

投资评级：推荐（维持）
分析师

张勇 0755-83515478

Email:zhangy@cgws.com

执业证书编号:S1070510120004

联系人：

张威威 0755-83660814

Email:zhangww@cgws.com

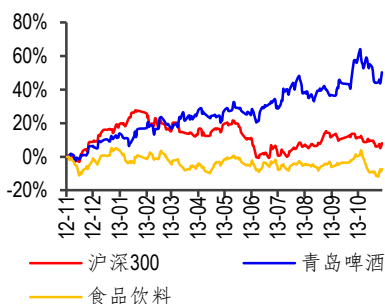
从业证书编号:S1070112050074

市场数据

目前股价	44.77
总市值（亿元）	604.83
流通市值（亿元）	127.38
总股本（万股）	13.51
流通股本（万股）	6.96
12个月最高/最低	49.22/28.36

盈利预测

	2013E	2014E	2015E
营业收入	29,133	32,920	37,859
(+/-%)	13%	13%	15%
净利润	2,109	2,394	2,721
(+/-%)	20%	14%	14%
摊薄 EPS	1.56	1.77	2.01
PE	28.69	25.27	22.22

股价表现


数据来源：贝格数据

相关报告

整合渐入尾声，公司竞争优势突出

——青岛啤酒（600600）调研简报

投资建议

青岛主品牌销量占比 53%而贡献 90%的利润，行业增速放缓仅影响中低端市场，中高端销量仍保持稳健增长。为挤压小厂出局，公司近几年都没有提价，随着金威、重啤被收购，集中度进一步提升，行业整合接近尾声。而目前国内啤酒价格处于全球洼地，未来有较大提升空间。估算公司 2013-2015 年 EPS 分别为 1.56/1.77/2.01 元，对应 PE 分别为 29/25/22X，维持“推荐”。

投资要点

- 行业增速放缓，整合渐入尾声：**由于大城市人均消费量已接近天花板，而低收入人群消费能力仍有限，行业增速有所放缓。加上限三公以及行业餐饮渠道占比较大（公司餐饮渠道占比 65%左右，其他龙头比重更大），自去年下半年行业增长受到明显影响。而行业竞争仍处于胶着状态，为提高自身市场份额并挤出小企业，预计短期几大龙头均不会率先提价，成本压力尽量自己消化。随着哈啤、金威、重啤被收购，CR5 进一步提升至 75%以上，剩下的小企业受制于成本压力将逐步被收购或退出，行业整合渐入尾声。
- 双轮驱动产能扩张：**由于人民币升值，设备进口成本下降，加上设备国产化程度大大提高，新建产能成本降低，各大龙头一直在新建产能，并购的迫切性有所降低。据估算，新建产能每万吨成本不超过 3000 万，收购银麦每万吨成本 4300 万，而金威收购每万吨成本为 7000 多万，并购成本偏高。且新建产能都是高配设备，利于未来产品线延伸。行业整合仍有较大空间，短期我们推测仍以新建产能为主。
- 青啤多层次产品结构，量利并举：**主品牌毛利率在 45%左右（高端毛利率超过 50%），销量占比 53%，收入占比达 70%，而利润占比达 90%，是盈利担当；副品牌销量占比 47%，毛利率仅 20%左右，盈利较少，是市场份额担当，未来将逐步用主品牌替代。高端主要是家庭消费，易拉罐等高端产品市场份额较高，行业增速放缓对公司盈利影响较小。为应对成本压力，高端产品 08 年和 11 年提过两次价，而副品牌近 7-8 年都没有提价，公司采用结构性提价，仍维持量利并举的战略。
- 销售费用率短期难降：**行业仍处在抢份额阶段，费用投放短期难降，今年有所提升主要是白酒腾出部分广告时间，啤酒企业投放有所增加，我们预计明年比今年会稍低。大客户+微观运营仍是长期的经销商策略，体系较为完善，将逐步向外地发展。
- 风险提示：**原料成本上升、行业整合进展缓慢等。

附：青岛啤酒调研纪要**1. 统计局数据显示 1-8 月份行业收入增长 12%，销量增长 4%，那么吨价提升 8%，这个数据怎么看？**

答：酒类是税收大户，上报的收入有水分；去年下半年行业增速就大大放缓，销量相对靠谱，收入数据不太靠谱。

从几家较大的企业来看，我们没提价；雪花喊提价，但也没提。如果提价，则他的终端价会提升。以我们为例，如果我们主品牌提价 4-5%，超市价格涨 5 毛，饭店涨 1-2 块；他终端价没变，即使提价也可能通过折扣折回去了。所以今年行业价格应该没怎么提。

2. 我们近期会提价么？

答：我们价格这几年基本是不动的，成本压力自己消化；明年成本还可能下降，价格更不会动，我们要想尽快淘汰这些小厂，这些小厂还占 20% 的市场左右，我们迫使他们转产或关门。但是都是国企，现在有政府补贴，淘汰进度还比较慢。

若行业提价，我们会跟进，但不会主动提价；高端过去提了两次价，08 年和 11 年初，我们率先提价是为了应对成本压力；总体还是量利并举，结构性的价格提升。我们主品牌，毛利率 45% 左右，销量占比 53%，收入占比达 70%，而利润占比达 90%；副品牌近 7-8 年是没有提价的，20% 左右的毛利率，基本不赚钱。

百威也是，哈啤和雪津都不赚钱，靠百威品牌赚钱。

3. 行业增速放缓，对我们的影响？

答：大城市人均消费量很难提升，消费升级的潜力很大。城镇化，低端白酒转向啤酒。人均 50 升是天花板，我们现在 36 升，主要问题是，有消费能力的人喝不了了，低收入者的消费能力有限。需要跟人均收入匹配，结构性增长。

增速放缓对我们影响不大，我们主要是低端酒增速放缓，主品牌影响不大。高端产品毛利率在 50% 以上。

高端主要是家庭消费，餐饮消费是下降的，青岛纯生大瓶（主要在餐饮渠道）今年下降，但是商超的比重和量都有增加；今年推了很多小包装，黑啤等。

易拉罐今年增长 20% 以上；我们占全国易拉罐啤酒销量的 60% 左右；易拉罐今年行业销量占比将超过 10%，未来增长空间较大。

4. 行业竞争格局？

答：嘉士伯收了重啤，变为第五，前五市场份额到 75%，集中度进一步提高。并购的话，我们只对 10 万吨以上的感兴趣。而更小的厂，随着竞争加剧，成本提高，会逐渐退出。3-5 年就差不多了。

三中全会对国有企业的改革没有明确要求，国企以规模为导向，没有以盈利为导向，雪花近期仍没有变化。而金威当时并购也基本上是国企在竞争。

哈啤，金威，重啤被收购已经说明地方品牌没有出路。未来看，小厂退出之后，大厂可能有合作；现在老大和老五差距还没拉大，百威在美国因为是老大所以有定价权。目前还是先挤压小厂，未来大厂可能探讨某种形式的合作。

5. 与其他竞争对手优劣势对比？

答：跟雪花比，我们品牌是领先的。他们都是快速发酵，产品口味不稳定；我们两次发酵，保证产品质量稳定，但是成本也高一些，我们的质量稳定，因此我们品牌有品牌溢价。百威是我们的主要对手。百威资本实力和品牌跟我们最接近，

甚至比我们强。产品质量和口感跟我们差不多，价格也接近。

6. 现在行业新增产能大于新增需求，目前产能过剩情况？

答：产能是弹性比较大的，糖化一般做得很大，建成 40 万吨，实际可利用产能可能 20 万；锅大能耗低，效率高。我们自己的产能，加上三得利的 100 多万，产能 1200 万吨以上，销量今年能做到 860 万吨。

我们追求新鲜度，淡季产能利用率 10-20%，2 季度旺季 90%以上。我们产能利用率提升 5%个点还是可以的。江西和河南的工厂年底之前投产，明年产量增长 15%都是可以的。

7. 我们 1000 万的目标会修正么？

答：1000 万的目标是 11 年董事会换届提出的，当时行业增速 8%，现在放缓了，今年 3%-4%，明年还是低度增长，个人觉得很难实现，但是现在不会修正。因为我们的增长是基于双轮驱动，行业整合还有很大的空间。如果没有收购，内生增长 10%都难。

8. 我们近期有收购的意向目标么？

答：现在收购不太划算。我们建新厂，1 万吨成本，不超过 3000 万；收购银麦，1 万吨合 4300 万，金威是 7000 多万；金威无形资产是贬值的。而且，10 万吨以下的不考虑，整合很麻烦。

江西，河南等地，如金星不卖，我们在当地自己建，都是高配的装备，高低端都能生产。收购的麻烦很多，且装备只能是低端的。目前新建产能，新出的糖化锅、包装机等需要进口，而其他设备国产化程度都很高了，尤其人民币升值，进口价格也下来了，新建成本一直在下降。大厂一直在新建产能，包括英博等。

9. 我们的销售额是包含啤酒瓶的，还是净酒？

答：主品牌啤酒的价格包含酒瓶价格，副品牌也有一些卖净酒的；燕京以净酒为主。

我们新瓶用量大，新瓶占比 60%以上，主要是青岛产能大，卖的比较远，旧瓶不可能回收回来，高端产品没有销售半径，到美国卖都是赚钱的。而燕京瓶子都是留在当地。

从成本来讲，新瓶价格下降，旧瓶回收的成本是上升的。酒瓶需要人工洗，增加了成本。我们人工成本近两年连续增长 10%，明年也会增长 10%。

我们青岛的确旧瓶回收 4 毛钱左右。

10. 我们在各区域的市场情况？

答：我们在山东份额接近 70%，雪花、燕京分别有 100 吨产能左右，还有一些小厂产能，银麦已经收购了，还有 4-5 个 20 万吨以上的。产能更低的基本上都被淘汰了。山东西部不发达，而东部沿线，市场都在青啤手里。

近几年发展重点，除了山东、广东、福建之外，河北山西河南江西等地，没有绝对优势的品牌。我们先用低端抢占份额，有机会再收购一两个。现在谁能成为老大，还看不出来。

在广东和福建，我们份额 30%多，但是我们低端市场很少，主要是中高端产品，利润很高。

西安和山东，做的比较成功。西安我们把小厂都收购了，份额在 80%以上，但其他

也来建厂，但是市场份额是我们在全国相对较高的。都是 10 年前收的，现在很难在外地复制。

西部经济水平不高，纯生啤酒卖的差，还是买低端。主要是旅游人口带动，季节性明显。

华东市场，在上海份额突破 40%，第一；但是上海人均消费量比较低，不好做。北方人均消费量比较高。跟三得利合作之后，协同效应起来，费用少了；而江苏短期局面难以改变。本省有大富豪，难收购，奇货可居，销量 60-70 万吨。

11. 华南市场变化？

答：华南市场，我们主品牌比重 80%以上，低端的量很小；百威在东莞建了新厂，趋势向好；他们收购金威，但是改变不了广东的竞争格局，他们没有提价能力。

12. 目前原料采购及成本构成？

答：青岛品牌用进口大麦，副品牌是国产大麦；酒花国产为主，高端啤酒用进口的。酒花用量很小。

重点是包装。今年毛利率提升是包装价格下降，易拉罐、上游铝材、纸箱等，大麦价格下降不大。大麦占生产成本 17%左右。我们的酒麦芽浓度较高，高端的 11、12 度，奥古特是 12 度，黑啤 18 度；低端的度数较低。雪花燕京都是 6-7 度，我们 10-11 度为主。

13. 今年行业费用率略有上升，主要原因？

答：主要是，一个是广告费用加大了，本来电视广告都是白酒，现在腾出来了，啤酒开始轮番做，效果短期很难评估。7-8 月份做了，市场没拉起来，但对品牌塑造有一定作用。促销主要是经销商折扣折让和促销，以及冰箱阳伞。

费用主要是投往主品牌，副品牌没怎么投。新市场开拓主要是买店，代价很高。外资也是这个办法。

大家还在抢份额，费用短期很难降下来。产品结构的提升都很难。现在盈利好是因为前几年摊子铺开了，青岛啤酒原来只占 30%，经过 5-6 年替换，青啤比重提升很快。高端酒需要全国调货。目前有 30 多个厂能够生产高端酒。

14. 产品结构？

答：去年高端产品 440 万吨，高端不是按价位分的；出厂价 3000 以上（250 块消费税）做为低端和中高端的分界线；我们一半是中高端，其他的酒厂还不到 400 万吨。

15. 存货周期？

答：啤酒 3 个月以上的存货，澳洲啤酒，从下单到青岛港，要 20 多天；到工厂，发教程麦芽，半个月，又自然吸潮，20 多天；啤酒是先进先出。

16. 我们在餐饮渠道、商超渠道的比重大概是多少？今年餐饮业不景气，是否受影响？

答：二者比重约为 65:35；雪花燕京餐饮比重比我们更大。我们餐饮主要是纯生等大瓶的，7-8 月份三公餐饮消费也是啤酒比较多，销量有下滑。纯生在餐馆 15 块以上。经典青啤大瓶 8 块。

欧美纯生占比 40%以上，国内偏低，价格较高，市场接受度低。

今年易拉罐产品接近 100 万。

17. 渠道和经销商？

答：都是经销商模式，设立营销中心和生产中心等，各省建立分支机构；分公司办事处下面分经销商。分地区不一样。

经销商的管理，是大客户+微观运营，这是一个长期的经销商策略。大客户实力强有资金投入；山东和广东，微观运营，铺货理货运营，是比较完善的体制，计划往外地发展；山东和广东民营经济发达，经销商能做大，北方规模偏小。

共有 7 万经销商；核心 1 千个左右，是排他性的，盈利空间看**他的规模**，折扣和利润与他的销售结构和销量挂钩，经销商也具有比较大规模效应，广东和福建多**一些大的**经销商。小经销商不排他。

考核基本上是达到销量就给更大的折扣，激励多卖中高端。渠道库存我们也很难控制，主要是个体户。年度签采购合同，月底报采购计划。折扣的会计处理，可能是销售额抵扣也可能是销售费用。

18. 啤酒节的影响？

答：各地都搞啤酒节。青岛最大，节日期间 100 万游客，2000 吨销量。其实销量很少。

19. 超市进口酒卖的挺好，怎么看？

答：欧美市场价格是我们 2 倍，运输成本很高。我们是价格洼地。美国 1000 美金一吨以上。而我们成本都差不多，可能土地劳动力更低一点儿。所以我们也不怕进口酒冲击。行业集中度提升之后，价格会往上提。几大企业 80-90%以上，交叉持股之后，价格提升空间还是很大的。

20. 日本啤酒市场整合情况？

答：二战之后日本 100 多家企业乱打，政府用行政手段进行整合，经过 2 年整合，只给前 4 家发牌。完全市场竞争带来惨重的代价，竞争周期拉长。

21. 有没有可能进行股权激励？

答：看不到政策信号。青岛政府比较开明，青啤高管薪酬比较高。

附：盈利预测表

利润表 (百万)	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E	主要财务指标	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入	23,158.05	25,781.54	29,133.14	32,920.45	37,858.52	成长性					
营业成本	13,416.66	15,433.87	17,421.62	19,423.07	22,336.53	营业收入增长	16.38%	11.33%	13.00%	13.00%	15.00%
销售费用	4,414.67	4,930.87	5,826.63	6,254.89	7,193.12	营业成本增长	19.42%	15.04%	12.88%	11.49%	15.00%
管理费用	1,184.19	1,269.42	1,310.99	1,481.42	1,703.63	营业利润增长	10.63%	-0.15%	10.57%	26.77%	15.29%
财务费用	-36.21	-178.14	-17.68	-26.90	-42.75	利润总额增长	15.62%	1.19%	11.28%	21.09%	13.69%
投资净收益	4.26	14.96	260.00	20.00	20.00	净利润增长	14.30%	1.20%	19.88%	13.52%	13.69%
营业利润	2,141.57	2,138.40	2,364.36	2,997.42	3,455.85	盈利能力					
营业外收支	313.34	345.75	400.00	350.00	350.00	毛利率	42.06%	40.14%	40.20%	41.00%	41.00%
利润总额	2,454.91	2,484.16	2,764.36	3,347.42	3,805.85	销售净利率	7.50%	6.82%	7.24%	7.27%	7.19%
所得税	657.30	639.39	552.87	836.85	951.46	ROE	15.41%	13.76%	14.57%	14.61%	14.67%
少数股东损益	59.69	85.90	102.98	116.90	132.91	ROIC	21.22%	15.24%	16.35%	19.93%	22.51%
净利润	1,737.93	1,758.86	2,108.52	2,393.66	2,721.47	营运效率					
资产负债表					(百万)	销售费用/营业收入	19.06%	19.13%	20.00%	19.00%	19.00%
流动资产	9,583.35	10,142.13	11,620.02	14,719.40	17,433.24	管理费用/营业收入	5.11%	4.92%	4.50%	4.50%	4.50%
货币资金	6,107.61	7,118.25	8,205.98	10,903.24	13,044.65	财务费用/营业收入	-0.16%	-0.69%	-0.06%	-0.08%	-0.11%
应收账款	88.10	82.69	93.43	105.58	121.42	投资收益/营业利润	0.20%	0.70%	11.00%	0.67%	0.58%
应收票据	98.35	61.80	69.83	78.91	90.75	所得税/利润总额	26.77%	25.74%	20.00%	25.00%	25.00%
存货	2,717.72	2,360.06	2,664.01	2,970.06	3,415.57	应收账款周转率	271.20	292.77	292.77	290.05	290.05
非流动资产	12,050.80	13,518.97	14,657.31	14,413.57	15,232.52	存货周转率	5.28	6.14	6.18	6.08	6.08
固定资产	7,832.74	9,031.89	10,488.49	10,563.01	11,700.22	流动资产周转率	2.35	2.37	2.21	2.05	2.11
资产总计	21,634.15	23,661.11	26,277.33	29,132.97	32,665.76	总资产周转率	1.02	1.03	1.05	1.07	1.09
流动负债	7,156.08	7,336.02	8,266.08	9,209.56	10,568.34	偿债能力					
短期借款	162.70	147.62	151.07	151.07	151.07	资产负债率	0.48	0.46	0.45	0.44	0.43
应付款项	1,745.92	2,075.28	2,342.56	2,611.68	3,003.44	流动比率	1.34	1.38	1.41	1.60	1.65
非流动负债	3,201.13	3,541.65	3,543.46	3,543.46	3,543.46	速动比率	0.96	1.06	1.08	1.28	1.33
长期借款	454.12	452.49	454.30	454.30	454.30	每股指标 (元)					
负债合计	10,357.22	10,877.67	11,809.54	12,753.03	14,111.80	EPS	1.29	1.30	1.56	1.77	2.01
股东权益	11,276.93	12,783.43	14,467.79	16,379.94	18,553.96	每股净资产	8.35	9.46	10.71	12.12	13.73
股本	1,350.98	1,350.98	1,350.98	1,350.98	1,350.98	每股经营现金流	1.39	2.30	2.93	3.31	3.86
留存收益	9,759.46	11,116.97	12,698.36	14,493.60	16,534.71	每股经营现金/EPS	1.08	1.76	1.88	1.87	1.92
少数股东权益	166.50	315.48	418.45	535.35	668.26	估值	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
负债和权益总计	21,634.15	23,661.11	26,277.33	29,132.97	32,665.76	PE	34.80	34.39	28.69	25.27	22.22
现金流量表					(百万)	PEG	4.18	3.18	4.38	1.85	-
经营活动现金流	1,872.31	3,103.60	3,960.17	4,470.96	5,213.96	PB	5.36	4.73	4.18	3.69	3.26
其中营运资本减少	-5.24	646.87	536.45	541.36	786.35	EV/EBITDA	20.40	20.46	17.35	13.60	12.07
投资活动现金流	-3,936.58	-1,994.81	-2,350.57	-1,175.29	-2,392.18	EV/SALES	2.76	2.49	2.20	1.95	1.70
其中资本支出	-2,441.70	-2,378.22	-2,350.57	-1,175.29	-2,392.18	EV/IC	6.00	5.48	5.08	5.25	5.04
融资活动现金流	54.58	-391.85	-521.86	-598.42	-680.37	ROIC/WACC	2.74	1.97	2.11	2.57	2.91
净现金总变化	-2,012.66	719.04	1,087.73	2,697.26	2,141.41	REP	2.19	2.79	2.41	2.04	1.73

研究员介绍及承诺

张勇：经济学硕士，2001年加入长城证券，现任销售交易部负责人兼研究所副所长。

张威威：华中科技大学经济学硕士，2012年加入长城证券，任食品饮料行业研究助理

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，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，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。

免责声明

长城证券有限责任公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。本报告由长城证券向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，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的证明或依据，不得用于未经允许的任何其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。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他人作出邀请。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。长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。长城证券版权所有并保留一切权利。

长城证券投资评级说明

公司评级： 强烈推荐——预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅15%以上；
推荐——预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅介于5%~15%之间；
中性——预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅介于-5%~5%之间；
回避——预期未来6个月内股价相对行业指数跌幅5%以上。

行业评级： 推荐——预期未来6个月内行业整体表现战胜市场；
中性——预期未来6个月内行业整体表现与市场同步；
回避——预期未来6个月内行业整体表现弱于市场。

长城证券销售交易部

深圳联系人

刘 璇： 0755-83516231, 13760273833, liux@cqws.com
陈尚峰： 0755-83515203, 13826520778, chensf@cqws.com
陈方园： 0755-83516287, 18607195599, chenfy@cqws.com
王 涛： 0755-83516127, 18665822616, wanqt@cqws.com

北京联系人

杨 洁： 010-88366060-8865, 13911393598, yanqi@cqws.com
赵 东： 010-88366060-8730, 13701166983, zhaodong@cqws.com
安雅泽： 010-88366060-8768, 18600232070, ayz@cqws.com
王 媛： 010-88366060-8807, 18600345118, wuyan@cqws.com
李彦仪： 010-88366060-8750, 18611670060, liyanvi@cqws.com
李珊珊： 010-88366060-1133, 18616891195, liss@cqws.com

上海联系人

谢彦蔚： 021-61680314, 18602109861, xiewy@cqws.com
徐佳琳： 021-61680673, 13795367644, xujl@cqws.com
陈 韵： 021-61680389, 15821566166, chenyun@cqws.com

长城证券研究所

深圳办公地址：深圳市福田区深南大道6008号特区报业大厦17层
邮编：518034 传真：86-755-83516207
北京办公地址：北京市西城区西直门外大街112号阳光大厦8层
邮编：100044 传真：86-10-88366686
上海办公地址：上海市民生路1399号太平大厦3楼
邮编：200135 传真：021-61680357
网址：<http://www.cqws.com>