

啤酒行业

利润引擎逐步换挡

研究结论

- **行业消费量已步入成长后期：**我国啤酒销量已连续七年位列全球第一；08 年人均占有量超过 30 升；行业产量已度过了高速增长期，和经济增长呈现较强的联动性，步入 97 年后，更是呈现出弱于经济增长的走势。基于经济增长的预期，我们判断行业未来 10 年的销量复合增长率为 5%—7%。目前我国啤酒消费东强西弱的现象十分明显，行业量的增长潜力将主要来自西部地区。
- **利润引擎逐步换挡：**利润总额有两个驱动因素，即销量和吨酒利润。1978 年—1988 年是中国啤酒的高速发展期，销量的爆发增长是行业利润的主要驱动因素。进入 90 年代的整合期，量的增长已进入成长中后期，吨利润的走高主要归功于规模效应带来的管理和财务费用的下降。一旦行业进入到集中度更高的第三阶段，虽然销量增速进一步放缓，但由于进入静态均衡，市场份额的相对稳定均抑制了销售费用，吨利润将受益于酒价的提升，吨酒利润将成为行业利润的引擎；。
- **09 年低基数增长：**啤酒行业隶属必需和可选类别之间的非区域性消费品，在 97-02 年的经济周期中销量仍保持增长。09 年城市化进程的提升和居民收入都面临放缓的压力，但考虑到 08 年凉夏的低基数，09 年出现炎夏的概率大，将有利于啤酒的旺季销售。我们判断 09 年销量可维持个位数的增长，据其与实际 GDP 的相关性，预测增长率为 6%-8%。
- **成本下降明确：**目前进口大麦到岸价已下滑至 264 美元，基本回到 07 年初的水平；江苏和黑龙江的部分国产啤酒收购吨价已下滑至 1500 元。能源属性的减弱使得啤酒价格逐步回归供需定价机制，09 年麦芽成本下降趋势明确。
- **青岛啤酒：**青岛主品牌是国内少数长期保持高度路线的全国性品牌，将受益于高端啤酒市场的增长；品牌替换带来吨酒利润提升速度将快于雪花。随着新建产能的投产和烟啤的增量，预计 09 年销量增速可达 10%-11%；公司保守的会计方法使得利润有较大释放空间。08 年二季度基数较低；成本压力有望释放，将迎来利润的高增长。市场对公司已形成较好的预期，给予“增持”的投资评级，目标价 22 元。
- **燕京啤酒：**预计公司 08 年的销量增速约 5%—6%，随着新建产能的陆续投产，09 年销量增速可达 8%以上。公司目前的估值在啤酒行业中处于相对低位，08 年二、三季度由于非系统性因素，业绩基数较低；我们将评级由“中性”上调至“增持”，目标价 14.4 元。
- **华润雪花：**凭借强大的资本实力和营销整合团队，雪花后来者居上，单品销量逼近全球第一。雪花的快速扩张很大程度上源于资本的驱动和低端的酒价，08 年外生收购的放缓和产品提价直接导致销量增速放缓至个位数。由于目前高端产品乏善可陈，雪花仍需长时间的品牌培育才能完成产品结构的优化，利润引擎的换挡有待时日。



东方证券
ORIENT SECURITIES

林静

食品饮料行业分析师

8621-63325888 × 6077

linjing@orientsec.com.cn

任美江

农业食品饮料行业首席分析师

8621-63325888 × 6075

renmj@orientsec.com.cn

行业评级

看好 中性 看淡（首次）

国家/地区

中国/A 股

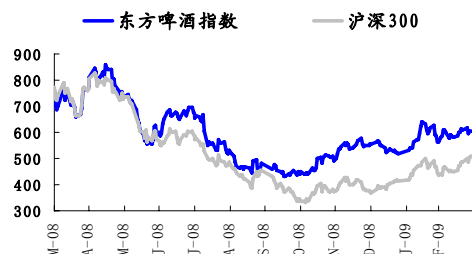
行业

食品饮料

报告日期

2009 年 3 月 31 日

行业表现



评价周期

1 个月

3 个月

12 个月

绝对表现 (%)

5.5

6.66

-24

相对表现 (%)

-3.3

-9.96

12.6

资料来源：WIND

重点公司盈利预测及投资评级

	07EPS	08EP(E)	09EPS(E)	股价	评级
青岛啤酒	0.372	0.527	0.757	20.5	增持
燕京啤酒	0.323	0.402	0.570	13.2	增持
华润创业	0.997	0.97	1.089	11.6	买入

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的情况下可能与本报告所分析的企业存在业务关系，并且继续寻求发展这些关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为投资决策的唯一因素。

敬请参阅最后一页之重要声明。

目 录

1. 我国啤酒行业回顾	4
1.1 大众消费属性.....	4
1.2 步入成长后期.....	4
1.3 量的增长潜力将来自西部.....	5
1.4 成本推动价格上涨	6
1.5 行业整合进程到达第二阶段	6
2 回顾 2008	10
2.1 能源属性消失，供需扭转，啤麦价格走低	10
2.2 雪花单品销量逼近全球第一	11
2.3 行业走势回顾.....	11
3. 展望 2009 和中长期.....	12
3.1 中长期高端啤酒需求仍将持续增长	12
3.2 市场份额预测.....	13
3.3 中长期啤麦供需趋于平稳.....	13
3.4 09 年吨酒利润仍取决于需求情况	14
3.5 利润三阶段增长模式.....	14
4. 上市公司分析	15
青岛啤酒（600600）	15
燕京啤酒（000729）	18
华润创业（0291.HK）	20

图表目录

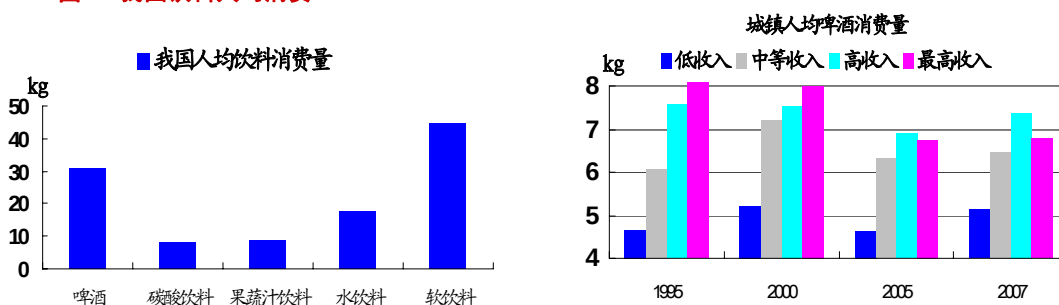
图 2 我国啤酒行业阶段性成长划分	4
图 3 啤酒销量和实际 GDP 增长率对比	5
图 4 我国各区域的啤酒人均消费状况	5
图 5 各省市人均啤酒占有量（升）	6
附表：财务报表预测与比率分析	17
图 7 美国啤酒行业整合进程	7
图 8 中国啤酒市场集中度	7
图 9 我国啤酒行业利润情况	8
图 10 行业利润和亏损情况	8
表格 2 全国税前利润份额占比前五的省份	9
表格 3 沿海主要城市税前利润份额	9
图 11 外商和港澳投资啤酒企业的份额	9
图 12 我国啤酒市场版图	10
图 13 全国啤酒产量	10
图 14 国内外啤麦价格	11
图 15 全球啤酒单品销量	11
图 16 啤酒行业走势	12
图 17 我国啤酒销量预测	12
图 18 国内外吨酒价格对比	13
图 19 我国啤酒份额预测	13
图 20 国内外大麦产量	14
图 21 吨酒收入构成对比	14
图 22 国内外啤酒龙头对比	15
图 23 青啤吨酒收入分布	15
图 24 青啤销量结构	16
图 25 青啤成本和费用构成	16
图 26 燕京吨酒收入构成	18
图 27 燕京销量	18
图 28 燕京成本和费用构成	18
图 29 SAB 销量增长来源	20
图 30 啤酒单品销量增速对比	20
图 31 雪花啤酒市场份额	21
表格 4 华润“二十六只猫和一只老虎”的管理方法	21
图 32 雪花新建产能分布	22

1. 我国啤酒行业回顾

1.1 大众消费属性

啤酒是介于饮料和酒的中性产品。在发达国家中，啤酒的人均消费量和软饮料接近，显示出其大众化的消费属性。出于向大众特征的进一步靠拢和成本上涨的压力，酒精度淡化和多元化口味成为啤酒行业发展的趋势。依据统计局的统计口径，我国啤酒消费的增量将主要源于中等收入及低收入群体，收入弹性并不显著。

图 1 我国饮料人均消费

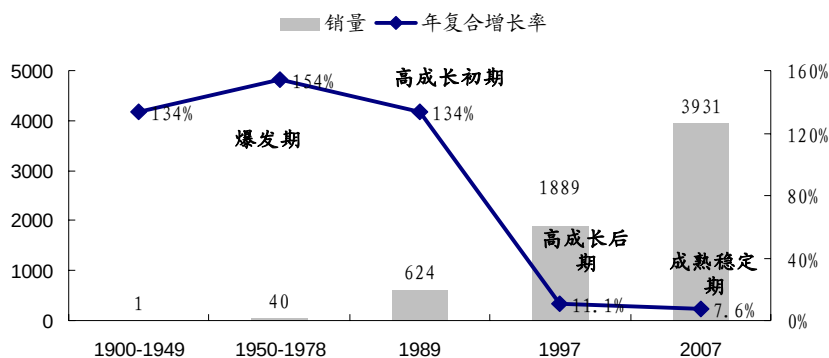


资料来源：东方证券研究所、国家统计局

1.2 步入成长后期

从第一瓶啤酒的诞生直到目前，中国啤酒行业经历了百年历程；但啤酒消费真正的爆发始于建国后，经过 50 年的发展，我国啤酒销量已连续七年位列全球第一；人均占有量由不足 1 升上升至 08 年的 30 升；高于全球平均水平。可以说，我国啤酒行业已经度过了高速增长期，步入成熟稳定的增长阶段。

图 2 我国啤酒行业阶段性成长划分

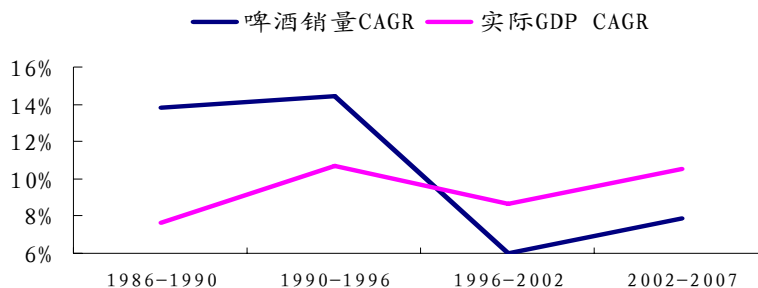


资料来源：中国啤酒行业协会

我们用实际 GDP 增长率近似代替居民实际收入水平的提高，可以发现：在人均消费的高基数下，啤酒产量逐步失去了抗周期性，行业成长已和经济增长有较强的联动性，步入 97 年后，更是呈现

出弱于经济增长的走势。基于中国经济增长的预期，我们判断行业未来 10 年的销量复合增长率约为 5%-6%，对应的人均消费量约为 45-50 升。

图 3 啤酒销量和实际 GDP 增长率对比

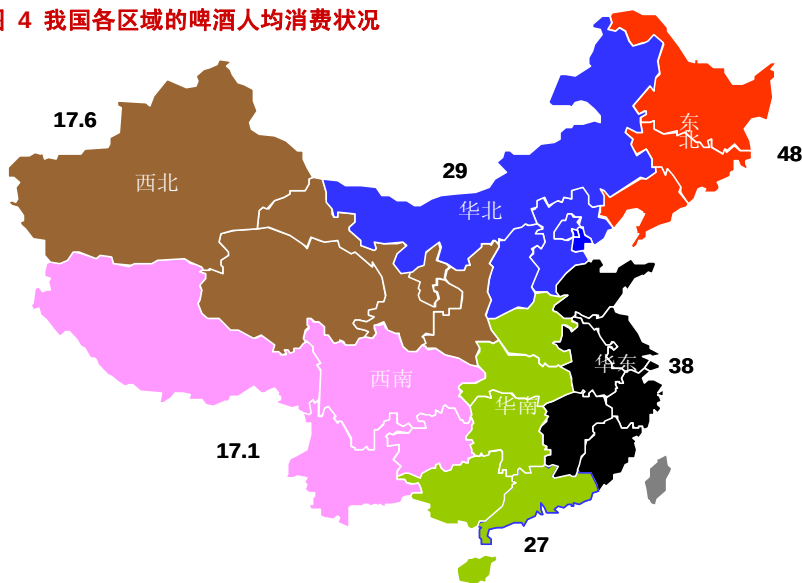


资料来源：东方证券研究所

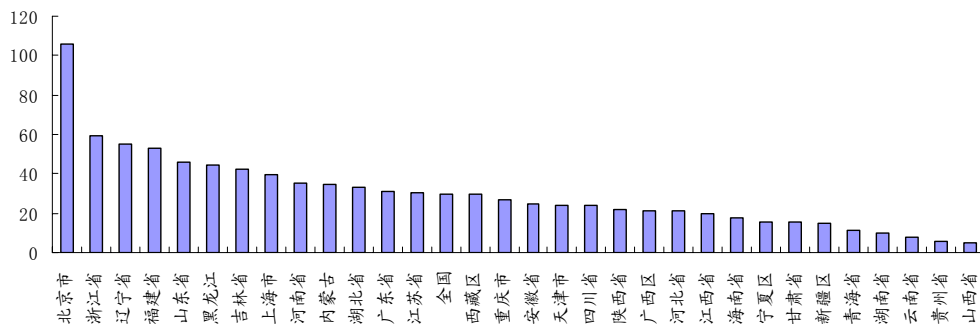
1.3 量的增长潜力将来自西部

受饮食习惯、人均收入，交通和水源等影响，我国啤酒消费东强西弱的现象十分明显，东北 48 升的人均占有量接近西南地区人均的 3 倍。细分省份看，07 年我国人均占有量最高的是北京市，高达 100 升以上，而最低的山西省只有 4.7 升。我们认为，鉴于东部省份现有的高基数，未来人均消费的增长速度将放缓；我国啤酒行业量的增长潜力将主要来自人均收入相对较低、农村人口比重相对较高的西部省份。

图 4 我国各区域的啤酒人均消费状况



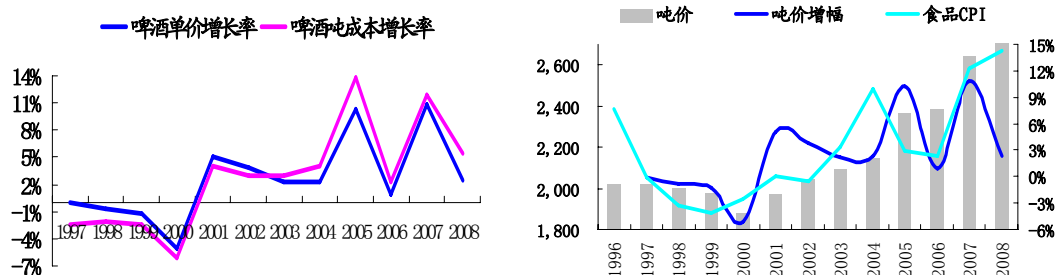
资料来源：东方证券研究所

图 5 各省市人均啤酒占有量（升）


资料来源：东方证券研究所

1.4 成本推动价格上涨

度过 97-00 年的通缩期，我国啤酒的吨价自 01 年步入提升期；通过历史数据可以发现，成本的上涨是啤酒价格的主要驱动因素。价格的刚性使得啤酒吨价在上涨和下降过程中均小于成本的波动，行业毛利率于 02 年 38.3% 的高位下滑至 08 年的 31.5%。

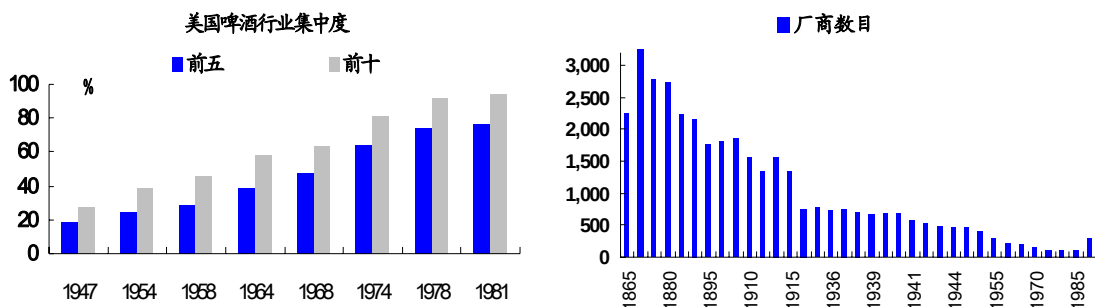
图 6 各省市人均啤酒占有量（升）


资料来源：东方证券研究所

1.5 行业整合进程到达第二阶段

以美国市场的整合历程为参照，从 1947 到 1981 的 35 年间，前十大厂商的份额由 28.2% 上升到 94%，啤酒厂的数目则由 3000 多降至 100-200。期间整合主要经历了三个阶段：第一阶段是 1946-1960 年间啤酒企业在全国并购或新建生产厂，以并购为主快速抢占市场，并伴随着激烈的价格战；第二阶段是各集团开始以扩建新生产厂为主，局面相互交错，价格战异常惨烈，难以实现价格同盟，到了 1981 年，前十大厂商已占据了总产量的 94%；最后的第三阶段，行业生产能力明显地向大型生产厂集中，大型啤酒集团的规模增大，价格战平息，行业回归均衡。

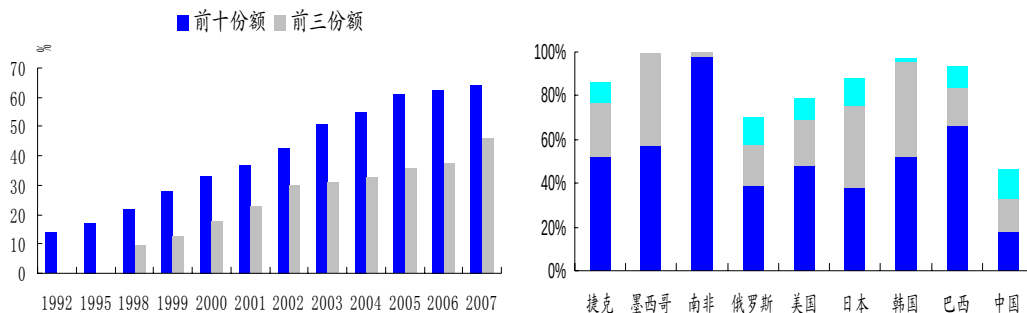
图 7 美国啤酒行业整合进程



资料来源：东方证券研究所

美国市场整合背后的驱动因素来自啤酒包装和储存方式的升级,这些变革改变了消费者在酒吧喝原生啤酒的习惯,啤酒的消费渠道由酒吧、沙龙等场所转移至家庭,啤酒的销售半径扩大。中国啤酒市场明显不同于美国的整合历程:我国啤酒消费的起步便已建立在新包装的基础上,制约销售半径因素是低廉的吨酒利润,而并非消费方式。尽管不存在科技的推力,我国啤酒行业却仅用十五年的时间就走出了国外市场几十年的进度,这很大程度源于国内外资本的驱动。前十销量份额由 1992 年 15%提升到 07 年 65%-70%,生产厂商从 1980s 高峰期 800 多家减少至 590 家;07 年前三大厂商的份额达到 46.16%,以美国的整合进程为参照,我国大致处于其 1960-1970s 的第二阶段。

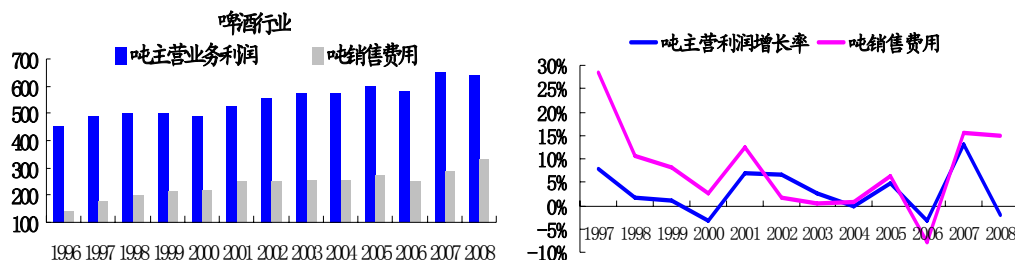
图 8 中国啤酒市场集中度



资料来源：东方证券研究所

1.5.1 销售费用呈现刚性

整合期阶段的特征之一是尽管集中度不断上升,但行业吨销售费用仍呈现上升趋势;这体现了整合的不均衡——龙头企业的全国战略打破了割据一方的静态平衡,激烈的竞争使得吨销售费用快速增长。出于吨利润指标的顾虑,吨主营利润也影响着吨销售费用的波动,表现为进入 21 世纪后,不断上涨的成本压力抑制了行业营销费用的快速增长;但 08 年这一联动性却出现了异常:尽管行业吨主营利润出现下滑,但销售费用仍逆向上升;我们认为这体现了在成本上涨的寒冬中,企业之间的实力正在分化,市场整合进程再次提速。

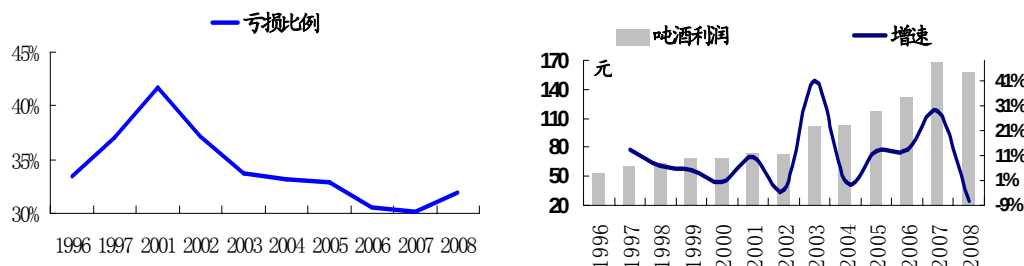
图 9 我国啤酒行业利润情况


资料来源：国研网

处于吨利润指标的顾虑，吨主营利润也影响着吨销售费用的波动，表现为进入 21 世纪后，不断上涨的成本压力抑制了行业营销费用的快速增长；但 08 年这一联动性却出现了异常：尽管行业吨主营利润出现下滑，但销售费用仍逆向上升；我们认为这体现了在成本上涨的寒冬中，企业之间的实力正在分化，市场整合进程再次提速。

1.5.2 吨酒利润稳步提升

合期阶段的特征之二是行业由战国时期进入了微利时代，表现为亏损比率的下降和吨酒利润的提升；吨酒利润由 01 年的 53 元上升至 08 年的 157 元。长期以来，我国啤酒行业都处于产能过剩状态，行业亏损率都维持在 30% 以上。这一方面由于缺乏正常的市场退出机制，部分中小啤酒生产商在地方政府的税收支持下亏损经营，依然有生存空间。另一方面，对于啤酒企业而言，为了争取新的市场份额，在许多区域宁可负担培育期的亏损。

图 10 行业利润和亏损情况


资料来源：国研网

我国的啤酒版图可以分为两者类型：一种是品牌优势区域。例如，我国利润总额排名前五的省份都是龙头企业的大本营，拥有坚实的品牌基础，易守难攻；这些垄断省份往往保持着较高的销售利润率，成为企业的利润中心。另一种是品牌混战区域，厂商众多，产能过剩；例如广东、浙江等沿海城市，曾一度是利润大省，但随之吸引了众多品牌和新建产能，产量供大于求，利润份额迅速萎缩。在这种区域，以往优势企业的利润将受到挑战；近两年广东金威、生力啤酒的亏损即可见一斑。

表格 1 全国税前利润份额占比前五的省份

	20081-8	2007 1-11	2006	2005	2004	2003
山东省	20.8%	20.8%	17.8%	15.5%	16.5%	22.8%
辽宁省	13.9%	9.7%	6.6%	6.8%	8.0%	10.0%
河南省	11.0%	13.6%	9.9%	8.4%	5.3%	3.3%
四川省	10.0%	12.1%	14.3%	13.9%	12.0%	2.4%
北京市	7.3%	4.1%	4.3%	7.4%	5.5%	6.9%

资料来源：国研网

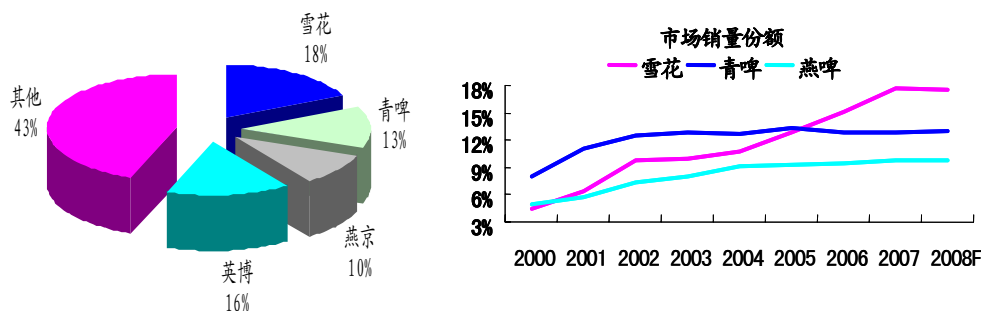
表格 2 沿海主要城市税前利润份额

	20081-8	2007 1-11	2006	2005	2004	2003
福建省	5.4%	8.4%	8.9%	7.5%	7.6%	9.0%
浙江省	-0.5%	2.5%	5.0%	6.6%	6.4%	10.1%
广东省	3.2%	7.4%	10.1%	13.1%	19.7%	16.3%
江苏省	2.9%	3.5%	2.1%	4.0%	1.4%	5.1%
上海市	-0.8%	0.5%	-1.8%	-1.3%	-3.7%	0.2%

资料来源：国研网

1.5.3 品牌激烈竞争 集中度提升放缓

目前我国啤酒行业已形成华润、ABI、青啤、燕京、重啤、金星、珠啤、嘉士伯等国内外品牌各自拥有优势区域，在其余省份互相制衡的格局。整合期阶段的特征之三是由于彼此实力上的差距缩小，未来行业集中度的提升将放缓，市场份额的提升将需要更大的资本和费用支持。青岛啤酒连续两年制订超越行业增速 2% 的目标也体现出龙头企业对于市场份额提升的谨慎态度。08 年啤酒市场的显著特征是两极分化：珠啤、重啤、金威等区域强势品牌在国内、外龙头品牌的冲击下产能利用率开始走低，销量负增长。但由于区域强势品牌多具有多元化股权结构和品牌的历史沉淀，其收购成本较中、小型啤酒企业高的多，强势品牌之间的整合期将是个较长的过程。

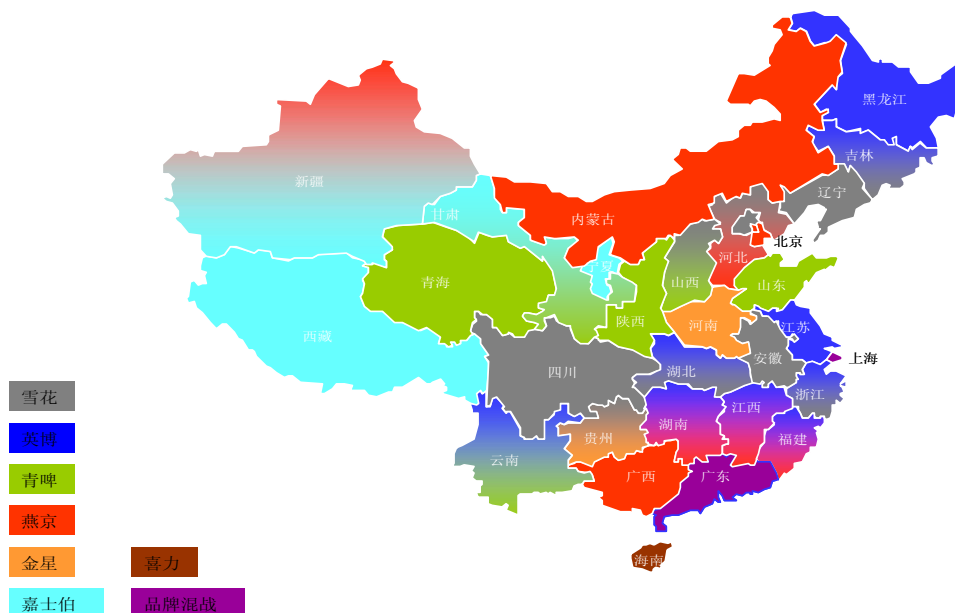
图 11 外商和港澳投资啤酒企业的份额


资料来源：国研网

国际资本的渗透也使我国啤酒市场开始显现“蝴蝶效应”，表现为国际啤酒资本的整合也同时能引发我国啤酒行业的格局变动。今年 3 月底嘉士伯和喜力联手收购纽卡斯尔就对我国西部市场格局产生一定冲击；而 7 月份英博对 AB 的要约收购更是滋生出了我国第二大啤酒品牌。出于对国内啤

酒企业的保护，我国商务部近日发布了英博和 AB 合并的限制性条款，加强了对国际资本运作的监管力度；日后大规模企业之间的股权变动将愈发困难。

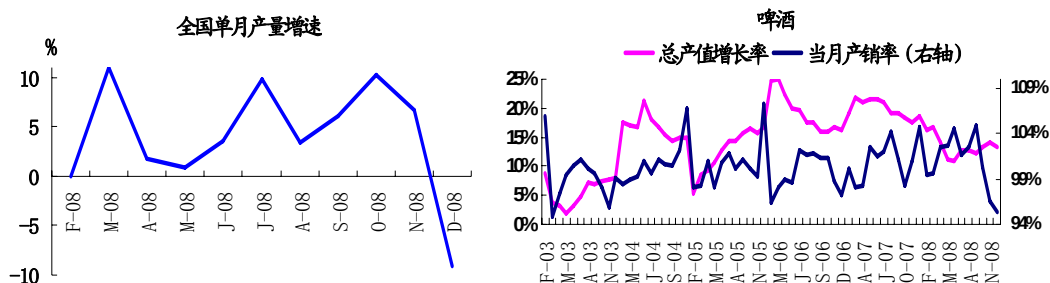
图 12 我国啤酒市场版图



2 回顾 2008

08 年二季度受到凉夏、提价、自然灾害等因素影响，产量增速大幅滑落；下半年经济增速开始下滑，销量虽有所反弹，但仅限于个位数的增长。08 年 12 月份全国产量负增长 9.15%，可能受到 07 年高基数的影响；但我们注意到 11、12 两月产销率迅速下滑，仅有 96.5%和 95.4%；跌至近五年的低位；这显示经济放缓对销量的压力已经超出了上半年的宏观调控和凉夏

图 13 全国啤酒产量



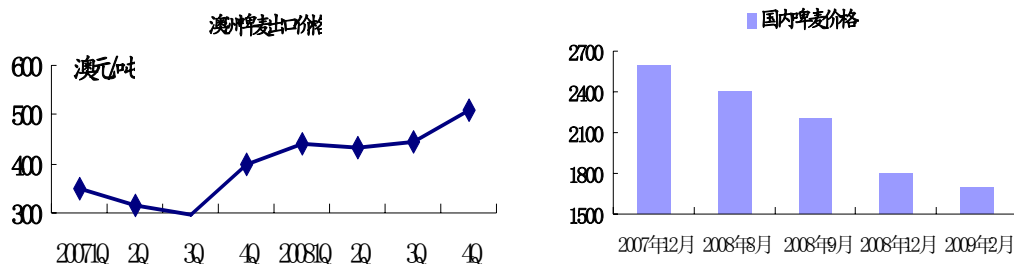
资料来源：国研网

2.1 能源属性消失，供需扭转，啤麦价格走低

油价的暴跌削减了农产品的能源属性；大麦逐步回归市场供需的定价机制。08 年我国啤麦预计可达产 500 万吨，而根据全年啤酒的产量，需求量仅为 400-450 万吨，因此主产区已出现滞销现象，目前甘肃啤麦收购吨价仅为 1700 元。澳大利亚国内大麦单产逐步恢复，最新预计 08 年大麦总产量为 682 万吨。其四季度啤麦出口均价 507 澳元，由于澳元兑美元大幅贬值，其出口均价约为

280-300 美元，较去年同期 300-400 美元的出口价格已显著滑落。进口啤麦价格的回落使得国产啤麦的吸引力大幅下降，很可能挫伤 09 年种植的积极性

图 14 国内外啤麦价格



资料来源：东方证券研究所

2.2 雪花单品销量逼近全球第一

雪花啤酒 08 年前三季度 510 万吨的销量已接近 07 年全年水平，很可能已突破百威淡啤的全球销量。作为全球最大的啤酒消费国，我国的啤酒产量是美国的 1.7 倍，但百威两大品牌的销售总量仍远高于雪花，这缘于我国啤酒行业目前的集中度远低于美国

图 15 全球啤酒单品销量

	品牌	06 销量(万吨)	品牌	05 销量(万吨)	品牌	04 销量(万吨)
1	bud light	497	bud light	480.1	bud light	482
2	budweis	408	budweis	422.6	budweis	474
3	skol	328.5	skol	302.7	skol	312
4	Corona	318.4	Corona	296	Corona	282
5	雪花	303.7	Brahma	235.1	Heinken	228
6	Brahma	250.1	Coors	231.1	Coors	212
7	Heinken	247.5	Heinken	230	Miller Lite	207
8	Coors	236	Miller Lite	219.7	Brahma	197
9	Miller Lite	216.9	Asahi Super Dry	174.7	Asahi Super Dry	196
10	Asahi Super Dry	175.6	雪花	158.3	busch	158
11	青岛	163	燕京	140.3	燕京	127

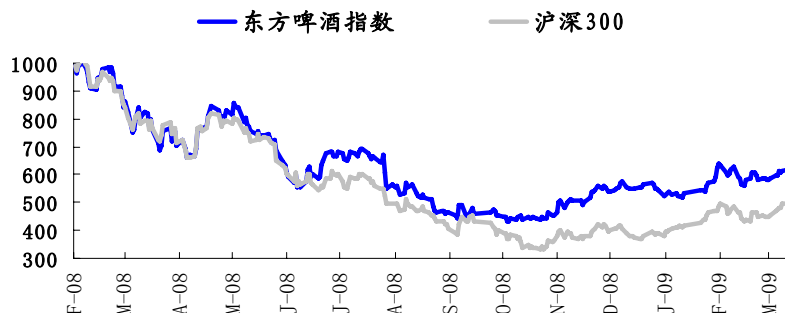
资料来源：东方证券研究所

2.3 行业走势回顾

08 年一季度，由于存在成本上涨的预期和凉夏效应，啤酒行业基本和大盘同步跌幅。从 08 三季度行业开始跑赢大盘，归结起来有以下原因：一是啤酒上半年凉夏负面效应的消化，二是中报对成本

消化好于预期，三是在经济下滑的周期中，其大众消费品的属性更具防御性。08 年四季度，油价的暴跌带动农产品价格同步滑落；成本下降的预期使得行业指数继续跑赢大盘

图 16 啤酒行业走势



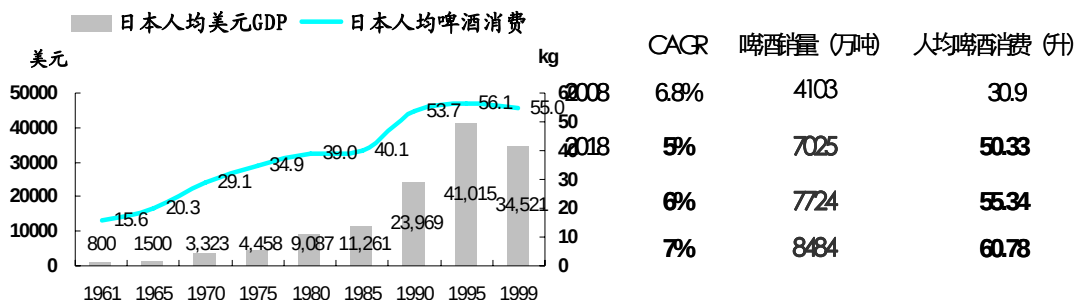
资料来源：东方证券研究所

3. 展望 2009 和中长期

啤酒的大众消费属性使其在经济下滑周期中具有一定的消费刚性，其在 97-02 年的经济周期中仍保持销量增长。尽管本次经济危机的冲击大于 97 年，但我们判断行业消费不会出现大幅波动。09 年城市化进程的推进和居民收入的提高都面临放缓的压力，但考虑到 08 年凉夏的低基数，09 年天气反常的概率很小，甚至有可能出现炎夏，这将有利于啤酒的旺季销售。我们判断 09 年啤酒市场的销量增长率将维持个位数的增长。根据前文啤酒产量和实际 GDP 的相关性，我们预测行业 09 年增长率 6%-8%。

以亚洲发达国家日本作为参照，其人均 GDP 从 3000 美元至 10000 美元的 15 年间，啤酒人均消费量仅从 30 升跃至 40 升，收入弹性并不显著。以我国 08 年人均 30 升的占有量基数分析，基于中国经济增长的预期，我们预测中长期啤酒行业的消费增速将落后于人均 GDP 的提升速度；行业中长期消费复合增长率约为 5%-7%，对应的人均消费量约为 50-60 升。

图 17 我国啤酒销量预测



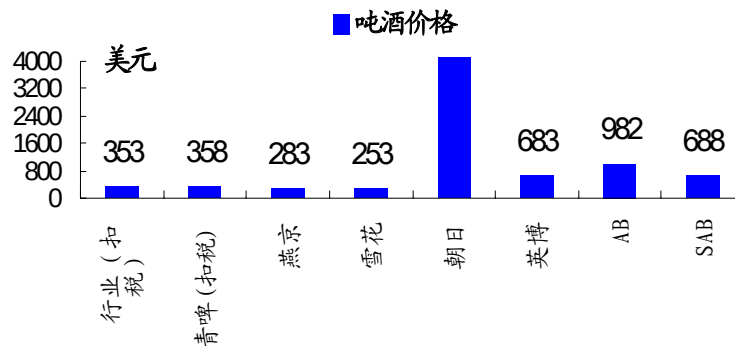
资料来源：东方证券研究所

3.1 中长期高端啤酒需求仍将持续增长

06 年全球高端啤酒产量约占总产量 22%，而我国目前高端啤酒消费比例不到 10%。从吨价上看，我国啤酒行业吨酒净收入和欧美、日本啤酒巨头仍存在近一倍的差距；我们判断随着国民人均收入的提升，对高端啤酒的消费将持续增长。根据 just-drinks 近日分析报告，预计到 2013 年，亚太地区高端啤酒消费将增长 125%，主要受中国市场的推动；这意味着 2013 年我国高端啤酒消费将达

到 20%以上，较目前有一倍以上的增长空间。在强强竞争的格局中，由于高端吨酒利润是低端酒的 4-5 倍，高端市场份额将成为各大品牌角逐的重点。从嘉士伯和朝日等外资企业的战略调整看，其正逐步退出低端品牌，推出高档产品抢占市场份额。

图 18 国内外吨酒价格对比



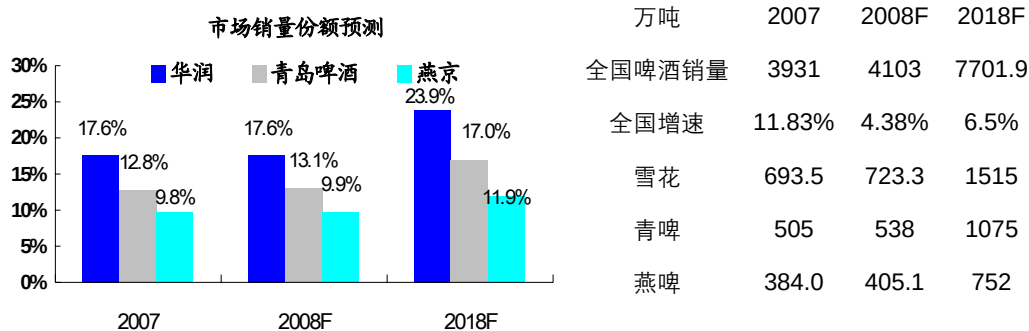
资料来源：东方证券研究所

3.2 市场份额预测

华润雪花的资本支持和强大的营销团队是其市场份额有效提升的保证；但其也面临着由外生驱动向品牌驱动的转型压力；我们预测其相对增速为 3.3%。我们看好青啤的双品牌战略，尤其是青岛主品牌的历史沉淀；根据上文的预测，高端啤酒消费量未来仍可保持 10%-11%的复合增速，青啤将成为品牌竞争阶段的受益者；给予其 2.8%的相对增速预测。燕京在主销区的市场份额已占据绝对优势，但其外埠市场的开拓较雪花和青啤更为保守，我们预测其相对增速为 2%。

美国啤酒市场 1968-1978 的十年间，前五集中度由 47.6%上升至 74.3%；但由于我国市场竞争更加激烈，不具备当时的科技推动因素，我们预测我国未来十年前四的集中度可达约 67%，较目前约每年提升 1.3 个百分点

图 19 我国啤酒份额预测

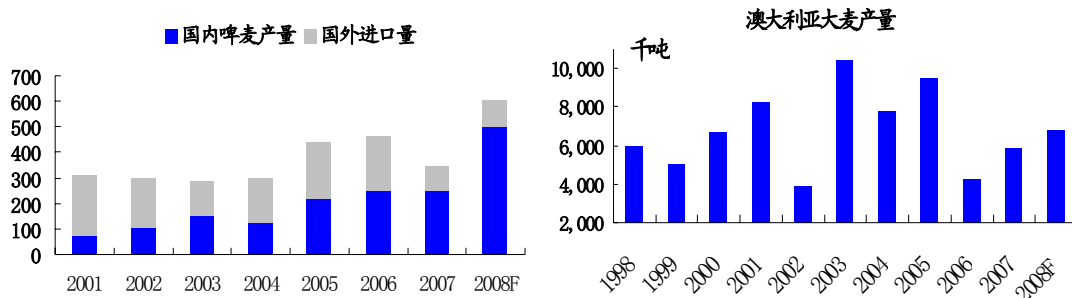


资料来源：东方证券研究所

3.3 中长期啤麦供需趋于平稳

08 年我国啤麦播种面积恢复至 1200 万亩以上，其产量基本已能满足国内需求；我国进口大麦的比例正逐年降低。供求的平衡和油价的低位徘徊使得农产品缺乏上涨的催化剂，我们判断中长期啤麦价格趋于平稳，难以出现类似 07 年随着油价暴涨的一幕。

图 20 国内外大麦产量



资料来源：东方证券研究所

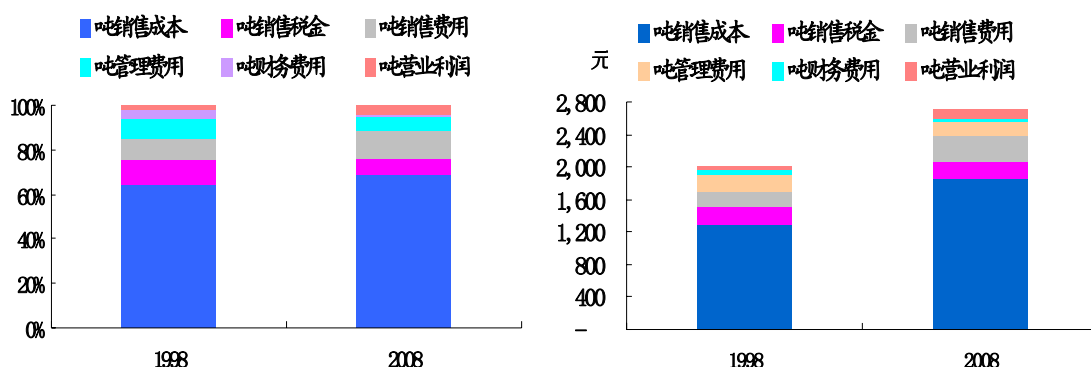
3.4 09 年吨酒利润仍取决于需求情况

09 年麦芽、包装物价格的下降给成本重压下的啤酒行业带来难得的喘息机会。作为大众消费品，啤酒终端价格有一定的刚性；节后零售价格基本仍维持去年提价后的水平，未有明显下降；这使得 09 年吨主营销利润得以改善。由于厂商有较大的利润空间进行市场份额的争夺和品牌的宣传，吨主营销利润和吨销售费用有较强的联动性；尤其在行业需求增速较为敏感的 09 年，需求的放缓可能迫使厂商进一步加大市场的推广和开发力度，带来吨费用的回升。因此，我们判断吨酒利润的最终走势仍将取决于行业整体的需求情况。

3.5 利润三阶段增长模式

我们将行业利润总额分为两个驱动因素，即销量和吨酒利润。1978 年—1988 年是中国啤酒的高速发展期，产量从 41 万千升发展到 680 万千升，每年递增 30%；厂商数目由 90 多家爆发至 800 多家，建厂规模多数在 1 万千升/年—5 万千升/年。此时的啤酒消费以中低端为主流，价格竞争激烈，吨酒利润几十元，销量的爆发增长是行业利润的主要驱动因素。进入 90 年代的整合期，我国啤酒销量由 1000 吨攀升至 08 年的 4000 吨以上，每年递增 8%-10%，已进入成长中后期，但吨酒利润却逐步走高。从 1998 和 2008 年吨酒利润的对比可以看出：吨酒价格的上涨大部分被成本和销售费用所侵蚀；吨利润的走高主要归功于规模效应带来的管理和财务费用的下降

图 21 吨酒收入构成对比

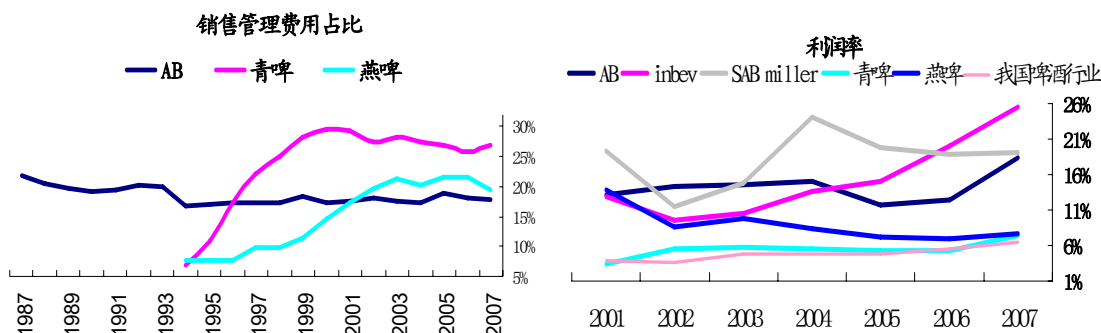


资料来源：东方证券研究所

一旦行业进入到集中度更高的第三阶段，虽然销量增速进一步放缓，但吨酒利润的提升将成为行业利润的主驱动因素。此时的优势品牌将由投入期进入收获期，市场份额的相对稳定均抑制了销售费用，吨利润将受益于酒价的提升。以 AB 为例，美国啤酒市场进入均衡期后，其销售费用率稳定，利润率稳中有升。

与跨国公司相比，我国啤酒行业和龙头公司的利润率明显偏低。我们认为，在进入寡头均衡后，行业和公司的利润率将明显走高

图 22 国内外啤酒龙头对比



资料来源：东方证券研究所

4. 上市公司分析

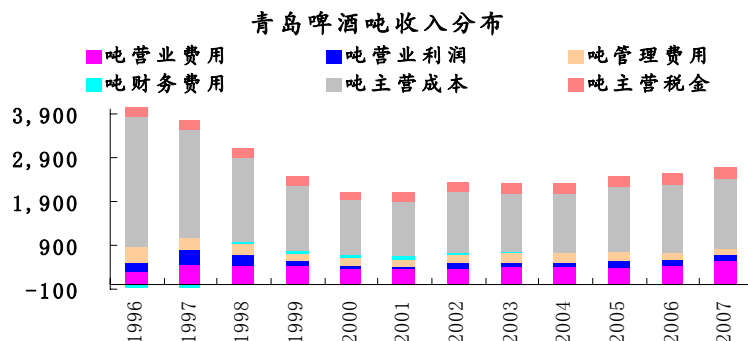
青岛啤酒（600600）

四阶段发展历程

青啤的发展战略史分为三阶段：最初是青岛品牌时期，吨价和吨利润都处于高位；第二阶段是前总经理彭作义发起的由区域冲向全国的并购潮，青啤的市场占有率急速上升，但由于整合不善，吨利润跌至谷底。第三阶段是金志国领衔的整合期，在加大品牌投入的同时，吨利润却逐步改善

近两年对于青啤来说有些许沉重，由于雪花的崛起和 ABI 的诞生，其市场份额已降至第三位；相对份额的下降激励青啤迈入了扩产与整合并举的第四阶段

图 23 青啤吨酒收入分布

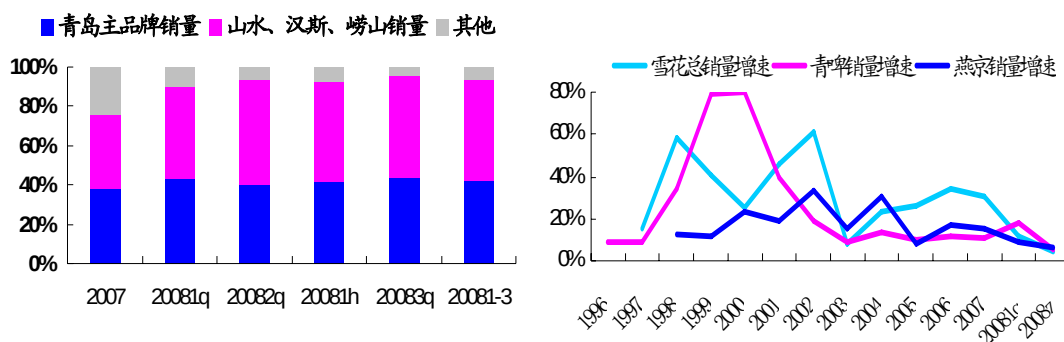


资料来源：公司报表

品牌持续优化

在六年的整合中，青啤逐步将大规模收购后的 150 多个牌子整合为“1+3”；并过渡至“1+1”的品牌战略。由于不愿意将主品牌轻易下沉，其单品整合速度远不如雪花；但这也较好地保障了主品牌的中高端定位。我们预计公司 08 年的销量增速为 6.5%，超出行业一个百分点。根据前三季度的销量情况，我们预计青岛主品牌的销量比例约为 45%。根据行业预测和公司新建、收购产能，我们预计 09 年青啤销量增速为 9%-10%。其中主品牌仍将保持双位数的增速，品牌的持续优化将带来吨酒价格的走高。

图 24 青啤销量结构



资料来源：东方证券研究所

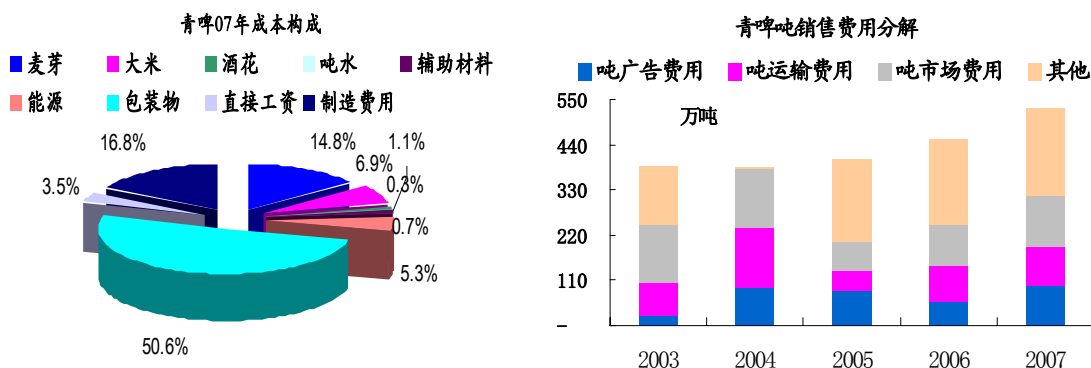
成本下降有望在二季度体现

在青啤的成本构成中，包装成本占据一半；其对毛利率的影响比麦芽更甚。从目前的情况看，公司外购包装成本的降幅不大；由于 08 年公司有部分啤麦库存，麦芽成本的降低可能在二季度初才能体现

对于产能利用率下降对毛利率的负面影响，我们认为不必过于担心；折旧在成本中的比例仅有 8%，不及麦芽和包装成本下滑对毛利率的贡献。必须指出，原料成本下降亦使得进项税下降，主营业务税金的上升将会抵消部分毛利率的提升

从营业费用的分解看，09 年成本的下降将加大市场的投入，但广告和运输费用有下降的空间。长期看，随着子公司逐步加大主品牌的生产，在油价平稳时期，运输费用将因销售半径的缩小而降低。

图 25 青啤成本和费用构成



资料来源：东方证券研究所

附表：财务报表预测与比率分析
损益表（人民币百万元）

	2007	2008E	2009E	2010E
主营业务收入	13709	15919	18034	20354
主营业务成本	(8002)	(9378)	(10240)	(11413)
主营业务税金及附加	(1322)	(1430)	(1595)	(1800)
主营业务利润	4386	5111	6199	7140
营业费用	(2651)	(3216)	(3805)	(4295)
管理费用	(667)	(769)	(862)	(963)
财务费用	6	(52)	(32)	(31)
资产减值准备	(167)	(159)	(44)	(42)
营业利润	885.96	936.32	1455.46	1809.51
非经营性收益	118	80	0	0
税前利润	1004	1016	1455	1810
所得税	(541)	(305)	(415)	(516)
少数股东损益	(40)	(21)	(55)	(69)
净利润	422.92	690.08	985.50	1225.23
EPS（元/股）	0.323	0.527	0.753	0.937

资产负债表（人民币百万元）

	2007	2008E	2009E	2010E
货币资金	1335	1828	2078	2225
应收款项净额	346	404	438	475
存货净额	2187	2509	2817	3156
其他流动资产	862	517	563	631
流动资产总额	4730	5259	5898	6489
长期投资	34	44	54	64
固定资产	5640	6158	6502	7075
无形资产及其他资产	932	929	926	914
资产总计	11545	12600	13580	14738
循环贷款	1097	0	0	0
应付款项	3052	3434	3673	3978
预收账款	483	389	440	497
应交税金	516	408	473	545
流动负债	5326	4376	4744	5197
长期贷款	91	71	45	19
非流动负债	231	1334	1343	1362
负债	5557	5710	6087	6559
少数股东权益	479	500	556	624
股本	1308	1308	1358	1358
储备	4201	4903	5430	6019
负债和股东权益	11545	12600	13580	14738

现金流量表（人民币百万元）

	2007	2008E	2009E	2010E
非经营收益	(140)	123	(15)	(15)
营运资金变动	228	34	(21)	12
经营活动现金净流	1,258	1,601	1,681	1,973
资本开支	(1,080)	(1,107)	(909)	(1,135)
投资与投资收益	62	70	(10)	(10)
其他	(124)	0	(10)	0
投资活动现金净流	(1,142)	(1,037)	(929)	(1,145)
募集资金	0	1,410	0	0
股息利息	(39)	(364)	(476)	(654)
银行贷款变动	533	(1,117)	(26)	(26)
其他	0	0	0	0
筹资活动现金净流	97	(71)	(502)	(680)
现金净流量	213	493	250	148

比率分析

	2007	2008E	2009E	2010E
增长率				
收入	15.9%	16.1%	13.3%	12.9%
息税前利润	72.8%	7.4%	53.9%	23.7%
净利润	-3.2%	63.2%	42.8%	24.3%
边际率				
毛利率	41.6%	41.1%	43.2%	43.9%
息税前利润率	6.6%	6.1%	8.3%	9.0%
净利润率	4.3%	5.5%	6.0%	6.3%
收益率				
ROE	7.9%	11.8%	15.2%	17.3%
ROA	3.7%	5.5%	7.3%	8.3%
负债比率				
有息负债/权益	21.6%	1.1%	0.7%	0.3%
负债/资产	48.1%	46.0%	45.3%	45.0%
估值比率				
P/E	2.0	2.0	1.8	1.6
P/B	35.5	32.8	23.2	18.4
P/S	2.6	2.3	2.1	1.8
EV/EBITDA	18.3	9.7	8.3	7.6

燕京啤酒（000729）

三阶段发展历程

和青啤类似，上世纪 90 年代燕啤作为区域龙头，基本上无需太多的费用投入，吨利润保持高位
 01 年迈开全国扩张的路途中，除了成本的上涨，整合期间管理和销售费用亦侵蚀了吨利润
 为保持吨利润的稳定，燕京近年的扩张速度明显放缓

图 26 燕京吨酒收入构成

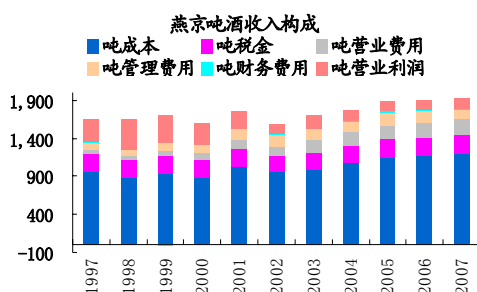
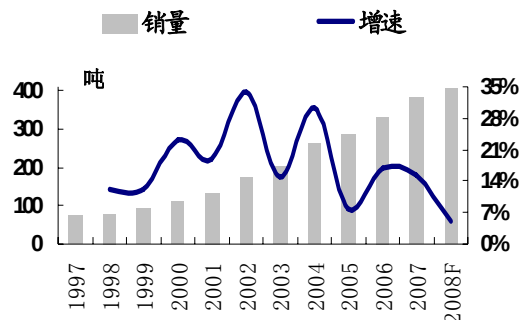


图 27 燕京销量

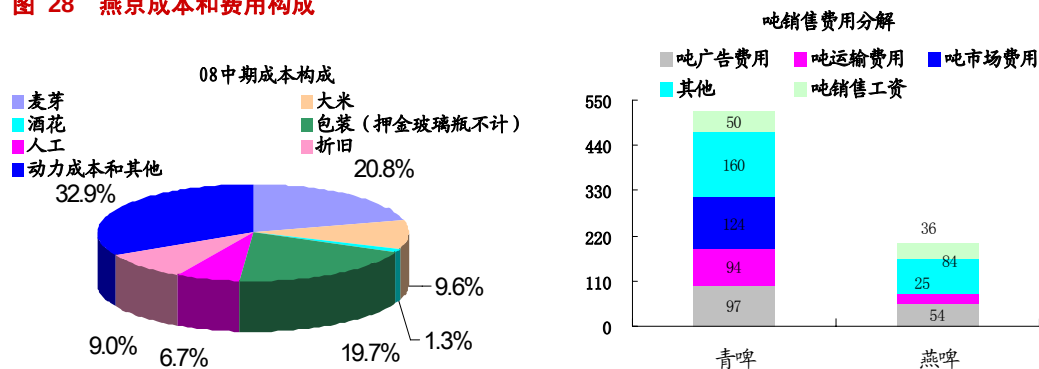


资料来源：东方证券研究所

“3+1”品牌战略

由于燕啤奉行 3+1 的区域品牌战略，其成本和费用的构成和青啤有较大的差异。成本构成中，销售半径的缩小使得部分玻璃瓶能够实现回流，包装成本占比明显小于青啤。而在吨销售费用的构成中，由于在区域市场的垄断性，品牌的市场的投入较青啤小得多；其次，由于销售半径小，燕京的吨运输支出仅有青啤的 1/4

图 28 燕京成本和费用构成



资料来源：东方证券研究所

附表：财务报表预测与比率分析
损益表（人民币百万元）

	2007	2008E	2009E	2010E
主营业务收入	7,436	8,058	8,753	9,936
主营业务成本	(4,629)	(4,953)	(5,161)	(5,798)
主营业务税金及附加	(944)	(957)	(1,049)	(1,186)
主营业务利润	1,863	2,148	2,544	2,952
营业费用	(767)	(833)	(936)	(1,057)
管理费用	(497)	(530)	(572)	(639)
财务费用	(64)	(121)	(45)	1
营业利润	530	651	976	1,241
非经营性收益	49	40	22	24
税前利润	578	692	998	1,266
所得税	(85)	(107)	(170)	(222)
少数股东损益	84	98	139	175
净利润	410	487	690	869
EPS（元/股）	0.372	0.402	0.570	0.718

现金流量表（人民币百万元）

	2007	2008E	2009E	2010E
税后利润	410	487	690	869
少数股东损益	84	98	139	175
非现金支出	246	924	1,006	1,085
非经营收益	(102)	369	122	320
营运资金变动	37	246	86	163
经营活动现金净流	878	1,386	1,799	1,972
资本开支	(811)	(700)	(700)	0
投资与投资收益	40	0	0	0
其他	(167)	(820)	(420)	(420)
投资活动现金净流	(938)	(1,520)	(1,120)	(420)
募集资金	0	110,000	0	0
股息利息	389	(286)	(45)	1
银行贷款变动	1,175	(200)	(200)	(291)
其他	(739)	(109,750)	(359)	(350)
筹资活动现金净流	825	(235)	(603)	(640)
现金净流量	765	(369)	75	913

比率分析

	2007	2008E	2009E	2010E		2007	2008E	2009E	2010E
货币资金	1,244	875	951	1,863	增长率				
短期投资	0	0	0	0	收入	17.9%	8.4%	8.6%	13.5%
应收款项净额	113	127	138	157	营业利润	32.1%	22.9%	49.9%	27.1%
存货净额	1,891	1,856	1,934	2,173	净利润	33.2%	18.8%	41.7%	26.0%
流动资产总额	4,198	3,927	4,233	5,569	边际率				
长期投资	72	72	72	72	主营利润率	25.0%	26.7%	29.1%	29.7%
固定资产	6,186	6,767	6,868	6,190	营业利润率	7.1%	8.1%	11.2%	12.5%
无形资产及其他资产	419	375	386	397	净利润率	5.5%	6.0%	7.9%	8.8%
资产总计	10,885	11,198	11,616	12,285	收益率				
循环贷款	1,750	919	560	0	ROE	7.4%	7.0%	9.1%	10.0%
应付款项	1,066	840	915	1,059	Roce	6.6%	6.6%	8.7%	10.0%
预收账款	365	114	158	208	ROA	3.8%	4.3%	5.9%	7.1%
应付工资	27	29	32	36	负债比率				
应交税金	139	151	164	186	有息负债/权益	44.4%	20.4%	11.2%	0.0%
流动负债	3,626	2,618	2,407	2,113	负债/资产	39.7%	27.8%	23.3%	17.2%
长期贷款	693	494	294	3	估值比率				
负债	4,319	3,112	2,701	2,116	P/Sales	1.8	1.8	1.7	1.5
少数股东权益	1,063	1,161	1,300	1,475	P/E	33.0	30.5	21.5	17.1
股本	1,100	1,210	1,210	1,210	P/B	2.5	2.1	2.0	1.7
储备	4,403	5,715	6,405	7,484	EV/EBITDA	17.1	9.1	7.8	7.1
股东权益	5,503	6,925	7,615	8,695					
负债和股东权益	10,885	11,198	11,616	12,285					

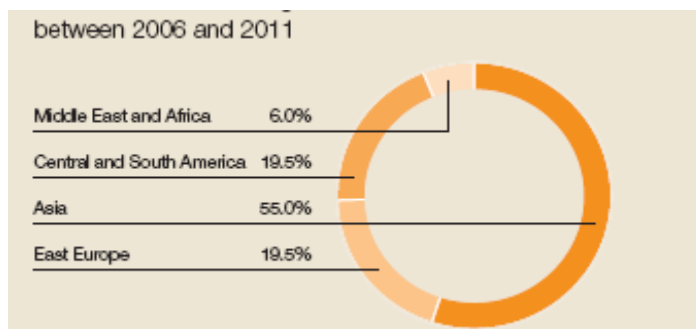
华润创业（0291.HK）

雪花&SAB 1+1>2

雪花的迅速扩张给外资参股东 SAB 带来了巨大的收获，06 年从英博手中夺走了全球销量第一的宝座。其对自身 2006-2011 年的增量预测中，亚洲（主要是中国）市场将占到 55% 的份额。从中国啤酒业内外资的合作经历看，雪花和 SAB 无疑是最成功的范例；SAB 对哈啤和雪津控股的失败，反而使其与雪花的关系更加紧密，两者在中国的业务基本不存在重合和竞争，能够获得 1+1>2 的协同效应

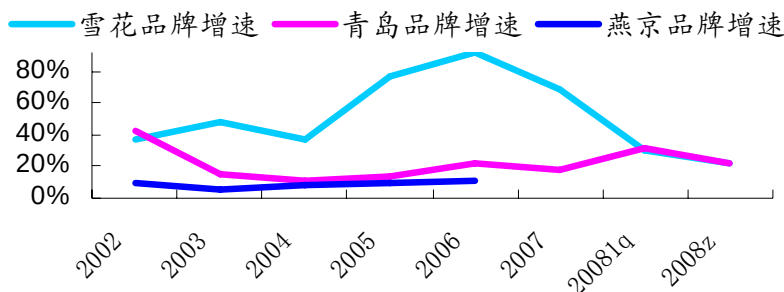
品牌建设上，雪花并没有仿照 SAB 多品牌的战略，而是采纳了科特勒营销集团的意见，于 02 年开始致力打造“雪花”这一全国性品牌；仅经过两年的整合，04 年其销量便已超过 SAB 旗下的国际品牌 Miller Light；07 年雪花单品的销量达到 512 万吨，和全球排名第一 Bud light 518 万吨的销量已相差无几。08 年前三季度，雪花的单品增速达到 20.3%，很可能超过 Bud light 跃升至全球销量第一。雪花的成功源于中国啤酒市场相对全球的高速发展和公司的内部整合，并不意味着和销量相当的国际知名度。

图 29 SAB 销量增长来源



资料来源：SAB 报表

图 30 啤酒单品销量增速对比



资料来源：公司报表

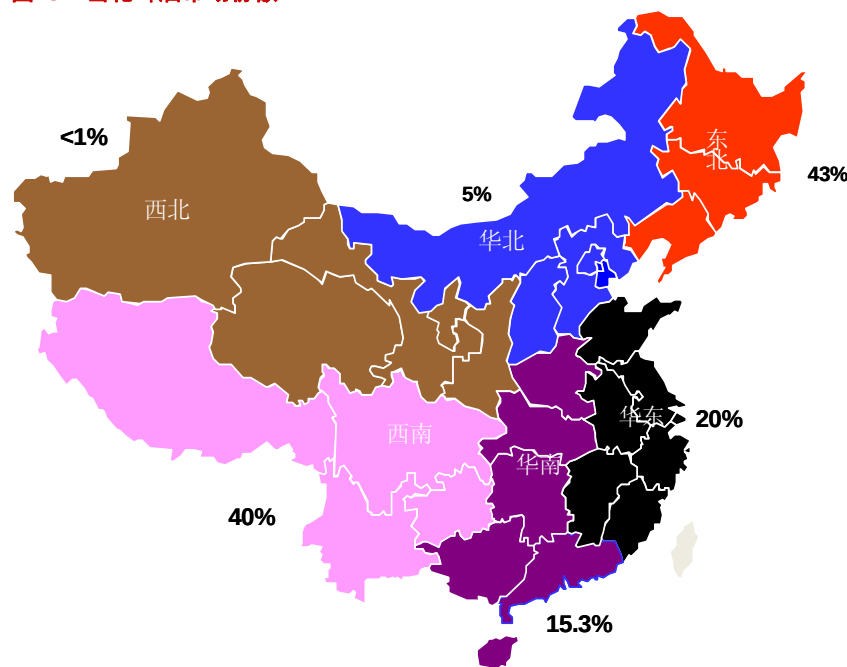
华润雪花品牌的迅速整合同样也留下了后遗症。首先是品牌定位不清晰，一身难以兼顾高、中、低端的消费群体。雪花在大多数区域走的是中低端路线，留给消费者的印象是酒价低、奖多；这挫伤了其在中高端价位上的品牌形象。尽管华润曾先后推出零点、炫动、世好等高端品牌，试图弥补雪

花的层次缺位，但至今没有给消费者留下深刻的印象。其次是区域之间的口味差异较大，消费者口感忠诚度差。

三条平行扩张线路

雪花啤酒于 06 年确定了三条平行发展线路：一是销售网络由沿海和长江流域向周边地区辐射，二是加快一线城市的销售步伐；三是综合采用收购、自建、扩建的方式扩大产能。

图 31 雪花啤酒市场份额



资料来源：东方证券研究所

加快一线城市扩张步伐

雪花奉行的收购战略体现出对自身整合和营销能力的信心，这离不开其营销和管理上的经典策略：即“蘑菇”战略和“二十六只猫和一只老虎”的管理方法：前者的核心思想是认为我国啤酒市场有最佳的销售半径，在一定范围内能够回流玻璃瓶，减少成本，最大程度地发挥规模效应；后者“统一”的管理方法提高了雪花啤酒的资本运行效率，保障了持续扩张的速度

雪花位于河北燕郊和南京的新厂于 08 年一季度和三季度分别投产，增加了近 80 万吨产能；年底又宣布在上海宝山区新建 40 万吨产能，加上其近期收购的 3 家酒厂，在巩固优势区域的同时，已彰显出其进军一线城市的决心。相比在东北、四川、安徽等市场的成功运作，雪花此番战略布局对其营销团队提出了前所未有的挑战：北京、山东是燕京和青啤的大本营；而长三角市场是各大品牌激烈混战的区域，脱颖而出绝非易事

表格 3 华润“二十六只猫和一只老虎”的管理方法

	二十六只猫	一只虎
中枢	26 个分散的小脑	统一指挥的大脑（CRB 总部）
五官	眼、鼻、耳等	总部及地区的各职能部门（灵敏度高）
血液	小循环	大循环，资金的统一，有计划地调动

觅食	分散觅食（采购、市场）	统一采购、营销渠道、物流服务
外表	形象弱小	大猫非猫，人人都知，品牌统一
肌体	肌肉小块、分散	统一，人力自如调配、培养
能力	力量小，速度慢	技术、质量统一，力量大

图 32 雪花新建产能分布

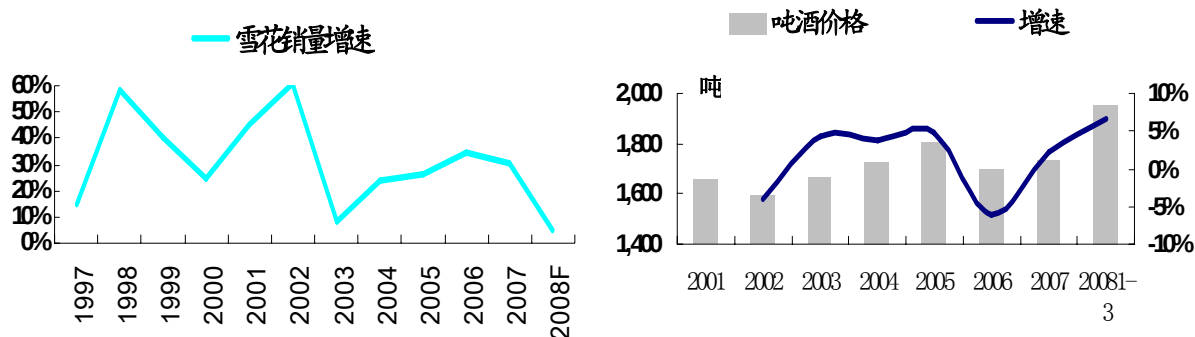
	产 能 （ 万 吨 ）
河 北 燕 郊	4 4
南 京 雪 花	3 5
上 海 雪 花	4 0 （ 拟 建 ）
安 徽 天 柱	1 0
辽 宁 松 林	2 0
浙 江 洛 克	1 2
宁 波 雪 花	4 0
山 东 琥 珀	2 8

资料来源：东方证券研究所

08 年内生增长乏力

08 年雪花整体销量增速放缓至个位数，预计只有 4%-5%，我们认为，收购的放缓、提价和品牌替换是主要原因：08 年雪花收购步伐明显放缓，多数以自建产能的形式扩张，使得销量难以保持以往的增速。有鉴于此，08 年末至今，雪花重新迈开收购的步伐。其次，迫于成本上升的压力，08 年初雪花对产品进行提价。雪花的快速扩张很大程度上源于资本的驱动和低端的酒价，08 年外生收购的放缓和产品提价直接导致销量增速放缓至个位数。根据广东啤酒协会的数据，1 月份雪花啤酒在粤销量负增长 53%，显示了雪花啤酒在粤的消费群体依然是流动性较大的中低收入阶层。由于目前高端产品乏善可陈，雪花仍需长时间的品牌培育才能完成产品结构的优化，利润引擎的换挡有待时日。

图 33 雪花啤酒销量和价格



资料来源：东方证券研究所

随着收购对象的减少，雪花的扩张模式将由外生资本驱动型逐步过渡为内生品牌驱动型，这是对雪花增长模式的严峻考验。其 09 年花费 7800 万在央视打造“雪花金标纯生”，我们认为这意在弥补雪花高端品牌的乏力，也是其展开产品优化的信号。

表格 4 雪花啤酒主要盈利假设

雪花啤酒	2007	2008F	2009F	2010F	2018F
平均吨价（港元）	1,776	2,212	2,276	2,345	2,747
增长率（YOY）	7.7%	24.5%	2.9%	3.0%	2.0%
产能（万吨）	1000	1200	1320		
销售数量（万吨）	693.5	726.1	796.4	904.6	1,832.6
增长率（YOY）	30.7%	4.7%	9.7%	13.6%	9.2%
产能利用率	69.4%	60.5%	60.3%		
全国销量份额	17.6%	17.7%	18.3%	18.8%	23.8%
销售收入（百万港币）	12320	16,048	18,129	21,211	50,347
增长率（YOY）	40.8%	30.3%	13.0%	17.0%	11.4%

分析师承诺

林静：食品饮料分析师

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，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了本人的研究观点。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收到任何形式的报酬。

任美江：农业食品饮料资深分析师

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，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了本人的研究观点。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收到任何形式的报酬。

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，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了本人的研究观点。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收到任何形式的报酬。

投资评级说明

- 报告发布日后的 6 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。
- 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。

免责声明

本报告仅供东方证券股份有限公司（以下简称“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。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

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。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。

本报告版权仅为本公司所有，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，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用之证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、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：寿岚

电话：021-63325888*6054

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：shoulan@orientsec.com.cn