

2010年6月1日

食品饮料行业

青岛啤酒 (600600)

评级: 增持

食品饮料行业研究员

王永锋 S0070110050043

010-88086830-722

wangyf@rxzq.com.cn

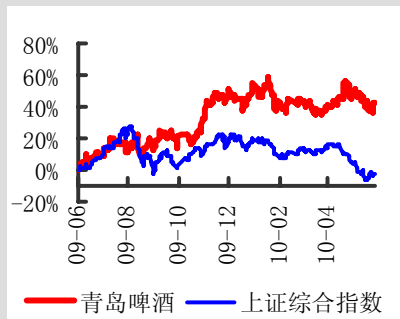
6-12个月目标价: 45.00

最新股价: 34.91

基本资料

总股本(百万)	1351
流通股A股(百万)	279
流通A股市值(百万)	9640
每股净资产(元)	6.30
资产负债率%	45.09
流通B股/H股(百万)	-/655

青岛啤酒股价与上证综指对比:



相关研究:

《燕京啤酒深度报告》2010/03/30

《青岛啤酒年报点评》2010/04/09

《燕京啤酒季报点评》2010/04/20

《燕京啤酒调研简报》2010/05/12

百年青啤扩张之路

投资要点

- **中国啤酒行业需求持续增长,市场集中度有望继续提升。**随着我国居民收入水平提升以及人口结构变化,预计未来我国啤酒需求增长速度将保持在5%-10%的增长水平。参考国外成熟市场,美国、日本、韩国行业前三强的市场占有率分别为85%、90%和98%,我国行业前四强的市场占有率仅为56%,行业四强的市场份额有望提升到85%以上。
- **“青岛”品牌价值国内啤酒行业排名第一,在中高端市场竞争力突出。**品牌体现着啤酒企业的核心竞争力,根据世界品牌实验室发布数据显示,2008年青岛啤酒的品牌价值为235亿元,2009年青岛啤酒的品牌价值为366亿元,继续位居国内啤酒行业首位。“青岛啤酒”品牌定位为中高端,在该细分市场上处于行业领先地位。
- **公司在山东、华南地区市场占有率有望进一步提升。**山东和华南是公司国内最主要的销售区域,2009年公司在山东和华南地区的销量分别为248万千升和123万千升,销量占比分别为42%和21%。目前公司在山东市场占有率为49%,公司将通过新建、改造生产线以及兼并收购等方式继续提升其在山东的市场占有率。公司在华南地区依靠先进的供应链管理以及大客户为核心的营销模式,计划用3-5年时间,将青岛啤酒在广东的市场占有率由目前的26%提高到50%。
- **收购重组将成为常态。**近年来华润雪花超越青岛啤酒成为国内销量冠军,2009年两者市场占有率差距由4.58%进一步拉大到5.88%,这一态势让公司管理层感到不小的市场份额压力。2010年一季度末,公司持有63.59亿元的货币资金,手头现金充裕,下一步在河南、山东等地收购重组可能性较大。
- **盈利预测及投资建议。**我们预计2010~2012年公司分别实现每股收益1.19元、1.50元、1.78元,对应的动态PE分别为29倍、23倍、20倍。考虑到公司的龙头地位、品牌价值、市场占有率提高,我们给予公司2011年30倍市盈率,对应股价为45元,维持公司“增持”投资评级。
- **风险因素。**公司二线品牌销量下滑;大麦价格上涨过快。

	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	18026	20760	24189	28304
同比(%)	12.50%	15.16%	16.52%	17.01%
归属母公司净利润(百万元)	1253	1609	2026	2399
同比(%)	79.00%	28.39%	25.95%	18.40%
毛利率(%)	42.94%	43.10%	42.80%	42.10%
每股收益(元)	0.95	1.19	1.50	1.78
P/E	-	29.32	23.28	19.66

正文目录

1、公司概况	4
1.1. 历史沿革和主营业务.....	4
1.2. 股权结构	4
2、行业分析	5
2.1. 行业需求：收入水平提升、人口结构变化推动啤酒行业 5%-10%增速	5
2.2. 行业供给：行业前四强市场占有率仅为 56%，有望提升到 85%以上	7
2.3. 价格与原材料：啤酒价格仍有 3-5 倍提升空间，短期内啤酒大麦价格上涨空间不大	10
2.4. 行业趋势：东部发达地区盈利增长依靠产品结构改善，中西部地区依靠销量提升	11
3、公司经营分析	13
3.1. 区域市场：公司在山东、华南地区市场占有率有望进一步提升	13
3.2. 品牌：“青岛”主品牌价值国内啤酒行业排名第一、“山水”副品牌影响力较弱	16
3.3. 管理：公司拥有优秀的治理结构，并自觉承担社会责任，期待公司实施股权激励	18
3.4. 成本：青岛啤酒包装物成本占比较高，受大麦涨价压力较大	20
4、盈利预测及估值.....	22
4.1. 盈利预测前提和假设	22
4.2. 营业收入预测	22
4.3. 利润表预测	23
4.4. 估值及投资建议	23
5、风险提示	24

图表目录

图表 1 青岛啤酒产品品牌.....	4
图表 2 青岛啤酒股权结构图.....	5
图表 3 我国啤酒产量增长情况.....	5
图表 4 我国人均工资和啤酒产量情况（元、万千升）	6
图表 5 我国居民收入增长情况（元）	6
图表 6 2008 年我国男性人口结构.....	7

图表 7 我国啤酒行业销售收入和利润增长情况.....	7
图表 8 青岛啤酒全国生产布局情况.....	8
图表 9 华润雪花全国生产布局情况	图表 10 燕京啤酒全国生产布局情况.....9
图表 11 啤酒行业吨酒价格及增长率（元）.....	10
图表 12 WCE大麦期货主力合约（加元/吨）.....	10
图表 13 2009 年我国各地区啤酒产量（万千升）.....	11
图表 14 我国各地区啤酒产量增速.....	12
图表 15 我国啤酒产量增加 10 万千升以上省份（万千升）.....	12
图表 16 我国前三大啤酒厂商主品牌占比.....	13
图表 17 青岛啤酒销量增长情况（万千升）.....	13
图表 18 青岛啤酒全国主要市场	图表 19 青岛啤酒 2009 年各地区销量比例.....14
图表 20 青岛啤酒 2000 年以来分地区销售收入增长情况（百万元）.....	15
图表 21 青岛啤酒 2000 年以来分地区毛利率.....	15
图表 22 青岛啤酒“1+3”品牌.....	16
图表 23 青岛啤酒 2009 年各品牌销量构成	图表 24 “青岛啤酒”品牌销量占比.....17
图表 25 青岛啤酒吨酒价格增长情况（元）.....	18
图表 26 青岛啤酒法人治理结构.....	19
图表 27 青啤期间费用率 2007 年高燕啤 5.4%	图表 28 青啤管理费率 2007 年低燕啤 3.2%.....19
图表 29 青岛啤酒企业文化.....	20
图表 30 青岛啤酒成本构成	图表 31 燕京啤酒成本构成.....21
图表 32 青啤吨酒价格 2010Q1 高燕啤 52.1%	图表 33 青啤吨酒成本 2009 年高燕啤 51.2%.....21
图表 34 青啤毛利率 2007 年高燕啤 4.2%	图表 35 青啤销售成本率 2007 年低燕啤 4.2%.....22
图表 36 青岛啤酒历史 PE	图表 37 青岛啤酒历史 PB.....24

表格目录

表格 1 我国前十大啤酒企业外资控股、参股情况（万千升）.....	8
表格 2 我国主要啤酒厂商产量及市场占有率情况（万千升）.....	9
表格 3 全球大麦库存、消费情况（1000MT）.....	11
表格 4 青岛啤酒主要区域销量与市场占有率情况（单位：万千升）.....	14
表格 5 历年来实现净利润最多的三家子公司净利润情况（亿元）.....	16
表格 6 盈利预测假设表（万千升、百万元）.....	22
表格 7 利润预测表（百万元）.....	23
表格 8 重点食品饮料公司盈利预测和估值表.....	23

1、公司概况

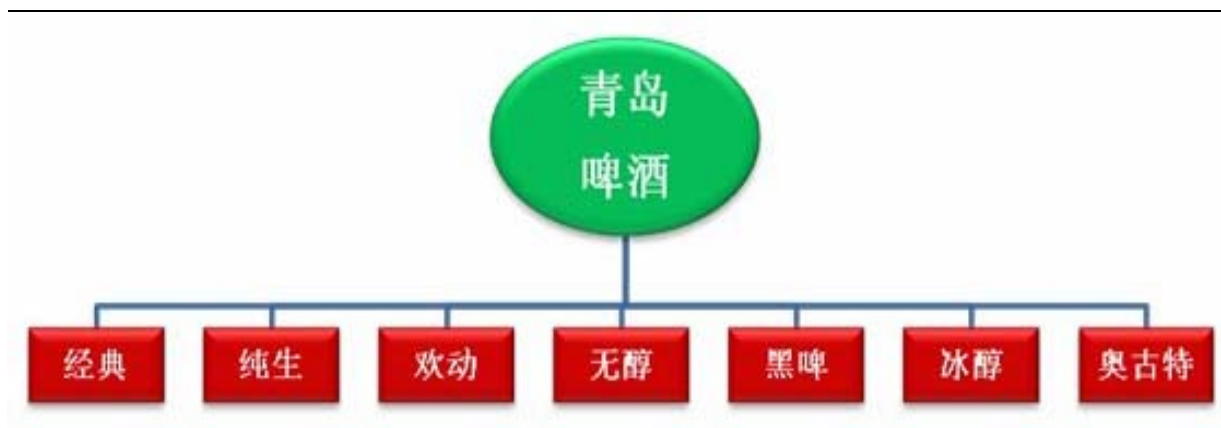
1.1. 历史沿革和主营业务

青岛啤酒股份有限公司（以下简称“青岛啤酒”）的前身是1903年8月15日由德国商人和英国商人投资四十万墨西哥银元在青岛创建的日耳曼啤酒公司青岛股份公司，最初设计生产能力2000吨，是中国历史悠久的啤酒制造厂商。

1993年6月16日，青岛啤酒注册成立。1993年7月15日，青岛啤酒股票（0168）在香港交易所上市，是中国内地第一家在海外上市的企业。同年8月27日，青岛啤酒（600600）在上海证券交易所上市，成为中国首家在两地同时上市的公司。上世纪90年代后期，运用兼并重组、破产收购、合资建厂等多种资本运作方式，青岛啤酒在中国18个省、市、自治区拥有50多家啤酒生产基地，基本完成了全国性的战略布局。

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，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。2009年度，青岛啤酒实现啤酒销售量591万千升，同比增长9.9%；实现销售收入177亿元人民币，同比增长12.5%；净利润12.53亿元人民币，同比增长79.2%。青岛啤酒远销美国、日本、德国、法国、英国、意大利、加拿大、巴西、墨西哥等世界70多个国家和地区。全球啤酒行业权威报告Barth Report依据2006年、2007、2008年产量排名，青岛啤酒为世界第七大啤酒厂商。

图表 1 青岛啤酒产品品牌



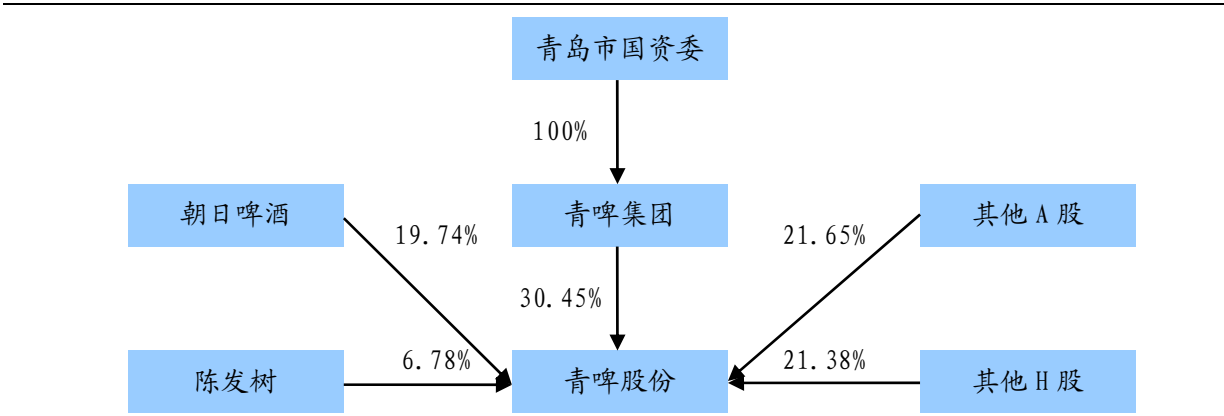
资料来源：公司公告，日信研究

1.2. 股权结构

青岛啤酒集团有限公司为上市公司控股股东，其持股比例30.45%，计4.11亿股。青岛市人民政府国有资产监督管理委员会（简称“青岛市国资委”）为青岛啤酒集团有限公司的唯一股东和实际控制人。青岛市国资委隶属于青岛市人民政府，是代表青岛市人民政府管理和监督青岛市所属国有资产运营的部门，受青岛市人民政府授权代表国家履行出资人职责。

2009年1月23日，Anheuser-Busch InBev S.A.（简称“A-B 英博公司”）与Asahi Breweries, Ltd.（朝日啤酒株式会社）签订《股份买卖协议》，出售青岛啤酒约19.99%的H股股份。该交易于2009年5月6日完成过户手续。2009年5月7日，A-B Jade与陈发树先生签订《股份买卖协议》，A-B Jade向陈发树先生出售其所持青岛啤酒约7.01%的H股股份，该交易于2009年6月24日完成过户手续。2009年，青啤集团通过上海证券交易所证券交易系统累计增持了公司A股股份3,636,050股，通过其全资附属公司在香港市场累计增持了公司H股股份7,944,000股。

图表 2 青岛啤酒股权结构图



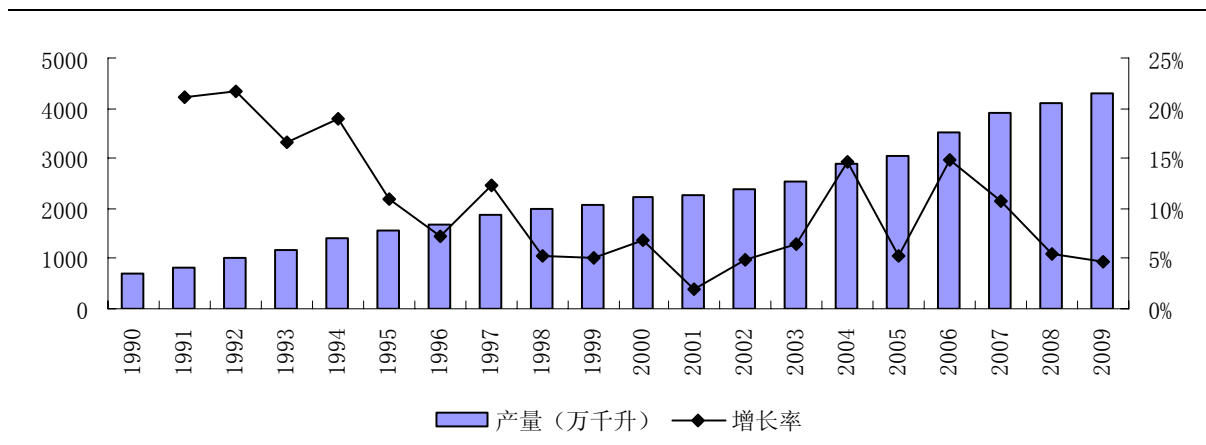
数据来源：公司公告，日信研究

2、行业分析

2.1. 行业需求：收入水平提升、人口结构变化推动啤酒行业5%-10%增速

我国啤酒行业经过改革开放30多年的快速发展，行业由快速成长阶段进入稳定发展阶段。我国自2002年啤酒产量达到2,387万吨起，已连续8年成为全球最大的啤酒生产国，啤酒产量年均复合增长率达到8.56%；2009年我国啤酒产量达4294万千升，同比增长4.66%。随着产量基数的增大，预计未来我国啤酒产量增长速度将有所放缓，但仍将保持在5%-10%的增长水平，啤酒行业发展前景依然良好。我们认为对啤酒需求影响最大的两个因素是收入水平和人口结构的变化。

图表 3 我国啤酒产量增长情况

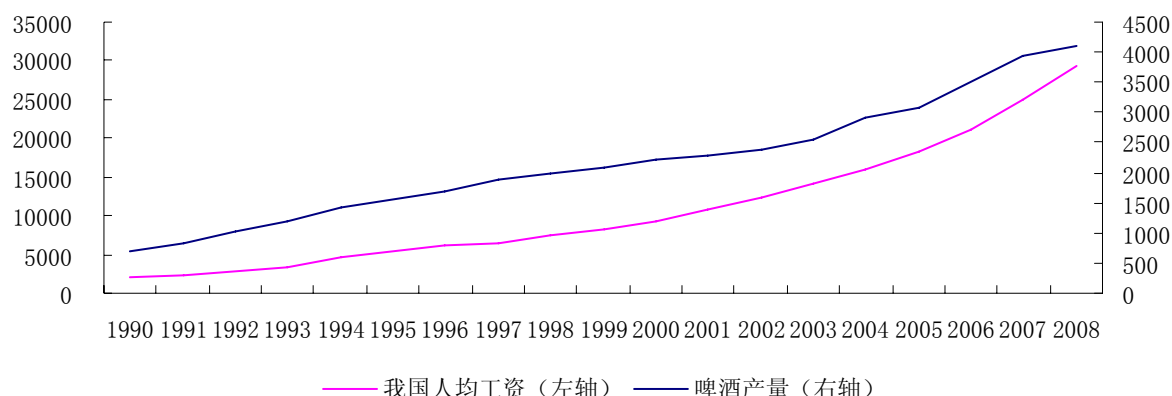


数据来源：国家统计局，日信研究

●收入水平

在经济快速增长的同时，我国人均工资逐年提高，居民的消费能力和消费水平也在不断提高，传统的温饱型消费模式逐步升级为生活质量型消费模式，从而带动了啤酒等酒水饮料的消费需求增长和消费结构升级。

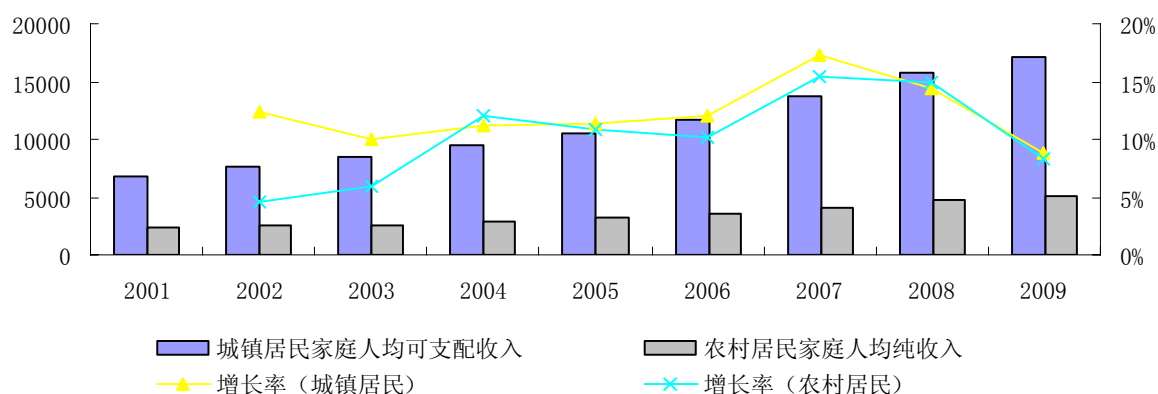
图表 4 我国人均工资和啤酒产量情况（元、万千升）



数据来源：国家统计局，中国酿酒工业协会，日信研究

随着我国居民收入水平的逐年提高，推动啤酒消费持续增长，特别是在我国农村地区有很大潜力。另一方面，2009年我国人均消费啤酒32.08升，刚刚超过了人均31升的世界平均水平。但与世界其他发达国家人均消费啤酒（德国115升、美国80升、加拿大70升、日本50升）相比，我国啤酒人均消费量仍有很大提升空间。

图表 5 我国居民收入增长情况（元）



数据来源：国家统计局，日信研究

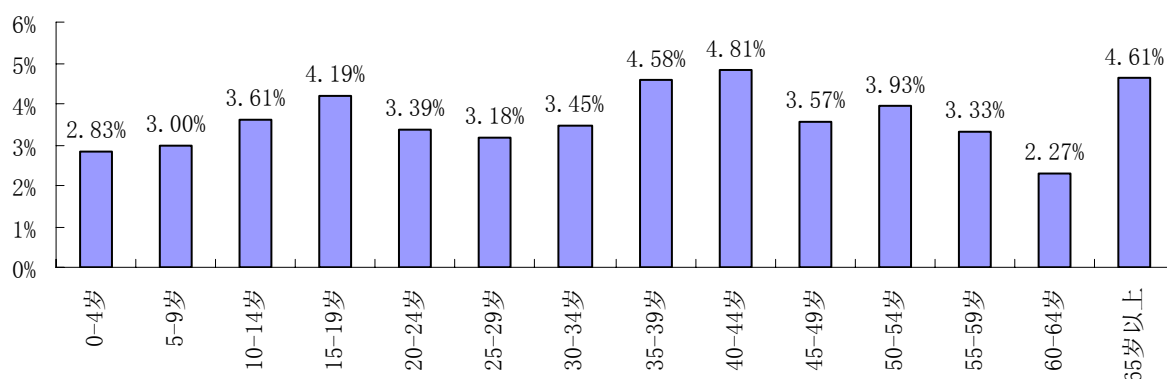
●人口结构

人口结构的变化对啤酒业影响很大，20-30岁的年轻男性是啤酒行业的最大消费者。以美国为例，2003年美国A-B公司和Coors公司分别提高了啤酒的价格，这主要是美国20-30岁的年轻男性数量增加的缘故。经过10年的停滞，2003年美国啤酒工业因为主要消费群体的扩大而再次兴旺。美国20-30岁

的男性数量在2003年之前的5年内减少了7%，而在2003年之后的5年内增长5%。啤酒在该年龄段的男性中的销量将占总销量的13%，而30-40岁年龄段占11%。

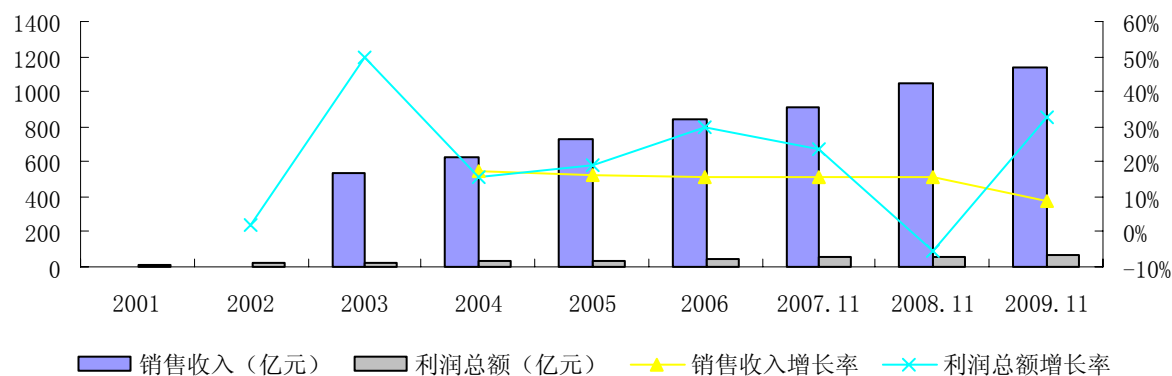
从我国人口结构来看，截至2008年末，20-29岁男性人口占比为6.57%。我们往后推算5年，即截至2013年末，20-29岁男性人口占比将达到7.58%，相较于2008年末提升1.01个百分点。截至2008年末我国总人口为13.28亿人，男性人口占比提升1.01%，到2013年末将净增20-29岁男性人口1341万人，这将有有利于我国未来3年的啤酒销量增长。

图表 6 2008年我国男性人口结构



数据来源：国家统计局，日信研究

图表 7 我国啤酒行业销售收入和利润增长情况



数据来源：国家统计局，日信研究

2.2. 行业供给：行业前四强市场占有率仅为56%，有望提升到85%以上

啤酒行业是我国加入WTO首批对外开放的行业，2001年以来，美国安海斯-布希（Anheuser-Busch，简称“AB”）、南非米勒（全称“SAB Miller”，简称“SAB”）、丹麦嘉士伯（Carlsberg）等世界啤酒巨头掀起了对我国啤酒业的新一轮投资热潮。选择对本土啤酒企业控股、参股或合资等资本运作方式进入，先后控股哈啤、雪津等企业，参股华润雪花、青岛啤酒、重庆啤酒等主要啤酒生产企业。外资的大量进入，快速扩大了啤酒行业内企业的生产规模、经营渠道，以及技术、管理等，加快了啤

酒行业的市场竞争。

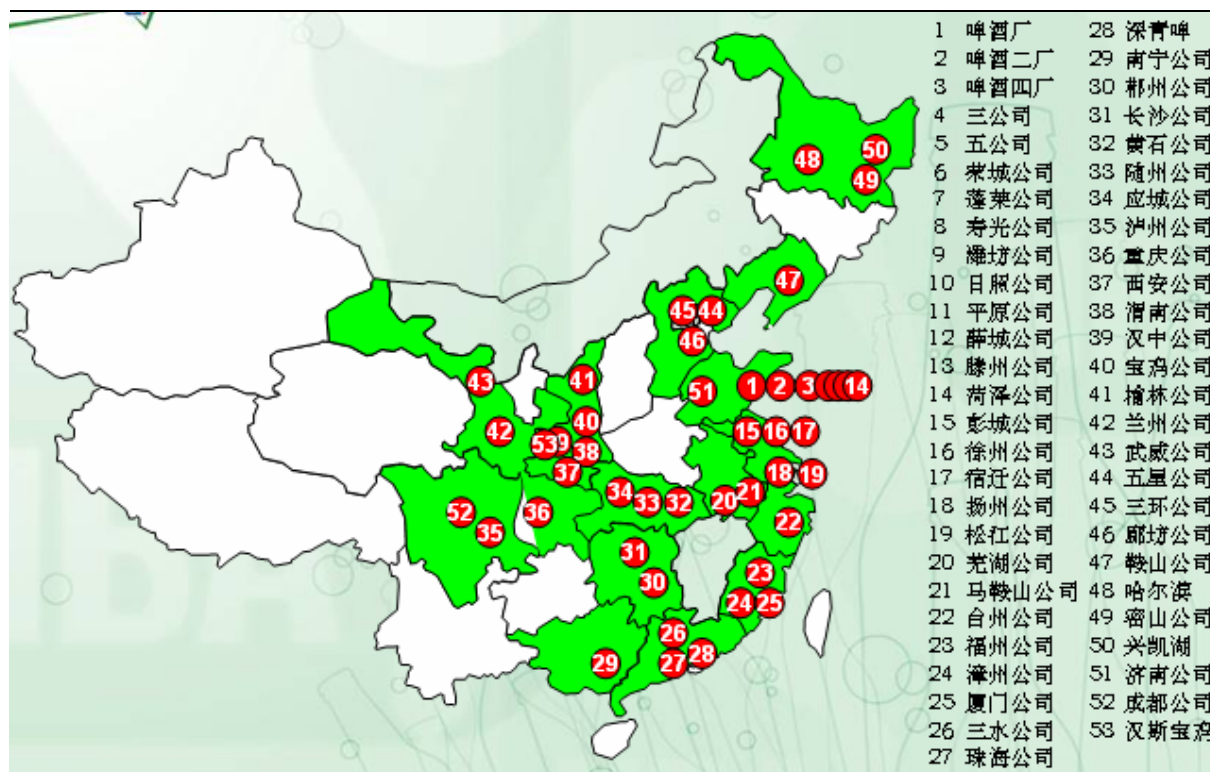
表格 1 我国前十大啤酒企业外资控股、参股情况（万千升）

公司	2009 年产量	参股外资	参股比例
华润雪花	840	SAB Miller	49.00%
青岛啤酒	591	朝日	19.74%
燕京啤酒	467	-	-
金星啤酒	191	-	-
重庆啤酒	177	Scottish & Newcastle	19.51%
雪津啤酒	118	百威英博	100.00%
珠江啤酒	114	百威英博	28.56%
金威啤酒	82	喜力	21.43%
大富豪	49	喜力	40.00%
金龙泉	49	百威英博	60.00%

数据来源：中国酿酒工业协会，日信研究

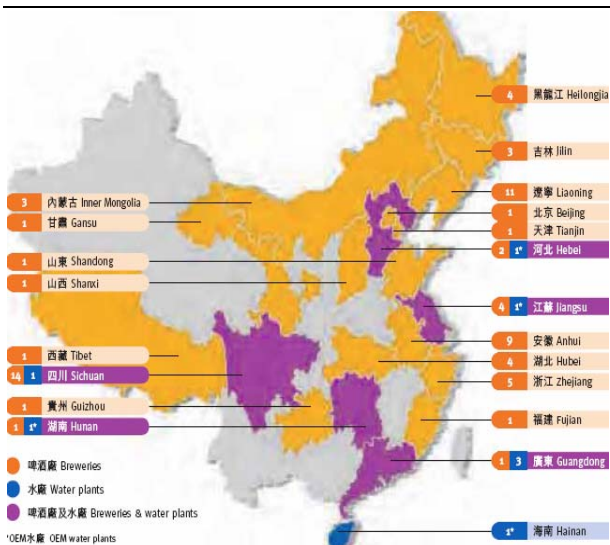
从国内啤酒行业发展现状看，目前国内啤酒行业进入垄断竞争阶段，是市场竞争最激烈的阶段，随着中国啤酒行业的整合，市场集中度越来越高，主要品牌还将继续在大多数市场上占据优势。目前青岛啤酒、华润雪花、燕京啤酒的合计市场占有率从2004年的33%提升到2009年的45%，全国啤酒生产厂家也由800多家缩减为300余家。

图表 8 青岛啤酒全国生产布局情况



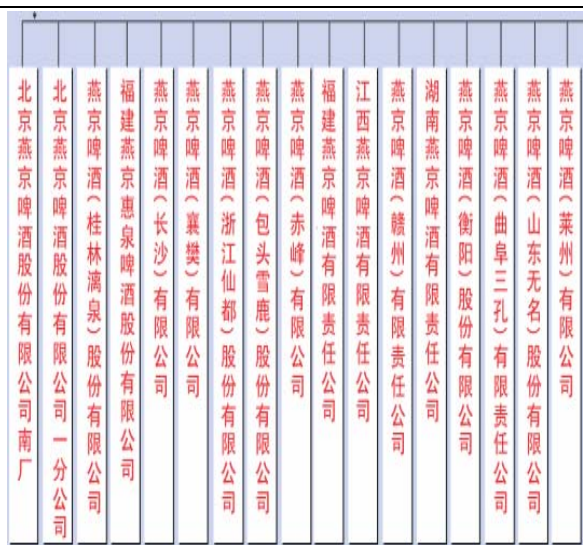
资料来源：公司年报，日信研究

图表 9 华润雪花全国生产布局情况



资料来源：公司年报，日信研究

图表 10 燕京啤酒全国生产布局情况



资料来源：公司年报，日信研究

截至2009年末，华润雪花、青岛啤酒、燕京啤酒（行业前三强）的市场占有率分别比2008年提升了2.14、0.84和0.73个百分点。行业前三强目前均有各自的战略市场：青岛啤酒有山东（14家酒厂）、陕西（6家酒厂）、广东（3家酒厂）等重要市场；华润雪花有东北（共计18家酒厂，其中辽宁11家、吉林3家、黑龙江4家）、四川（14家酒厂）、安徽（9家酒厂）等重要市场；燕京啤酒有北京、广西、内蒙等重要市场。除了市场占有率较高的部分市场外，目前其他区域的竞争已从间接竞争发展为正面竞争，竞争日趋白热化。随着外资品牌重新加大在中国市场的投入力度，并购与重组不断上演，中国啤酒行业将朝着集团化、规模化迈进，竞争格局有望由垄断竞争阶段发展成为寡头竞争阶段。

参考国外成熟市场，美国、日本、韩国行业前三强的市场占有率分别为85%、90%和98%，我国行业前三强的市场占有率仅为45%（计入百威英博，行业前四强的市场占有率为56%），市场集中度有望继续提升。中国酿酒工业十一五规划提出争取到2015年形成2-3个在世界上有影响力的国际品牌，我们认为行业前三强的优势行业地位将继续保持，并有望成为国际知名品牌。

表格 2 我国主要啤酒厂商产量及市场占有率情况（万千升）

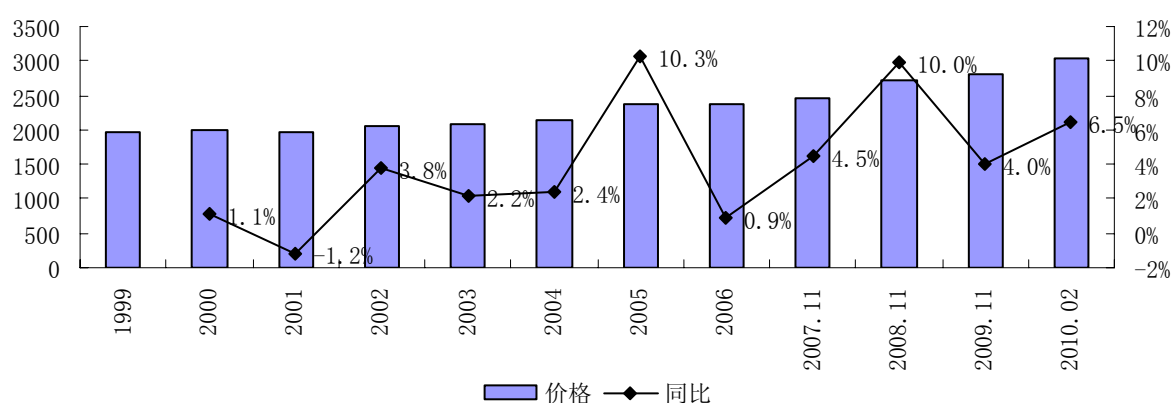
		2004	2005	2006	2007	2008	2009
华润雪花	产量	310	395	531	694	726	840
	市场占有率	10.65%	12.90%	15.11%	17.65%	17.69%	19.83%
青岛啤酒	产量	358	409	457	505	538	591
	市场占有率	12.30%	13.36%	13.00%	12.85%	13.11%	13.95%
燕京啤酒	产量	285	312	352	402	422	467
	市场占有率	9.79%	10.19%	10.01%	10.23%	10.29%	11.02%
三强合计	产量	953	1116	1340	1601	1686	1898
	市场占有率	32.75%	36.45%	38.12%	40.73%	41.09%	44.81%
全国产量		2910	3062	3515	3931	4103	4236

数据来源：公司年报，中国酿酒工业协会，日信研究

2.3. 价格与原材料：啤酒价格仍有3-5倍提升空间，短期内啤酒大麦价格上涨空间不大

我国啤酒价格自2002年以来一直保持增长态势，由2002年的2050元/吨上涨为2009年的2817元/吨，CAGR达4.65%。目前我国的啤酒销售价格仅相当于台湾、日本等地销售价格的1/3-1/5，受通胀预期和成本上升影响，燕京啤酒宣布自2010年1月20日开始普通瓶装燕京啤酒涨价：每箱进店价格从36元涨至42元，零售价格由2元上调到2.5元，涨价幅度为25%，我们看好国内啤酒价格提升空间。

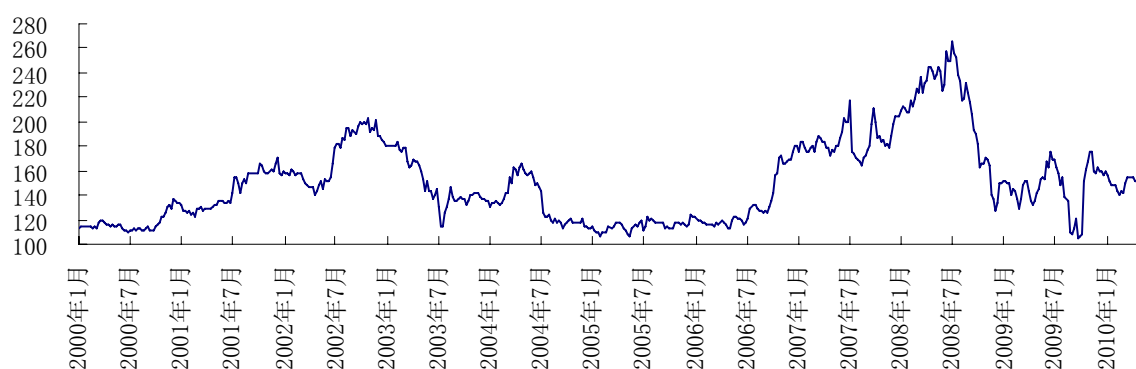
图表 11 啤酒行业吨酒价格及增长率（元）



数据来源：国家统计局，日信研究

我国啤酒行业竞争激烈，盈利空间相对较小，对成本较为敏感。大麦是啤酒工业的主要原材料之一，目前我国60%~70%的原料啤酒大麦需要进口，我国已成为世界上最大的啤酒大麦进口国，澳大利亚和加拿大是我国啤酒大麦的主要进口地，二者占据我国大麦进口量的90%左右。自2006年9月~2008年9月，啤酒行业遭遇了世界性啤酒大麦紧缺，2006/2007年度全球大麦库存消费比仅为14.54%，从而引起大麦价格大幅上扬，至2008年10月，两年时间里，进口大麦单价提高了160%。同时，大米、煤、原油、包装物、运输费用等原辅材料价格相比2007年也有不同程度上涨，进一步压缩了啤酒企业的利润空间。2008年第四季度以来，能源类、资源类以及农产品价格开始出现不同程度的下降，啤酒生产企业的成本压力得到了有效缓解，有利于啤酒行业盈利水平的提升。

图表 12 WCE大麦期货主力合约（加元/吨）



数据来源：Bloomberg，日信研究

从国际市场来看，2009/2010年度全球大麦产量为1.49亿吨，期末库存为0.32亿吨，库存消费比为22.16%，基本处于历史最高水平，我们认为2010年国际大麦价格仍将保持在较低价位，短期内上涨空间不大。

从国内市场来看，进口大麦与国产大麦并存的二元结构依旧存在，进口大麦市场波动从一定程度上引发了中国啤酒大麦市场动荡。根据中国酿酒工业协会啤酒原料分会预测，2010年中国大麦总面积（含青稞）约为1797万亩，啤酒大麦、饲料大麦合计1248万亩，青稞面积为549万亩，啤酒大麦品种的播种面积为567万亩，而2009年啤酒大麦播种面积831万亩；按正常天气，2010年商品啤酒大麦的可供应量预计为110万吨以内，约占到2009年商品啤酒大麦的可供应量的1/2，这将在很大程度上保障了啤酒大麦供应，有利于啤酒大麦价格的稳定。但是，国产啤酒大麦质量参差不齐，产区分布、品种与饲料大麦的界限模糊不清等问题依然存在，影响到国内啤酒厂商采购的积极性。

表格 3 全球大麦库存、消费情况（1000MT）

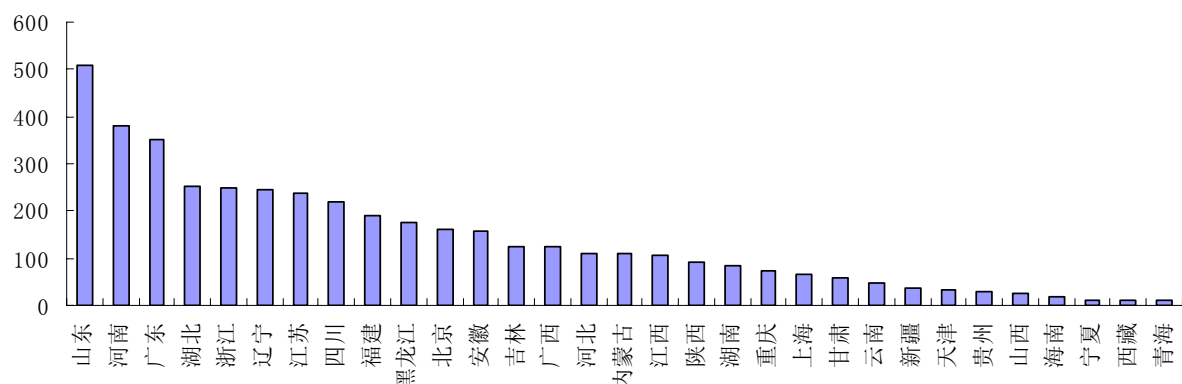
	2002/ 2003	2003/ 2004	2004/ 2005	2005/ 2006	2006/ 2007	2007/ 2008	2008/ 2009	2009/ 2010
期初库存	28,850	26,683	22,530	32,530	27,554	20,764	19,569	29,720
产量	134,439	142,211	152,431	136,271	136,412	132,725	153,960	148,905
总消费	137,118	145,283	143,271	140,524	142,839	134,198	143,554	146,213
期末库存	26,683	22,530	32,530	27,554	20,764	19,569	29,720	32,406
库存消费比	19.46%	15.51%	22.71%	19.61%	14.54%	14.58%	20.70%	22.16%

数据来源：USDA，日信研究

2.4. 行业趋势：东部发达地区盈利增长依靠产品结构改善，中西部地区依靠销量提升

我国啤酒行业除了竞争格局有望由垄断竞争发展成为寡头竞争，行业集中度继续提升的发展趋势以外，区域结构性发展趋势已经开始显现：1、东部发达地区和城市地区盈利增长主要依靠产品结构的改善。2、中西部地区和农村地区盈利增长主要依靠销量的提升。

图表 13 2009年我国各地区啤酒产量（万千升）



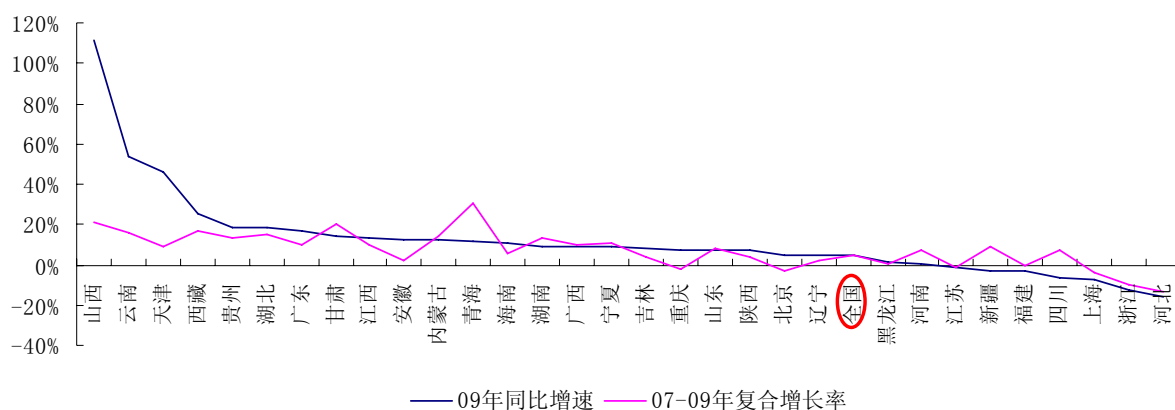
数据来源：国家统计局，日信研究

中国啤酒行业的发展路径与世界啤酒的发展路径基本一致，也是从发达地区向不发达地区过渡。

区域发展的不平衡为啤酒企业提供了抢占市场份额的机会以及行业增长的均衡空间，不发达地区的啤酒产量仍有较大的提升空间。2009年我国人均啤酒消费量为31公升，而西部地区人均仅为10公升左右，随着人们收入的不断提高，西部地区未来啤酒的消费量将会成倍增长。

一直以来，我国东部沿海地区销售增长快于中西部地区，但现在随着中西部地区消费市场的增长，各啤酒企业纷纷到中西部地区扩张。从全国来看，啤酒产量增加较多和增长率较高的省市和前几年相反，多为中西部地区。2009年我国啤酒产量超过200万千升的有山东、河南、广东、湖北、浙江、辽宁、江苏、四川8个省份，东部地区（5个省份）占多数；但增长率排名前10的省市中仅有天津和广东属于东部地区。2009年啤酒产量同比出现负增长的省市主要有江苏、新疆、福建、四川、上海、浙江、河北7个省市，东部地区（4个省市）占多数；2007-2009产量符合增长率出现负增长的省市主要有福建、江苏、重庆、北京、上海、浙江、河北7个省市，东部地区（4个省市）仍占多数。

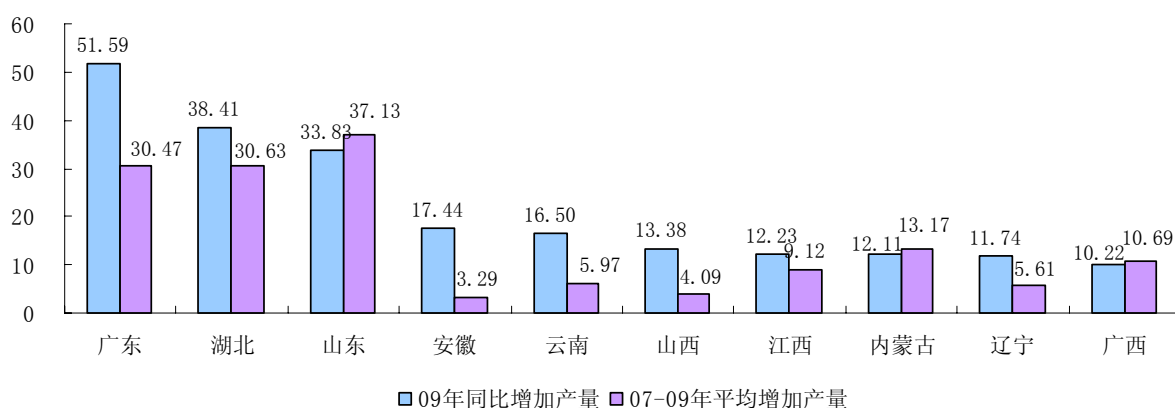
图表 14 我国各地区啤酒产量增速



数据来源：国家统计局，日信研究

2009年我国啤酒产量增加10万千升以上的省市主要有广东、湖北、山东、安徽、云南、山西、江西、内蒙古、辽宁、广西10个省市。其中东部地区省市包括广东、山东、辽宁、广西，产量同比增速分别为17.91%、7.14%、4.99%、8.95%，除广东以外，其他三省的增速均低于上述西部六省的最低增速（内蒙古12.32%）。

图表 15 我国啤酒产量增加10万千升以上省份（万千升）

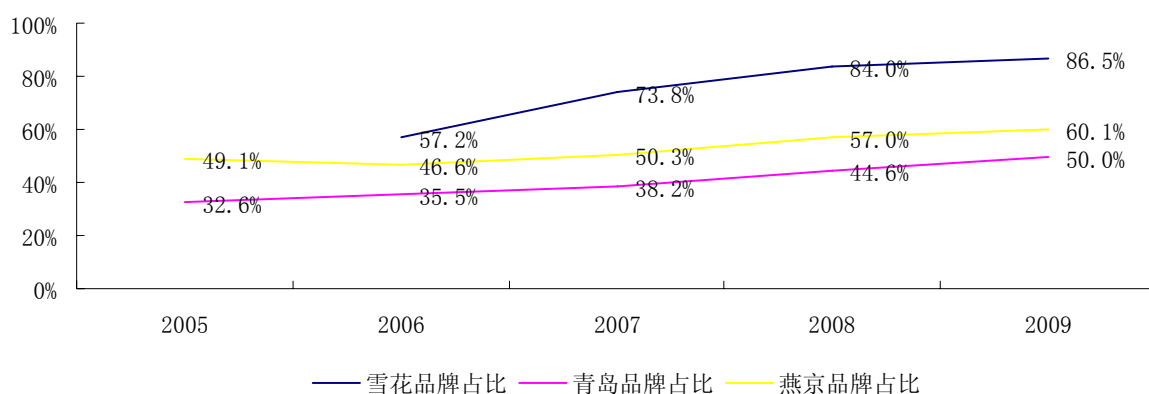


数据来源：国家统计局，日信研究

我国东部发达地区在消费量增速放缓的背景下，啤酒企业开始进行持续不断的产业结构调整，并进军中高档啤酒市场，以分享居民收入水平提高所带来的消费升级，这将成为其未来业绩增长的另一重要来源。

在啤酒行业大规模兼并收购之后，全国各地一些弱势低档啤酒品牌逐步被行业领先企业收购，并被逐步替换成领先企业本身所拥有的主品牌，尤其是华润雪花在品牌收购替换表现的非常突出。截至2009年末，华润“雪花”主品牌销量占其总销量比重高达86.5%，青岛啤酒和燕京啤酒主品牌比重也在持续提升，但不及华润雪花提升迅速，到2009年末“青岛”和“燕京”主品牌销量占比分别为50.0%和60.1%。我们认为上述品牌调整只是产品结构调整的第一阶段，随着主品牌销量占总销量比重的进一步提升，国内三大啤酒巨头的新兴高端品牌有望陆续推出，同时纯生、无醇、精品等技术含量高、附加值高的中高档啤酒比例有望继续提升，进而提升其盈利能力。

图表 16 我国前三大啤酒厂商主品牌占比

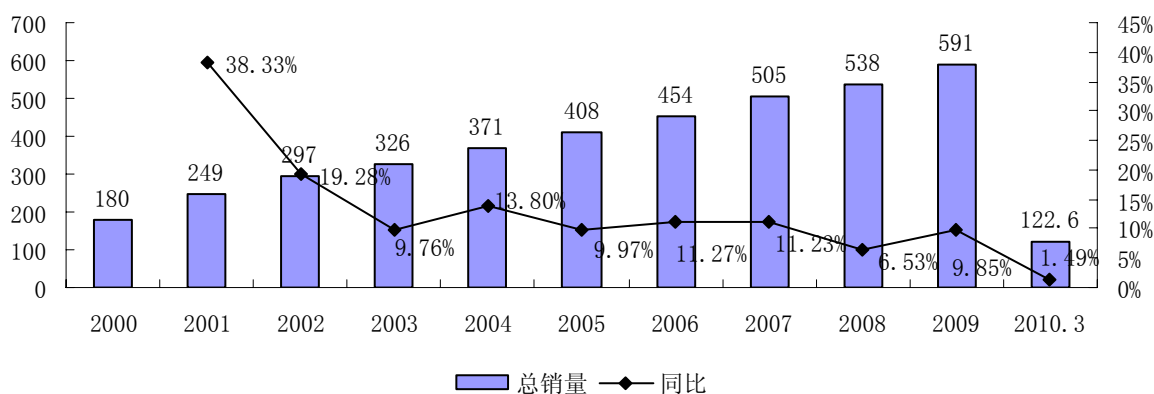


数据来源：公司公告，日信研究

3、公司经营分析

3.1. 区域市场：公司在山东、华南地区市场占有率有望进一步提升

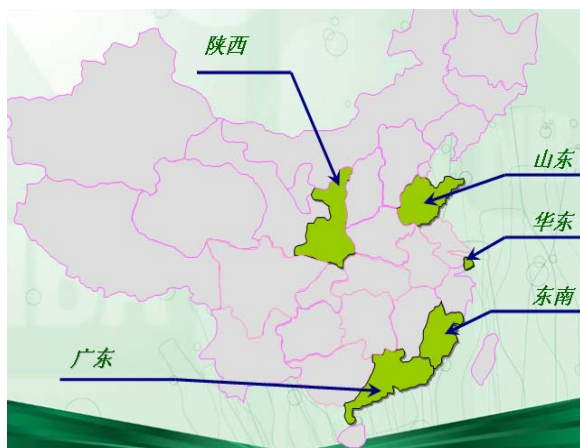
图表 17 青岛啤酒销量增长情况（万千升）



数据来源：公司年报，日信研究

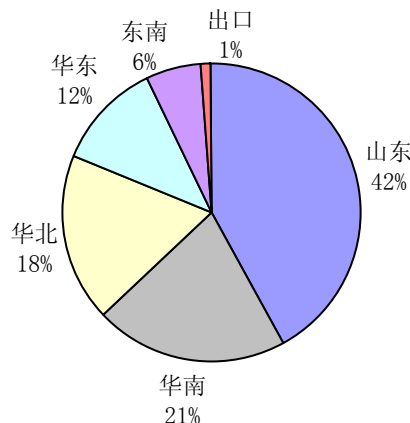
2000年以来，青岛啤酒一直保持着快速发展势头，总销量逐年增长，CAGR达14.12%，而同期行业年均复合增速为7.55%，高于行业6.57个百分点。2009年青岛啤酒总销量达591万千升，同比增长9.85%，在国内市场占有率达13.95%。从各个地区销量占比来看，山东、华南、华北、华东、东南地区是公司在国内的主要销售区域。2009年，青岛啤酒在山东、华南、华北、华东、东南地区的销量分别为248万千升、123万千升、109万千升、68万千升、37万千升，销量占比分别为42%、21%、18%、12%、6%。

图表 18 青岛啤酒全国主要市场



资料来源：公司年报，日信研究

图表 19 青岛啤酒2009年各地区销量比例



数据来源：公司年报，日信研究

2009年，青岛啤酒在山东、陕西市场上占有优势市场地位，其中山东市场占有率为48.82%，陕西市场占有率约为70%；在东南、广东市场竞争优势较强，其中东南市场占有率为19.37%，广东市场占有率约为26%，上述四个地区市场销量均比2008年有所提升。另外，2009年公司在山东、华南、华东、东南地区销量增速分别为15.89%、9.82%、6.25%、12.12%。

表格 4 青岛啤酒主要区域销量与市场占有率情况（单位：万千升）

区域	2008 年		2009 年	
	销量	市场占有率	销量	市场占有率
山东	214	45.15%	248	48.82%
华南	112	—	123	—
华北	109	—	109	—
华东	64	—	68	—
东南	33	16.75%	37	19.37%

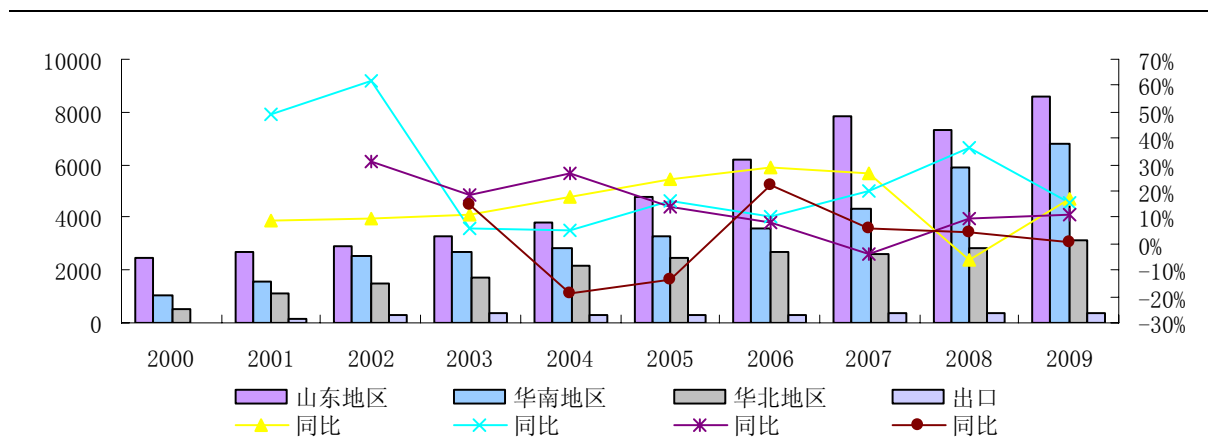
数据来源：公司年报，日信研究

从分地区销售收入来看，山东、华南（包括华东和东南）、华北地区近年来一直保持着增长态势，2000年以来的CAGR分别达到14.86%、23.24%、21.99%。2009年，上述三个地区销售收入分别为85.76亿元、68.01亿元、31.36亿元，同比增速分别为17.03%、15.29%、11.28%。如果不考虑收购重组等外延式扩张（截至2009年末，公司持有53.31亿元的货币资金，在河南、山东等地的收购重组可能性较大），我们认为公司未来内涵式增长的主要区域为山东和华南（不包括华东和东南）两个市场。

在山东市场上，公司品牌以“青岛”和“崂山”为主，2009年啤酒销量达248万千升，市场占有率

率为48.82%，净利润达7.74亿元，占公司合并净利润的59.58%，是公司获利最丰厚的区域市场。山东市场是公司的战略性市场，近年来公司利用山东市场的地缘优势、成本优势，在山东市场加大市场营销力度，销售规模进一步提升。通过2008年发行可转债以及2009年认股权证行权募集资金，截至2009年末，公司在山东市场通过济南公司、青啤三厂、日照公司分别新建年产30万千升、30万千升、20万千升产能用于扩大生产规模。截至2009年末，青啤二厂、公司本部、第五公司啤酒生产线改造进度分别为90%、70%、76%，随着上述改造项目的完工，将继续提升公司在山东市场上的产能。另外，公司2008年并购烟台啤酒；2009年通过收购趵突泉啤酒，在济南市场占有率达到90%。通过兼并收购降低了公司在山东市场上的竞争压力，为公司在山东市场上市场占有率提升打下坚实基础。

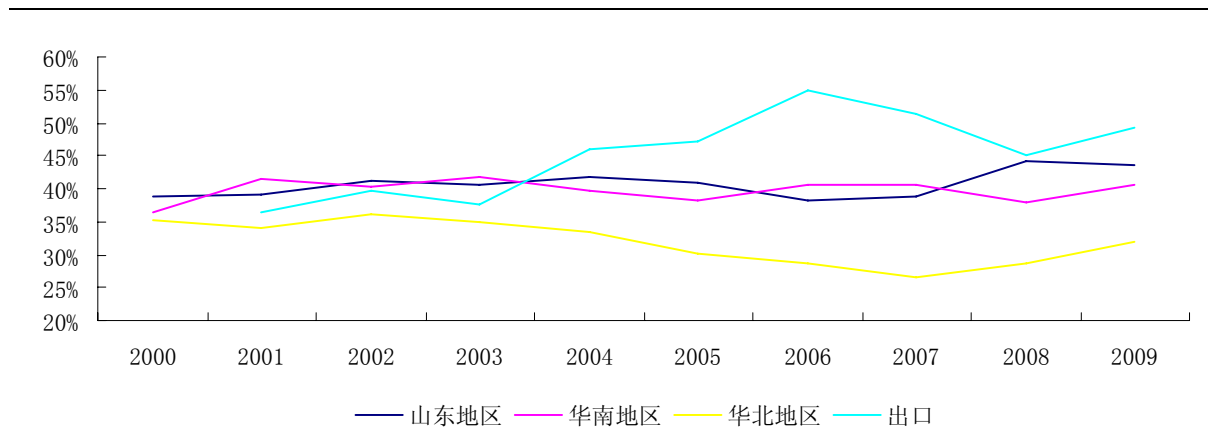
图表 20 青岛啤酒2000年以来分地区销售收入增长情况（百万元）



数据来源：公司年报，日信研究

在华南地区市场上，2000年以来，青岛啤酒华南营销公司（华南公司）在严旭的带领下，先后通过兼并收购、投资新建、扩产等方式，在广东、广西、湖南、湖北等地合计拥有了9家啤酒生产企业，产能由十年前的10万吨增长到目前的178万吨。2009年，华南公司销售啤酒112万千升，利润达1.09亿元；公司在广东省的销量达到81万千升，市场占有率为26%，超出广东市场龙头老大珠江啤酒1个百分点。2010年，华南公司将销售目标定为129.7万千升，并计划用3-5年时间，将青岛啤酒在广东的市场占有率由目前的26%提高到50%。我们认为，在下一个十年，华南公司依靠先进的供应链管理以及大客户为核心的营销模式，青岛啤酒在华南市场上将继续着上一个十年的良好表现。

图表 21 青岛啤酒2000年以来分地区毛利率



数据来源：公司年报，日信研究

另外，在陕西这个主要盈利市场上，公司品牌以“汉斯”为主，市场占有率为70%，主要在西安、渭南、榆林、汉中等地设厂，产能超过100万吨。2009年西安汉斯净利润达1.10亿元，在所有子公司净利润中排名第一，是公司的优势区域市场。随着公司在西安、渭南、榆林、汉中的生产线改造完毕，有利于陕西市场产能提升。

表格 5 历年来实现净利润最多的三家子公司净利润情况（亿元）

	2004	2005	2007	2008	2009
1	0.85 (西安汉斯)	0.71 (西安汉斯)	1.24 (华南公司)	1.70 (华南公司)	1.10 (西安汉斯)
2	0.74 (深圳青岛)	0.63 (深圳朝日)	0.80 (珠海公司)	1.15 (西安汉斯)	1.09 (华南公司)
3	0.61 (深圳朝日)	0.55 (珠海公司)	0.64 (深圳朝日)	0.61 (深圳朝日)	0.89 (珠海公司)
3者净利润合计	2.20	1.89	2.68	3.46	3.08
母公司净利润	2.79	3.02	1.85	4.08	7.74
合并净利润	2.80	3.04	5.98	7.34	12.99

数据来源：公司年报，日信研究（2006年净利润最多子公司未披露）

3.2. 品牌：“青岛”主品牌价值国内啤酒行业排名第一、“山水”副品牌影响力较弱

在目前的市场环境下，品牌、品质和渠道是啤酒产业价值链中的关键成功要素，尤其是品牌体现着啤酒企业的核心竞争力。2007年，根据英国《金融时报》公布的“中国十大世界级品牌调查”结果显示，青岛啤酒第二次入围“中国十大世界级品牌”，并从第四名上升到第三。根据世界品牌实验室发布数据显示，2008年青岛啤酒的品牌价值为235.41亿元，2009年青岛啤酒的品牌价值已达366.25亿元，继续位居国内啤酒行业首位。

图表 22 青岛啤酒“1+3”品牌



资料来源：公司网站，日信研究

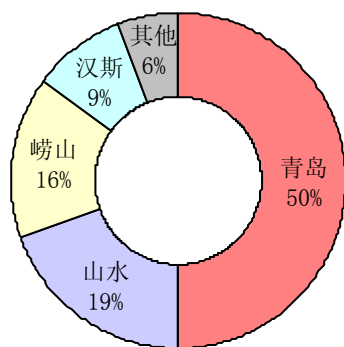
从全球竞争角度来看，消费者对品牌的认同感一旦上升到国家的层面，将会成为国家价值的代表，就会明显提高企业自身和国家经济的整体竞争力，就像可口可乐之于美国，索尼之于日本。我们认为

青岛啤酒也正在发展成为中国的一张名片，在很多外国消费者眼中，青岛啤酒就是中国的形象代表，美国《商业周刊》曾把青岛啤酒评为“中国的形象大使”，2009年青岛啤酒出口收入达3.64亿元，在国内啤酒行业排名第一。

2009年公司继续深化以体育营销为主线的品牌推广活动，在严旭的决策推动下公司与美国NBA成功实现战略合作，策划实施了跨期五年的青岛啤酒“炫舞激情”NBA拉拉队选拔赛等推广活动，为青岛啤酒品牌的年轻化、时尚化、国际化进程上迈出了显著的一步。2009年夏天，青岛啤酒“炫舞激情”NBA拉拉队选拔赛活动历时半年，覆盖全国18个省、市、自治区的100多个城市、吸引10万多名有梦想女孩的参与，其中北京总决赛更是创下了1.56%的最高收视率。按照公司战略规划，2010年公司将继续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的“三位一体”结合上进一步提升，以提升公司的行业领导者地位。

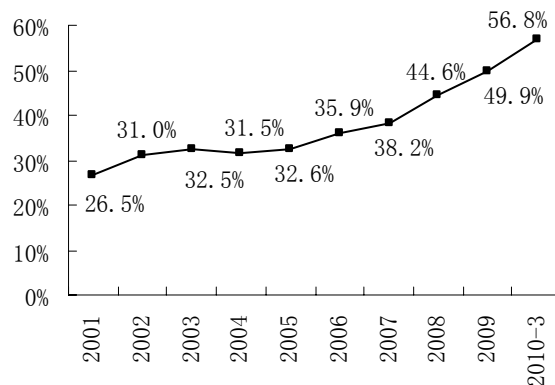
青岛啤酒目前的企业定位已经从“啤酒酿造商”向“品牌运营商”转变，“品牌带动下的发展战略”成为青岛啤酒转型后的主导模式。同时公司在营销模式上进行了相应调整：一、改变过去的平面营销为立体营销，实施‘品牌传播、产品销售、消费者体验’三位一体的立体推广模式。二、实施‘大客户+微观运营’的运营模式，在经销商的选择培养上，采取大客户模式，在市场运营上，采取微观运营模式。三、实施‘1+1’的品牌模式，在一个区域市场，用‘1+1’的品牌满足消费者需求。第一个‘1’是青岛啤酒，发挥影响力，满足中高端消费者的需求；第二个‘1’是第二品牌，比如山水、汉斯、崂山等，产生亲和力，满足大众消费需求。

图表 23 青岛啤酒2009年各品牌销量构成



数据来源：公司年报，日信研究

图表 24 “青岛啤酒”品牌销量占比

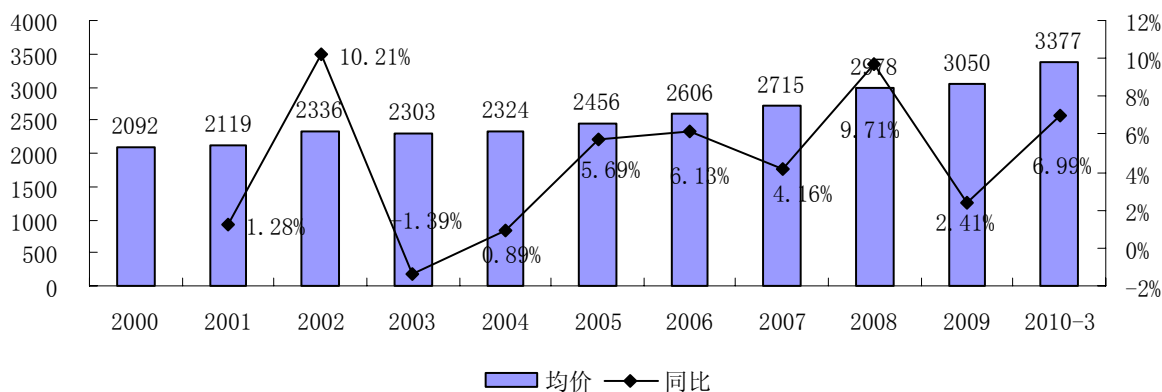


数据来源：公司年报，日信研究

我们认为青岛啤酒在华南地区近年来做的相对成功主要得益于“青岛啤酒”品牌定位为中高端，刚好适合华南这个消费水平较高的市场，同时再结合严旭的营销策略得当，所以市场占有率猛增。我们非常认可“青岛”主品牌的竞争实力，青岛啤酒以每瓶售价超过6元的青岛纯生主攻中高端啤酒市场，处于行业领先地位。纯生类高端啤酒的利润大约在300-400元/千升水平，是普通低档产品吨酒利润的5-6倍。2009年，青岛啤酒一系列新产品（奥古特、黑啤、NBA系列等）的推出，使公司品牌结构和品种结构更加优化，进而提升了消费者品牌忠诚度，达到巩固国内市场的目的。但是，我们还要面对这样的事实：国内的高端啤酒市场基本由国外品牌占领，丹麦嘉士伯、荷兰喜力、美国百威、比利时麦氏、德国考斯特、日本朝日及麒麟等，目前外资品牌占据中国高端啤酒市场约80%份额。随着金融危机引起的经济衰退逐渐淡化，国外啤酒巨头开发中国市场的步伐将进一步加快，尤其是国外啤酒

巨头均以中高端产品见长，这将对以中高端产品为主的青岛啤酒带来一定的竞争压力。

图表 25 青岛啤酒吨酒价格增长情况（元）



数据来源：公司年报，日信研究

在二线品牌方面，汉斯啤酒定位为“汉斯啤酒，只为真正的男人；汉斯啤酒，释放你心中的狼”；崂山啤酒产品口号是“崂山啤酒，更多一点”，品牌定位为“崂山啤酒，友情充电器”。上述两个二线品牌分别在陕西和山东保持着较高的品牌影响力，但区域色彩太浓，不适于全国推广。公司全国推广的“山水”品牌影响力较弱，尤其是公司想让“山水”品牌扛起整合二线品牌的大旗，我们对此持谨慎态度。因为2010年一季度，青岛啤酒实现啤酒销量122.6万千升，同比增长1.5%；其中主品牌青岛啤酒实现销量69.6万千升，同比增长15.3%，二线品牌销量同比为负增长。

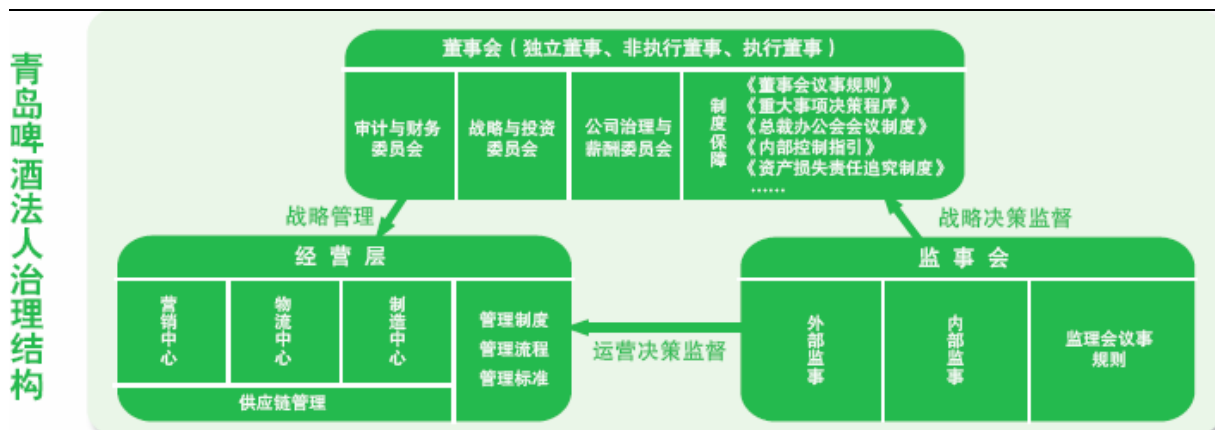
山水啤酒传达的理念为“山水啤酒，快乐就是很简单”，产品定位为中低端，公司最主要的两个竞争对手“雪花”和“燕京”品牌本身就定位于中端产品，“山水”品牌在全国范围内不得不面对“雪花”和“燕京”两个强势品牌的正面竞争，“山水”品牌影响力有待进一步提高。

3.3. 管理：公司治理结构优良，是一家值得尊敬的公司，期待实施股权激励

青岛啤酒近十年的发展可分为三个阶段：第一阶段（1997年-2002年），这一阶段青岛啤酒是大规模收购兼并，大规模扩张的时期。第二阶段（2002年-2007年），公司在扩张的过程中发现内部的资源、能力等跟不上企业规模的发展，所以经历了5年内部整合。第三阶段（2007年-现在），经过5年内部整合之后，目前公司的运营体系、管理体系等资源都比较健全，所以从2007年公司提出了整合和扩张并举的战略，即公司内部的扩张和公司外部的并购、整合。

青岛啤酒目前已建立由股东大会、董事会、监事会和高级管理层构成的权责明确、有效制衡、独立运作的公司治理架构，并成为上海证券交易所公司治理板块样本公司之一。公司高管团队专业精干、团结进取，认真贯彻落实股东大会和董事会做出的各项决议，并取得了良好的经营业绩。2009年公司以完善的治理结构、规范的运作及良好的投资者关系，在众多的上市公司中脱颖而出，获得上海证券交易所首次举办的2009年度中国上市公司最佳董事会奖和国际权威的《IR》杂志举办的“2009年度中小市值公司最佳投资者关系奖”。

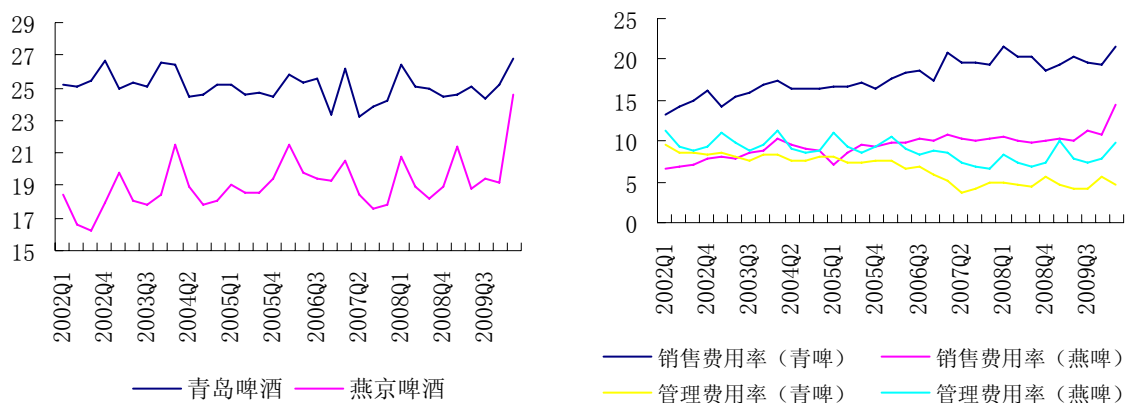
图表 26 青岛啤酒法人治理结构



资料来源：公司年报，日信研究

2009年底，上海证券交易所给青岛啤酒的评价是：青岛啤酒积极打造了一个充满智慧的董事会，保障了权力制衡及决策的科学性和有效性，开展了风险辨识评估等工作，提升了公司的内部控制和风险管理水平。青岛啤酒董事会治理的五大要素是：建立完善的制度和规范的操作流程；积极探索独立董事制度的实践价值和意义所在；在资本市场上善于超前运筹，准备预案；对外信息披露公开透明；内部卓有成效的风险控制。2007年以来公司期间费用平均高出燕京啤酒5.4个百分点，但管理费用率持续较低，平均低于燕京啤酒3.2个百分点，从财务方面反映出公司的管理优良。

图表 27 青啤期间费用率2007年以来高于燕啤5.4% 图表 28 青啤管理费用率2007年以来低于燕啤3.2%



数据来源：公司年报，日信研究

数据来源：公司年报，日信研究

2007年底公司开始推行内部组织机构变革，按专业化管理的原则成立了营销、制造两大中心，并由负责战略制定和管理统筹的“总部大脑”进行系统指挥。这样的调整是基于青岛啤酒为适应新的国际化竞争需要做出的“三个转变”的总体战略，即“由生产导向型向市场导向型转变，由经营产品向经营品牌转变，由着力于生产规模的扩大向着力于运营能力提高的转变”。公司通过不断建立、完善组织体系和管理流程，管理水平和效率不断提升，成效逐步显现。同时公司实施了成功的营销策略和品牌策略，建立和完善了省一级的营销分支机构，强化了对市场的运营和掌控能力。2010年，公司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，还包括战略供应商、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。另外，公司在

产品品质上，继续追求质量一致性，给广大消费者带来高品质的消费感受；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。

图表 29 青岛啤酒企业文化



资料来源：公司网站，日信研究

为了青岛啤酒将来更稳健的发展，青岛啤酒董事长金志国考虑在自己任期内争取建立股权激励制度，但公司高管能够获得的股权比例现在仍难以确定。根据国资委早前颁布的《国有控股上市公司（境内）实施股权激励试行办法》，国有控股上市公司任何一名激励对象通过全部有效的股权激励计划获授的本公司股权，累计不得超过公司股本总额的1%，经股东大会特别决议批准的除外。

近年来华润雪花超越青岛啤酒成为国内啤酒销量冠军，2009年两者市场占有率差距由4.58%进一步拉大到5.88%，这一态势让公司管理层感到不小的市场份额压力。青岛啤酒考虑建立股权激励制度，主要是为了吸引更多高管在内的优秀人才，加快企业的发展壮大。

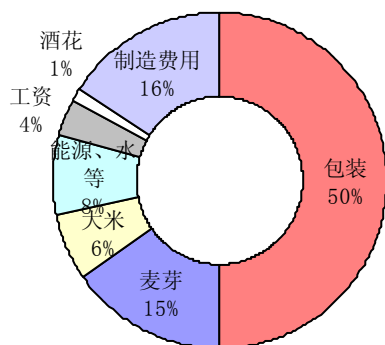
3.4. 成本：青岛啤酒包装物成本占比较高，受大麦涨价压力较大

包装物、大麦、啤酒花等是啤酒企业的主要生产成本。公司的进口大麦占公司采购量的25%左右，“青岛”啤酒主品牌以前全部使用进口大麦，现在用进口大麦的比例为50%左右。公司进口大麦主要从澳大利亚、加拿大等国际市场采购。根据我们对行业的判断，2010年国际大麦价格仍将保持在较低价位，不确定性因素在于受恶劣天气影响，我国西北大麦主产区受到不同程度影响，国内大麦价格在今年三季度之后可能会保持上涨趋势。另外，铝材、玻璃等包装物价格上涨也会对公司构成一定的成本上升压力。

从成本构成来看，青岛啤酒包装物成本占比较高。青岛啤酒包装物占50%，而燕京啤酒仅占28%，主要原因在于二者在全国生产布局不同，并且区域市场占有率差异较大，引起啤酒瓶回收利用的差异。

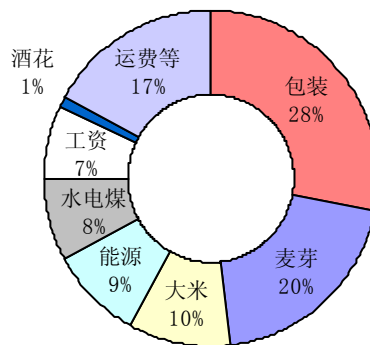
青岛啤酒产能目前在全国主要分布于山东、华南、华东、东南、华北5个区，分布较为零散，并且各个区域的市场占有率相对不高，不利于啤酒瓶回收。而燕京啤酒在全国市场集中，北京和广西的市场占有率均超过70%，内蒙的市场占有率也在50%左右，啤酒瓶回收利用率较高，所以包装物成本占比较小。但长远来看，随着青岛啤酒在山东和华南市场占有率的提升，以及“1+1”品牌的进一步整合，包装物成本占比有望下降。

图表 30 青岛啤酒成本构成



数据来源：公司年报，日信研究

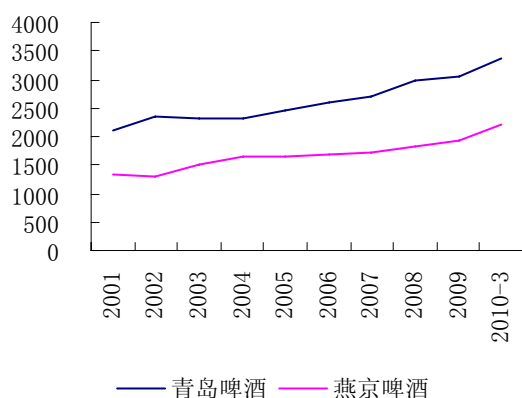
图表 31 燕京啤酒成本构成



数据来源：公司年报，日信研究

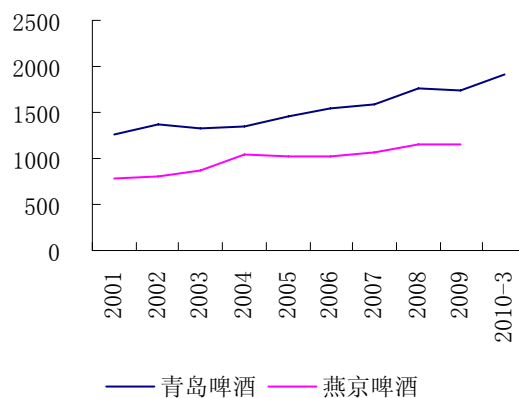
受啤酒大麦采购方式的不同，如果年内啤酒大麦价格上涨幅度较大，对青岛啤酒的不利影响将大于燕京啤酒。受2008年大麦价格大起大落的影响，青岛啤酒改变以往一年采购一次大麦的做法，改为减少大麦库存，随行就市的原则。而燕京啤酒仍然采取一年采购一次大麦的做法，2010年的大麦成本已经在2009年第三季度锁定在220美元/吨左右。

图表 32 青啤吨酒价格2010Q1高于燕啤52.1%



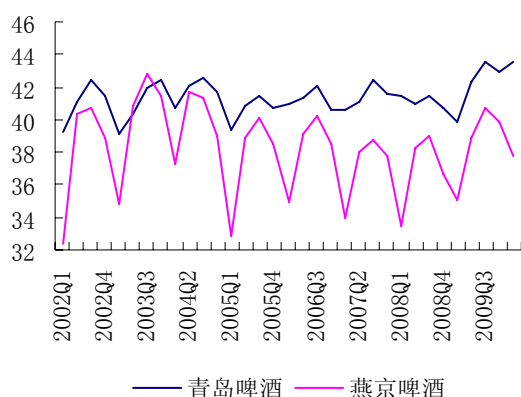
数据来源：公司年报，日信研究

图表 33 青啤吨酒成本2009年高于燕啤51.2%

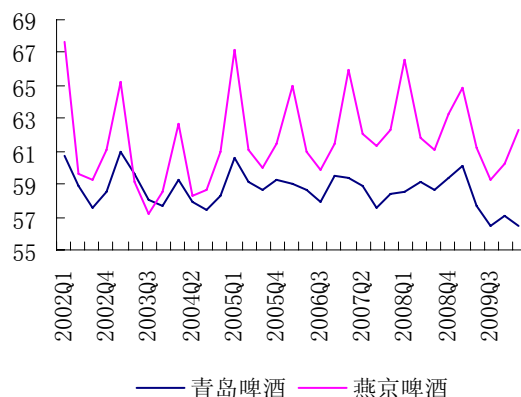


数据来源：公司年报，日信研究

图表 34青啤毛利率2007年以来高于燕啤4.2%



图表 35青啤销售成本率2007年以来低于燕啤4.2%



数据来源：公司年报，日信研究

数据来源：公司年报，日信研究

4、盈利预测及估值

4.1. 盈利预测前提和假设

- 1、公司2010年~2012年青岛品牌啤酒销量分别同比增长18.3%、17.1%和16.5%;
- 2、公司2010年~2012年山水、汉斯和崂山品牌啤酒销量分别同比增长1.0%、2.0%和3.0%;
- 3、公司2010年~2012年其他品牌啤酒销量保持不变;
- 4、公司2010年~2012年啤酒均价小幅提升,分别同比增长5.1%、5.9%和5.8%;
- 5、公司2010年~2012年啤酒业务的毛利率分别为43.1%、42.8%和42.1%。
- 6、公司各项费用率保持稳定,消费税率和所得税率保持稳定。

4.2. 营业收入预测

表格 6 盈利预测假设表(万千升、百万元)

	2005	2006	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	10020	11833	13709	16023	18026	20760	24189	28304
青岛品牌销量	133	163	193	240	295	349	409	476
同比增长	13.68%	22.56%	18.40%	24.35%	22.92%	18.30%	17.10%	16.50%
二线品牌销量	136	182	229	264	261	264	269	277
同比增长	49.45%	33.82%	25.82%	15.28%	-1.14%	1.00%	2.00%	3.00%
其他品牌销量	139	109	83	34	35	35	35	35
同比增长	-14.7%	-21.6%	-23.9%	-59.0%	2.94%	0.00%	0.00%	0.00%
总销量	408	454	505	538	591	648	713	788
吨酒价格	2456	2606	2715	2978	3050	3206	3395	3592
同比增长	5.69%	6.13%	4.16%	9.71%	2.41%	5.10%	5.90%	5.80%
毛利率	40.68%	40.55%	41.63%	40.66%	42.94%	43.10%	42.80%	42.10%
营业成本	5944	7035	8002	9509	10285	11812	13836	16388

数据来源：公司年报，日信研究

4.3. 利润表预测

表格 7 利润预测表 (百万元)

	2008	2009	2010E	2011E	2012E
一、营业收入	16023	18026	20760	24189	28304
减：营业成本	9509	10285	11812	13836	16388
营业税金及附加	1424	1547	1775	1911	2066
营业费用	2972	3484	3959	4531	5245
管理费用	902	998	1133	1304	1526
财务费用	46	63	-10	0	20
资产减值损失	179	68	60	55	50
加：公允价值变动收益	25	-2	-	-	-
投资收益	-27	10	10	20	20
二、营业利润	989	1589	2041	2573	3029
加：营业外收入	155	213	245	286	334
减：营业外支出	35	63	73	85	99
三、利润总额	1108	1739	2214	2774	3265
减：所得税费用	374	440	560	702	826
四、净利润	734	1299	1654	2072	2439
归属母公司净利润	700	1253	1609	2026	2399
少数股东损益	34	46	45	46	40
五、每股收益 (元)	0.54	0.95	1.19	1.50	1.78
股本 (百万股)	1351	1351	1351	1351	1351

数据来源：公司年报，日信研究

4.4. 估值及投资建议

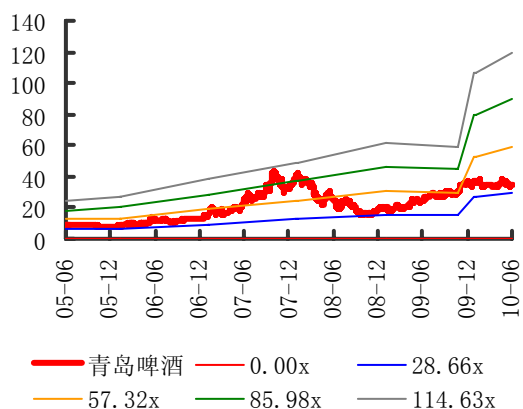
我们根据2010年6月1日收盘价计算，公司2010~2012年动态PE分别为29.3倍、23.3倍、19.7倍，对重点食品饮料公司与青岛啤酒市盈率进行比较，发现青岛啤酒的市盈率在同类上市公司中处于较高水平。但考虑到公司在行业中的龙头地位、青岛啤酒的品牌价值、未来公司市场占有率的提高，我们认为给予公司2011年30倍市盈率比较合理，合理价位为45元。

表格 8 重点食品饮料公司盈利预测和估值表

公司简称	EPS (元)			PE (倍)		
	2009	2010E	2011E	2009	2010E	2011E
燕京啤酒	0.52	0.78	0.92	38.69	25.79	21.87
惠泉啤酒	0.31	0.40	0.49	38.32	29.70	24.24
贵州茅台	4.57	5.59	6.76	28.87	23.60	19.52
五粮液	0.85	1.25	1.56	29.96	20.38	16.33
张裕 A	2.14	2.66	3.48	34.72	27.93	21.35
双汇发展	1.50	1.87	2.20	33.65	26.99	22.95

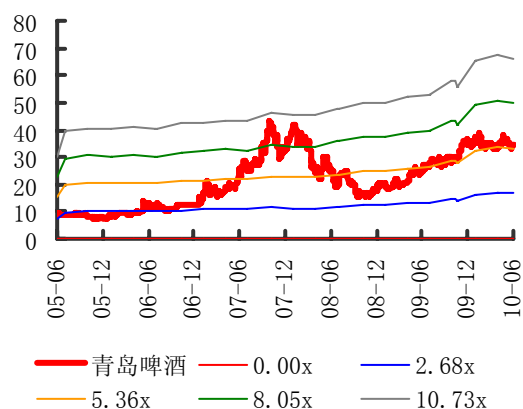
数据来源：公司公告，日信研究

图表 36 青岛啤酒历史PE



数据来源: wind, 日信研究

图表 37 青岛啤酒历史PB



数据来源: wind, 日信研究

5、风险提示

- 1、啤酒行业竞争加剧，公司二线品牌销量下滑；
- 2、大麦价格上涨过快，增加公司营业成本；
- 3、征收消费税给啤酒行业带来短期冲击。

投资评级说明

公司投资评级:

以报告日后的6-12个月内, 证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准, 定义如下:

买入 (Buy): 相对强于市场表现20%以上;

增持 (outperform): 相对强于市场表现5% ~ 20%;

中性 (Neutral): 相对市场表现在-5% ~ +5%之间波动;

减持 (underperform): 相对弱于市场表现5%以下。

行业投资评级:

以报告日后的6-12个月内, 行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准, 定义如下:

看好 (overweight): 行业超越整体市场表现;

中性 (Neutral): 行业与整体市场表现基本持平;

看淡 (underweight): 行业弱于整体市场表现。

免责声明

本研究报告由日信证券有限责任公司研究部撰写, 研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则, 以合法渠道获得这些信息, 尽可能保证可靠、准确和完整, 但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据, 不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证, 无论是否已经明示或者暗示。日信证券有限责任公司研究所将随时补充、更正和修订有关信息, 但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。

本报告版权仅为日信证券有限责任公司研究部所有, 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。如引用发布, 需注明出处为日信证券研究部, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

日信证券有限责任公司研究部对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。