显示，济南啤酒年销售收入在 5.6 亿元以上。收购之后，青岛啤酒将对青啤和“趵突泉”采取双品牌运营的方式，青岛啤酒在济南市场的占有率将超过 80%（在济南市场，50%是青岛啤酒，40%为趵突泉），“趵突泉”啤酒的生产将由青岛啤酒在济南布局的年产能 30 万吨的生产基地负责。

4 销量增速逐步加快 成本下降即将体现

✓ 09 年啤酒行业增速加快

从销量情况来看，啤酒行业回暖的趋势比较明确，超出年初时的预期。主要是由于餐饮消费（我国啤酒消费 70%在餐饮，30%在商超），在年初时受影响比较明显，但是 4 月份以来恢复的较为明显。市场对啤酒行业销量增长的预期在年初时比较悲观，增速为 6%左右，现在开始向上修正预期至 8%左右。

图 8：啤酒行业产量增速明显回升



数据来源：Wind 渤海证券研究所

✓ 公司销量增速逐月回升

1-5 月份，公司啤酒销量累计增长 8%，但是呈现出逐月加快的趋势：1、2 月份销量增长在 10%以下，3 月份同比下降 11%，4、5 月份两位数增长，其中四月份增速在 13%-14%之间，5 月份单月销量增长 14%。

青岛主品牌的增长情况要远高于公司整体销量的增长，青岛主品牌 1-5 月份累计增长 30%。1、2、3、4、5 月份除了 3 月份增长没有超过 20%之外，其余月份均在 20%以上。其中 5 月份主品牌增速超过 40%。

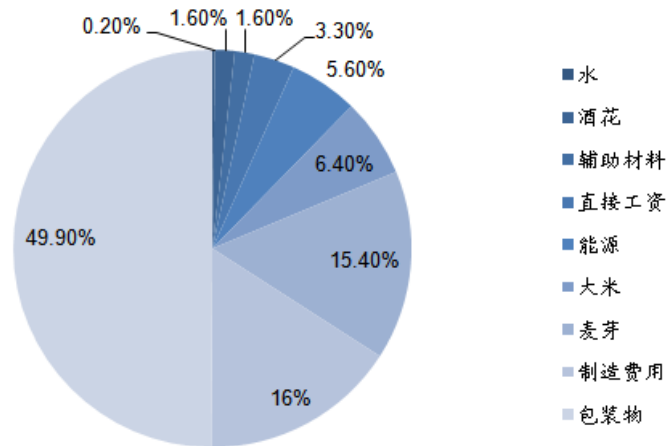
✓ 成本下降或在二季度体现

08 年公司 & 整个行业都面临着成本高涨的不利局面，但是这一局势在 09 年得到明显改善。08 年进口大麦价格高位运行，最高时达到 250 美元/吨，酒花价格最高曾达到过 10 万元/吨，但是目前进口啤酒的价格为 160-165 美元/吨，酒花价格为 4-5 万元/吨，均较去年同期大幅下降。公司估计 09 年原料成本价格的下跌会为公司节约成本 4-5 个亿。以前的高价大麦在今年一季度已经用完，二季度开始用便宜大麦，毛利率有望有所回升。

另外，去年公司人员薪酬平均提高 10%-20%，也在一定程度上加大了公司的运营成本，今年这部分压力不会存在。

如果公司 09 年大麦平均收购价格比上一年下降 15%，酒花价格下降 35%，其他成本基本不变来算，公司 09 年的吨酒成本比 08 年下降 2.4%，导致毛利率提高 1.42 个百分点。

图 9：青岛啤酒成本结构



数据来源：公司公告 渤海证券研究所

5 长期竞争力的关键—品牌塑造和营销体系建设

✓ “1+3” 向 “1+1” 转变

目前公司的品牌策略为“1+3”，即 1 个全国性品牌，3 个区域性强势品牌。但是随着公司“1+3”品牌销量在总销量中占比的逐渐提升，以及青岛啤酒主品牌拉力逐步提升，公司进入到品牌整合的第二个阶段：即“1+3”向“1+1”的过渡。“1+1”品牌策略指公司将培育出两个全国性的品牌，一个用来占领全国范围的中高端品牌（即青岛啤酒），一个用来占领全国范围的中低端啤酒（即山水啤酒）。主要方式为加大青岛啤酒和山水啤酒的宣传投入，而对崂山和汉斯不再进行投入，让其自然消亡。

从“1+3”向“1+1”的转变主要理念是资源聚焦。我们认为品牌整合将会进一步加大公司品牌在全国范围内的号召力，提高公司广告投入、营销投入的规模效应；而让副品牌自然消亡而非强行换替，可以减少消费者的抵触心理，减少内耗，使得非重点品牌平稳过渡到重点品牌。“1+1”为最终目标，这个目标的实现会经历较长的时期。

✓ 持续品牌建设 中高端市场有优势

2005 年公司成为 08 年奥运会赞助商，开始了对青岛品牌进行持续建设：

2005 年，公司推出了青岛啤酒新的品牌主张“激情成就梦想”，以赞助北京奥运会和冠名《梦想中国》大型电视活动为契机，对“激情成就梦想”的品牌主张进行了广泛的传播推广，使青岛啤酒的品牌知名度、美誉度进一步提升，继续保持了“最

受国内外消费者喜欢的中国啤酒品牌”的地位。

2006 年，开展了系列奥运营销活动，如“青岛啤酒-我是冠军”、“奥运全国行”的大篷车路演等活动，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，实现企业效益和社会效益的有机结合。

2007 年，公司深入开展了“激情欢动，奥运同行”为主题的奥运营销活动，通过“青岛啤酒?倾国倾城”和“青岛啤酒?我是冠军”等营销活动，有力推动了公司奥运营销战略的实施，提升了品牌影响力和美誉度。

2008 年，作为北京奥运会的赞助商，紧紧围绕奥运营销，推出了以“释放激情”为主题的一系列奥运营销活动，持续提升青岛啤酒的品牌影响力和市场占有率。

2009 年继续整合营销传播，品牌推广要实施以 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。

受益公司清晰持续的品牌建设，青岛啤酒在中高端市场和夜场具有优势。目前青岛啤酒在深圳的整体市场占有率超过 50%，超过金威，特别是在夜场运作的很好，青岛小瓶装在深圳夜场的市场占有率高达 70%；在很多市场尤其是省会城市的中高端市场占有率超过 50%，包括雪花的优势市场。

✓ 组织变革 提高竞争力

2007 年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，将公司总部和原有的七个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。为保障组织变革顺利实施，公司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。建立和完善了省一级的营销分支机构（目前基本上是一个省一个销售公司），强化了对市场的运营和掌控能力。此次组织变革有利于提升公司核心竞争力、运营效率和战略协同效用，为未来发展奠定了良好的基础。

6 盈利预测及投资建议

公司费用率与 08 年基本持平；

并未考虑发行在外的权证行权的股本摊薄作用；

假设产品结构提升使得吨酒价格上涨 2%（我们计算结果为 4.3%，考虑加大对经销商的折扣和折让之后，假设为 2%）；

吨酒价格的上升以及成本下降使啤酒业务毛利率提升 2.55 个百分点；

公司适用 25%的所得税率；

表 2：盈利预测假设表

	2007 年	2008 年	2009 年	2010 年	2011 年
啤酒业务					
啤酒销量（万千升）	505	538	597	669	749
主营业务收入（万元）	1352989	1578138	1786768	2071222	2412559
吨酒价格（元）	2679	2933	2992	3097	3221
主营业务成本（万元）	786861	933160	1010936	1178499	1370858
吨酒成本（元）	1558	1734	1693	1762	1830
毛利率	41.84%	40.87%	43.42%	43.10%	43.18%
其他业务					
其他业务收入（万元）	17933	24206	30257	36309	43571
其他业务成本（万元）	13303	17741	22693	27232	32678
其他业务毛利率	25.82%	26.71%	25.00%	25.00%	25.00%
其他业务收入增长率	15.18%	34.98%	25.00%	20.00%	20.00%
合计					
收入（万元）	1370922	1602344	1817026	2107531	2456130
成本（万元）	800165	950901	1033629	1205731	1403536
毛利率	41.63%	40.66%	43.11%	42.79%	42.86%

数据来源：渤海证券研究所

根据上面的假设，青岛啤酒 09 年和 10 年每股收益分别为 0.83 元和 1.01 元。7 月 1 日公司股票收盘价为 26.72 元，我们预测的 09-10 年每股收益对应的市盈率分别为 32.3 倍和 26.6 倍，估值水平略高于竞争对手燕京啤酒。市场给与青岛啤酒一定的溢价，主要由于青啤销量在主销区上升空间大于燕啤，青啤品牌运营能力高于燕啤，青啤在中高档市场占有率较高。

如果以 09 年业绩来估的话，公司目前股价对应估值并不低，但是考虑到 09 年 10 月份发行在外权证行权因素，公司股价有进一步上涨的空间。未来两年公司净利润复合增长率为 38%，再结合啤酒行业历史的估值水平，给与公司 09 年业绩 38 倍 PE，10 年业绩 30 倍 PE，对应公司股价区间为 30.3 元-31.5 元。目前投资仍有 13.4%-17.9% 的上升空间，给予“买入”投资评级。

7 风险提示

公司产品价格由于啤酒行业的激烈竞争而显著下浮；

发生大规模食品安全问题影响产品销售；

气候异常情况发生或其它事件导致啤酒消费显著低于我们预期。

渤海证券股票投资评级说明

- 1、买 入：未来 12 个月内股价超越大盘 10%以上；
- 2、中 性：未来 12 个月内股价相对大盘波动在-10%~10%之间；
- 3、卖 出：未来 12 个月内股价落后大盘 10%以上。

渤海证券行业投资评级说明

- 1、买 入：行业股票指数超越大盘；
- 2、中 性：行业股票指数基本与大盘持平；
- 3、卖 出：行业股票指数明显弱于大盘。

重要声明：本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发表之前已经使用或了解其中的信息。本报告的版权归渤海证券有限责任公司所有，未获得渤海证券有限责任公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“渤海证券有限责任公司”，也不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

渤海证券有限责任公司研究所

所长·研究策划 周华敏 +86 22 2845 1869	副所长·基金 谢富华 +86 22 2845 1985	副所长·宏观策略 马静如 +86 22 2845 1665	副所长·行业 吴鹏飞 +86 10 5836 2786
商业旅游行业研究 陈慧 +86 22 2845 1135	电力行业研究 崔健 +86 22 2845 1618	交通运输行业研究 齐艳莉 +86 22 2845 1132	食品饮料行业研究 闫亚磊 +86 22 2845 1975
煤炭行业研究 张顺 +86 22 2845 1625	机械行业研究 李强 +86 22 5836 2766	石化行业研究 张延明 +86 22 2845 1653	石油化工行业研究 刘威 +86 10 5836 2155
医药行业研究 马霏霏 +86 22 2845 1945	金融行业研究 张继袖 +86 22 2845 1849	房地产行业研究 周户 +86 10 5836 2768	有色行业研究 靳海明 +86 10 5836 2778
汽车、航空制造行业研究 张立平 +86 10 5836 2780	IT 研究 张晓亮 +86 10 5836 2156	电力设备行业研究 李新渠 +86 10 5836 2760	
建筑建材行业研究 唐笑 +86 10 5836 2159	金融工程与权证研究 何翔 +86 22 2845 1808	股指期货与衍生产品研究 徐莉莉 +86 22 2845 1659	产品设计和可转债研究 章辉 +86 22 2845 1977
债券研究 徐华 +86 22 2845 1137	宏观策略研究 黄锋 +86 22 2845 1131	金融策略与创新、证券理论 研究 吕玉忠 +86 22 2845 1857	策略研究 周喜 +86 22 2845 1972
营销主管 郭靖 +86 22 2845 1879			
博士后工作站:			
资产证券化研究 刘惠杰博士 +86 22 2845 1632	私募股权基金研究 黄亚玲博士 +86 22 2836 5293		

渤海证券研究所

天津

天津市河西区宾水道三号

邮政编码: 300061

电话: (022) 28451888

传真: (022) 28451615

北京

北京市西城区丰汇园 11 号楼丰汇时代大厦 602 603

邮编 100032

电话: (010) 58362786

传真: (010) 58362157

渤海证券研究所网址: www.ewww.com.cn