



中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

消费品: 食品及饮料

操礼艳

证券投资咨询业务证书编号: S1300514020002
(8621) 2032 8537
liyan.cao@bocichina.com

苏铖

证券投资咨询业务证书编号: S1300512090001
(8621) 2032 8510
cheng.su@bocichina.com

青岛啤酒调研纪要

我们近期拜访了青岛啤酒(600600.CH/人民币 42.70; 0168.HK/港币 60.25, 未有评级), 对行业前景和公司战略做了较为深入的沟通, 主要观点为:

- 中国啤酒不管从人均销量还是单价上来讲仍然有很大的提升空间。青啤凭借其基地市场和品牌溢价的策略, 在高端啤酒市场占据了半壁江山, 持续取得了稳健的增长。青岛啤酒在行业内的品牌地位有目共睹。
- 啤酒竞争格局趋于稳定, 但是竞争仍然激烈。前五大企业市占率提升到75%左右, 但是大企业之间的份额差距不大, 竞争并未缓和。一两年内百威和青啤在高端市场的竞争或将加剧, 费用率可能会随之上升。
- 市场一致预期 2014-2016 年每股收益分别为 1.68 元、1.93 元和 2.23 元, 同比增速分别为 15%、15%和 16%。目前 A-H 股价分别相当于 25 和 29 倍 2014 年市盈率。从 2 季度开始由于同比基数中三得利的影 响, 收入环比增速将有所下降。
- 我们认为, 啤酒板块与食品饮料其他板块横向比较仍有非常强的吸引力。加上世界杯的刺激因素, 从配置角度我们建议 2 季度重点关注啤酒板块。

青岛啤酒调研纪要

Q: 公司今年以来的经营情况如何?

A: 1 季度主品牌销量增长 11%, 总量增长 19%。4 月份主品牌放缓到个位数, 预计 2 季度的整体销量增速将会比 1 季度低, 因为三得利并表是去年 5 月份开始的。

Q: 目前的行业格局是怎么样的?

A: 行业集中度一直在提高, 前五大企业去年占比 75%, 因此价格和吨酒利润未来的趋势是向上的。但是并不意味着竞争缓和, 一两年内竞争更加激烈。前五大企业的差距不大, 大家的战略方向都是要份额。

很多外资品牌在中国一定要抢占份额, 中国的利润可以忽略不计, 市场投入非常大, 目标就是抢占份额。全球来看, 欧美市场是没有增长的, 只有中国市场是有增长的。中国人均消费量和总的销售量有一定的增长空间, 我们认为在人均消费量会逐渐上升到 50 升左右, 现在 36-37 升。国际大品牌在中国不惜重金也是看中了这个空间。

Q: 我们除了山东和陕西市场, 未来还有哪些市场要做到第一?

A: 我们的策略是:

1) 基地市场: 报表上来看, 山东收入占比约 50%, 但这只是反映山东出厂的产品占比, 实际销售的占比没有这么高。山东以外的市场也开始生产高端产品了, 比如深圳也开始生产纯生、易拉罐等。

2) 品牌溢价: 发挥品牌的优势, 在全国市场占据优势。我们中高端拿利润, 低端拿份额。陕西低端 70% 的份额, 山东收购银麦和崂山之后, 挤压了中小品牌, 向省外扩张。

未来一两年出现新的领先省份概率不大。

Q: 我们啤酒的消费渠道是怎么划分的?

A: 大餐饮占 65%，包括餐厅，KTV，夜总会等，这块整体呈现下降态势。商超占比 30%，以家庭消费为主，这一块呈现增长态势。

Q: 青啤和三得利的合作方式是什么?

A: 利用上海和江苏所有的资源，建立事业平台和销售平台。日方做生产和品质的管控。我们对中国国情和市场更了解，我们负责市场，他们负责生产。

Q: 青啤在中高端市场的优势有多大?

A: 在高端市场我们应该占 50%左右的市场，其他主要是外资品牌。13 年到 14 年外资的增速在加快，百威在中国市场整合之后，市场开始发力，重点争夺中高端市场，百威在高端的增速是最快的。哈啤在高端增速应该也比较快，但是定位还是比我们低一些。

Q: 江浙沪的整合空间有多大?

A: 国内市场大板块的机会已经不多了，每个省都有一些大的企业。三得利的整合也是这个出发点。江浙沪有雪花、英博、大富豪等都在做，一时很难取得大的突破。上海市场所有品牌都不赚钱，大家都认为经济发达地区盈利前景好，所以现在大笔投入。

Q: 市场费用投入的趋势是怎么样的?

A: 市场投入和费用率越来越高，如果从市场投入来看竞争在加剧。

大企业之间出现并购，行业整合大大加快。前五大的差距并不大，未来出现合作合并都存在很大的不确定性。

线上和线下的投入都在增加。线上是为了品牌影响力的扩大，消费者短时间看不到你的品牌就认为你不行了。

Q: 世界杯期间的营销活动有哪些?

A: 百威拿下了巴西和中国市场的冠名。我们会顺应世界杯，照常在旺季做一些促销活动，比如啤酒节等。

Q: 我们提价节奏是怎么样的?

A: 我们和百威价格差不多，近期没有提价计划。一般原材料上涨才会提价。

Q: 高端产品的发展情况?

A: 奥古特：推出 3 年左右时间，规模不大，但是还是比较受欢迎的。

易拉罐：去年易拉罐接近 15%的销量。随着老百姓消费升级，可能还有空间。发达国家易拉罐占比也比较高，农村接受程度也比较高。

纯生：八项规定对其有一定影响。

Q: 德国进口啤酒对我们的影响?

A: 我们的制造成本有优势。进口啤酒必须装瓶后运输，运输成本比较高，价格没有优势。我们看到有些年轻人会消费，但量不大。

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 20%以上；
谨慎买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 10%-20%；
持有：预计该公司股价在未来 12 个月内在上下 10%区间内波动；
卖出：预计该公司股价在未来 12 个月内下降 10%以上；
未有评级（NR）。

行业投资评级：

增持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现强于有关基准指数；
中立：预计该行业指数在未来 12 个月内表现基本与有关基准指数持平；
减持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现弱于有关基准指数。

有关基准指数包括：恒生指数、恒生中国企业指数、以及沪深 300 指数等。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
金融大街 28 号
盈泰中心 2 号楼 2 层
邮编: 100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371