



“稳定”+“确定”带来底部回升

行业继续以“规模导向”为主，净利率缓慢提升

2001 年以来，啤酒市场发生了超过 80 次的兼并收购，集中度得以提高，CR4（销量）从 25% 提升至接近 60%，而同期行业利润率从 2.7% 上升至 8%。但相比美日，我国啤酒的行业集中度依旧不高，美国是在 80 年代行业集中度超过 70% 后，利润率才快速提升。此外，即使华润的产销量位于行业第一，但在市场份额方面并没有取得绝对优势（而百威在美国市场份额超过 50%），在市场上并不具备很强的议价能力，因此短期内，行业内几大企业还将以扩大规模为导向，挤压中小企业，这个过程中，企业提价多是因为成本推动，因此净利率的提升是个缓慢的过程。

假设：我国如果按照前四大企业平均每年销量 10%，而同期啤酒行业销量增长 5%，预计到“十二五末”，CR4 可达到 70% 以上，或许能迎来利润率行业整体性拐点。

2012 年成本整体下降，公司毛利率将有所提升

2011 年公司进口大麦平均成本在 350-360 美元/吨，较去年同期上涨了 40%，而 2011/12 季度，澳麦供应充足，离岸价格为 240 美元/吨，因此我们预计公司进口大麦（特别在旺季）价格下降的幅度较大。占公司营业成本 50% 以上包装材料，其中纸箱、玻璃瓶成本略有上涨，易拉罐成本略有下降，总体来说，明年整体成本一定能比今年有所下降。

兼并、自建两手抓，完成销量 1000 万千升

目前自建 1 万吨产能的啤酒厂仅需 2000 万元，建 1 个 10 万吨工厂，从破土动工开始只需要 10 个月时间。到年底公司产能可增加 300 万千升，2011 年末总产能达到 1100 万千升。目前产能利用率为 70%，为实现 2014 年销量 1000 万千升的目标，公司计划未来 3 年还将新增 200 万千升的产能，相比现在的扩产速度、以及 60 亿充沛的现金资源，这一目标实现起来较为容易。

盈利预测：按照公司“14 年实现销量 1000 万千升”计划，假设 11-13 年销量增速为 13%、12%、11%，考虑明年毛利率提升至 43.7%，预计 11-13 年 EPS 为 1.25 元、1.59 元和 1.89 元，12 年 PE 仅为 21 倍，维持“增持”评级。6 个月目标价 40 元。

预测和比率

	2010A	2011F	2012F	2013F
营业收入（百万）	19898	23185	26670	30540
营业收入增长率	10%	16.5%	15%	14.5%
净利润（百万）	1520	1691	2158	2552
净利润增长率	21%	11%	28%	18%
EPS（元）	1.125	1.25	1.59	1.89
P/E	30	27	21	18

请参阅最后一页的重要声明

青岛啤酒 (600600)

维持

增持

黄付生

huangfusheng@csc.com.cn

010-85130307

执业证书编号：S1440510120024

发布日期：2011 年 12 月 26 日

当前股价：33.64 元

目标价格 6 个月：40 元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

	1 个月	3 个月	12 个月
	-5.24/2.80	5.62/15.01	-1.99/20.24
12 月最高/最低价（元）			39.57/30.25
总股本（万股）			135098.28
流通 A 股（万股）			69591.36
总市值（亿元）			454.47
流通市值（亿元）			234.11
近 3 月日均成交量（万）			200.85
主要股东			
青岛啤酒集团有限公司			30.45%

股价表现



相关研究报告

11.10.27	毛利率维持稳定 销量增速放缓
11.08.16	扩张推动销量加速增长
11.03.31	“双轮驱动”继续演绎



目 录

2011 年销量和收入呈现加速上升.....	2
短期内行业仍以“规模导向”为主，净利率缓慢提升.....	2
青啤坚持“规模效应”和“结构优化”的增长之道.....	3
行业集中度低、产品价格弹性大阻碍吨酒盈利能力提升.....	4
成熟市场通过减少费用投入，达到盈利能力提升.....	5
未来营销仍以“体育”为主线，每年保持 20% 的市场投入.....	5
兼并、自建两手抓，完成销量 1000 万千升.....	6
盈利预测与估值.....	6

图 表

图 1：2001-2011 年 11 月啤酒行业产量及增速(万千升).....	2
图 2：2001-2011 年 11 月行业收入及增速.....	2
图 3：世界主要啤酒公司的 EBITDA 毛利率对比.....	3
图 4：澳大利亚悉尼港啤酒大麦平均离岸价格（美元/吨）.....	5
图 5：公司 2001 年以来的年度盈利指标走势.....	5
图 6：青岛啤酒与上证综指的市盈率走势及对比.....	7

表 1：美日中三国啤酒行业集中度和利润率指标对比.....	2
表 2：国内前三啤酒企业的优势市场.....	3
表 3：2010 年国内啤酒企业的盈利能力对比.....	4
表 4：青啤 2011 年扩张产能事件.....	6
表 5：国内外主要啤酒企业的市盈率及收入增长率.....	6

2011 年销量和收入呈现加速上升

今年 1-11 月份，啤酒行业完成销量 4613 万千升，整体增速达接近 10%，呈现前高后低的态势，主要由于上半年行业提价，经销商库存增加，下半年消化库存所致。但相比去年，今年的销量和收入都出现加速上升的态势，增速分别提升 3.5 和 12 个百分点。预计行业全年销量增速在 9%，青啤全年销量增速可以达到 12-13%。

图 1：2001-2011 年 11 月啤酒行业产量及增速(万千升)

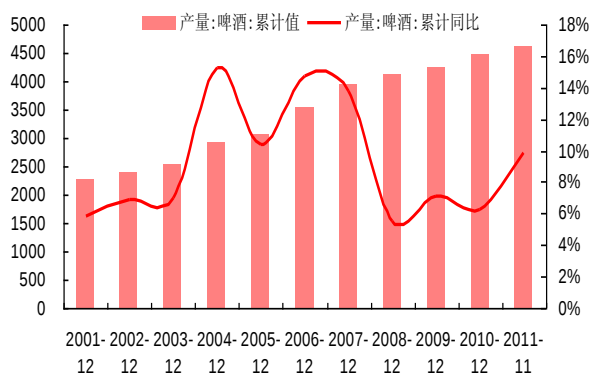
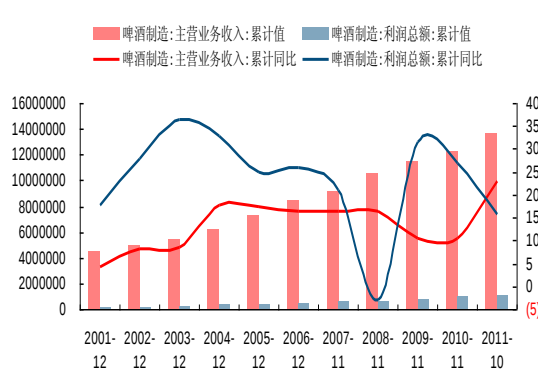


图 2：2001-2011 年 11 月行业收入及增速



资料来源：WIND, 中信建投研发部

但由于全年都遭受成本上涨的压力，行业利润总额为 106 亿元，同比增长 16%，但增速下降了 11 个百分点。

短期内行业仍以“规模导向”为主，净利率缓慢提升

啤酒产业是具有规模经济的产业，规模化和集团化是啤酒产业发展的必然趋势，资本并购、品牌变迁是必由之路。2001 年以来，我国啤酒市场发生了超过 80 次的兼并收购，集中度得以提高，CR4（销量）从 25% 提升至接近 60%，而同期行业利润率从 2.7% 上升至 8%。但相比美日，我国啤酒的行业集中度依旧不高，美国是在 80 年代行业集中度超过 70% 后，利润率才快速提升。此外，即使华润的产销量位于行业第一，但在市场份额仅为 21%，并没有取得绝对优势（而百威在美国市场份额超过 50%），在市场上并不具备很强的议价能力，因此短期内，行业内几大企业还将以扩大规模为导向，挤压中小企业，这个过程中，企业提价多是因为成本推动，因此净利率的提升是个缓慢的过程。

表 1：美日中三国啤酒行业集中度和利润率指标对比

国别	近 10 年啤酒增长率	企业数量	CR4	行业利润率	销量第一大啤酒商	2010 年市场份额
美国	-0.3%	20-25 家	91%	25%	百威英博	51%
日本	-2%	5 家	99%	8%	朝日啤酒 (ASAHI)	38%
中国	7%	500 家左右	57%	7.9%	华润雪花	21%

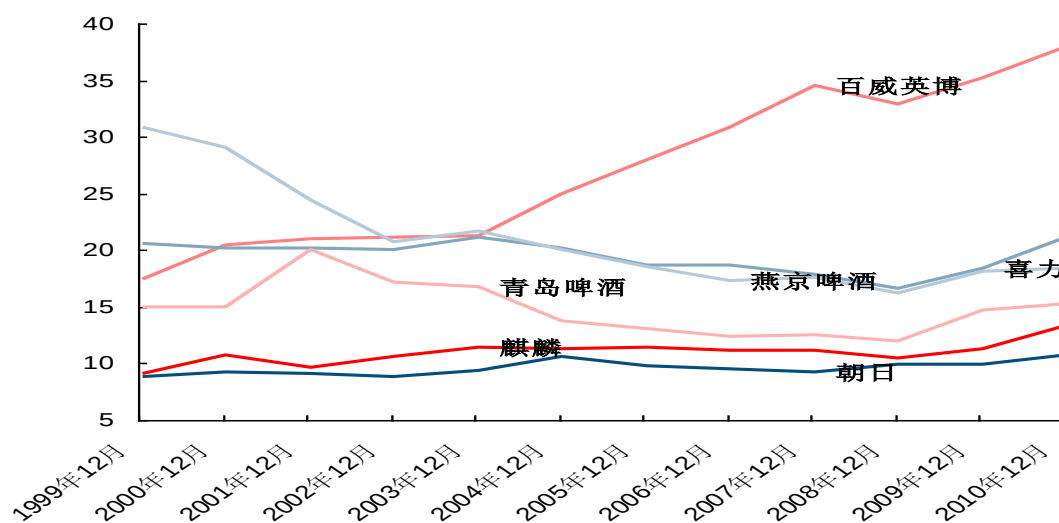
资料来源：中信建投研发部

备注：日本虽然集中度很高，但由于国内啤酒呈现负增长，前两巨头朝日和麒麟的市场份额相差不大，因此竞争异常激烈。

假设：我国如果按照前四大企业平均每年销量 10%，而同期啤酒行业销量增长 5%，预计到“十二五末”，CR4 可达到 70% 以上，或许能迎来利润率行业整体性拐点。



图 3：世界主要啤酒公司的 EBITDA 毛利率对比



资料来源：中信建投研发部

青啤坚持“规模效应”和“结构优化”的增长之道

青岛啤酒早在 2001 年前就提出“做强做大”战略，主要措施是利用提高主品牌占比的方法，达到产品升级变相实现利润率的提升，而不是价格的绝对提升。但由于华润雪花在市场上的大肆扩张，不计成本的争夺份额，逼迫青岛啤酒调整经营战略，2011 年再次重视销售量和市场占比，积极通过自建和收购手段推动中低端产品销售量提高。这也说明：当市场集中度没有达到一定程度时，市场上拼抢的激烈程度并不会减轻，通过绝对提价方式提升盈利能力的时机尚不成熟。

表 2：国内前三啤酒企业的优势市场

华润雪花	市场份额	青岛啤酒优势市场	市场份额	燕京啤酒优势区域	市场份额
安徽	65%	山东	50%	北京	85%以上
辽宁	56%	广东	30%	广西	85%
四川	52%	福建	30%	内蒙古	75%
西藏	52%			福建	50%
黑龙江	33%			湖北	30%
浙江	25%				
江苏	21%				
北京	14%				

资料来源：《中国啤酒行业观察》、中信建投研发部

而青啤未来的增长主要通过两种方式：1、提升规模效应，成熟市场费用率将会逐渐下降，提升区域市场的利润率；2、调整产品结构，利用主品牌占比提升来提高公司的整体盈利能力。国内中高端市场的占比较小，仅为 30%，而其他 70%为重地段，如一味强调发展主品牌，市场的占有率无法快速提升，因此公司必须要把握好“市场和利润”的均衡，在博弈中处理好两方面的问题。



行业集中度低、产品价格弹性大阻碍吨酒盈利能力提升

前文已经充分论述了我国啤酒市场的集中度情况还不具备提价的条件，而行业提价多以成本推动为主。今年行业原材料价格上涨导致成本增加，上半年为消化成本对价格进行了调整，公司今年 1 季度对主品牌青岛啤酒价格提高 6%。

由于啤酒是大众消费品，特别是中低端产品（售价 1-3 元/瓶）的价格敏感度很高，其吨酒价格仅为 2000 元。这类产品消费者对其品牌的意识不强，价格弹性大，因此啤酒企业无论是出于防守还是进攻的目的，一般不会轻易提价。如果明年原材料价格没有大幅度的上涨，占比一般的副品牌及中低端产品的价格不会向上调整。而面对其他竞争对手的价格上调，公司同样不会采取跟随政策，而且认为这更有利于公司对市场份额的争夺。从表 3 中可以得知，青啤的吨酒单价并不低，远远高于华润雪花，但成本较高，规模效应较低，导致吨酒毛利润低于雪花。

在渠道上，餐饮占比最大，达到 70%以上，其次商超、家庭、酒吧的消费占比在 20%以上。在高端消费场所，像百威等洋品牌（吨酒价格达到 10000 元）的调价尚属于小众，并不会对整个市场有影响。同样，青啤的高端产品，如奥古特的价格也会向上有所调整。

表 3：2010 年国内啤酒企业的盈利能力对比

	销量(万千升)	市场份额	吨酒单价(元/千升)	吨酒单价同比增长	毛利润(万元)	吨酒毛利润(元/千升)
华润雪花	928	21%	1963	-2%	1830568	1973
青岛啤酒	635	14.3%	3018	0.4%	811981	1279
燕京啤酒	503	11.3%	1942	-4%	411893	819
珠江	129	3%	2287	-8%	277239	2151
重庆	101	2%	2255	0.2%	101346	1002
金威	79	1.8%	1605	-2%	29148	371
惠泉	40	0.9%	2205	8%	30297	751
兰州黄河	40	0.9%	1400	-17%	23577	589

资料来源：公司年报，中信建投研发部 注：华润雪花、金威啤酒以最新汇率 1 港元=0.82 人民币

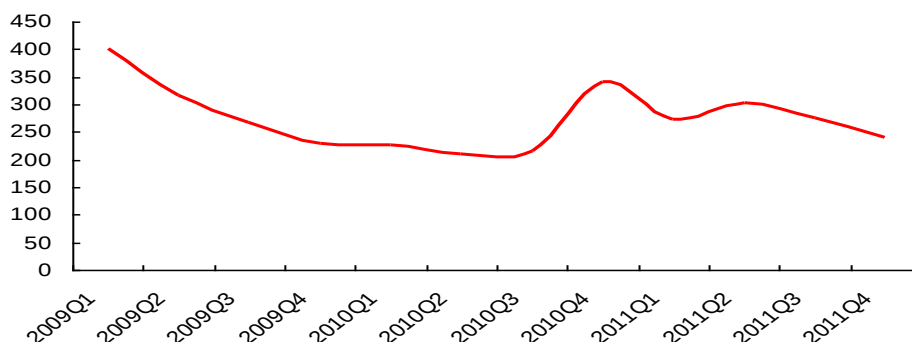
进口大麦价格回落，明年营业成本下降

明年 1-3 月份的采购合约早已签订，进口大麦平均成本锁定在 350-360 美元/吨，处于较高水平。但由于目前澳麦供应充足，明年旺季的大麦的采购价格回落的空间较大，根据澳大利亚农业局最新数据显示：当前澳大利亚啤酒大麦离岸价格为 240 美元/吨，2011/12 季度预计出口大麦 250 万吨，较上一季度增加 15%。因此可以判断，明年旺季公司使用的大麦成本将有较大回落。

包装成本占公司营业成本的 50%，主要为玻璃瓶，公司整体的旧瓶回收率为 60%，现酒瓶上涨 2 分钱，达到 0.36 元/个，新瓶价格在 0.6 元/个；纸箱价格略有上升；易拉罐价格有所下降。

能源、人工成本涨幅不大。

图 4：澳大利亚悉尼港啤酒大麦平均离岸价格（美元/吨）



资料来源：中信建投研发部

成熟市场通过减少费用投入，达到盈利能力提升

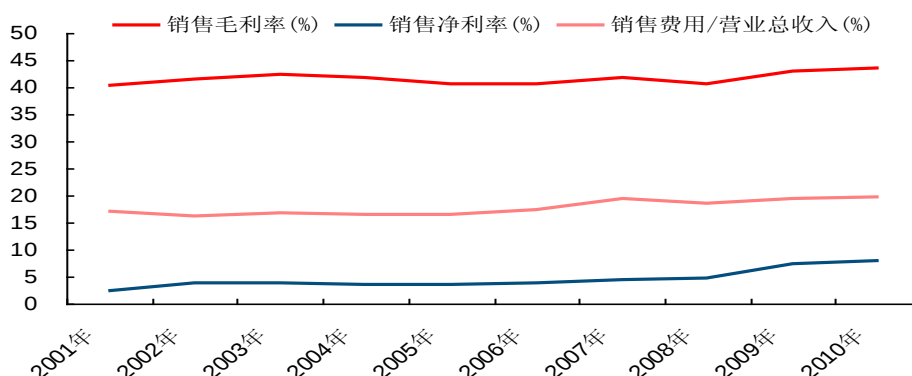
在青岛市场，市场占有率基本上超过 95%，且消费者拥有很高的忠诚度，在这样的成熟市场调整价格应该没有问题。但之所以不涨价，主要考虑到全国价格维持统一，防止串货。此外，即使不通过提价手段，但在青岛公司的市场投入非常少，同样达到了盈利提升的效果。

未来营销仍以“体育”为主线，每年保持 20% 的市场投入

2005 年公司作为北京奥运会赞助商后，就开始围绕体育进行品牌宣传。奥运会前夕，公司在中央电视台和区域强势卫视如湖南卫视合作，以体育为线索进行市场营销活动。而在北京奥运会结束后，青啤也没有改变这一战略，先后与刘翔、篮球明星签约。

每年青岛啤酒都会保持 20% 的市场投入，以提升品牌价值为主，虽然产销量在华润之后，但品牌价值已达 600 亿元，市场第一。面临市场的压力，不会减少对于市场的投入。

图 5：公司 2001 年以来的年度盈利指标走势



资料来源：中信建投研发部

兼并、自建两手抓，完成销量 1000 万千升

青岛啤酒 93 年上市，产量 40 万吨，到今年突破 700 万吨，前些年主要以扩张为主，目前在国内公司销量仅次于华润。自建和并购各有利弊：自建虽然建造成本低，但后期市场投入高，而并购主要看重的是市场，后期的投入较少，可以立刻贡献利润。

但随着并购目标的逐渐减少，当前的并购越发困难。现在啤酒企业不到 200 家，10 万吨以上企业更少，公司遇上合适目标就会果断出手，如果没有选择主要重点区域新建工厂，成本也比较低，1 万吨 2000 万元，建 1 个 10 万吨工厂，从破土动工开始只需要 10 个月时间。到年底公司产能可增加 300 万千升，2011 年末总产能达到 1100 万千升。目前产能利用率为 70%，为实现 2014 年销量 1000 万千升的目标，公司计划未来 3 年还将新增 200 万千升的产能，相比现在的扩产速度、以及 60 亿充沛的现金资源，这一目标实现起来较为容易。

表 4：青啤 2011 年扩张产能事件

序号	扩张产能事件
1	2010 年 9 月，公司收购太原嘉禾啤酒，并将产能提升至 40 万吨。
2	2010 年底公司收购山东新银麦，年生产能力 55 万千升。
3	2011 年 3 月收购杭州紫金滩酒业 80% 股权，并实施改建，新增年生产能力将达 40 万千升。
4	2011 上半年启动在广东揭阳新建年产 25 玩千升项目
5	2011 年上半年威武、廊坊公司搬迁扩建项目
6	2011 年底海南的项目也会启动

资料来源：中信建投研发部

盈利预测与估值

按照公司“14 年实现销量 1000 万千升”计划，假设 11-13 年销量增速为 13%、12%、11%，考虑明年毛利率提升至 43.7%，预计 11-13 年 EPS 为 1.25 元、1.59 元和 1.89 元。

表 5：国内外主要啤酒企业的市盈率及收入增长率

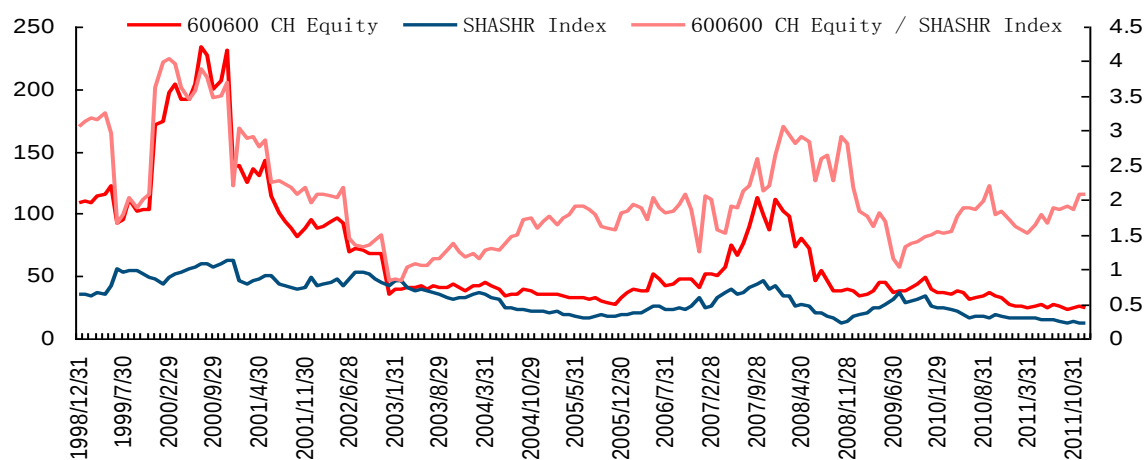
序号	主要啤酒企业	当前市盈率	2010 年收入增长率	2010 年净利润增长率
1	青岛啤酒	25.2	10.7%	21.6%
2	华润创业	22	35.2%	94.8%
	燕京啤酒	20	8.97%	22.6%
3	英博啤酒集团 (ANHEUSER-BUSCH INBEV NV)	20	-1.25%	-13%
4	SABMILLER PLC	20.6	6.69%	26%
5	荷兰喜力 (HEINEKEN NV)	15	9.74%	41%
6	嘉士伯 (CARLSBERG AS-B)	13.4	1.13%	48%
7	麒麟控股 (KIRIN HOLDINGS CO LTD)	40.7	-4.42%	-76.8%
8	朝日 (ASAHI GROUP HOLDINGS LTD)	14.6	-0.99%	-41.2%
9	札幌控股 (SAPPORO HOLDINGS LTD)	14.0	5.71%	-26%

资料来源：彭博资讯，中信建投研发部

相比 98 年以来青啤的平均市盈率 68 倍以及过去五年的平均市盈率 47 倍，目前 25 倍的市盈率处于历史 低水平。通过与国内外啤酒企业比较收入、EPS 增长率及估值水平，我们认为给予 12 年 25 倍市盈率较为合理，目标价为 40 元。



图 6：青岛啤酒与上证综指的市盈率走势及对比



资料来源：中信建投研发部



分析师介绍

黄付生：经济学博士，曾在罗林斯大学商学院及哥伦比亚大学商学院进修。农业、食品饮料行业分析师，2 年宏观策略、3 年行业公司研究经验。2010 年入围《新财富》食品饮料行业最佳分析师。

报告贡献人

张萍 010-85156382 zhangpingbj@csc.com.cn

研究服务

董事总经理 社保基金销售经理

彭砚苹 010-85130892 pengyanping@csc.com.cn

北京地区销售经理

张博 010-85130905 zhangbo@csc.com.cn

张明 010-85130232 zhangming@csc.com.cn

陈杨 010-85156401 chenyangbj@csc.com.cn

上海地区销售经理

李冠英 021-68825003 liguanying@csc.com.cn

杨明 010-85130908 yangmingzgs@csc.com.cn

朱律 010-85130231 zhulv@csc.com.cn

戴悦放 021-68825001 daiyuefang@csc.com.cn

姜东亚 010-85156405 jiangdongya@csc.com.cn

深圳地区销售经理

赵海兰 010-85130909 zhaohailan@csc.com.cn

任威 010-85130923 renwei@csc.com.cn

张娅 010-85130230 zhangya@csc.com.cn

周李 0755-23942904 zhouli@csc.com.cn

段佳明 010-85156402 duanjiaming@csc.com.cn

保险销售经理

韩松 010-85130609 hansong@csc.com.cn

付广华 010-85130681 fuguanghua@csc.com.cn

私募销售经理

钱宏伟 021-68805057 qianhongwei@csc.com.cn



评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15%以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5%之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15%以上。

重要声明

本报告仅供本公司的客户使用，本公司不会仅因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见和预测均仅反映本报告发布时的资料、意见和预测，可能在随后会作出调整。我们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，不构成投资者在投资、法律、会计或税务等方面的最终操作建议。本公司不就报告中的内容对投资者作出的最终操作建议做任何担保，投资者据此做出的任何决策与本公司和本报告作者无关。

在法律允许的情况下，本公司及其关联机构可能会持有本报告提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布本报告。任何机构和个人如引用、刊发本报告，须同时注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和/或修改。

本公司具备证券投资咨询业务资格，且本文作者为在中国证券业协会登记注册的证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了作者的研究观点。本文作者不曾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收到任何形式的补偿。

股市有风险，入市需谨慎。

地址

北京 中信建投证券研究发展部

中国 北京 100010

朝内大街 188 号 4 楼

电话：(8610) 8513-0588

传真：(8610) 6518-0322

上海 中信建投证券研究发展部

中国 上海 200120

世纪大道 201 号渣打银行大厦 601 室

电话：(8621) 6880-5588

传真：(8621) 6880-5010