

啤酒



啤酒中期演义：黎明后，谁是沙漠之花？

中性

2010年8月24日

重点公司

重点公司	10E	11E	评级
青啤	1.16	1.33	推荐
燕啤	0.69	0.76	推荐

投资要点

- 华润、青啤、燕啤和百威英博（中国）是啤酒行业第一梯队。前4家销量、收入和利润集中度为56%、47%、55%，在全国范围内没有规模效应；各企业区域市场ROS呈现显著差异（燕啤的地方ROS甚至高于百威），说明大宗同质、重资产、渠道排它性强的啤酒行业唯一正确的竞争战略是区域市场目标集聚。
- 行业处在1990年以来的第2个并购高峰，表现为集中度提升胶着、企业融资活跃、和销售投入增加。一旦消耗战结束，行业将进入收入缓慢增长、利润快速增长的S曲线后端，优胜者蜕变为沙漠之花，盈利爆发，类似三年前的格力和这两年的伊利。

相关报告

啤酒：《青岛啤酒增长放缓-内困整合、外忧竞争》2010-7-2

啤酒：《燕啤中报 25%盈利增长来自成本下降和区域市场分化》2010-7-22

白酒：《五粮液：一次性业绩增厚结束 高档酒量增 20%》2010-8-13

葡萄酒：《张裕：收获酒庄酒应战新市场》2010-8-13

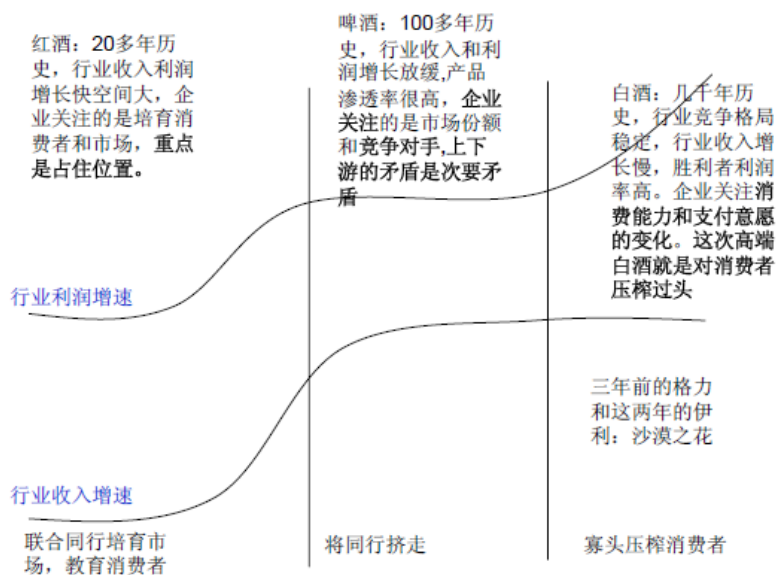
啤酒：《珠啤：主动扩张 or 收购标的？》2010-8-14

陈宇 S0190210070001

021-38565860

cheny@xyzq.com.cn

苏李丹



- 青啤经历了全国产能优先向区域集中的战略转变，山东广东福建三个优势市场潜在利润上限29亿；燕啤被动加入军备大战，区域聚集略有放松；华润雪花选择了全国份额优先的单一品牌战略，尽显“舍”“得”智慧；百威中国投入20年后，第一次实现全司盈利。
- 雪花、青啤、百威、燕啤成为沙漠之花的概率依次递减。2010-2012青啤业绩1.16、1.33、1.51，燕啤业绩0.69、0.76、0.86，中期推荐青啤。

目 录

1、	啤酒行业唯一正确的竞争战略：区域市场聚集.....	- 4 -
1.1	啤酒行业的龙头是青啤、燕啤、华润和百威（中国）四家.....	- 4 -
1.2	啤酒前四家盈利集中度低,在全国范围内没有规模效应。.....	- 5 -
1.3	区域市场占有率是竞争关键点.....	- 6 -
1.4	综上所述，啤酒行业的竞争战略只能是：区域目标聚集.....	- 9 -
2、	啤酒行业现状：1990 年以来的第二个行业低谷.....	- 9 -
2.1	啤酒渗透率接近饱和，未来量增长缓慢成为常态.....	- 9 -
2.2	本次经济危机带来 1990 年以来的第二个行业低谷.....	- 11 -
2.3	行业低谷期催生整合高峰.....	- 12 -
3、	整合的优胜企业将获得双重好处.....	- 14 -
3.1	行业集中度提升后，行业周转率提升先于利润率提升。.....	- 14 -
3.2	整合过后，居民购买力提升促进行业消费升级.....	- 14 -
3.3	未来可能的盈利爆发路径.....	- 15 -
3.4	未来可能的稳定格局.....	- 15 -
4、	正确采用区域市场聚集战略的企业获胜几率大.....	- 15 -
4.1	青啤、燕啤、华润啤酒和百威（中国）经营和战略概述.....	- 15 -
4.2	青啤本轮扩张坚持了区域聚集，三个优势市场利润空间 29 亿.....	- 16 -
4.3	燕啤区域集中战略有所放松.....	- 18 -
4.4	华润雪花的“舍”“得”智慧.....	- 21 -
4.5	百威运营能力尤其突出，市场份额优于利润考核.....	- 22 -
4.6	行业格局+企业战略=财务数据的现在和未来.....	- 23 -
5、	盈利预测和估值.....	- 25 -
5.1	青啤盈利预测与估值.....	- 25 -
5.2	燕啤盈利预测与估值.....	- 26 -
图 1	1999-2009 白酒单吨出厂价、单吨利润总额及增长率.....	- 5 -
图 2	1999-2009 啤酒单吨出厂价、单吨利润总额及增长率.....	- 6 -
图 3	1999-2009 青啤和燕啤的单吨运输费用（元/吨）.....	- 8 -
图 4	1992-2014 啤酒行业、青啤、燕啤和华润啤酒的 ROS.....	- 8 -
图 5	1992-2009 啤酒行业、青啤和燕啤的回报率.....	- 9 -
图 6	2008 年各地区人均啤酒年消费量（千克）.....	- 10 -
图 7	1951-2005 年日本啤酒消费量（万吨）.....	- 10 -
图 8	1980-2008 日本年人均消费啤酒（升）和人均 GDP（美元）.....	- 11 -
图 9	1995-2009 我国人均啤酒消费量.....	- 11 -
图 10	1978-2009 年全国啤酒产量（万千升）和年增长率.....	- 12 -
图 11	1999-2009 啤酒全行业收入、利润总额和年增速.....	- 12 -
图 12	1995-2009 年啤酒行业利润总额/净资产与前十家集中度.....	- 13 -
图 13	1999-2009 啤酒行业营业费率.....	- 13 -
图 14	1999-2009 啤酒行业杜邦分析.....	- 14 -
图 15	青啤、燕啤、华润啤酒和百威（中国）的战略.....	- 16 -
图 16	2008 年各省市啤酒销量（万吨）.....	- 17 -
图 17	1998-2009 青啤、燕啤和华润啤酒的 CAPEX（百万）.....	- 18 -
图 18	1998-2014 青啤和燕啤的单吨折旧.....	- 18 -
图 19	1997-2009 青啤和燕啤的生产效率比较.....	- 18 -
图 20	1997-2009 青啤和燕啤的单人销售收入比较.....	- 19 -
图 21	2000-2009 青啤和燕啤的单人创净利比较.....	- 19 -
图 22	2008 年各省市啤酒销量（万吨）.....	- 20 -

图 23 1995-2009 年燕啤的利润总额率和产品结构关系	- 20 -
图 24 1999-2009 华润旗下啤酒销量（万吨）	- 21 -
图 25 1993-2009 青啤、燕啤和百威英博（全球）存货周转天数	- 22 -
图 26 1999-2014 青啤、燕啤、华润和百威中国的市场份额（按量）	- 24 -
图 27 1999-2014 青啤、燕啤、华润和百威中国的市场份额（按收入）	- 24 -
图 28 1999-2014 青啤、燕啤、华润啤酒净利润/行业利润总额	- 25 -

表 1: 2007、2008 年啤酒行业前十企业	- 4 -
表 2: 2009 年国内啤酒行业前八大实际控制人	- 4 -
表 3: 2009 年白酒和啤酒行业集中度比较	- 5 -
表 4: 白酒和啤酒在同等销售收入下的净利润比较	- 6 -
表 5: 青啤和燕啤自主产生的自由现金流比较	- 7 -
表 6: 2009 年各企业在不同区域的市场占有率和盈利水平	- 7 -
表 7: 企业融资	- 13 -
表 8: 青啤、燕啤、华润啤酒和百威（中国）的经营情况	- 16 -
表 9: 2009 年青啤在三大优势市场的潜在盈利能力	- 17 -
表 10: 2009 年燕啤各区域市场数据	- 19 -
表 11: 英博和百威收购情况	- 22 -
表 12: 青啤盈利预测假设	- 25 -
表 13: 青啤盈利预测结果	- 26 -
表 14: 青啤 DCF 为 32.76 元	- 26 -
表 15: 燕啤盈利预测假设	- 26 -
表 16: 燕啤的盈利预测结果	- 27 -
表 17: 燕啤 DCF 为 17.7	- 27 -

1、啤酒行业唯一正确的竞争战略：区域市场聚集

1.1 啤酒行业的龙头是青啤、燕啤、华润和百威（中国）四家

行业销量前十的企业背后是行业的八个主要控制者，其中青啤、燕啤、华润和百威英博（中国）处于第一梯队，相比第二梯队优势明显，是行业的主角。

表 1：2007、2008 年啤酒行业销量前十的企业

序号	企业名称	实际控制人	2007 年产量[千升]	市场占有率
1	华润雪花啤酒[中国]有限公司	华润	7004857	18.00%
2	青岛啤酒集团有限公司	青啤	5056234	13.00%
3	北京燕京集团有限公司	燕啤	4008602	10.30%
4	重庆啤酒[集团]有限公司	嘉士伯	1801524	4.60%
5	河南金星啤酒集团有限公司	金星	1762736	4.50%
6	哈尔滨啤酒集团有限公司	百威英博	1492826	3.80%
7	广州珠江啤酒集团有限公司	百威英博	1367769	3.50%
8	英博雪津啤酒有限公司	百威英博	1217802	3.10%
9	金威啤酒[中国]有限公司	喜力	730257	1.90%
10	三得利啤酒[中国]投资有限公司	三得利	644035	1.70%
合计			25086642	64.50%

序号	企业名称	实际控制人	2008 年产量[kl]	市场占有率
1	华润雪花啤酒[中国]有限公司	华润	7298649	17.79%
2	青岛啤酒集团有限公司	青啤	5432294	13.24%
3	北京燕京集团有限公司	燕啤	4223125	10.29%
4	河南金星啤酒集团有限公司	金星	1852258	4.51%
5	重庆啤酒[集团]有限公司	嘉士伯	1766304	4.30%
6	英博雪津啤酒有限公司	百威英博	1296904	3.16%
7	广州珠江啤酒集团有限公司	百威英博	1189120	2.90%
8	金威啤酒[中国]有限公司	喜力	633047	1.54%
9	三得利啤酒[中国]投资有限公司	三得利	621399	1.51%
10	百威[武汉]国际啤酒有限公司	百威英博	516671	1.26%
合计			24829771	60.50%

资料来源：兴业证券研发中心

表 2：2009 年国内啤酒行业前八大实际控制人

	旗下品牌	根据地市场	权益产能（万吨）
第一梯队	华润啤酒（SAB）	雪花、蓝带、圣泉等	四川、东北（正在进攻华南）
	青啤	青啤、山水、汉斯等	山东、华南（华东在放弃中）
	百威英博	百威、哈啤、雪津、双鹿等	长三角、珠三角
	燕啤	燕啤、漓泉等	北京、广西、内蒙
			1200（包含 SAB49% 的权益）
			770
			660
			500

第二梯队	金星啤酒集团	金星、蓝马	河南	120
	嘉士伯	嘉士伯、兰州黄河、大理啤酒、重啤	甘肃、云南、宁夏、新疆、西藏等	100
	喜力	粤海啤酒、金威、大富豪	广东、江苏	80
	三得利	三得利	上海	70

资料来源：兴业证券研发中心

1.2 啤酒前四家盈利集中度低,在全国范围内没有规模效应。

表 3: 2009 年白酒和啤酒行业集中度比较

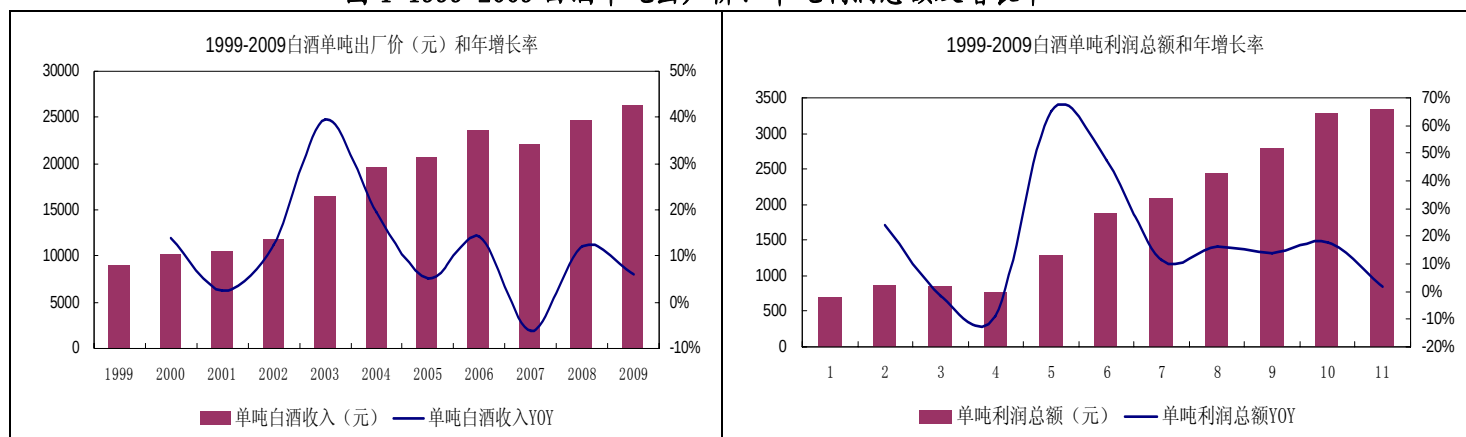
	白酒	啤酒
行业销量 (万吨)	706	4236
行业收入 (亿)	1858	1143
行业净利润 (亿)	176	55
前四大企业主体	茅台、五粮液、泸州老窖、洋河	华润、青啤、燕啤、百威英博(中国)
前四销量合计占行业比	3.13%	56%
前四收入合计占行业比	15.60%	47%
前四净利润合计占行业比	62%	55%

注：行业净利润根据行业利润总额推算

资料来源：兴业证券研发中心

白酒行业利润集中度 62%>收入集中度 15.6%>量集中度 3.13%，说明白酒行业产品分化程度高，高端产品获取了大部分利润。从 1999 年以来，部分白酒企业的高端化带动了全行业的消费升级，白酒行业单吨出厂价和单吨利润持续提升，在量集中度低、税赋高的不利前提下，白酒企业靠差异化战略最大程度的榨取了消费者剩余。

图 1 1999-2009 白酒单吨出厂价、单吨利润总额及增长率



资料来源：兴业证券研发中心

100 元的白酒，税赋总计 33.6 元，仍可以赚取净利润 22.5 元，100 元的啤酒，税赋总计 17.2，净利润只有 6.75 元。

表 4: 白酒和啤酒在同等销售收入下的净利润比较

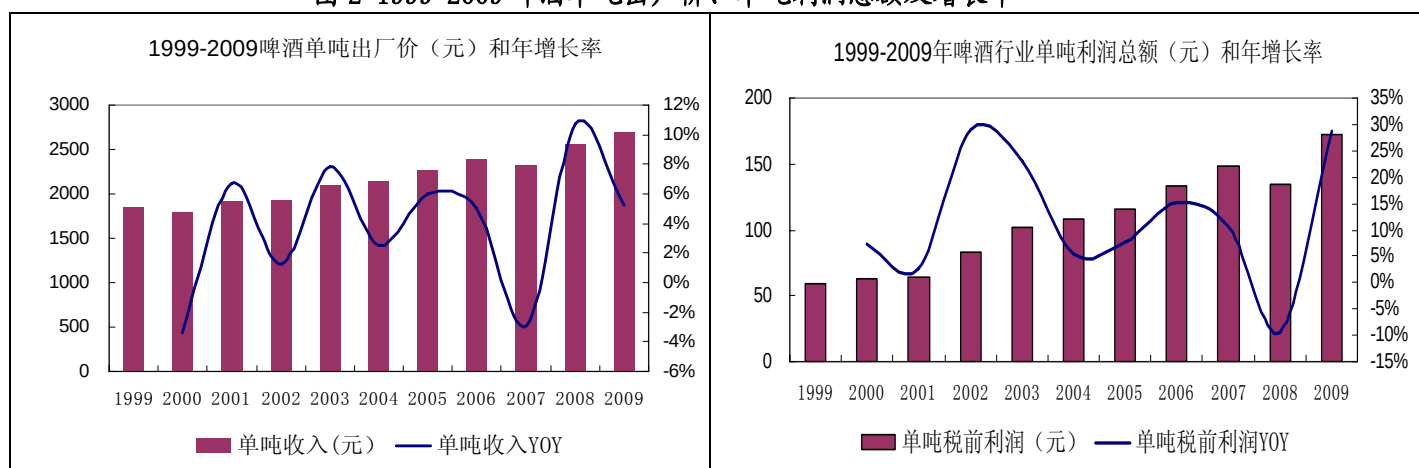
	白酒	啤酒
厂家销售收入(元)	100	100
原材料	20	60
单价	100 元/瓶, 1 瓶=1 斤	1.6 元/瓶, 1 瓶=600ml
折合量(千克)	0.5	37
增值税	$(100-20) \times 17\% = 13.6$	$(100-60) \times 17\% = 6.8$
从量消费税(元)	$0.5 \times 1 = 0.5$	$0.037 \times 220 = 8.148$
从价消费税(元)	$100 \times 60\% \times 20\% = 12$ (税基中位数 60%)	无
营业税等	忽略	忽略
税前利润	30	9
所得税	7.5	2.25
净利润	22.5	6.75
税赋总计	33.6	17.2

注: 原材料和税前利润水平按照主要上市公司水平测算

资料来源: 兴业证券研发中心

啤酒行业收入集中度 47% 小于量集中度 56%, 说明龙头主要不靠产品差异获取溢价, 行业高低端分化不明显, 利润集中度 55% 没有大幅高出收入集中度 47%, 说明行业龙头在全国范围内没有规模效应。1999 年以来, 啤酒单价累计涨幅不超过 CPI, 单吨利润总额增幅远小于白酒, 行业内部的激烈竞争导致行业整体对消费者议价能力薄弱。

图 2 1999-2009 啤酒单吨出厂价、单吨利润总额及增长率



资料来源: 兴业证券研发中心

1.3 区域市场占有率是竞争关键点

啤酒是唯一进行工业化生产的酒类消费品, 固定资产投资和环保投入金额都较大, 我们考察青啤和燕啤从 1998 年到 2009 年的累计数据 (不包括 IPO 融资), 发现利润基本沉淀在 capex 里, 而且不断要求股东新增投资。不考虑偿还有息负债, 10 年来青啤为投资者产生的现金流约为 22 亿, 燕啤为 -49 亿!

表 5: 青啤和燕啤自主产生的自由现金流比较

单位: 亿	青啤	燕啤
1998~2009 累计净利润	46.95	44.25
1998~2009 累计 CFO	131.57	79.55
1998~2009 累计 CAPEX	71.66	91.53
1998~2009 累计融资额 (股权+有息负债)	199.36	117.55
其中累计股权融资 (增发+可转债)	37.94	36.6
1998~2009 累计分红	0.23	0.16
自主产生的自由现金流 = 累计 CFO - 累计 capex - 累计股权融资	21.97	-48.58

资料来源: 兴业证券研发中心

高固定资产投入提高了企业的毛利盈亏平衡点, 企业很有动力优先提高销售规模, 又由于啤酒单品价值量低, 销售受运输半径限制, 提高销售规模的路径必然是集中提高区域市场占有率优于全国布点。

同时, 70%以上的啤酒消费发生在餐饮市场, 国内盛行的买店作法导致餐饮渠道排它性很强, 固定销售费用投入巨大, 提高了利润总额的盈亏平衡点。

此外, 区域市场销售达到一定规模后, 酒瓶可以回收利用, 进一步摊薄企业成本。上述几点导致啤酒区域市场占有率达到一定程度后, 企业盈利能力发生跃升, 在这个过程中, 产品档次居于次要地位。燕啤北京、内蒙和广西的单吨收入低于百威全球, 但是 ros 高于百威全球, 原因就在于区域市场的占有率。

表 6: 2009 年各企业在不同区域的市场占有率和盈利水平

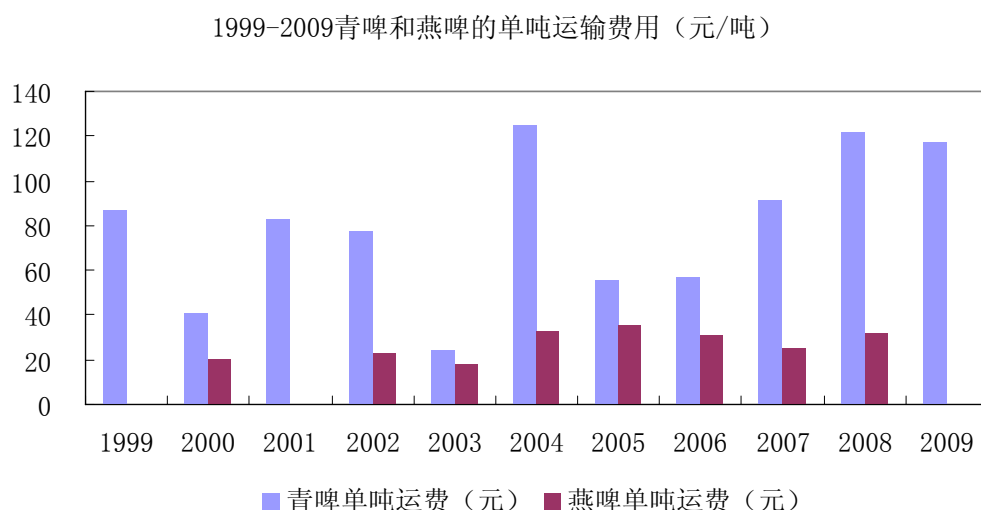
	市场销量占有率	ros	单吨收入 (元)	单吨净利
百威全球	全球占有率 22%	10.63%	6118	650
青啤全司	全国占有率 14%	6.95%	3050	212
华润啤酒全司	全国占有率 18%	3.70%	2050	76
燕啤全司	全国占有率 10.5%	6.63%	2128	141
燕啤广西	广西占有率 69%	17.70%	2354	417
燕啤内蒙	内蒙占有率 47%	13.30%	1837	244
燕啤湖北	区域占有率 12%	6.90%	1933	133
燕啤北京	北京占有率 76%	18.6%	2547	474

注: 本文燕啤的占有率 = 燕啤区域市场销量/该地区容量, 小于燕啤公司公布的数据。

资料来源: 兴业证券研发中心

我们也观察到主要做区域市场的燕啤单吨运输费用远低于全国性品牌青啤。

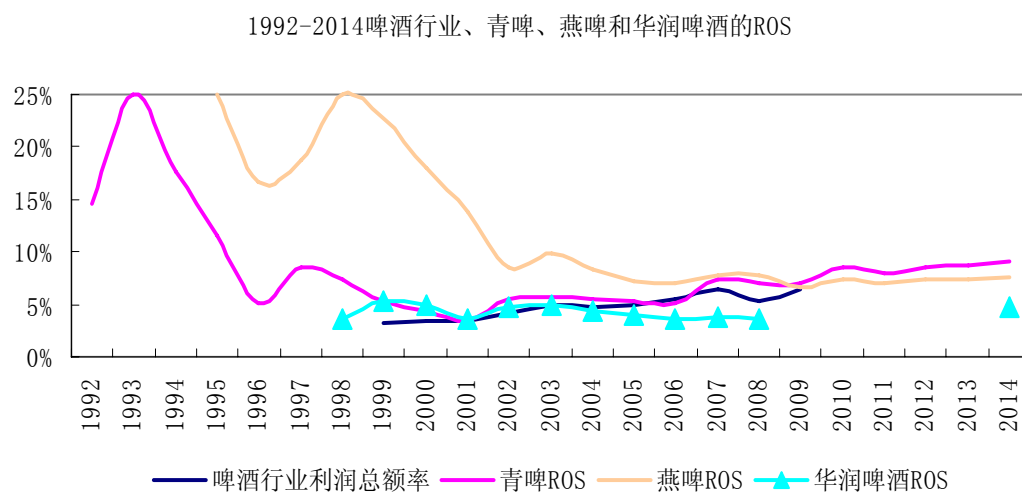
图 3 1999-2009 青啤和燕啤的单吨运输费用（元/吨）



数据来源：兴业证券研发中心

历史上，青啤和燕啤没有大规模全国布局之前（2000 年）的盈利能力和回报率都远高于 2000 年之后。

图 4 1992-2014 啤酒行业、青啤、燕啤和华润啤酒的 ROS

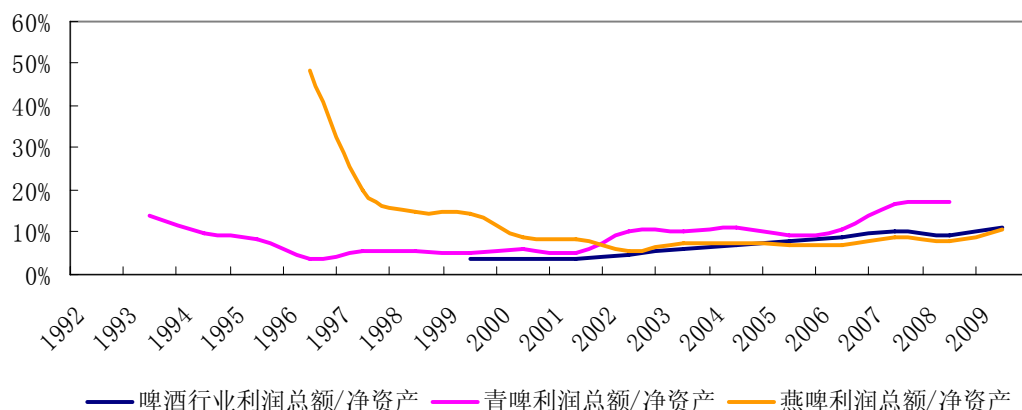


数据来源：兴业证券研发中心

（百威全球 2009 年 ROS10.6%）

图 5 1992-2009 啤酒行业、青啤和燕啤的回报率

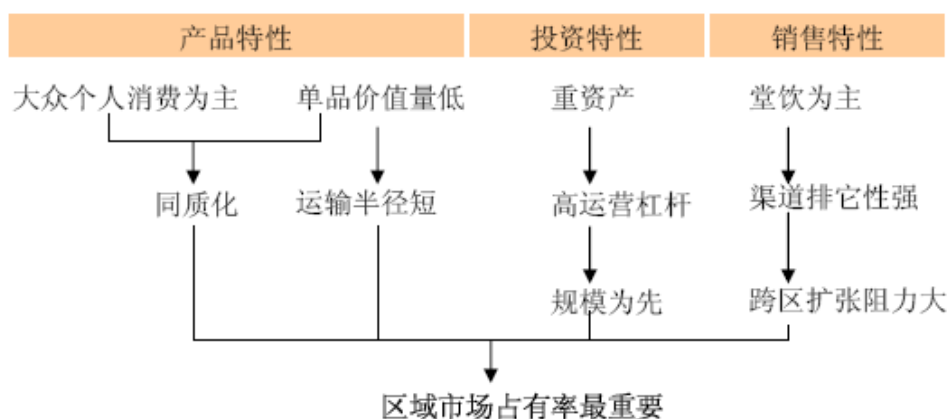
1992-2009 啤酒行业、青啤和燕啤的回报率



数据来源：兴业证券研发中心

(百威全球 2009 年 ROE 为 17.49%)

1.4 综上所述，啤酒行业的竞争战略只能是：区域目标聚集



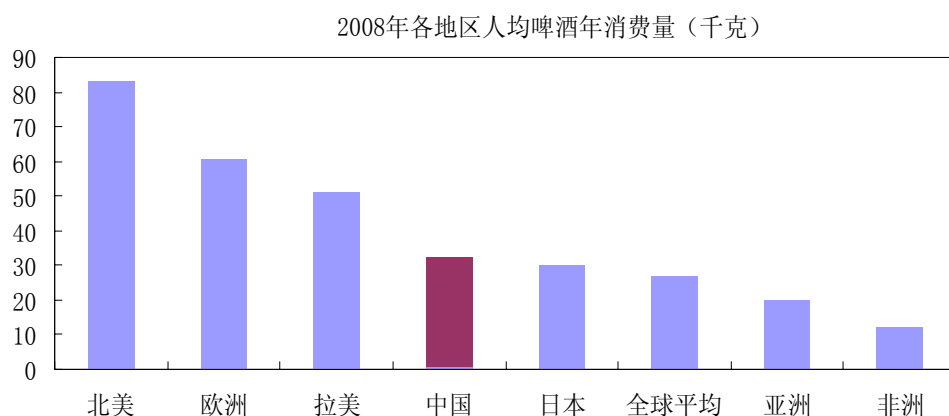
青啤、燕啤、华润和百威全球都有自己的根据地市场（第 1 页的表 2），这些市场稳定又丰厚的利润是他们进行全国扩张的坚实基础。

2、 啤酒行业现状：1990 年以来的第二个行业低谷

2.1 啤酒渗透率接近饱和，未来量增长缓慢成为常态

2008 年全球啤酒人均消费量为 27 升，北美地区人均 83 升，欧洲地区人均 61 升，拉美地区人均 51 升，亚洲 20 升，非洲 12 升，中国 32 公升，日本 30 公升。

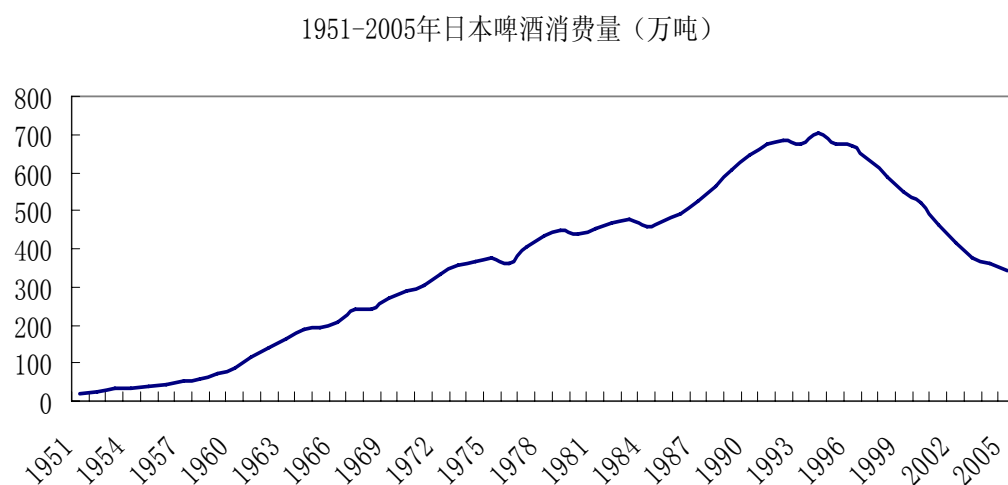
图 6 2008 年各地区人均啤酒年消费量（千克）



数据来源：兴业证券研发中心

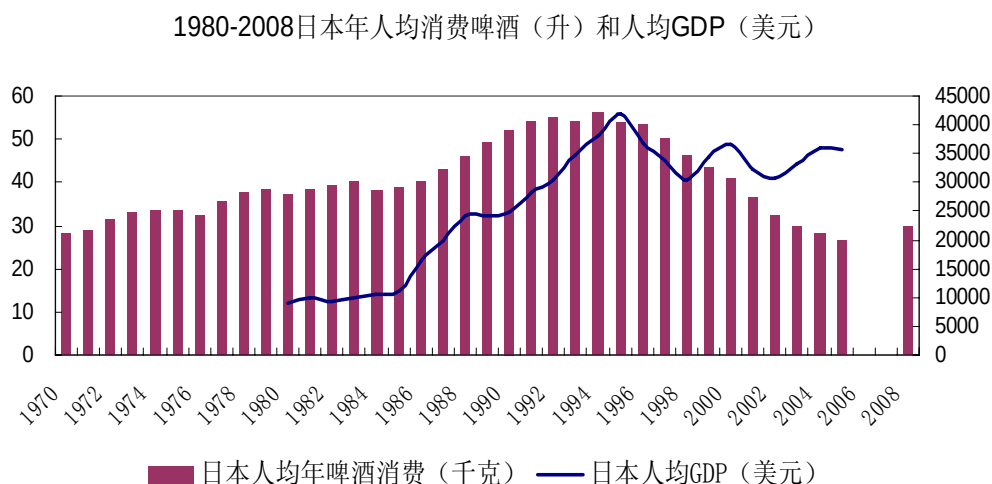
以消费习惯最接近的日本为例，09 年中国人均 GDP3680 美元，是日本人均 GDP 的 8.67%，而人均啤酒消费量已经超过日本。由此我们判断国内啤酒渗透率接近饱和，未来 5 年全行业量缓慢增长，增速不超过 4%（中西部地区增速超过全国平均，放量的机会只是局部性的）。预计到 2014 年，全行业消费量接近 5000 万吨，人均消费量 37 公升，约 37 千克。

图 7 1951-2005 年日本啤酒消费量（万吨）



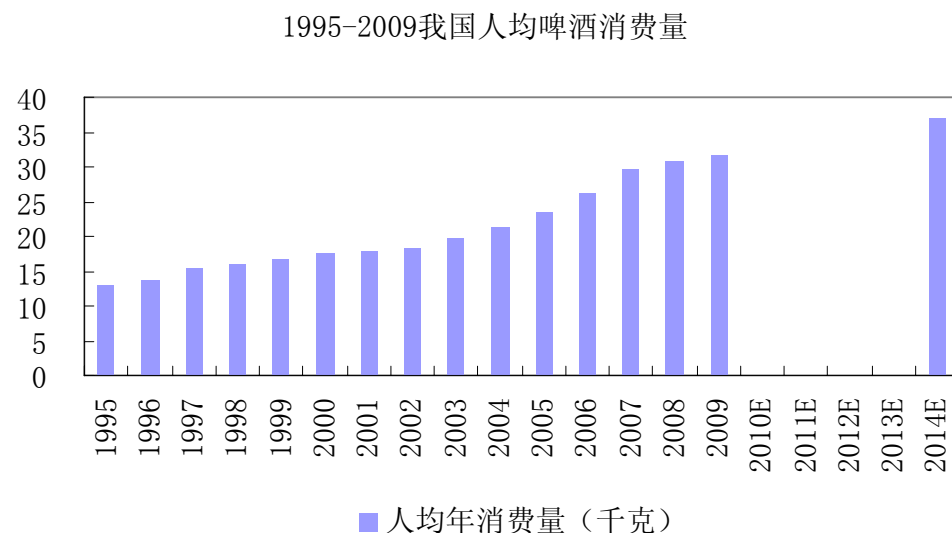
数据来源：兴业证券研发中心

图 8 1980-2008 日本年人均消费啤酒（升）和人均 GDP（美元）



数据来源：兴业证券研发中心

图 9 1995-2009 我国人均啤酒消费量



数据来源：兴业证券研发中心

2.2 本次经济危机带来 1990 年以来的第二个行业低谷

从全行业总量、收入和税前利润增速都可以观察到 1990 年后，1998~2002 和 2008~至今是啤酒行业的两次行业低谷，和白酒行业基本一致，二者的根本原因是居民购买力的变动。至 2009 年全行业量 4236 万吨，增速 4%，收入 1143 亿，增速 10%，税前利润 70 亿，增速 33% (09 年低成本效应)。

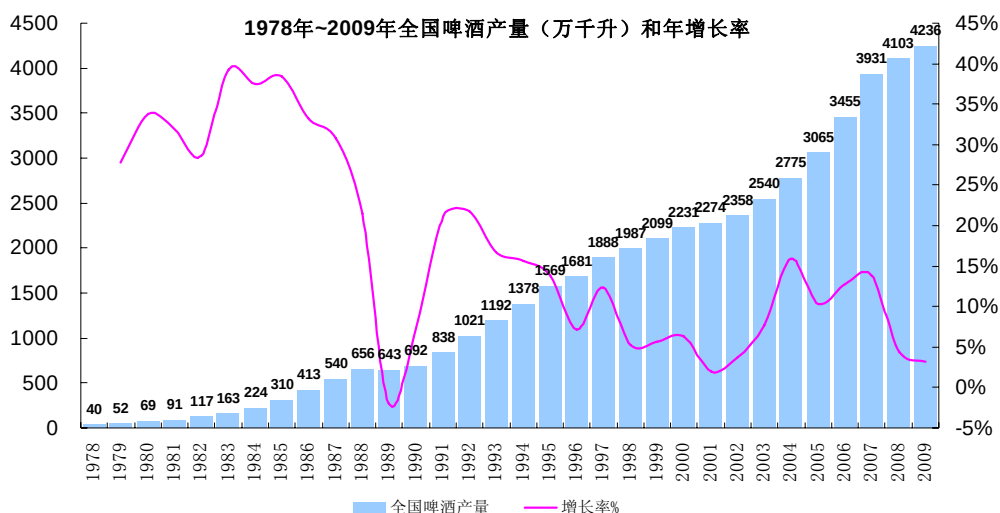
国家政策对行业有一定的扰动，但不改变大势。

- (1) 94 年开征每吨 220 元的啤酒消费税，不改行业繁荣局面，
- (2) 99 年规定啤酒瓶必须带“B”商标，增加了企业成本，加重了行业困难，
- (3) 01 年规定 3000 元/吨以上的啤酒消费税提到 250 元/吨。

2001 年也是白酒行业政策变化的一年，从 2001 年起每斤白酒加收 0.5 元从量计消

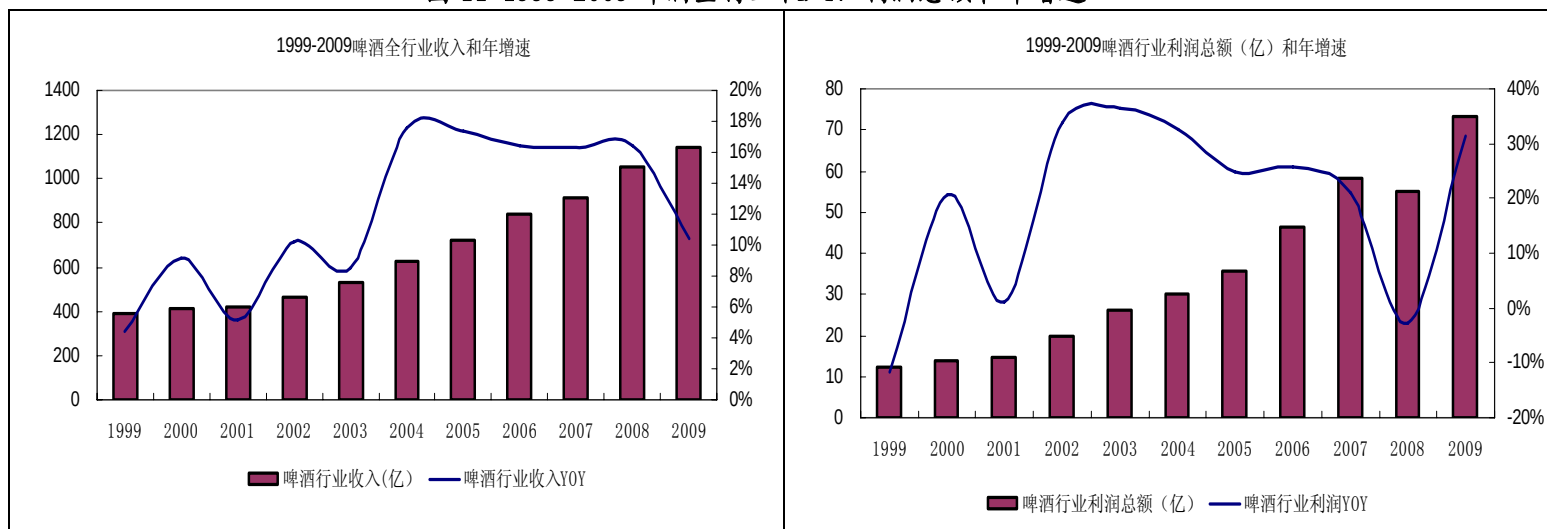
费税，从政策看 2001 年国家是鼓励高档白酒和低档啤酒，当然也可能是 00 年经济危机后财政困难，想办法增加财政收入而已。

图 10 1978-2009 年全国啤酒产量（万千升）和年增长率



数据来源：兴业证券研发中心

图 11 1999-2009 啤酒全行业收入、利润总额和年增速



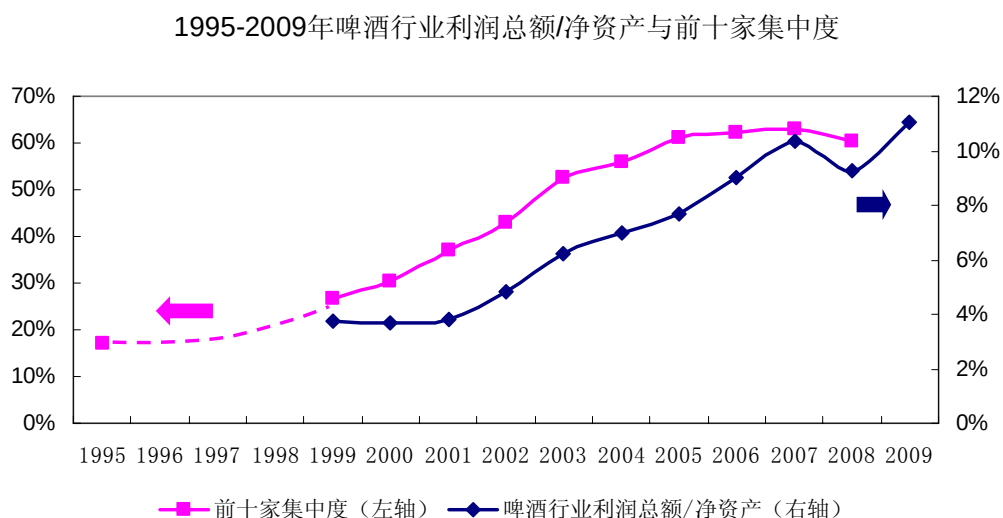
数据来源：兴业证券研发中心

2.3 行业低谷期催生整合高峰

01 年前后和 08 年前后是两次行业低谷期，也是两次行业整合高峰，我们观察到的信号有：

- (1) 前十名行业集中度提升。行业集中度从 1999 年的 25% 快速升到 2003 年的 50%，然后速度放慢，08 年后又有加速提升的迹象（企业并购和扩产活跃）

图 12 1995-2009 年啤酒行业利润总额/净资产与前十家集中度



数据来源：兴业证券研发中心

(2) 企业融资活跃

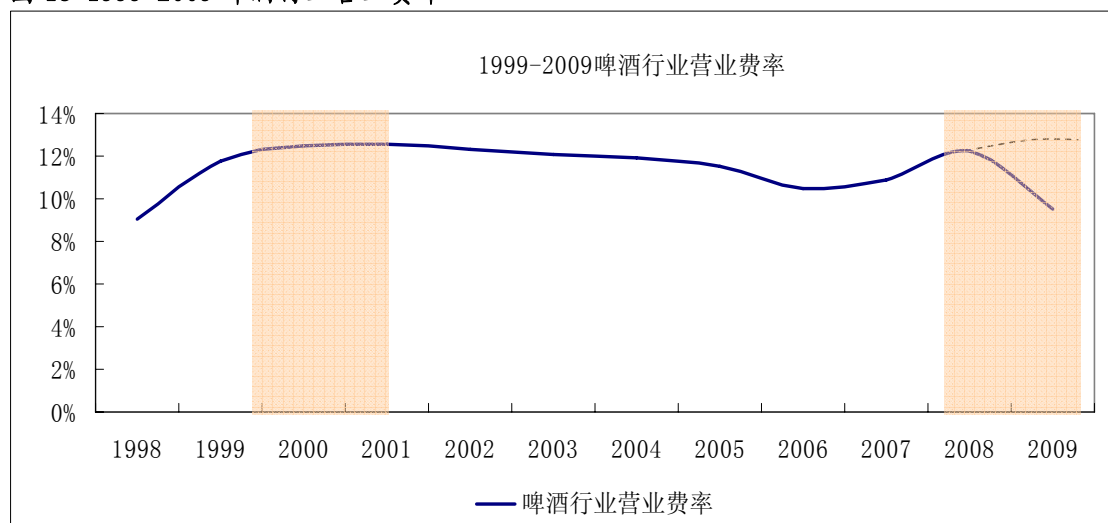
表 7: 1993-2010 啤酒企业融资情况

单位 “亿”	1993	...	1997	1998	...	2000	2001	2002	...	2008	...	2010	总计
青啤	IPO						增发	可转 债		可转 债			
融 资 金 额	6.25						7.87	15		15			44.12
燕啤			IPO	配股		配股		可转 债		增发		可转 债	
融 资 金 额			5.7	8.2		10.4		7		11		12	54.3

数据来源：兴业证券研发中心

(3) 企业销售投入高企

图 13 1999-2009 啤酒行业营业费率



数据来源：兴业证券研发中心

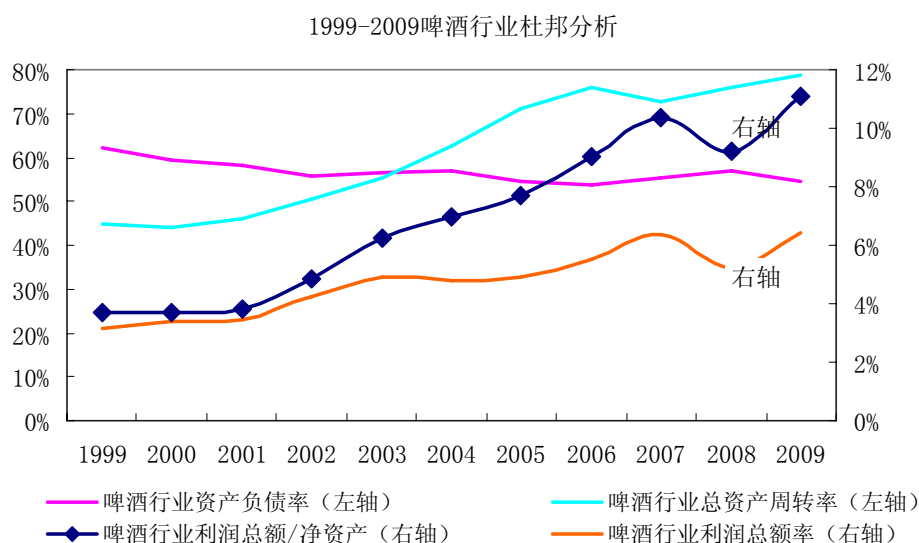
注：如果不是经济危机影响，我们判断全行业销售费率入虚线所示，两个阴影区标示了两次销售投入高峰。

3、整合的优胜企业将获得双重好处

3.1 行业集中度提升后，行业周转率提升先于利润率提升。

考察上一次整合开始到本轮整合高峰开始（1999~2007），我们观察到行业集中度的提升最重要结果是周转率同步提高（行业内耗少了，效率提高），从99年的45%提到07年的75%。在整合高峰时期，企业往往牺牲利润抢占份额，高峰期过后，利润率才缓慢提升，从2001年的4%提到07年的6%，二者共同作用使行业回报率随集中度提升而提高，啤酒行业的财务杠杆没有对回报率的提升起主要作用。

图 14 1999-2009 啤酒行业杜邦分析



数据来源：兴业证券研发中心

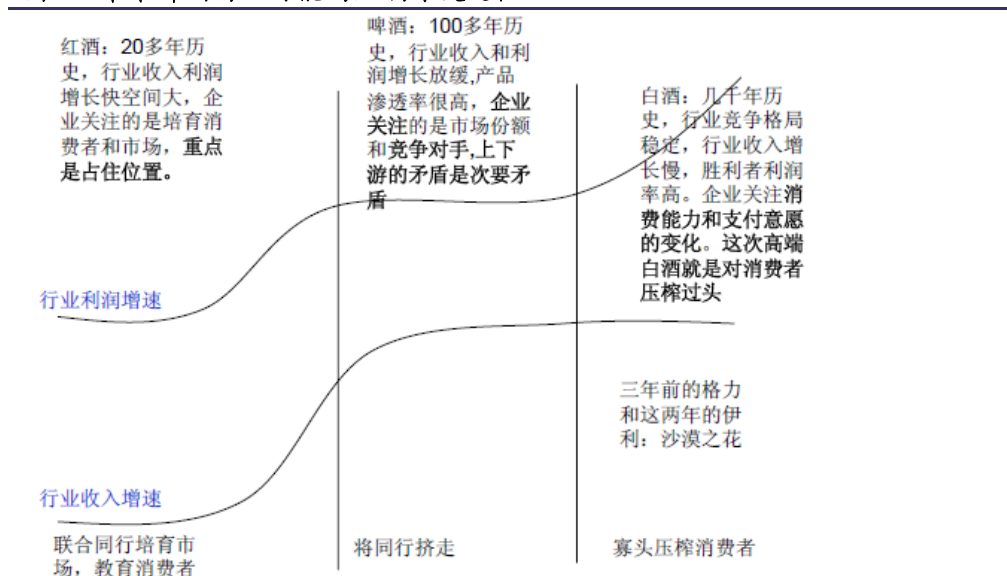
本轮整合从08年开始，预计未来2、3年都是诸侯混战，周转率有可能随之提升，利润率的提升却要等到2、3年之后。

3.2 整合过后，居民购买力提升促进行业消费升级

量增长放缓成为常态后，随着收入的提高，消费者不会考虑购买更多的啤酒，但是会关注品质更高的啤酒。同时企业占市场份额之争告一段落，各自地盘的内生性量增长放缓，企业只能转向通过提升品牌获取更高的销售单价，这其中蕴含的消费升级会进一步提高行业龙头的盈利水平。

3.3 未来可能的盈利爆发路径

图 15 未来啤酒行业可能的盈利爆发途径



数据来源：兴业证券研发中心

目前白酒 1500 家企业，啤酒 580 家企业，红酒 210 家企业，黄酒 120 家企业。白酒通过差异化竞争战略使行业盈利龙头和众多小厂家并存。啤酒在艰难的整合肃清过程中，收入和利润都增长缓慢，一旦整合完成，胜利者将迎来盈利的爆发，类似 3、4 年前的格力和这两年的伊利。（区域整合也可能有这个结果）

3.4 未来可能的稳定格局

01 年前后行业整合高峰主要有两个特点：1、加入 WTO 带来外资进入的第二次高峰（第一次外资进入高峰由 93 年恢复关贸总协定缔约国带来），残弱企业很快肃清。2、以兼并收购为主。

08 年后行业又开始整合高峰，这次的企业都是上次的幸存者，抗风险能力较强，彼此更加了解，外资也进入中国 10 年以上，不存在水土不服的问题。由于收购价格太高，企业的扩张以自建为主（燕啤 2010 年可转债 12 个亿全部自建产能，青啤 08 年可转债 15 个亿中 7 个亿自建产能），全行业产能过剩的程度比 01 年更甚，加上整合期间企业销售投入加大，企业间拼杀更加惨烈。

由于青啤燕啤都是国企，而百威华润资本雄厚，都不会轻易退出，最后由某一两家全国大一统的概率不大，四家各安一方、停止异地消耗的时候可能就是行业利润拐点到来的时刻，而在这个时点之前，企业利润可能会持续低于预期。

4、 正确采用区域市场聚集战略的企业获胜几率大

4.1 青啤、燕啤、华润啤酒和百威（中国）经营和战略概述

表 8: 青啤、燕啤、华润啤酒和百威（中国）的经营情况

	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
青啤 销量（万吨）					35	41	56	107	184	251	298	326	371	408	454	505	538	591
收入（百万元）	809	1049	1113	1472	1516	1531	1723	2445	3766	5277	6937	7508	8621	10020	11833	13709	16023	18026
净利（百万元）	105	226	166	140	70	102	99	89	95	103	231	254	280	304	437	558	700	1253
燕啤 销量（万吨）			23	36	59	72	80	90	111	132	176	203	264	285	333	384	401	446
收入（百万元）			294	512	939	1172	1328	1516	1746	2288	2767	3428	4671	5314	6309	7436	8246	9490
净利（百万元）			67	119	143	187	282	291	268	286	201	242	271	277	308	410	461	627
华润 销量（万吨）								80	100	145	234	253	318	395	531	695	726	
收入（百万元）							1231	1498	1889	2533	3924	4148	5333	6855	9691	11727	13962	
净利（百万元）							42	74	89	88	176	193	222	267	341	468	584	
百威 销量（万吨）																	501	489
收入（百万元）																		11700

资料来源：兴业证券研发中心

图 16 1993-2010 青啤、燕啤、华润啤酒和百威（中国）的战略



资料来源：兴业证券研发中心

4.2 青啤本轮扩张坚持了区域聚集，三个优势市场利润空间 29 亿

异地扩张上，青啤 93 年就跨出第一步，是最早的一家。93 年行业前 10 集中度 15%，当时青啤收入 10 亿，净利润 2.3 亿，行业量占有率 2.4%，竞争环境比较宽松。

98 年燕啤也迈出异地扩张第一步时，行业前 10 集中度 30%，燕啤收入 13 亿，净利润 2.8 亿。看来收入 10 亿和净利润 2 亿是企业考虑异地扩张的节点。

全国布局上，青啤 96~01 年是第一次大举扩张，但当时以产能扩张为先，并未顾及区域市场占有率，战线过多又缺乏足够的根据地市场持续输血，青啤在这一时期经历了量狂增、但收入和利润停滞不前的局面（本页表中阴影部分），02 年及时收缩战线同时调整产品结构才扭转形势，代价是到 06~09 年累计计提了 7.62 亿的资产减值损失。

表 9： 2006-2009 青啤资本支出

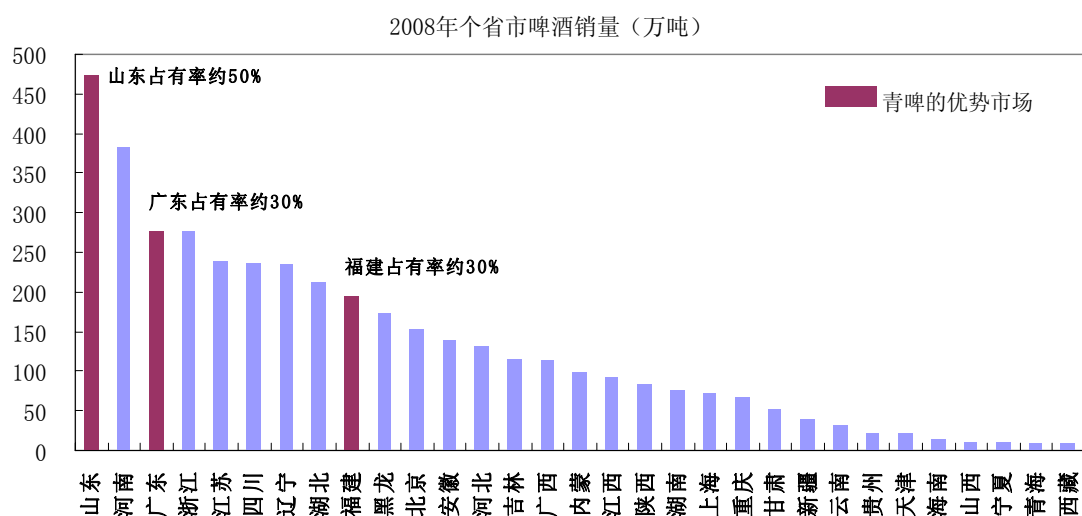
	2006	2007	2008	2009	累计
青啤资产减值损失	348	167	179	68	

资料来源：兴业证券研发中心

在本轮扩张中，我们很高兴的发现青啤吸取了上次的教训，坚定得采用了目标聚集战略，比如 2009 年青啤集团收购趵突泉，2010 年将其转给青啤股份，又计划收购省内的新银麦啤酒，这两步都为了夯实根据地市场山东。同时本次扩张是青啤主品牌的扩张，产品结构的调整并没有放松，青啤的未来是全国性高端品牌。

青啤目前有山东、广东和福建三个优势市场，都是啤酒消费大省，在任何一个实现 60% 的占有率突破，公司的盈利都会发生跃升。

图 17 2008 年各省市啤酒销量（万吨）



数据来源：兴业证券研发中心

用 2009 年燕啤在广西的盈利水平估算青啤在山东、广东和福建的潜在盈利能力，分别为 14 亿、9 亿和 6 亿，2009 年青啤全司净利 13 亿，未来空间有 16 亿。

表 10： 2009 年青啤在三大优势市场的潜在盈利能力

燕啤	广西	青啤	山东	广东	福建
市场容量（万吨）	124	市场容量（万吨）	480	320	197
燕啤市场份额	69%	假设份额	69%	69%	69%
收入（亿）	23.54	可收获的收入（亿）	91.12	60.75	37.41
净利润（亿）	3.58	可收获的净利润（亿）	13.86	9.24	5.69
		目前净利（亿）	7~8	共不超过 4 亿	
		目前占有率	50%	30%	30%

注 1：青啤目前在山东、广东和福建的净利润为估算值

资料来源：兴业证券研发中心

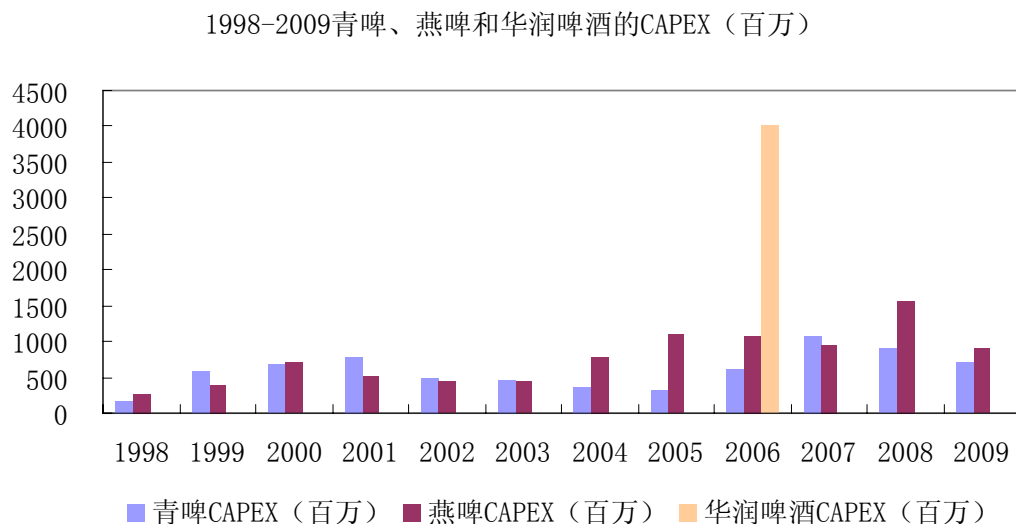
目前，山东青啤占有率 50%，其后是华润（10-15%）和广大二线品牌；广东市场前三是珠江、青啤和金威，珠啤和金威已经上市融资通畅，增加了青啤整合阻力；福建市场，雪津、青啤和燕啤三分天下，青啤短期内难以突破。三大优势市场中，山东市场可能最先获得突破，带来约 5-6 亿的净利增量。

营销中心成立后，我们对公司在优势市场的资源调配和整合能力增强了信心，但是盈利数据实现上述测算的增长还需要时间。

4.3 燕啤区域集中战略有所放松

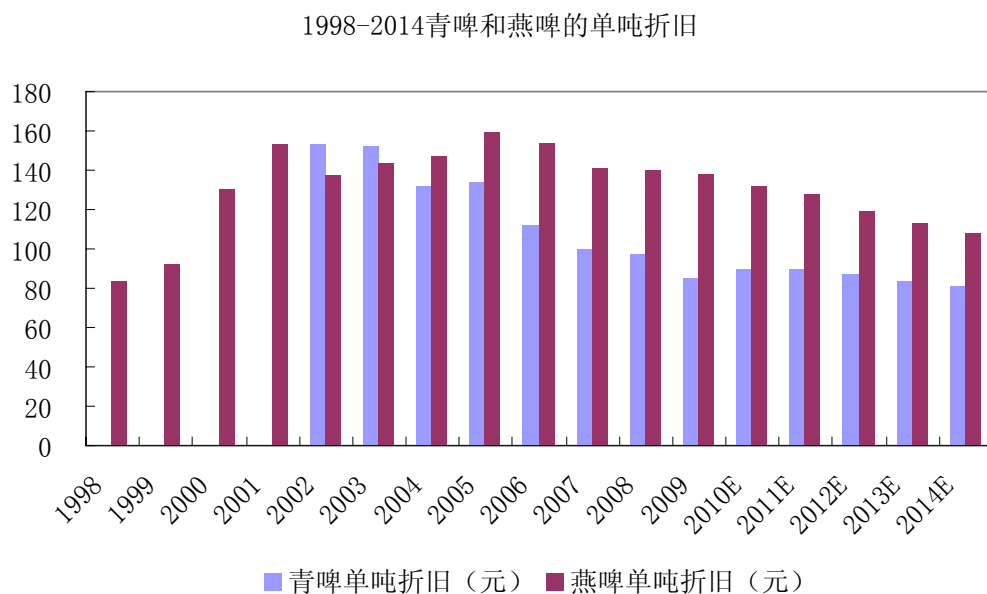
燕啤的步伐总是慢半拍，98 年才跨出异地扩张的第一步，最直接的劣势是就固定资产投资和折旧都比青啤高而单人生产效率又没随之提升。

图 18 1998-2009 青啤、燕啤和华润啤酒的 CAPEX（百万）



数据来源：兴业证券研发中心

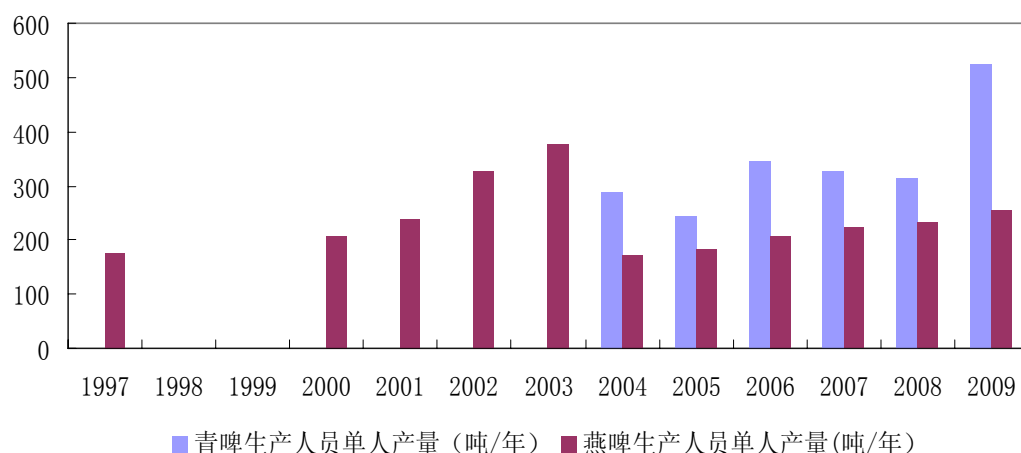
图 19 1998-2014 青啤和燕啤的单吨折旧



数据来源：兴业证券研发中心

图 20 1997-2009 青啤和燕啤的生产效率比较

1997-2009青啤和燕啤的生产效率比较



数据来源: 兴业证券研发中心

燕啤 08 年前扩张比较缓慢, 注重市场占有率的北京、广西、内蒙市场取得了巨大成功, 其他市场亏损中。

表 11: 2009 年燕啤各区域市场数据

	北京	广西	内蒙	福建	湖北	广东	其他地区
销量占有率	76%	69%	44%	27%	12%	9.5%	
销量 (万吨)	161	86	49	52	30	31	76
收入 (百万)	3107	2025	900	1095	580	630	1153
净利润 (百万)	579	358	136	77	40	68	-469
权益净利润 (百万)	579	269	120	38	39	51	

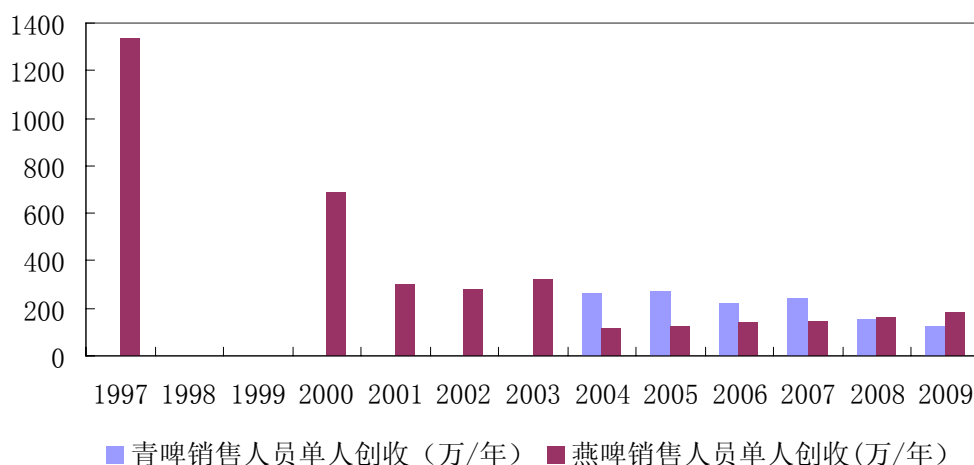
资料来源: 兴业证券研发中心

注: 本文销量占有率=燕啤销量/当地产量, 跟公司数据有差异。

由于过去坚持在区域市场精耕细作, 燕啤虽然单人销售收入低于青啤, 但单人利润高于青啤。

图 21 1997-2009 青啤和燕啤的单人销售收入比较

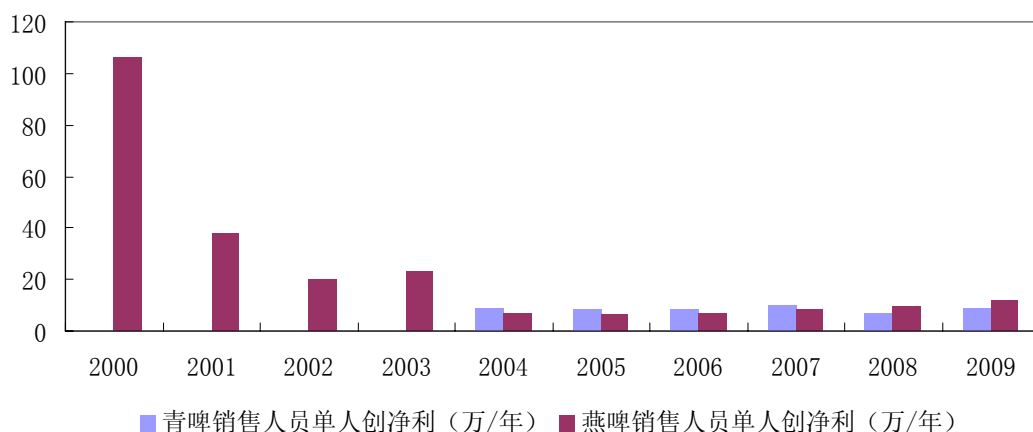
1997-2009青啤和燕啤的单人销售收入比较



数据来源: 兴业证券研发中心

图 22 2000-2009 青啤和燕啤的单人创净利比较

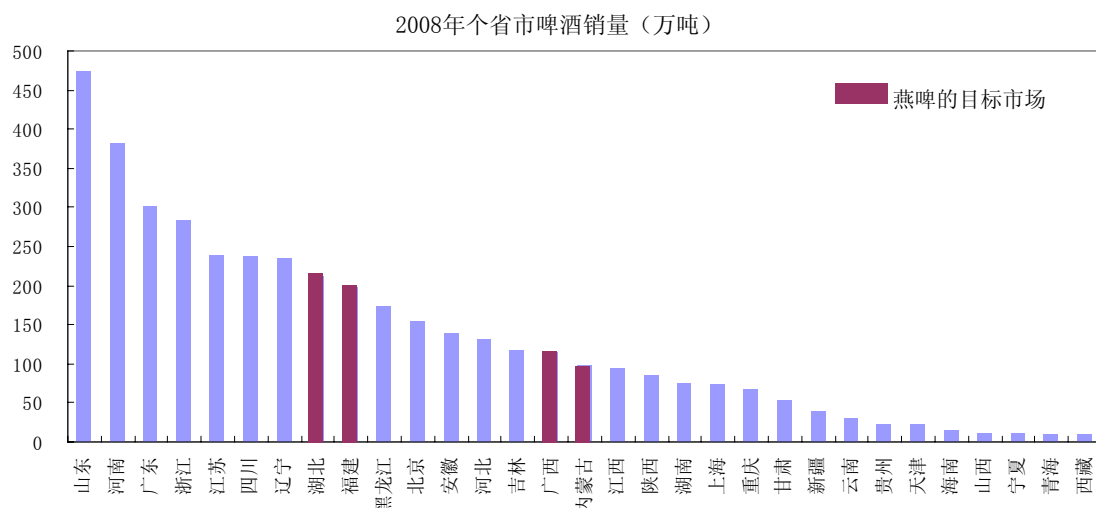
2000-2009青啤和燕啤的单人创净利比较



数据来源：兴业证券研发中心

不过燕啤受限于资本规模，选择的目标市场都比较小。

图 23 2008 年各省市啤酒销量（万吨）

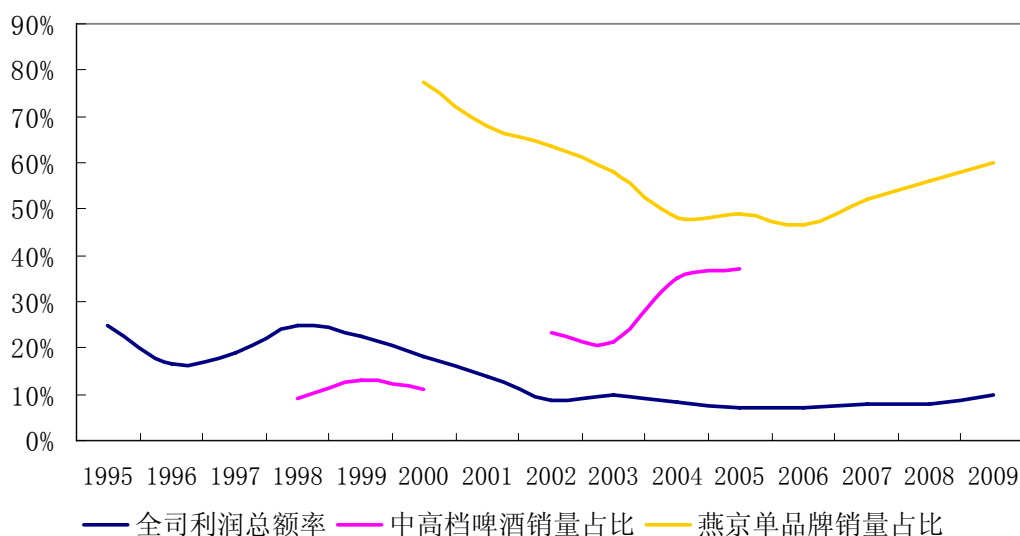


数据来源：兴业证券研发中心

和青啤一样，燕啤也一直在进行结构调整，不过对利润率的提高不显著，我们判断主要原因在于：（1）燕啤扩张起步晚，中间没有青啤那么长的缓冲时间用于调整结构释放利润。（2）品牌力度不够。

图 24 1995-2009 年燕啤的利润总额率和产品结构关系

1995-2009年燕啤的利润总额率和产品结构的关系



数据来源：兴业证券研发中心

燕啤 2010 年发行 12 亿可转债，除了在北京市场扩产进行巩固，其他投在山西、湖北、广东、四川、云南等多个省市，燕啤本次扩张的精力稍有发散，放松了目标聚集战略，有点被动加入军备大战的感觉，不过燕啤的优势市场和新投资市场都是消费迅速崛起的二三线省份，所以短期可能获得超过行业的增速，燕啤的未来是地方性中档品牌。

4.4 华润雪花的“舍”“得”智慧

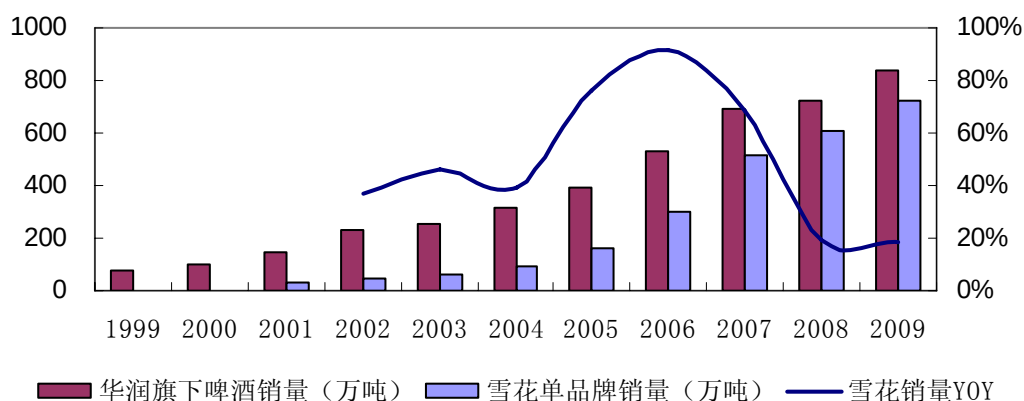
1993 年华润和 SAB 合资收购雪花，进入了啤酒市场。93 年~02 年华润主要精力在东北，东北成了华润的根据地市场。02 年华润定下全国战略，牺牲利润换取全国市场份额，雪花已经连续两年居全球单品牌销量第一，但单吨收入和单吨利润都低于青啤、燕啤。

它预期了一个长期的全国优胜者的地位，才敢于牺牲短期利益。它的母公司华润创业 00291.HK 有接近 85 亿的 EBIT(啤酒全行业利润才 73 亿)供它打消耗战，对华润啤酒而言，是先区域市场盈利再向全国推进，还是先全国布点再整体开花，都可以。

华润啤酒 87% 的量来自雪花这一个品牌，其余都是地方品牌，不做投入，自然增长。华润也是唯一一个采取单品牌策略的啤酒运营商，长期看，这样的策略在做品牌推广时更有规模效应，华润是个有舍得大智慧的企业，长期最看好它，华润啤酒的未来是全国性低档品牌。

图 25 1999-2009 华润旗下啤酒销量 (万吨)

1999-2009 华润旗下啤酒销量(万吨)



数据来源：兴业证券研发中心

4.5 百威运营能力尤其突出，市场份额优于利润考核

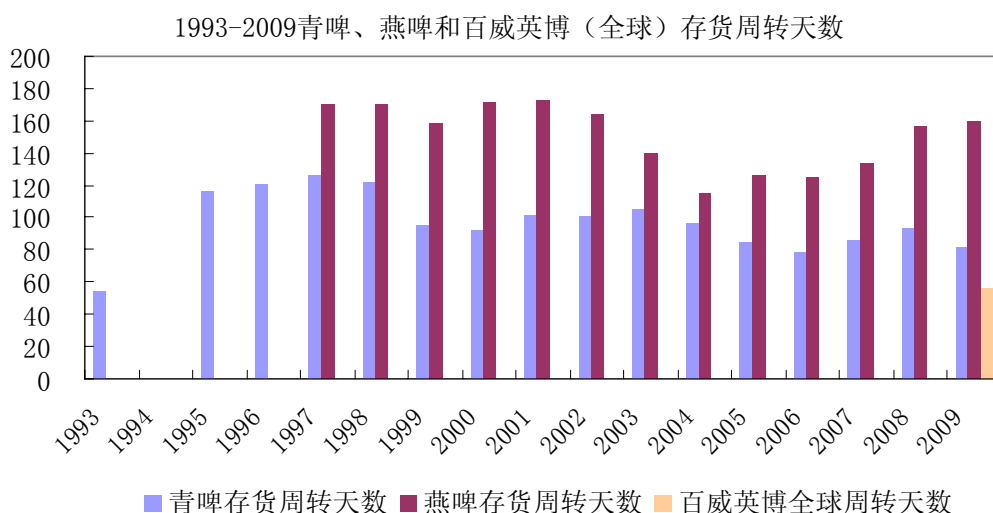
百威全球的存货周转天数 55 天，是国内企业的标杆。

青啤 99 年与甲骨文合作，开始对物流系统进行数字化改造，同时配合全国扩张战略，设立了华南华东等五个事业部，04 年完成了华南等三个事业部的 REP 系统建设，07 年撤销五个事业部，全国统一设置投资、制造和营销三大机构，同时对分公司进行远程集中管理。

青啤的组织构架经历了集中-放权-再集中的过程，一定程度完成了全国运营和信息化修炼，到 2009 年存货周转天数 80 天左右，只比百威多 25 天。

燕啤作为地方性品牌，单位销售距离短，但其存货周转天数高达 160 天！

图 26 1993-2009 青啤、燕啤和百威英博（全球）存货周转天数



数据来源：兴业证券研发中心

我们考察了百威英博在大陆地区的历次收购，发现它大致也遵循了根据地市场战略，尤其是在长三角和珠三角。不过作为外来高端品牌，出于宣传需要，百威在步步为营的同时，也会顾及品牌覆盖广度。目前百威中国的竞争策略是市场份额优先，利润考核其次，兼并收购不惜血本。

表 12: 英博和百威收购情况

	收购方	被收购方	权益产能 (万吨)	收购价(百 万元)	单吨收购价格 (元)
英博					
1984	英特布鲁	与北京五星啤酒厂技术合作			
1997	英特布鲁	南京金陵啤酒厂			
2002	英特布鲁	珠江啤酒(24%)	28.8	160	556
2003	英特布鲁	kk酿酒集团70%	21	280	1333
2004M1, M9	英特布鲁	金狮啤酒50%	60	1040	1733
2004M6	英特布鲁	石梁啤酒70%	21	426	2027
2004M7	与美洲饮料集团合并为英博				
2005年M3	英博	与金可达集团、金石啤酒集团 合资			
2005	英博	湖北宜昌当阳雪豹啤酒			
2005	英博	KK剩余的30%股权			
2006	英博	雪津啤酒100%	72	5800	8056
2008	英博收购百威, 更名为百威英博		1620	340000	20984
2009	百威英博	19.9%青啤股份卖给日本朝日	153	16200	10572
百威(AB)					
1993	百威	青啤5%股权			
1994	百威	百威的亚洲工厂在武汉设立			
2002	百威	青啤27%	81	1507	1860
2004M9	百威	哈啤90%股权	135	5800	3706

参考数据: 目前国内自建啤酒单吨投资 1500 元左右

资料来源: 兴业证券研发中心

百威 09 年中国区销量下降了 2.4%, 可能由于与英博合并的整合造成, 也可能由于以高档产品为主造成, 管理者计划增加中档产品的量, 对此战略我们保持关注。

4.6 行业格局+企业战略=财务数据的现在和未来

2009年大陆地区单瓶数据					
品牌档次	青啤	燕啤	华润	百威	
单瓶收入(元)	1.83	1.28	1.15	1.44	
全国性OR地方性	0.16	0.15			
→ 单个区域占有率					
→ 边际收益情况					
→ 瓶子回收比率					
→ 品牌宣传力度					
→ 广告投入					
→ 销售半径					
→ 运输费用					
→ 管理的规模效应					
管理水平					
信息化水平					
→ 运营效率					
注: 1瓶=600ml					
单瓶税金					
单瓶成本	1.04	0.77			
单瓶销售费用	0.35	0.14			
单瓶管理费用	0.10	0.10			
单瓶其他税费	0.05	0.04			
单瓶净利	0.13	0.08	0.04		
ROS	6.9%	6.6%	3.7%		
*总资产周转率	1.32	0.81			
*权益乘数	1.81	1.61			
=ROE	16.5%	8.6%			

青啤作为全国性高档品牌, 单瓶收入、税金和广告投入较高, 单位销售距离远, 运输费用高, 即便如此, 单瓶净利仍高达 0.13, 表现出高单价, 高毛利和高净利, 享受了品牌溢价, 这是 02 年以来产品结构调整的结果, 未来这种趋势仍将继续但

是强度将减缓，等行业集中度到一定程度后，青啤作为胜利者还有一次盈利的爆发。

燕啤作为地方性中档品牌，单瓶收入、税金和广告投入都较低，同时单位运输费用也较低，结果单瓶净利 0.08 元，品牌溢价低。燕啤被动的加入了新一轮军备大战，放松了目标聚集战略，要成长为全国性高档品牌，要经过全国化运营和品牌建设双重考验，未来的盈利可能被巨大的投入拖低。

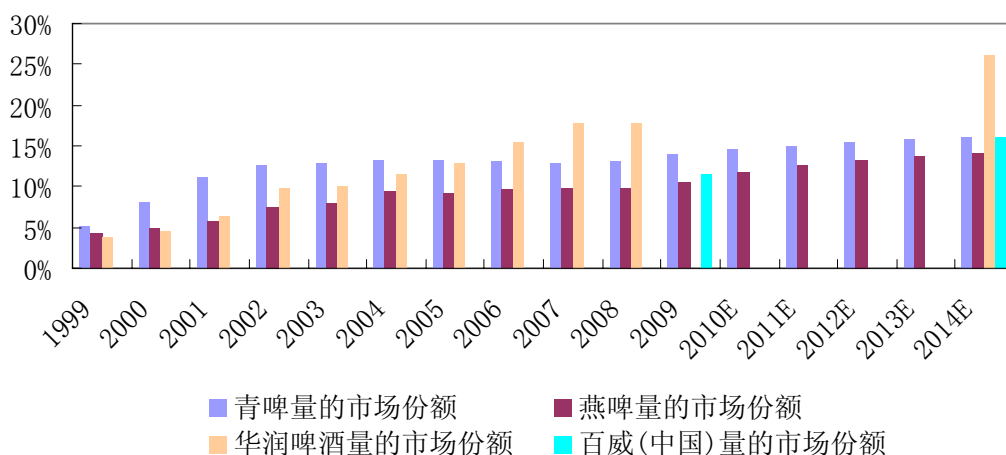
华润作为全国性低档品牌，单瓶收入和单瓶净利都低于燕啤，不过强大资本后盾可以帮它熬过低利润低回报的圈地阶段，等行业集中度到一定程度后，华润啤酒将有最大的盈利弹性。

预计到 2014 年，啤酒行业销量 5000 万吨，收入 1642 亿，净利润 85 亿；青啤收入 260 亿，占行业比 15%，净利润 24 亿，占行业利润总额比为 22%；燕啤的扩张以量为主，单吨收入和净利提升不大，到 2014 年量占有率 12%，收入份额 7% 左右，利润份额 8% 左右；华润量的市场份额超过 25%，不过收入占比 16%，利润占比 11%，刚超过燕啤而已(预计那时候华润还没开始品牌提升)

从 2009 年到 2014 年，青啤、燕啤、华润和百威的量占有率合计从 54% 提到 73%，收入占有率合计从 48% 提到 56%，**2014 年盈利能力跃升的几率较大。**

图 27 1999-2014 青啤、燕啤、华润和百威中国的市场份额（按量）

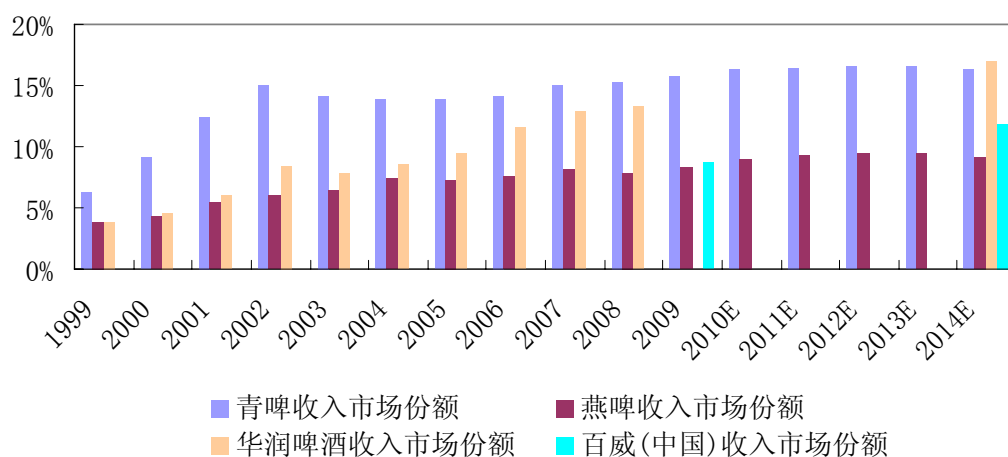
1999-2014 青啤、燕啤、华润和百威中国的市场份额（按量）



数据来源：兴业证券研发中心

图 28 1999-2014 青啤、燕啤、华润和百威中国的市场份额（按收入）

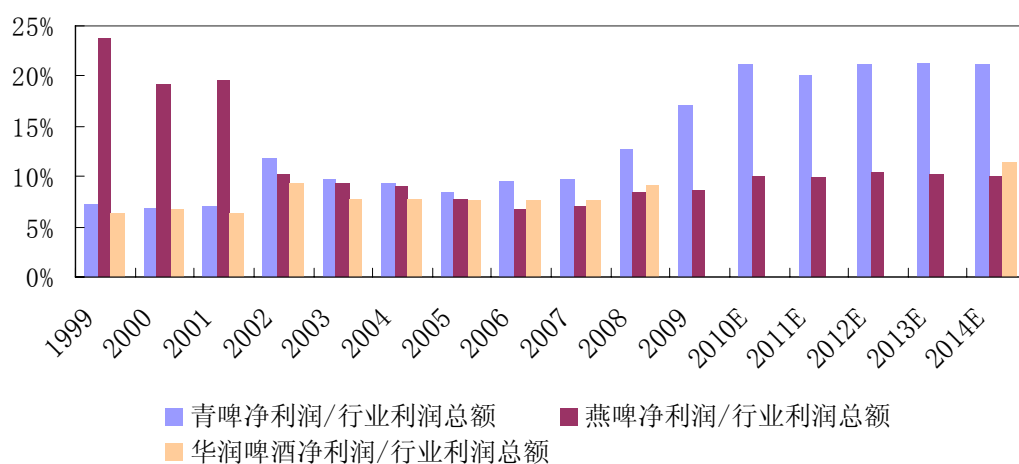
1999-2014青啤、燕啤、华润和百威中国的市场份额（按收入）



数据来源：兴业证券研发中心

图 29 1999-2014 青啤、燕啤、华润啤酒净利润/行业利润总额

1999-2014青啤、燕啤和华润啤酒净利润/行业利润总额



数据来源：兴业证券研发中心

5、 盈利预测和估值

5.1 青啤盈利预测与估值

表 13: 青啤盈利预测假设

年份		2009	2010E	2011E	2012E
主品牌	主营业务收入（百万）	11889	13434	15315	17153
	同比增长率 %	13%	14%	12%	12%
	毛利率 %	58%	58.3%	56.7%	56.5%
3 个副品牌	主营业务收入（百万）	6134	5888	6183	6492
	同比增长率 %	-2.4%	-4%	5%	5%
	毛利率 %	13.8%	12.0%	11.8%	11.4%
营业费用 /主营业务收入 %		19.3%	19.6%	19.4%	19.3%
管理费用 /主营业务收入 %		5.54%	5.50%	5.23%	5.28%

财务费用 /主营业务收入 %	0.35%	-0.40%	-0.43%	-0.50%
实际税率 %	25.31%	25.00%	25.00%	25.00%

数据来源：兴业证券研发中心整理

表 14: 青啤盈利预测结果

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	18026	19286	21332	23450
增长率	12.5%	7.0%	10.6%	9.9%
营业利润(百万元)	1589	2102	2430	2764
增长率	60.7%	32.3%	15.6%	13.7%
净利润(百万元)	1253	1564	1802	2044
增长率	79.2%	24.8%	15.3%	13.4%
最新摊薄每股收益(元)	0.93	1.16	1.33	1.51
每股净资产(元)	6.08	7.08	8.11	9.30
动态市盈率(倍)	19.8	15.9	13.8	12.1
市净率 (倍)	3.0	2.6	2.3	2.0

数据来源：兴业证券研发中心整理

2009-2012 年青啤的 EPS 为 0.93、1.16、1.33 和 1.51，按照 2011 年 28 倍 PE，青啤合理股价是 35 元

表 15: 青啤 DCF 为 32.76 元

WACC(%)	0.00%	1.00%	2.00%	3.00%	4.00%	5.00%
4.00%	53.66	68.74	98.87	189.03	47891.61	-173.66
5.00%	43.11	51.82	66.34	95.33	182.10	46093.30
6.00%	36.09	41.68	50.07	64.04	91.96	175.50
7.00%	31.08	34.93	40.32	48.40	61.85	88.74
8.00%	27.33	30.11	33.82	39.01	46.80	59.76
9.00%	24.42	26.51	29.19	32.76	37.77	45.27
10.00%	22.10	23.71	25.72	28.31	31.75	36.58
11.00%	20.21	21.48	23.03	24.97	27.46	30.78
12.00%	18.63	19.66	20.88	22.38	24.25	26.65
13.00%	17.31	18.14	19.13	20.31	21.75	23.56
14.00%	16.17	16.86	17.67	18.62	19.76	21.15
15.00%	15.19	15.77	16.44	17.21	18.13	19.23

数据来源：兴业证券研发中心整理

5.2 燕啤盈利预测与估值

表 16: 燕啤盈利预测假设

年份		2009	2010E	2011E	2012E
	主营业务收入(百万)	9490	10858	12231	13512
啤酒业务	同比增长率 %	15.1%	14.4%	12.6%	10.5%
	毛利率 %	39.8%	39.5%	39.1%	39.0%
	营业费用 /主营业务收入 %	10.7%	10.3%	9.9%	9.5%
	管理费用 /主营业务收入 %	7.8%	7.6%	7.6%	7.7%
	财务费用 /主营业务收入 %	0.72%	0.43%	0.33%	0.28%

实际税率 %	15.37	13.66	15.24	16.14
--------	-------	-------	-------	-------

数据来源：兴业证券研发中心整理

表 17: 燕啤的盈利预测结果

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	9490	10858	12231	13512
增长率	15.1%	14.4%	12.6%	10.5%
营业利润(百万元)	819	1047	1198	1369
增长率	65.9%	27.9%	14.4%	14.3%
净利润(百万元)	627	829	921	1044
增长率	36.0%	32.1%	11.0%	13.4%
最新摊薄每股收益(元)	0.52	0.69	0.76	0.86
每股净资产(元)	6.08	6.60	7.16	7.78
动态市盈率(倍)	23.5	17.8	16.0	14.1
市净率 (倍)	2.0	1.8	1.7	1.6

数据来源：兴业证券研发中心整理

燕啤 2009~2012 的 EPS 为 0.52、0.69、0.76、0.86 (不考虑可转债摊薄), 按照 2011 年 26 倍 PE, 燕啤的合理股价为 19.76 元。

表 18: 燕啤 DCF 为 17.7

WACC(%)	0.00%	1.00%	2.00%	3.00%	4.00%	5.00%
4.00%	31.18	40.91	60.37	118.68	78183.86	-115.10
5.00%	24.37	29.99	39.36	58.09	114.21	75247.73
6.00%	19.84	23.45	28.86	37.88	55.91	109.95
7.00%	16.61	19.09	22.57	27.78	36.47	53.83
8.00%	14.19	15.99	18.38	21.73	26.75	35.12
9.00%	12.32	13.66	15.39	17.70	20.93	25.77
10.00%	10.82	11.86	13.16	14.82	17.05	20.16
11.00%	9.60	10.42	11.42	12.67	14.28	16.42
12.00%	8.59	9.25	10.04	11.00	12.21	13.76
13.00%	7.73	8.27	8.91	9.67	10.60	11.76

数据来源：兴业证券研发中心整理

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

推 荐: 相对表现优于市场
中 性: 相对表现与市场持平
回 避: 相对表现弱于市场

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

强烈推荐: 相对大盘涨幅大于 15%
推 荐: 相对大盘涨幅在 5% ~ 15%之间
中 性: 相对大盘涨幅在-5% ~ 5%之间
回 避: 相对大盘涨幅小于-5%

机构客户部联系方式

上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 21 层
邮编: 200135
传真: 021-38565955

北京市西城区武定侯街 2 号泰康国际大厦 6 层
邮编: 100140
传真: 010-66290200

重要声明

兴业证券系列报告的信息均来源于公开资料,我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证,也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。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,报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价,投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。