

规模利润兼备的行业龙头

研究结论

- **啤酒行业，从量变到质变：**中国啤酒行业经过数年的高速增长后，目前处在稳定增长期，我们预计未来 5 年行业在数量上仍能维持 5%左右的增速。更值得期待的是行业结构的提升带来的吨酒价格提高，一是普通啤酒纯生化；二是部分品牌高端化
- **从美国的历史经验来看：只有行业集中度提高到一定程度后，啤酒价格尤其是企业的利润率才会有明显提高。**美国啤酒行业 CR4 集中度达到 85%之前，税前利润率基本在 9%以下，在 1996 年之后，伴随着其集中度提高到 90%左右的是行业利润率提高到 12%以上。我们预计在未来 5 年中国啤酒行业或将决定最后的座次排名，2017 年，我国啤酒行业 CR4 将达到 89.5%，行业集中度接近美国，届时行业利润率水平也将明显提高
- **竞争初期的规模可能较利润更重要：**美国 Anheuser-Busch 前期重规模轻利润的做法最终使其牢牢占据行业第一，我们发现青啤近年战略有所调整，其更注重市场占有率的做法也契合了我们对啤酒行业判断，
- **青岛啤酒“1+3”品牌策略和“双轮驱动”战略受益行业升级：**一方面主品牌定位高端、毛利率较高，是消费者认可度最高的啤酒品牌，以此主攻中高端市场将保障公司利润；另一方面 3 大二线品牌今年加强营销力度，增速明显高于前几年，未来公司将依靠二线品牌抢夺市场，通过自建、收购扩大公司产能和规模，提高市占率，最终实现数量、价格和利润的提升。

估值与投资建议

我们预计公司在 2011 - 2013 年可实现 EPS 分别为 1.39、1.61、1.87 元。我们看好公司的长期前景：1) 在啤酒行业集中度进一步提高后，行业整体尤其是龙头企业的利润率将逐步提高；2) 公司较早的进入高端市场，随着消费升级，未来主品牌和纯生等高端品种的销量占比将继续提高，从而提升盈利水平。通过中美行业比较，我们认为目前阶段公司规模比利润更重要，故按照 2.5 倍 PS 计算出公司合理股价为 45 元，对应 2011、2012 年的 PE 分别为 32、28 倍，上调公司评级至买入。

风险提示：销量增速低于预期风险；食品安全问题



东方证券
ORIENT SECURITIES

证券分析师

徐卫

021-63325888-6093

xuwei1@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860210080004

施剑刚

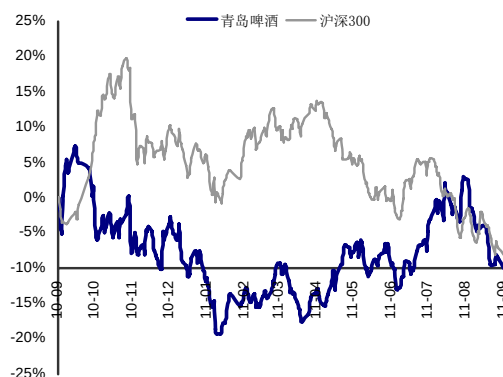
shijiangang@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860210020003

投资评级 **买入** 增持 中性 减持 (上调)

股价 (2011 年 9 月 13 日)	33.99 元
目标价格	45.00 元
总股本/A 股 (亿股)	13.5
A 股市值 (亿元)	459
国家/地区	中国
行业	食品饮料
报告发布日期	2011 年 9 月 14 日

股价表现



资料来源：WIND

财务预测		单位：百万元			
主要财务指标	2010	2011E	2012E	2013E	
营业收入	19898	24298	27853	31927	
同比(%)	10%	22%	15%	15%	
归属母公司净利润	1520	1874	2180	2528	
同比(%)	21%	23%	16%	16%	
毛利率(%)	44%	44%	44%	44%	
ROE(%)	16%	17%	17%	17%	
每股收益(元)	1.13	1.39	1.61	1.87	
P/E (倍)	33.1	26.9	23.1	19.9	
P/B (倍)	5.2	4.5	3.9	3.3	

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

目 录

啤酒行业：从量变到质变	3
量增放缓 结构提升值得期待	3
提高集中度是前提：中美路径比较	5
青岛啤酒：稳健扩张的龙头.....	8
从“做大做强”“做强做大”到“双轮驱动”.....	9
成本影响有限	12
盈利预测和投资建议	13
盈利预测	13
估值和评级.....	15
风险因素	17

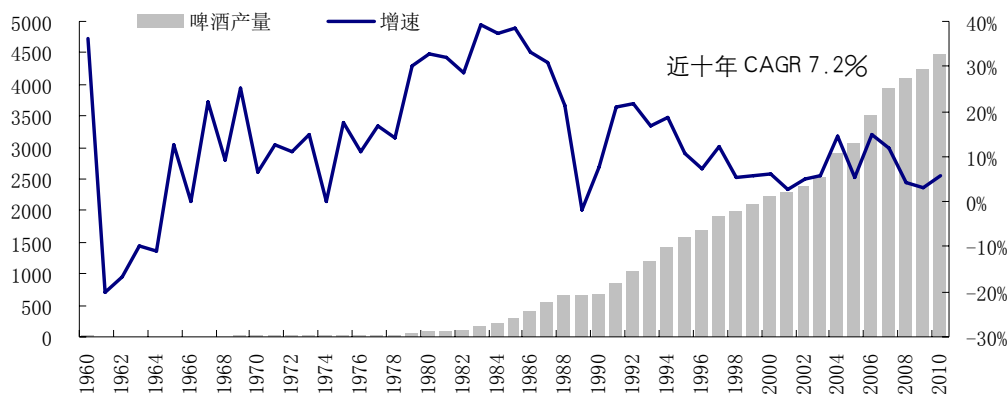
啤酒行业：从量变到质变

量增放缓 结构提升值得期待

中国啤酒行业经过数年的高速增长后，目前处在稳定增长期，近十年啤酒产量复合增长率为 7.2%，已明显低于此前二十年 19% 的复合增速。

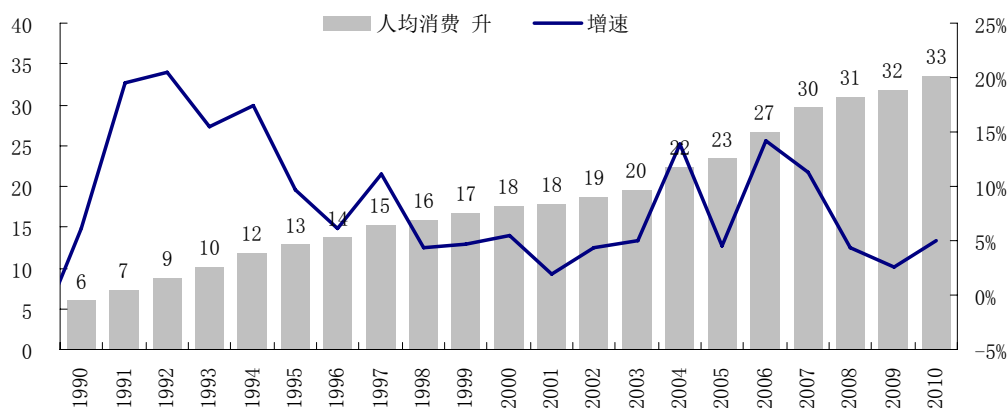
从啤酒需求来看，我国人均啤酒消费已经和世界平均水平持平，但和欧美发达国家相比仍有较大的差距，例如德国、英国等欧洲国家人均啤酒消费超过百升，亚洲国家中日本和韩国的人均水平也超过 40 升。从分省市的数据看，我国仍有近 20 个省份人均啤酒消费低于全国平均的 33 升，其中以中西部省市为主。我们预计未来 5 年行业在数量上仍能维持 5% 左右的增速。

图 1 我国啤酒产量增速已经放缓



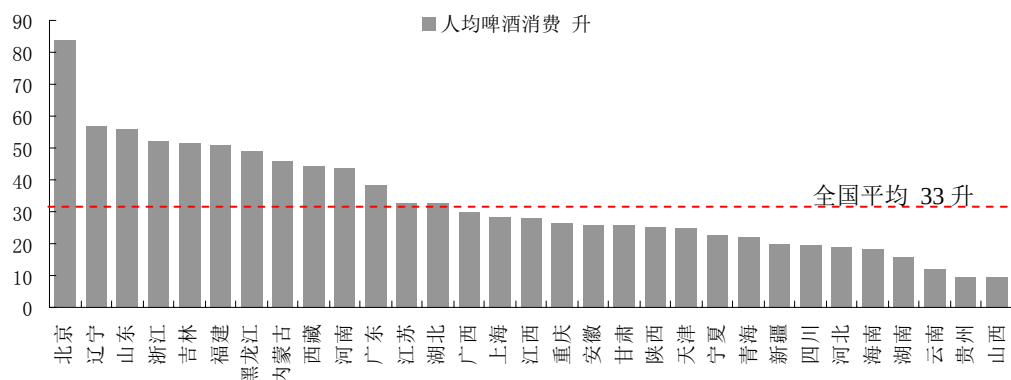
资料来源：统计局 东方证券研究所

图 2 我国人均啤酒消费增速已经放缓



资料来源：统计局 东方证券研究所

图3 分省人均啤酒消费来看，中西部城市仍有上升空间



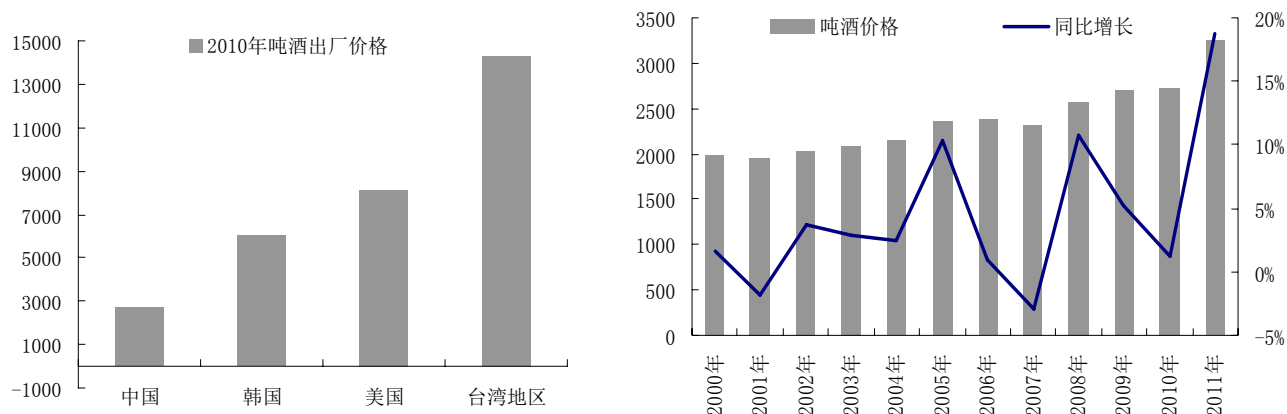
资料来源：统计局 东方证券研究所

在量的增长放缓后，啤酒行业未来的增长来自于吨酒售价的提高，主要体现在产品结构和销售渠道的升级。而产品升级主要是两方面：一是普通啤酒纯生化；二是部分品牌高端化

纯生啤酒有着广阔的发展空间：从国际上看，日本纯生啤酒产量占啤酒总产量的比例由 1986 年的 43% 上升到目前的 95%；啤酒故乡德国纯生啤酒产销量已占全部产销量的 50%；美国纯生啤酒的市场份额则超过了 30%，而我国的纯生啤酒占比低于 5%。纯生啤酒的生产是建立在整个酿造、过滤、包装全过程对污染微生物严格控制的基础上，其特点体现在纯和生这两个字上。纯生啤酒通过严格的过程控制，实现了无菌酿造，杜绝了杂菌污染，保证了酵母的纯种发酵，使啤酒拥有最纯正的口感和风味。随着人均收入的提高和健康生活理念的深入人心，纯生啤酒在我国的占比将经历一个快速提高的过程，

高端啤酒方面：行业高端啤酒仍以外资品牌为主，虽然已经有青岛推出的奥古特、珠江啤酒的雪堡白啤酒等后来者，但其定价仍在 10-20 元左右，和外资品牌还有不小差距

图4 我国吨啤酒出厂价明显低于其他国家和地区

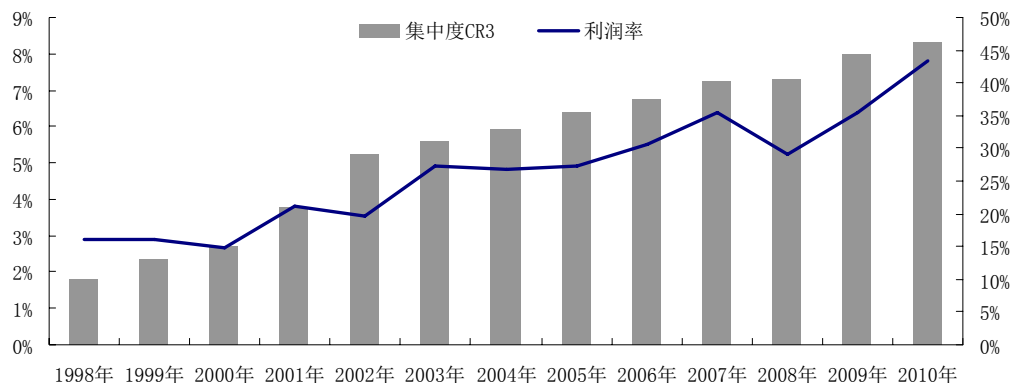


资料来源：酿酒工业协会 糖酒快讯 东方证券研究所

提高集中度是前提：中美路径比较

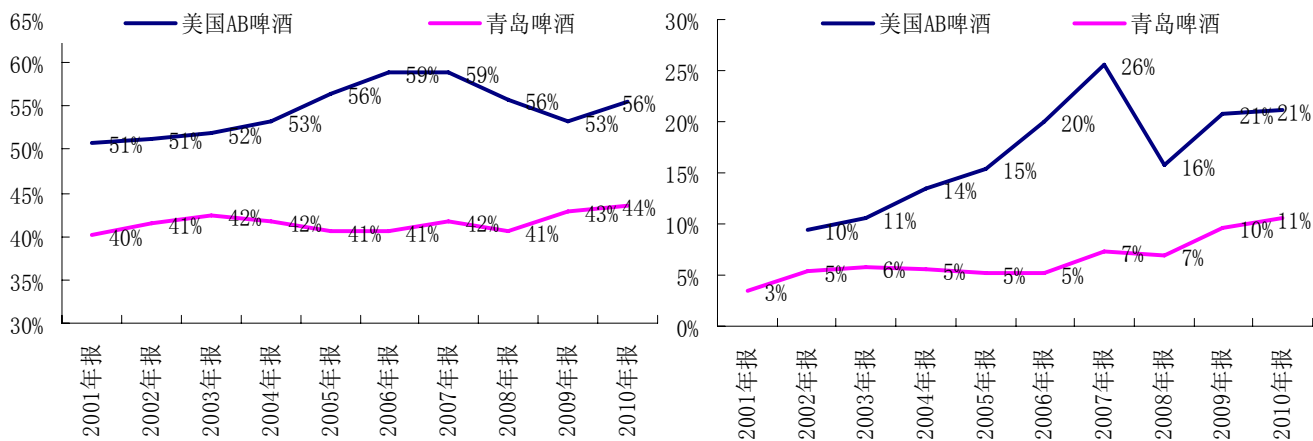
从美国的历史经验来看：只有行业集中度提高到一定程度后，啤酒价格尤其是啤酒企业的利润率才会有明显提高。我国啤酒行业利润率从1998年的2.7%提高到去年的7.8%的过程也说明了这一点，这一期间利润率的提高主要归功于前三大啤酒企业的市场占有率从10%提高到了46%，尽管如此，我国主要啤酒行业集中度和利润率水平仍有提高的空间。

图5 我国啤酒行业利润率水平和集中度同步提高



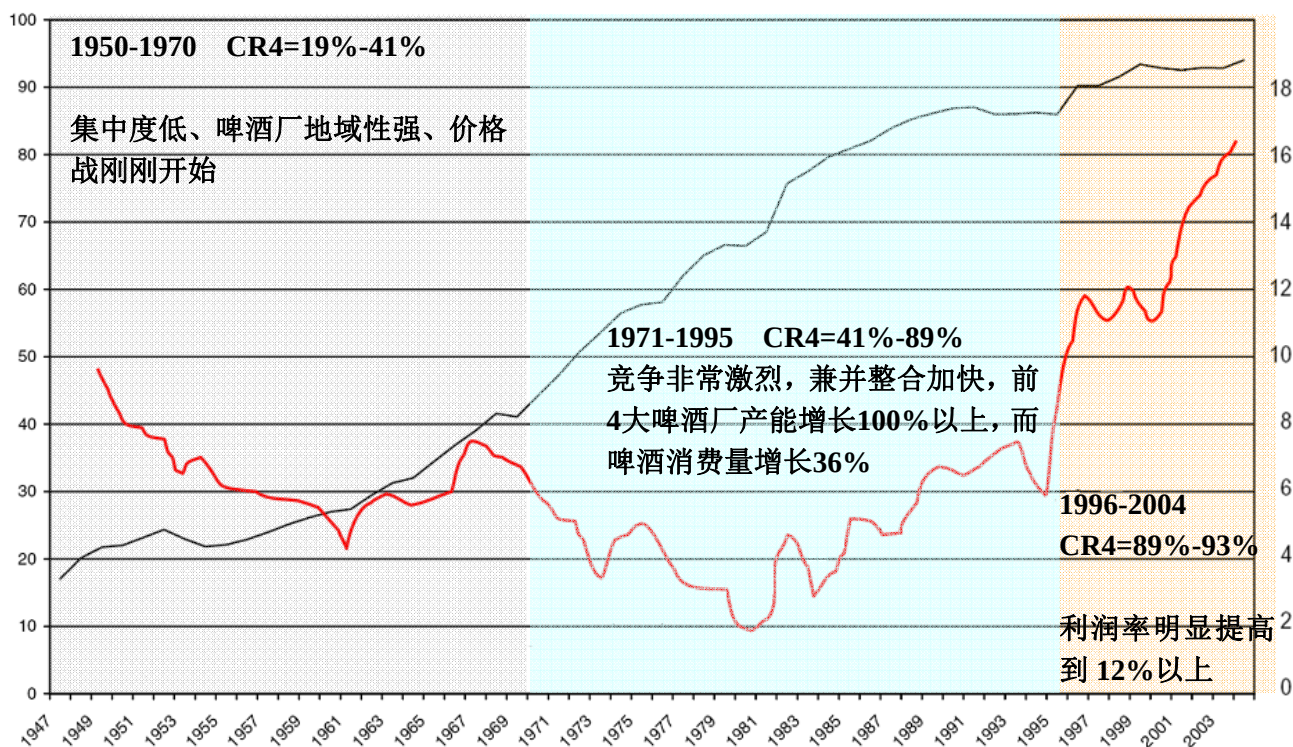
资料来源：统计局 东方证券研究所

图6 中美啤酒企业财务指标对比 毛利率（左图）税前利润率（右图）



资料来源：AB年报 公司资料 东方证券研究所

图7 美国啤酒行业 CR4 集中度（黑色线）和税前利润率（红色线）对比



资料来源：美国财政部 OECD， 东方证券研究所

美国啤酒行业发展主要分为三个阶段：（注：此处我们参考了哈佛商学院 MBA 案例教程相关内容）

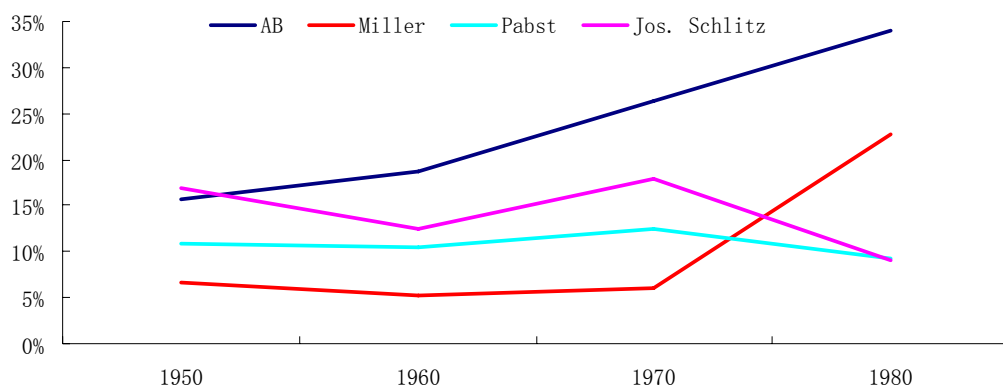
第一阶段：1950 年-1970 年，CR4=19%-41%：集中度低、不少啤酒厂偏安一隅，地域性较强。一些大的啤酒厂已经开始并购和扩建，竞争策略以价格战、广告战为主。

最值得关注的是 Anheuser-Busch 和 Jos. Schlitz 争夺第一，后者作为老牌美国第一大啤酒厂，在 50 年代初期及之前的大部分时间里都是销量冠军，但在 1953 年 1954 年失手负于 AB，它又在 1955 年和 1956 年重登宝座，这一阶段，双方争夺啤酒市场领导权的战争呈现一种胶着状态，这也正是任何战争的关键时刻。在争夺霸权的关键一役中，双方的力量是如此接近，以至于任何一方只要多花几百万美元的广告费，似乎就可以占据优势。乍看起来，双方费尽九牛二虎之力，不过在一两个百分点上拉锯而已，事实上，任何一点微弱的优势往往会逐渐扩大成为胜势。然而，就在这个关键的时候，Jos. Schlitz 的最高当局开始对这种消耗战感到不耐烦了，他们注意到了广告的直线上升，以及销售的停滞不前。“我们什么时候才能收回投资？”他们这样问。1957 年，AB 再次以 1.5 个百分点超出，从此一路领先，高居啤酒市场霸主的宝座，再也没有落后过。Anheuser-Busch 和 Jos. Schlitz 这场势均力敌的大搏斗，以 Jos. Schlitz 的全面崩溃告终。

第二阶段：1971-1995 CR4=41%-89%：竞争非常激烈，兼并整合加快，前几大啤酒厂产能增长 100%以上，而啤酒消费量仅增长 36%，在某些时期，因为价格很低，行业利润率水平创下了历史低谷，不过在前四大厂商集中度超过 70%后，行业利润率水平逐渐提高，一些差异化的产品此时也开始出现。

这一阶段最值得关注的 Miller 的崛起。1969 年 Philip Morris 入主 Miller 后彻底改变了这家公司的命运,其凭借 Philip Morris 强大的资金实力和明确、连贯的竞争战略迅速的从行业十几名到第二名。更值得一提的 Miller 在 1975 年推出了啤酒业划时代的新产品——淡啤酒,迎合世界性的减肥热和追求清淡食品的风尚,凭借这一产品公司的市占率从 1970 年的 6%到 1980 的 23%左右,也是因为先发制人,尽管 AB 公司在 2 年也推出了淡啤酒,但 Miller 公司在淡啤酒领域的地位已经很难撼动。

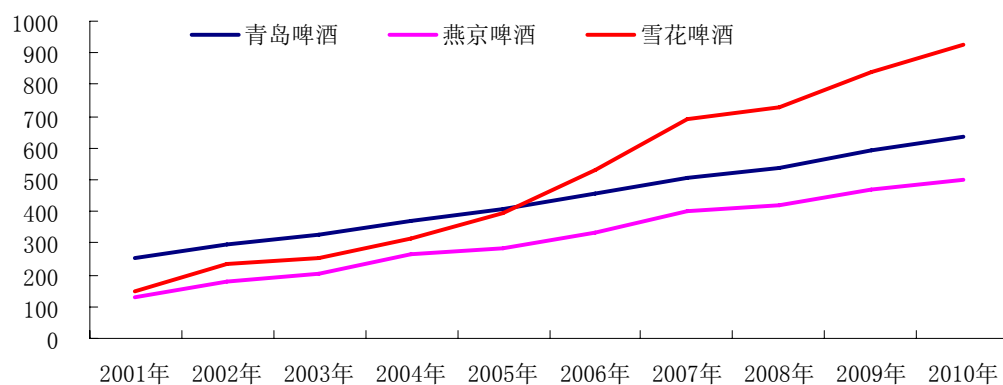
图 8 1950-1980 美国主要啤酒企业市场占有率变化



资料来源: 哈佛商学院 美国财政部 东方证券研究所

第三阶段: 1996-至今 CR4=89%-93%: 此时美国啤酒市场进入寡头垄断市场, 各啤酒公司利润率明显提高到 12%以上, 在国内需求量几乎没有增长的情况下, 啤酒巨头进入新兴市场寻求新的增长点。

图 9 主要啤酒公司的产量



资料来源: 公司资料 行业协会 东方证券研究所

对我国啤酒行业的启示:

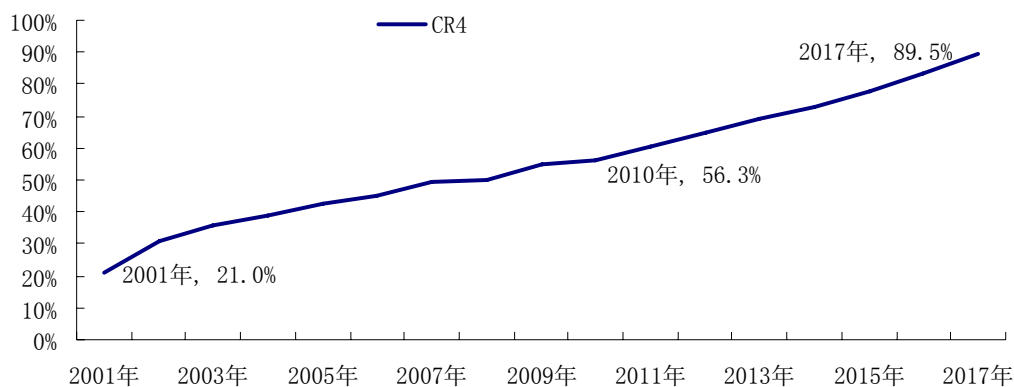
目前我国 CR4 接近 60%, 相当于美国 70 年代后期的水平。美国 CR4 的集中度从 20%提高到 60% 大约花了近 30 年时间, 而同样的我国花了约 11 年; 那么美国在之后又花了 20 年将 CR4 集中度提高到 90%, 我国可能需要的时间是 7 年。我们假设未来五年啤酒行业产量增速约 3%-5%, 增速

逐年递减，青岛、雪花啤酒产量增速超过 10%，燕京、百威英博增速在 7%-11% 之间，那么在 2017 年，我国啤酒行业 CR4 将达到 89.5%，行业集中度接近美国。这就意味着在未来 5-10 年中国啤酒行业将决定最后的座次排名，大概有 4、5 家企业可能成为最后的胜利者，行业利润率水平也将明显提高。

竞争初期的规模可能较利润更重要：Anheuser-Busch 前期重规模轻利润的做法最终使其牢牢占据行业第一，直至今日其市场占有率接近 50%，税前利润率超过 21%，远远甩开了竞争者。

创新是后来者居上的法宝，Miller 公司的崛起和淡啤酒在美国的流行紧密相关，作为第一个推出这一新产品的公司 Miller 成为后发制人的典范，以至于老牌的啤酒大王 Jos. Schlitz 在一年后推出淡啤酒时已经无法撼动 Miller 公司的地位，其在失去第一的座次后又一次丢掉了第二的座次

图 9 中国啤酒行业集中度

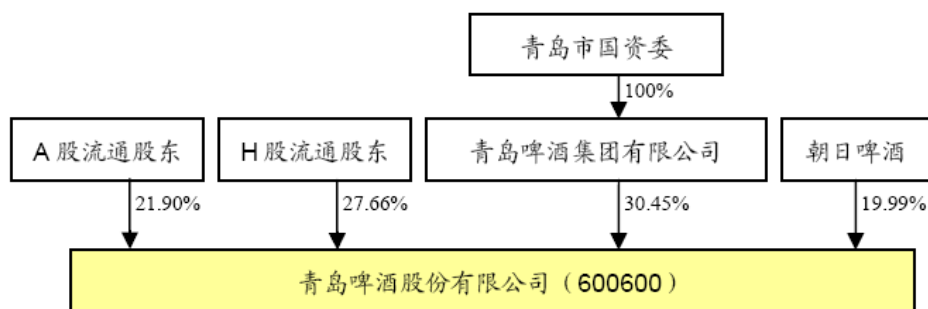


资料来源：公司资料 行业协会 东方证券研究所

青岛啤酒：稳健扩张的龙头

青岛啤酒前身青岛啤酒厂成立于 1903 年 8 月，已具有百年历史。目前，公司在国内 18 个省、市、自治区拥有 40 多家啤酒生产厂和麦芽生产厂，构筑了遍布全国的营销网络，基本完成了全国性的战略布局，啤酒生产规模、品牌价值、产销量、市场占有率、出口及创汇等多项指标均居国内同行业前列。

图 10 青岛啤酒股权结构



资料来源：公司资料 东方证券研究所

从“做大做强” “做强做大”到“双轮驱动”

从公司 1993 年上市至今，我们可以将公司的发展分为两个阶段，

1993-2001 年，做大做强的阶段：在这一阶段，青啤以“做大做强”及“低成本收购”作为整个收购策略的蓝图及核心，因此为了能在短时间内进占更大的市场，因此不得不实施“低成本收购”。截至 2003 年，青啤的并购中有 42% 属于破产收购。2001 年，虽然青岛已占有市场 11%，但仅在低档的大众市场的亏损已达到 7 千多万元。

2001 年至今，以金志国接任青啤为起点，公司的营运战略，由“做大做强”改变为“做强做大”，主要是减慢收购速度以进行内部的整合，主要的措施有

(1) 架构重组：未重组前，青啤的子公司每个都是独立的营运单位，同一地区内的子公司的营销范围没有清晰的划分，各自有销售网络和行政单位，造成资源重叠和浪费。青啤于是组建 8 个事业部，把全国的子公司按区域收归各事业部，划小范围管理，统一产供销、市场及行政管理，共同使用运输、分销等系统以实现资源优化配置，节省人手及成本。在事业部制度的区域管理和 ERP 信息系统的基础上，青啤成立了仓储调度中心，对全国市场区域的仓储活动进行重新规划。2002 年，青啤和招商局成立合作物流公司，全面接管青啤的物流业务，让青啤能从不擅长的领域里抽身。青啤将物流外包的结果是一年节约 1000 万元，而且青岛啤酒运往外地的速度也提高了 30%。

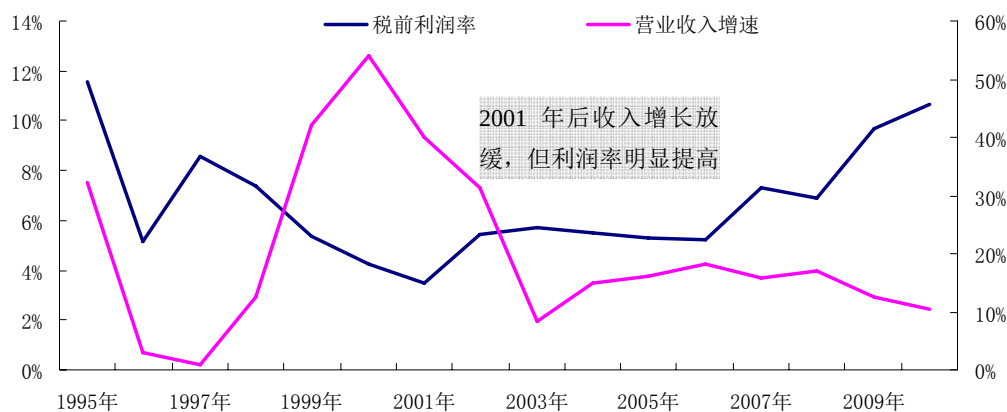
(2) 品牌重组：经过一轮疯狂收购后，青啤旗下的品牌增至 40 多个，有鉴于此，青啤进行品牌重组，地方品牌逐步淘汰，自此确立了重点发展“1+3”品牌的战略，青岛和其他三大副品牌（山水、崂山和汉斯）的销量和占比逐渐提高。

(3) 增减子公司的股权：自 1994 年收购扬州啤酒厂以后，青啤 9 年来先后兼并了 40 多家啤酒企业，但却是 1/3 盈利、1/3 持平、1/3 亏损。为增加盈利，减少开支，青啤增持了一些表现较好的子公司的股权。而减持表现较差的，甚至注销它们。

注：以上参考了成都商报《郎咸平：国企改革新模式 青啤的职业经理人制度》

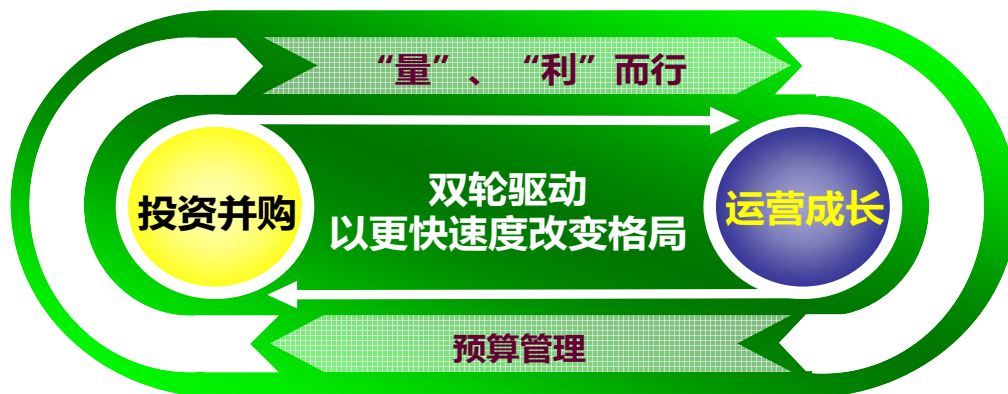
2011 年公司确定的新年度工作方针就是“全力以赴开拓市场；全力以赴降低成本；全力以赴抓机遇，防通胀”，积极扩大企业规模，提高市场占有率。公司积极实施“双轮驱动”战略，推进全国市场的战略布局，年内在青岛、上海、福州、珠海等地相继启动了企业搬迁、扩建项目，并成功收购了山东新银麦啤酒有限公司、嘉禾啤酒公司太原啤酒厂，在石家庄动工兴建新啤酒厂等，进一步扩大了公司产能和规模，完善了公司在国内市场的布局，并强化了基地市场建设。可见在多年销量落后于雪花啤酒之后，青啤将市场占有率摆在了重要的位置上，

图 10 青岛啤酒历史财务比率变化



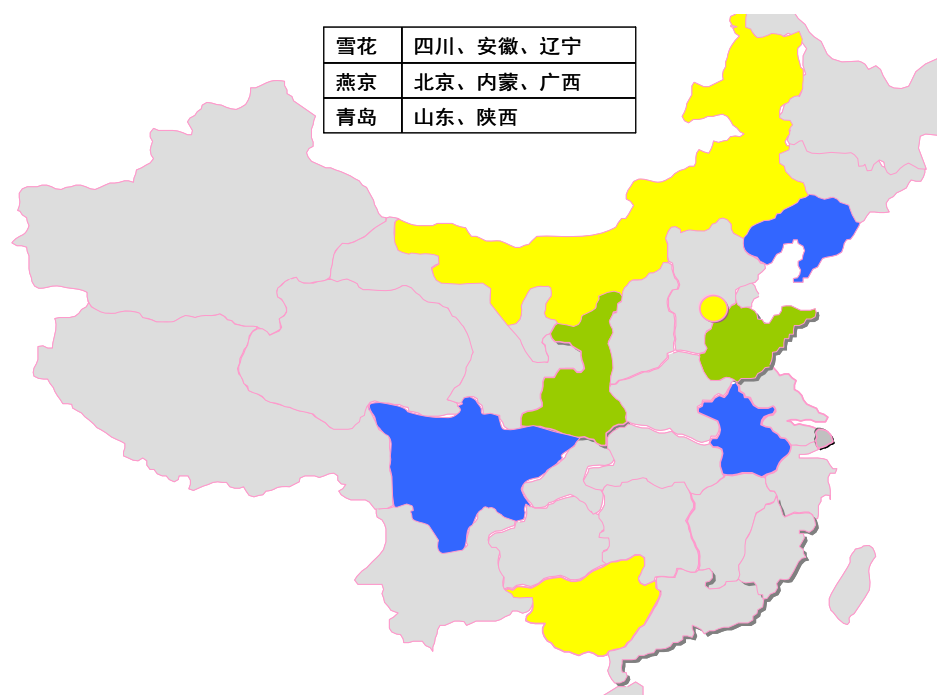
资料来源：公司资料 东方证券研究所

图 11 公司发展战略



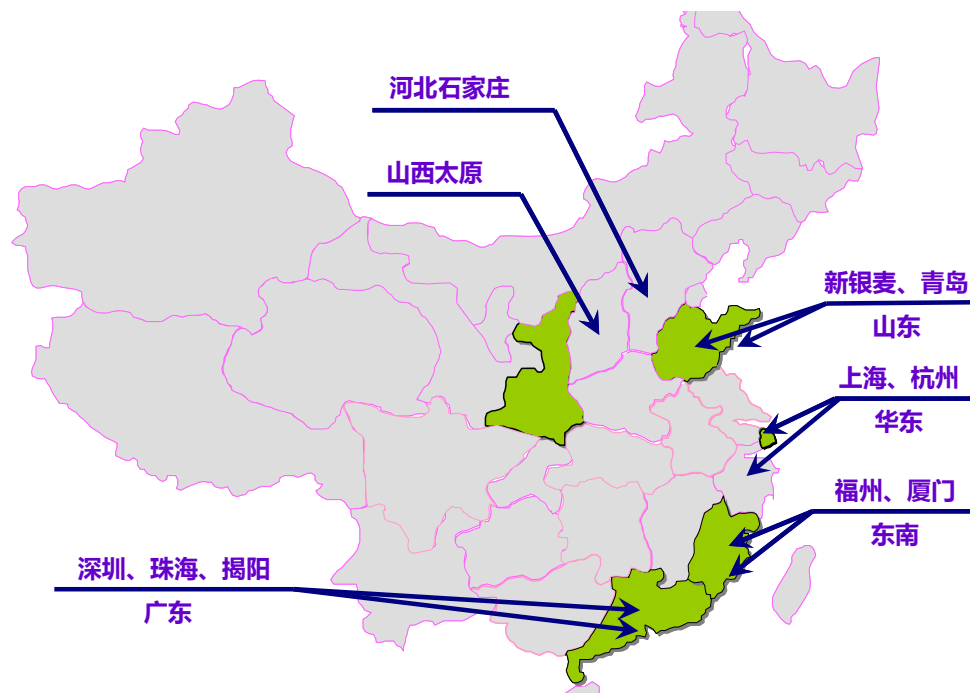
资料来源：公司资料 东方证券研究所

图 12 三大啤酒商的主要优势区域（占有率超过 50%）和分布图



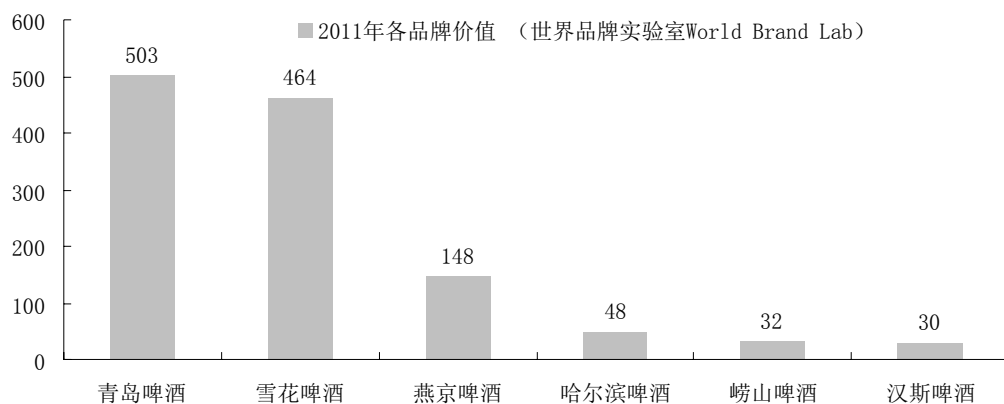
资料来源：公司资料 糖酒快讯 东方证券研究所

图 13 青啤公司产能扩张趋势



资料来源：公司资料 糖酒快讯 东方证券研究所

图 15 青岛啤酒或最受益产品结构升级



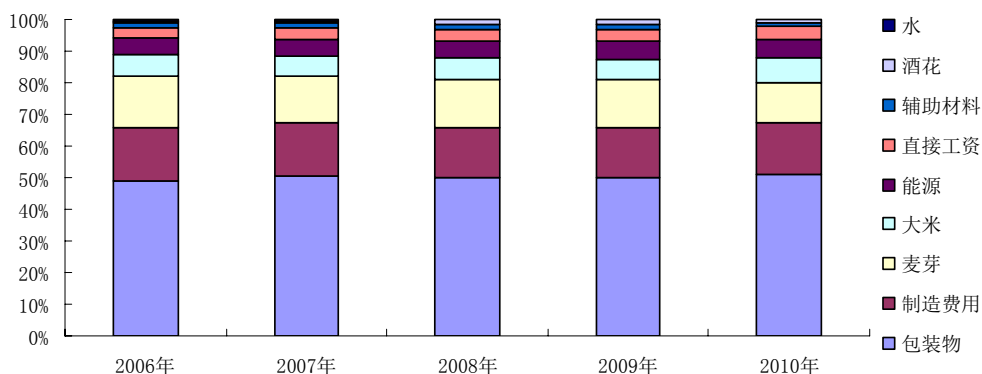
资料来源：世界品牌实验室 东方证券研究所

成本影响有限

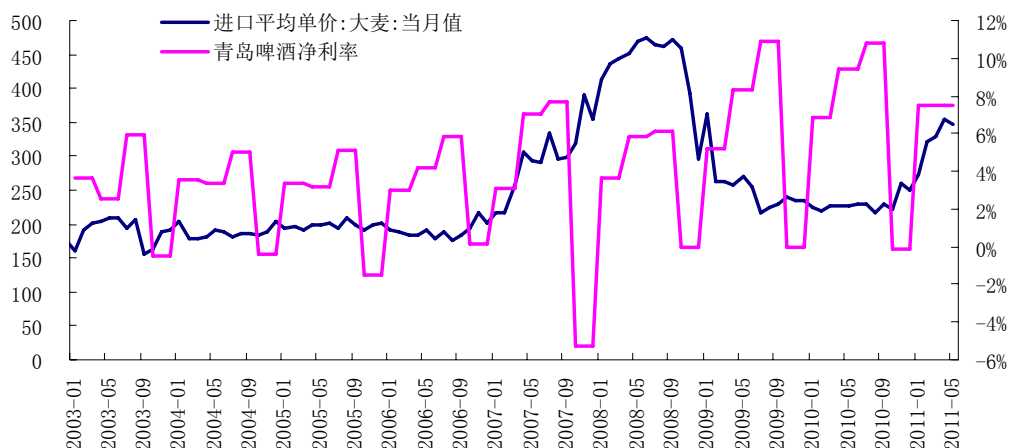
从青岛啤酒的生产成本构成来看，包装物占比一直稳定在 50%左右，其次是制造费用、麦芽和大米。短期来看，市场比较担忧的进口澳麦价格已经趋稳，虽然仍在高位，但再次大幅上涨的概率已经较小。我们假设澳麦价格从去年的 250 美元/吨上涨至今年的 350 美元/吨，国内大麦价格涨幅 10%，按照公司 55%的国外大麦使用比例来计算，实际上对应的公司今年大麦成本仅上升约 2.9%。今年一季度主要品牌产品均小幅提价应该可以覆盖大部分的成本涨幅。

从历史来看，2007、2008 年澳麦价格的大幅上涨并未对整体盈利产生太大的影响，2006-09 年青岛啤酒净利率分别为 3.7%、4.1%、4.4%、7%，当然短期内还是会受到成本挤压，例如在下图中不难看到 2007 年四季度净利率为历史最低的-5%，主要是因为成本滞后上涨而价格在淡季没有提价。

图 16 青岛啤酒各项成本占比



资料来源：公司资料 东方证券研究所

图 17 青岛啤酒净利率受大麦价格影响不大


资料来源：公司资料 东方证券研究所

盈利预测和投资建议

盈利预测

我们的盈利预测主要基于以下假设：青岛啤酒主品牌 2011~2013 年增长 19%、15%、15%；对应的其他副品牌 2011~2013 年增长都为 10%；明显好于前几年零增长的态势，主要是公司开始重视规模，提高了副品牌的营销投入以及在主品牌提价的时候并未提高副品牌价格。这也使得我们假设未来几年公司吨酒售价涨幅略微小于成本涨幅

基于以上假设我们预计公司在 2011、2012、2013 年可实现 EPS 分别为 1.39、1.61、1.87 元，同比分别增长 23%、16%、16%。

表 1 主要的盈利预测假设

	2008	2009	2010	2011	2012	2013
主品牌						
销量（万千升）	242	295	348	414	476	548
增长率（%）		21.9%	18.0%	19.0%	15.0%	15.0%
吨酒价格（元/吨）	4000	4068	4167	4417	4461	4505
增长率（%）		1.7%	2.4%	6.0%	1.0%	1.0%
吨酒成本（元/吨）	2008	1973	1997	2117	2149	2181
增长率（%）		-1.8%	1.2%	6.0%	1.5%	1.5%
销售收入（百万元）	9680	12000	14500	18290	21244	24675
增长率（%）		24.0%	20.8%	26.1%	16.2%	16.2%
销售成本（百万元）	4860	5820	6950	8767	10233	11944
增长率（%）		19.8%	19.4%	26.1%	16.7%	16.7%

毛利率（%）	49.8%	51.5%	52.1%	52.1%	51.8%	51.6%
其他品牌						
销量（万千升）	296	296	287	316	347	382
增长率（%）		0.0%	-3.0%	10.0%	10.0%	10.0%
吨酒价格（元/吨）	2061	1946	1782	1800	1800	1800
增长率（%）		-5.6%	-8.4%	1.0%	0.0%	0.0%
吨酒成本（元/吨）	1511	1438	1427	1469	1484	1499
增长率（%）		-4.8%	-0.8%	3.0%	1.0%	1.0%
销售收入（百万元）	6101	5761	5114	5682	6250	6875
增长率（%）		-5.6%	-11.2%	11.1%	10.0%	10.0%
销售成本（百万元）	4472	4257	4094	4639	5154	5726
增长率（%）		-4.8%	-3.8%	13.3%	11.1%	11.1%
毛利率（%）	26.7%	26.1%	19.9%	18.4%	17.5%	16.7%
其他业务						
销售收入（百万元）	242	266	284	326	359	377
增长率（%）		9.7%	6.8%	15.0%	10.0%	5.0%
销售成本（百万元）	177	208	190	219	241	253
增长率（%）		17.4%	-8.7%	15.0%	10.0%	5.0%
合计						
销量（万千升）	538	591	635	730	824	930
增长率（%）		9.9%	7.4%	14.9%	12.8%	12.9%
吨酒价格（元/吨）	2978	3050	3134	3329	3382	3434
增长率（%）		2.4%	2.7%	6.3%	1.6%	1.5%
吨酒成本（元/吨）	1767	1740	1769	1867	1898	1928
增长率（%）		-1.5%	1.7%	5.5%	1.7%	1.6%
销售收入（百万元）	16023	18026	19898	24298	27853	31927
增长率（%）		12.5%	10.4%	22.1%	14.6%	14.6%
销售成本（百万元）	9509	10285	11234	13624	15627	17923
增长率（%）		8.2%	9.2%	21.3%	14.7%	14.7%
毛利率（%）	40.7%	42.9%	43.5%	43.9%	43.9%	43.9%

资料来源：公司资料 东方证券研究所

表 2 敏感性分析 价格和销量对 2011 年 EPS 的影响

价格\销量	-3%	-2%	-1%	0%	1%	2%	3%
-3%	1.08	1.10	1.11	1.12	1.13	1.14	1.16
-2%	1.17	1.18	1.20	1.21	1.22	1.23	1.25
-1%	1.26	1.27	1.28	1.30	1.31	1.33	1.34
0%	1.34	1.36	1.37	1.39	1.40	1.42	1.43
1%	1.43	1.45	1.46	1.48	1.49	1.51	1.52

2%	1.52	1.53	1.55	1.57	1.58	1.60	1.61
3%	1.60	1.62	1.64	1.65	1.67	1.69	1.71

资料来源：公司资料 东方证券研究所

表 3 敏感性分析 价格和成本对 2011 年 EPS 的影响

价格\成本	-3%	-2%	-1%	0%	1%	2%	3%
-3%	1.34	1.27	1.19	1.12	1.05	0.97	0.90
-2%	1.43	1.36	1.28	1.21	1.13	1.06	0.99
-1%	1.52	1.45	1.37	1.30	1.22	1.15	1.07
0%	1.61	1.54	1.46	1.39	1.31	1.24	1.16
1%	1.70	1.62	1.55	1.48	1.40	1.33	1.25
2%	1.79	1.71	1.64	1.57	1.49	1.42	1.34
3%	1.88	1.80	1.73	1.65	1.58	1.51	1.43

资料来源：公司资料 东方证券研究所

估值和评级

我们对公司进行 DCF 估值，假设条件及结果详细见下表，最后得出青岛啤酒的每股内含价值为 45 元。

按照可比公司的估值来看，国内食品饮料相关公司股价对应 2011 年每股收益的平均 PE 为 54 倍，但考虑到其他异常值，可比公司燕京啤酒的 PE 为 22 倍，香港、韩国等其他市场相关公司 PE 估值为 25 倍，略微高于公司的 21 倍。从 PS 来看，公司仅 2 倍，低于国内大部分公司 2.2 倍平均水平，和其他市场的 1.8 倍估值基本持平。

我们看好青岛啤酒的长期前景：1) 在啤酒行业集中度进一步提高后，行业整体尤其是龙头企业的利润率将逐步提高；2) 公司较早的进入高端市场，随着消费升级，未来主品牌和纯生等高端品种的销量占比将继续提高，从而提升盈利水平。通过中美行业比较，我们认为目前阶段公司规模比利润更重要，故按照 2.5 倍 PS 计算出公司合理股价为 45 元，对应 2011、2012 年的 PE 分别为 32、28 倍，上调公司评级至买入。

表 4 主要估值假设

无风险收益率	4.5%	永续增长率 (%)	3%
风险溢价	6%	预测期现值合计 (百万元)	17923
贝塔值	0.91	永续期现值 (百万元)	38867
股权资本成本	10%	企业经营价值 (百万元)	56790
所得税率	25%	加：非核心资产 (百万元)	6756
债务资本成本	6%	减：债务价值 (百万元)	2256
目标权益比例	90%	少数股东权益比例 (%)	0.2%
目标债务比例	10%	权益价值 (百万元)	61174

WACC	9.4%	总股本(百万股)	1351
DCF 每股价值(元)	45		

资料来源：公司资料 东方证券研究所

表 5 敏感性分析 WACC 和增长率 g 对每股价值的影响

WACC/G	0.00%	0.50%	1.00%	1.50%	2.00%	2.50%	3.00%	3.50%	4.00%
8.50%	39.6	41.1	42.8	44.8	47.1	49.8	52.9	56.7	61.4
9.00%	37.0	38.3	39.8	41.4	43.4	45.6	48.1	51.2	54.8
9.50%	34.7	35.8	37.1	38.5	40.1	42.0	44.1	46.6	49.5
10.00%	32.7	33.6	34.7	35.9	37.3	38.8	40.6	42.7	45.0
10.50%	30.8	31.7	32.6	33.7	34.8	36.1	37.6	39.3	41.3
11.00%	29.2	29.9	30.7	31.6	32.6	33.8	35.0	36.5	38.1
11.50%	27.6	28.3	29.0	29.8	30.7	31.6	32.7	33.9	35.3

资料来源：公司资料 东方证券研究所

表 6 可比公司估值比较 除青岛啤酒外均为市场一致预期数据

	股价	总市值	EPS		PE		PB	PS
		亿	2010	2011E	2010	2011E	最新	最新
燕京啤酒	15.6	188	0.64	0.75	24.5	20.6	2.3	1.6
兰州黄河	9.3	17	0.55	0.25	17.0	37.2	3.0	2.3
珠江啤酒	14.9	101	0.14	0.16	106.5	93.2	3.2	3.2
啤酒花	12.4	46	0.11	0.13	116.0	95.5	11.6	4.2
惠泉啤酒	9.5	24	0.21	0.44	45.3	21.6	2.1	2.6
平均		75	0.33	0.35	61.9	53.6	4.4	2.2
其他市场								
金威啤酒	2.3	32	0.02	0.03	108.6	76.0	1.3	2.4
华润创业	34.6	875	2.37	1.10	14.6	31.5	2.7	1.0
百威英博	41.0	1529	2.53	3.76	16.2	10.9	2.7	2.6
嘉士伯公司	529	1391	35.10	39.91	15.1	13.2	1.3	1.3
麒麟控股	1130	22484	12	74	94.6	15.3	1.1	0.5
朝日啤酒	1656	11191	114	118	14.5	14.0	1.3	0.5
SABMiller	2337	702	1.53	2.20	25.1	23.0	2.9	4.0
波士顿啤酒	92	13	3.67	3.56	25.0	25.8	7.2	2.6
韩国海特啤酒	113500	21844	7274	7162	15.6	15.8	1.2	1.1
平均			827.3	822.8	36.6	25.1	2.4	1.8
青岛啤酒	34.4	465	1.39	1.61	24.8	21.3	4.1	1.9

资料来源：公司资料 wind 东方证券研究所

图 18 PE Bands 上市至今、2009 至今平均 PE 分别为 56、41 倍



资料来源：公司资料 东方证券研究所

风险因素

销量增速低于预期风险

从我们的敏感性测试中（表 2）不难看到销量每降低 1% 影响 EPS 约 0.02 元，我们预计未来 3 年公司总销量复合增长率约 13.9%，超过行业平均 6% 的水平，主要是基于公司重视规模和市占率的假设。销量的快速增长有赖于公司新建和并购两方面，但是我们发现今年前 7 月雪花啤酒频频出手收购，青啤几乎没有收购动作，主要靠新建、扩建产能，这可能使得未来存在下调青啤销量的风险。

食品安全问题

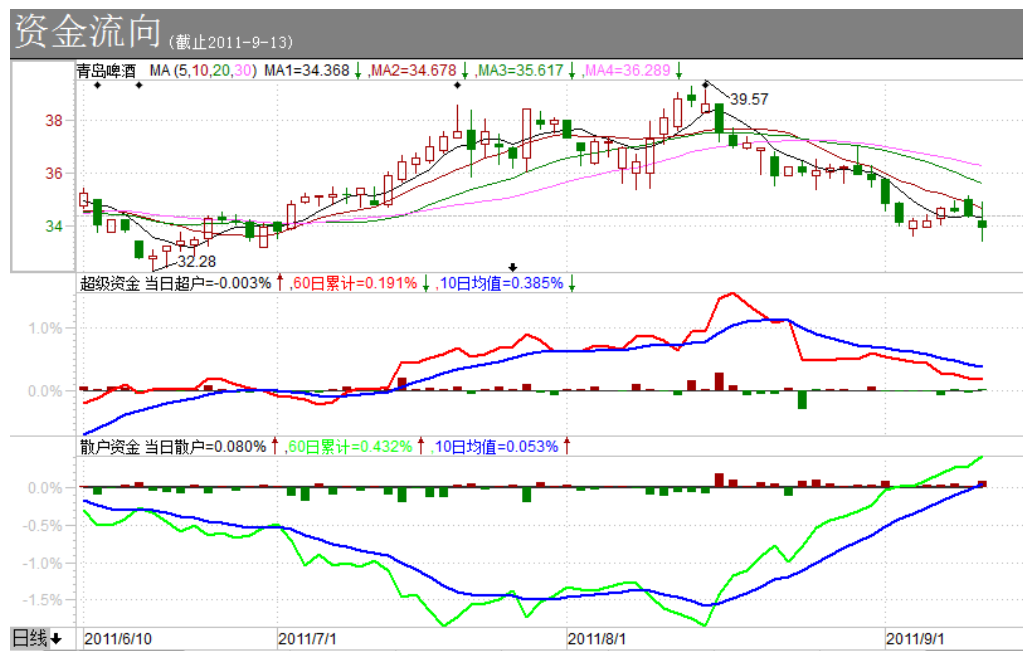
我们认为食品安全风险是食品饮料行业面临的主要风险。从近期出现的食品安全事件看，消费者和投资者往往会不计成本的抛弃出现问题的产品和股票，一旦出现食品安全问题，企业需要耗费大量的人力、财力和物力来恢复品牌形象。尽管公司拥有完善的食品安全保障体系，但部分小企业偶发的啤酒含甲醛风波、啤酒瓶老化成“炸弹”等问题可能引发消费者短期减少啤酒消费，青岛啤酒的经营业绩和股价也将不可避免受到较大的负面影响。

附表：财务报表预测与比率分析

	2010A	2011E	2012E	2013E		2010A	2011E	2012E	2013E
流动资产	9895	10076	11366	13251	营业总收入	19898	24298	27853	31927
现金	7598	6843	7540	9000	营业总成本	17972	21923	25104	28751
应收票据	13	15	17	20	营业成本	11234	13624	15627	17923
应收账款	90	100	114	131	销售费用	3918	4933	5598	6385
预付账款	50	596	725	951	管理费用	1079	1287	1473	1692
存货	1942	2316	2735	2868	财务费用	5	8	-4	-22
非流动资产	7882	8798	10344	11861	其他经营收益	10	8	8	8
长期投资	153	153	153	154	投资净收益	10	8	8	8
固定资产	5514	6220	7164	8212	营业利润	1936	2383	2756	3183
在建工程	283	441	671	769	营业外收入减支出	187	204	243	283
无形资产	1450	1678	1946	2254	利润总额	2123	2587	2999	3466
资产合计	17777	18874	21710	25111	减：所得税	539	647	750	867
应付项目	5802	6403	7500	8760	净利润	1584	1940	2250	2600
付息负债	1491	1119	991	978	少数股东损益	64	67	69	72
短期借款	196	0	0	0	归属母公司净利润	1520	1874	2180	2528
长期付息负债	1295	1119	991	978					
其他负债	765	37	48	52	成长能力				
负债合计	8057	7559	8539	9790	营业收入同比	10%	22%	15%	15%
所有者权益	9720	11315	13171	15322	EBITA 同比	17%	24%	15%	15%
实收资本	1351	1351	1351	1351	归属母公司净利润同比	21%	23%	16%	16%
资本公积	4017	4017	4017	4017	利润水平				
留存收益	4235	5828	7682	9830	销售毛利率	44%	44%	44%	44%
少数股东权益	117	119	121	124	销售净利率	8%	8%	8%	8%
负债和权益合计	17777	18874	21710	25111	整体绩效				
					ROE	16%	17%	17%	17%
经营活动现金流	3241	2233	3474	4267	ROIC	27%	27%	25%	26%
净利润	1584	1940	2250	2600	运营效率				
折旧摊销	559	633	727	836	应收账款周转率	218.2	256.5	260.5	260.5
营运资金变动	1110	-346	506	839	存货周转率	10.4	11.4	11.0	11.4
投资活动现金流	-1178	-1541	-2265	-2345	偿债能力				
资本支出	-948	-1726	-2169	-2289	流动比率	1.6	1.6	1.5	1.5
长期投资	9	7	7	7	速动比率	1.3	1.2	1.2	1.2
筹资活动现金流	184	-1447	-513	-461	EBITA / I	-274.7	401.9	-394.6	-125.3
短期借款	43	-196	0	0	资产负债率	45%	40%	39%	39%
长期借款	25	-176	-128	-13	每股指标				
普通股增加	0	0	0	0	EPS	1.13	1.39	1.61	1.87
资本公积	-178	0	0	0	每股净资产	7.11	8.29	9.66	11.25
其他	294	-1075	-385	-448	P/E	33.1	26.9	23.1	19.9
现金净增加额	2247	-755	697	1460	p/B	5.2	4.5	3.9	3.3

资料来源：东方证券研究所

附图：相关上市公司近期资金流向



注： 超级资金(>50 万股或 100 万元)：体现了超大户或者机构当日的净买卖方向；

散户资金(<1 万股或 5 万元)：体现了散户当日的净买卖方向；

当日净量：红柱为净买入，绿柱为净卖出，数值为当日净量占流通盘的百分比；

60 日累计：当日净量的 60 日累计值；

10 日均值：60 日累计线的 10 日平滑。

资料来源：益盟，东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本报告由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn