

青岛啤酒：整合效应决定长期增长

增持（首次）

投资要点：

- 从长周期数据观察，青岛啤酒整合效应逐渐体现；
- 成本下降构成今年业绩增长最大利好，长期增长依赖行业竞争格局改善。以青岛和燕京为首的龙头将从中受益；

报告摘要：

- 参考1996-2009年长周期数据，我们认为青岛啤酒整合效应逐渐体现。1996-2001年、2001-2003年、2003-2006年间经过历次扩张、变革和整合，2003年之后销售收入、主营业务利润和净利润均呈现良好发展态势，2006年之后这一趋势更为明显。除去成本影响因素，我们认为这是行业竞争格局优化和企业整合改善的结果。
- 人口红利存在和收入结构改善将支撑大众消费品在未来的持续增长。中国啤酒企业长期受困于供过于求。未来需求上升和行业内竞争格局改善有望使“剩存”企业业绩增长快于从前。龙头企业应是最大受益者。
- 风险因素：整合效应虽然已成趋势，但过程依然漫长。考虑去年成本大降对业绩推动作用，估值水平已不低。
- 估值与投资建议：预计2010年、2011年公司每股收益达到1.21元和1.56元，给与公司“增持”评级。

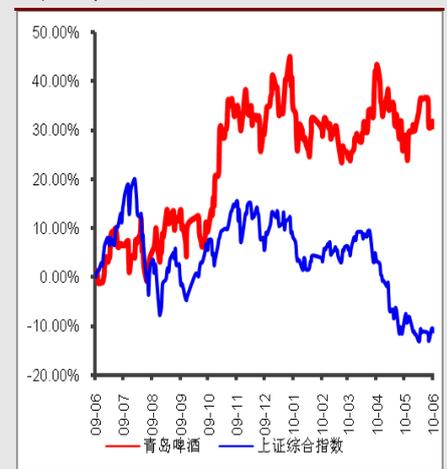
分析师

分析师姓名 苏静然

电话：010-88085978

Email: sujingran@hysec.com

市场表现



相关研究

滞胀风险下关注高成长和低估值品种

2010.6.17

主要经营指标	2006	2007	2008E	2009	2010E
主营业务收入	118.33	137.09	160.23	180.26	202.61
同比增长率	17.6%	15.9%	16.9%	12.5%	12.4%
净利润	4.36	5.58	6.99	12.53	16.2
同比增长率	43.8%	27.7%	25.3%	79.2%	29%
每股收益(元)	0.33	0.43	0.53	0.95	1.21
净资产收益率	8.33%	10.13%	11.50%	15.25%	17.20%

目录

一、财务解读：整合效应确在加强.....	4
1.1 财务解读：股份公司与母公司业绩逆转.....	4
1.2 点评：整合加强，绩效提高.....	4
二、扩张：1996-2003，“做大做强”的尴尬.....	4
2.1 1995-2001 “低成本”扩张、经营绩效大降.....	4
2.2 扩张的另一副产品：应收坏账.....	5
2.3 2001-2003 市场主导型扩张战略.....	6
三、2003 年后曙光初现：来自战略变换和战略投资者到来.....	7
3.1 AB 公司进入对公司财务状况是个最大支持.....	7
3.2 两阶段战略转换，艰难转身.....	8
四、管理层激励措施：业绩增长的强心针.....	12
五：我们的担心：大象能否起舞？.....	13

插图

市场表现	1
图 1: 股份公司和母公司收入增速比较.....	5
图 2: 股份和母公司主营利润对比 (亿)	5
图 3: 股份和母公司净利润对比 (亿)	5
图 4: 1995-2002 年股份公司资产负债率	6
图 5: 1995-2003 年股份和母公司财务费用	6
图 6: 股份公司和母公司债券均大幅下降.....	7
图 7: 青岛主品牌产量 (万千升) 及前四大占比 (%)	8
图 8: 青岛主品牌增速快于公司和行业平均.....	8
图 9: 2003-2008 母公司计提委托贷款减值准备 (万)	10
图 10: 2003-2009 母公司长期投资减值准备新增额.....	10
图 11: 2006 年之后母公司销售费用激增.....	11
图 12: 2008 年之后财务费用主要由母公司承担.....	11
图 13: 2006 年之后, 公司整体业绩有较大提升.....	12
图 14: 2008 年各大区盈利能力指标 (%)	13
图 15: 2008 年各大区摊销与支出情况比较.....	13

表格

表 1: 2001、2002 年末股份公司和母公司应收款情况 (单位: 元)	6
表 2: 2006 年青岛啤酒对下属四大营销公司的增资和整合情况.....	9
表 3: 2006 年青岛啤酒对下属四大营销公司的增资和整合情况 单位: 千元.....	9
表 4: 2006 年青岛啤酒对下属四大营销公司的增资和整合情况 单位: 万元.....	10
表 5: 不同时间跨度, 收入、主营利润和净利润复合增长率 %.....	12

一、财务解读：整合效应确在加强

1.1 财务解读：股份公司与母公司业绩逆转

在观察青岛啤酒历年财务表现时，我们发现了一个有趣的现象：

(1) 集团毛利率、主营业务利润率逐年上升，母公司毛利率、主营业务利润率逐年下降。

(2) 以 2003 年为界，之前集团公司主营收入上升较快而母公司几无增长；之后二者增速逆转。

(3) 各项费用率 2003 年之后母公司大幅好于集团公司，之后逆转。

似乎所有的数据证明整个集团公司收入、利润各项指标趋好；而母公司各项数据指标在变坏；参考若干年数据之后，我们发现，所有的数据都解释了一点：青岛啤酒内部大整合自 2003 年之后不断进行，以母公司为核心的整个公司运行质量确实在提高。主要包括三个方面改革：

(1) 公司近年来不断将子公司少数股东权益收归己有，方便管理。

(2) 通过集中采购、成立大区销售公司统一采购和销售，整个集团成本得以降低，销售效率不断提升；

(3) 最重要的是母公司不断提取固定资产减值准备（主要来自子公司）、委托贷款减值准备（并不断将委托贷款转为对子公司股权投资）一定程度上拖累其实际收益；母公司以发行可转换债券方式融资，主要为子公司扩建、投资，在增加财务费用、降低自身利润的同时，换来了整个集团公司业绩增长。

1.2 点评：整合加强，绩效提高

我们认为：在啤酒行业这一微利行业，短期来看，成本下降可使公司享受暂时性利好，如 2008-2010 年国际啤酒价格的下降；但从长期来看，公司业绩提升依赖于行业竞争格局的好转和大型企业整合效应的出现，两方面也是同一过程。综观燕京和青岛的表现，我们认为近几年的数据显示大型企业在整合方面有了较大的提高。若这种趋势持续下去，有理由相信大型企业在未来业绩将有持续性提升。建议关注，在价格合理区间介入。

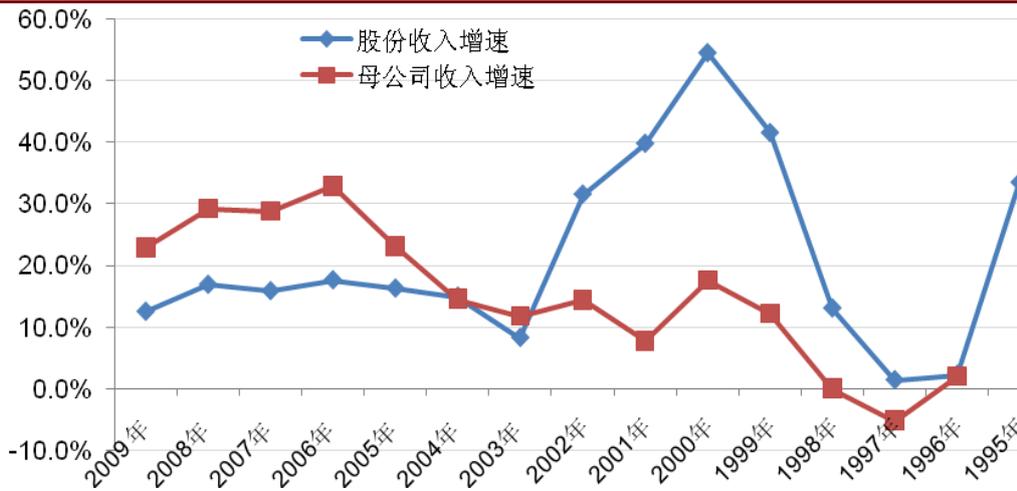
二、扩张：1996-2003，“做大做强”的尴尬

2.1 1995-2001 “低成本”扩张、经营绩效大降

青岛啤酒成立于 1901 年，目前是我国规模最大的三家啤酒企业之一。1996 年公司上市，从扬州啤酒厂开始不断通过兼并收购和扩产方式进行扩张。其间以 2003 年为界：

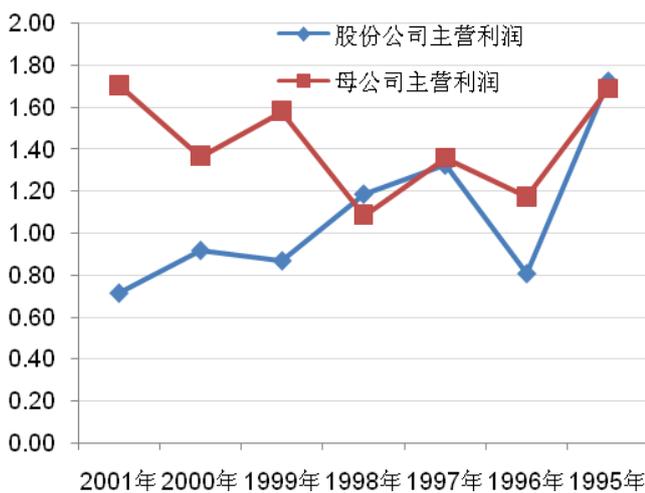
1996-2003 年期间可以认为是“政府主导型扩张”：公司以“低成本战略”为主，与地方政府协商，以承债吸收方式在全国兼并濒于破产的小厂。6 年间收购 48 家啤酒生产厂，产销量从 1996 年 35 万吨提高到 2001 年的 251 万吨。兼并厂生产规模绝大部分小于 5 万吨，且大部分集中于竞争形势异常激烈的山东。兼并小厂资质并不好，加之公司管理上的困难，反而拖累了整个集团业绩增长。股份公司与下属子公司之间基本各自为战，1996-2001 年整个时间区域，虽然股份公司销售收入增长速度大大加快，但其主营业务利润增长大大低于收入增长，营业利润反而不如母公司。若无营业外收入（主要来自收购地方小厂的政府补贴），股份公司整体净利润也低于母公司。可以认为，收购行为导致了“规模恶化”。

图 1：股份公司和母公司收入增速比较



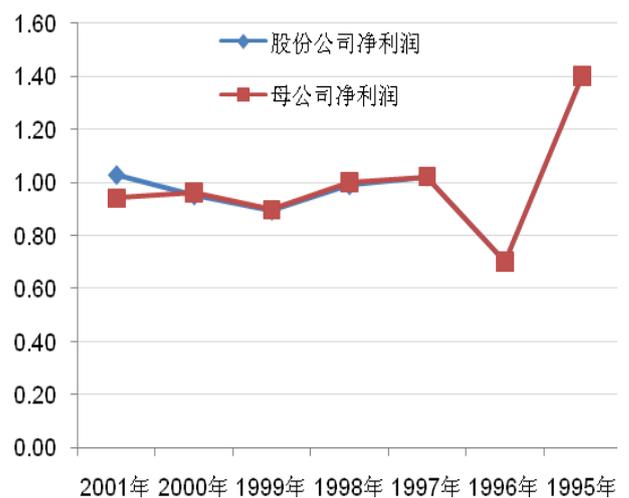
资料来源：公司年报 宏源证券

图 2：股份和母公司主营利润对比（亿）



资料来源：宏源证券

图 3：股份和母公司净利润对比（亿）



资料来源：宏源证券

2.2 扩张的另一副产品：应收坏账

经营状况的恶化还体现在应收帐款的恶化上：从 2001 年情况观察，无论是母公司还是股份公司，应收账款坏账准备分别占到 53% 和 34%，其中三年以上应收帐款占到总额近 30%；2001 年子公司亏损达到 7765 万元，而股份公司整体净利润仅有 1.02 亿元。

表 1：2001、2002 年末股份公司和母公司应收款情况（单位：元）

	集团		公司	
	2001 年	2002 年	2001 年	2002 年
应收账款	322,576,568	382,921,919	259,850,378	374,809,841
减：应收账款坏账准备	-170,929,056	-98,412,852	-89,097,925	-81,941,102
应收账款净额	151,647,512	284,509,067	170,752,453	292,868,739
坏帐比例：	52.99%	25.70%	34.29%	21.86%
其它应收款	365,078,571	363,795,427	1,112,653,899	867,982,191
减：其它应收坏账准备	-37,163,318	-39,213,924	-18,863,851	-37,086,599
其它应收款 净额		327,915,253	324,581,503	1,093,790,048
坏帐比例：	10.18%	10.78%	1.70%	4.27%

2.3 2001-2003 市场主导型扩张战略

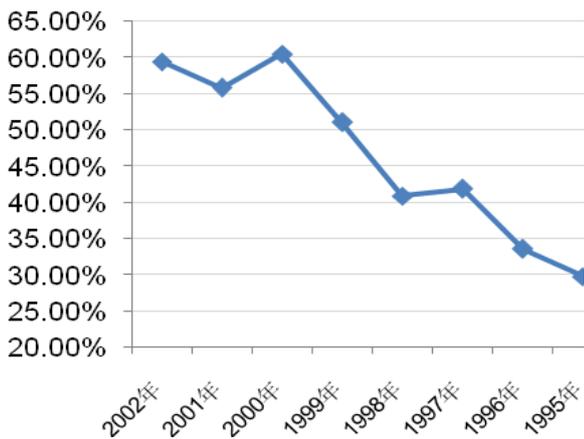
2001 年之后，可以认为兼并行为逐渐向“市场主导型”转变：公司将“做大做强”战略改为“做强做大”，扩张基调不变，收购对象上有了变化。区域上重点在经济较发达地区及市场空白的大城市进行购并（2001 年收购主要集中在江苏、福建、广西地区）。主要方式上升为探求以少量的资金和股本占有来运作更多的资产。对象上注重选择产量规模较大（平均产能在 10 万吨以上）、在当地有相应垄断优势且经济效益相对较好的大厂。青岛啤酒产销量大增，产品种类迅速增长到 50 余种。2003 年底旗下企业总产能已达到 500 万吨，产能利用率约 70%。但从公司整体绩效观察，整合效应起色不大：

一方面产品种类繁多，母公司和少数技术、设备达标的子公司可生产毛利较高的“青岛”啤酒，地方子公司多生产低档品牌地方啤酒，亏损较大，对整体公司收益贡献为负（2002 年子公司亏损总额达到 7765 万元）；部分企业布局过于集中（如山东地区），产能利用率较低。

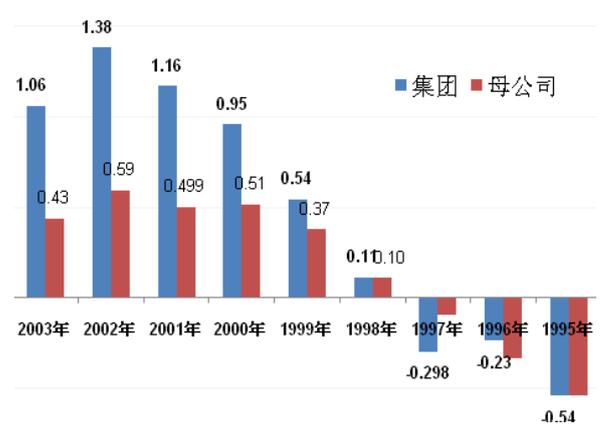
另一方面，母公司常年扩张之后，不断为亏损子公司计提坏账损失、资产减值损失（2001 年核销应收坏账 1233 万元、2002 年为 6369 万元、2003 年为 2713 万元）。股份公司和母公司资产负债率及财务费用迅速上升，资产状况恶化。

图 4：1995-2002 年股份公司资产负债率

图 5：1995-2003 年股份和母公司财务费用



资料来源：宏源证券



资料来源：宏源证券

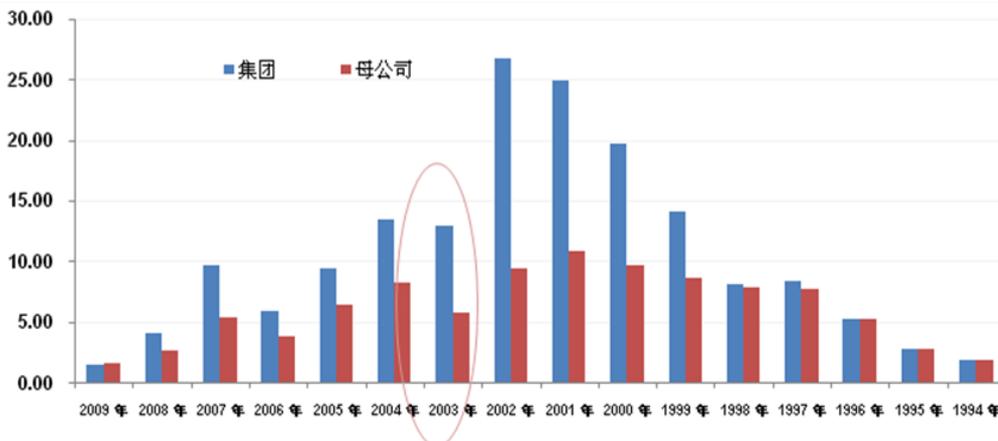
三、2003年后曙光初现：来自战略变换和战略投资者到来

2003年对公司是一个转折点，两个重要因素在未来若干年对公司业绩产生了较大影响：一是AB公司的进入；二是公司战略整体从“做大做强”变为了“做强做大”，公司以母公司为核心，设立采购、生产、销售等专门事业部制加强内部整合。从各项财务数据变化来看，作为一个整体，母公司和旗下若干子公司渐渐融为一体。

3.1 AB公司进入对公司财务状况是个最大支持

2002年公司向AB公司定向发行1.82亿美元的强制性可转换债券，换算为港币是14.16亿港元。该可转换债券将于2010年前强制性地转换成3.08亿股H股股份，全部转股完成后，AB将持有青啤27%的股权。与世界啤酒巨头联手不仅实现了优势互补，更重要的是获得强大资金支持，缓解了公司当时面临的财务困境，也为公司战略转换赢得了时间。

图6：股份公司和母公司债券均大幅下降



资料来源：宏源证券

3.2 两阶段战略转换，艰难转身

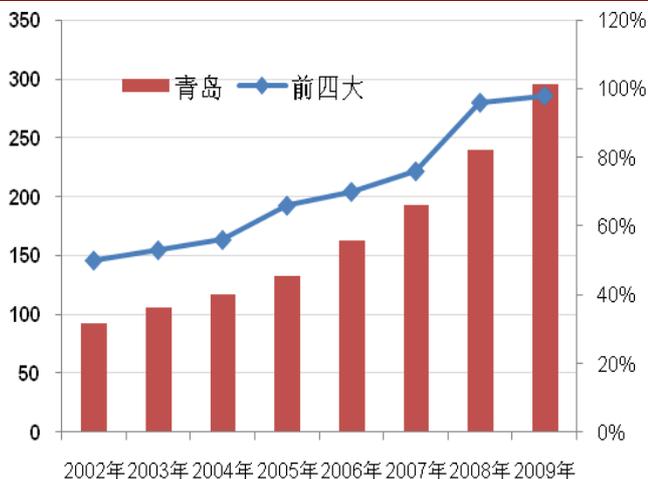
第一阶段以 2003-2006 年为主，青啤战略转换主要集中于产品结构调整和管理体制变革两方面内容：

(1) 产品线的收缩，从高峰期超过 50 多个品种逐步砍到 10 个以下。青岛啤酒产品结构过去是以青岛品牌为塔尖，地方低档品牌为塔基的结构。缺少强势的二线品牌使其在地方市场上优势并不突出。而改革的主要目的是一方面突出青岛主品牌价值，同时重视发展“汉斯”、“山水”、“崂山”、“彭城”和“大白鲨”等二级品牌，替代以前的地方小品牌。2006 年之后公司要逐步实施从“1+3”品牌战略向“1+1”品牌战略转型，即每个区域销售青岛啤酒主品牌+“汉斯”、“崂山”、“山水”中的一个，未来把除“青岛”、“汉斯”、“崂山”外的子品牌全部转为“山水”品牌。最终就形成一个高端品牌青岛啤酒和一个大众品牌山水，辅以“汉斯”、“山水”和“崂山”三大中档品牌。

(2) 管理体制变革。全国市场建立 8 大事业部制，将全国子公司收归 8 大事业部。整体管理层次上形成三层框架：总公司为战略决策中心、资本运作中心、投资管理中心和企业文化中心；事业部是利润中心和区域管理中心；生产厂是成本中心和质量中心。

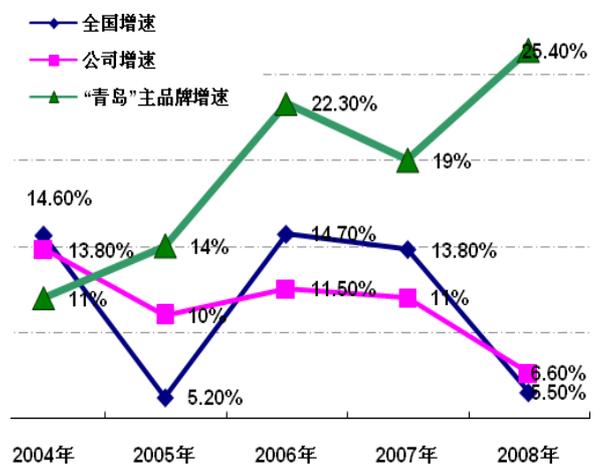
小结：这一阶段最大的成果集中于产品结构调整，自此青啤确立了重点发展“1+3”品牌的战略，青岛和其他三大主品牌的销量和占比逐渐提高。主品牌销售增速加快带动了公司整体销量增长和毛利率的提升。管理体制的变革效果并不如预期，母公司和下属子公司之间还是各自为战的情形。

图 7：青岛主品牌产量（万千升）及前四大占比（%）



资料来源：宏源证券

图 8：青岛主品牌增速快于公司和行业平均



资料来源：宏源证券

第二阶段战略转换主要以有效整合旗下各子公司为主。在此期间，母公司逐渐承担起更多责能，并和旗下子公司逐渐融为一体。主要措施包括：

(1) 取消事业部制，成立区域营销中心。增资营销中心的同时，赋予其管理该区域内生产、销售企业的职责，从而使管理划小。

表 2：2004-2006 年青岛啤酒对下属四大营销公司的增资和整合情况

营销公司	增资情况	所辖公司
华南营销公司	华南营销吸收合并华南投资，合并后华南营销的注册资本由 20,000,000 增加至 220,000,000 元	珠海公司、山水公司、郴州公司、斗门麦芽公司、黄石公司、应城公司以及截至 12 月 31 日在随州公司和天门公司股权
东南营销公司	公司与第三公司分别增资 103,550,000 元和 5,450,000 元，增资后，东南营销公司的注册资本由 100 万元增加至 11,000 万元。	彭城公司、宿迁公司、徐州公司、薛城公司、滕州公司和菏泽公司
鲁中营销公司	公司与第三公司分别增资 50,350,000 元和 2,650,000 元。增资后，鲁中营销公司的注册资本由 200 万元增加至 55,000 万元。	潍坊公司 70%、日照公司 95%和平原公司 90%的股权
西南营销公司	公司与第三公司分别增资 93,100,000 元和 4,900,000 元。增资后，西南营销公司的注册资本由 200 万元增加至 10,000 万元。	漳州公司 90%，厦门公司 75%和福州公司 75%
淮海营销公司	公司向淮海营销公司增资 47,000,000 元。增资后，淮海营销公司的注册资本由 800 万元增加至 5,500 万元。	泸州公司 95%和重庆公司 95%的股权

资料来源：公司年报

(2) 将旗下子公司少数股东权益收回母公司以利于管理，并不断通过增资、委托贷款转股权投资方式增强其实力。

2008 年公司加快对子公司少数股东权益收回：公司向青啤集团以 1.71 亿元受让西安公司 23.9% 股权；10370 万受让彭城公司 10% 股权，以 7740 万元受让日照公司 5% 股权。另外，以 7690 万元价格向集团收购 22 家子公司少数股东权益。

表 3：2006 年青岛啤酒对下属四大营销公司的增资和整合情况 单位：千元

子公司名称	购买的少数股权比例	购买价格	子公司名称	购买的少数股权比例	购买价格
华南营销	5%	26,070	进出口公司	2.27%	460
华南投资	5%	18,790	廊坊公司	5%	90
第五公司	6.21%	11,250	翔宏商务	5%	60
菏泽公司	10%	4,590	北方销售	5%	-
潍坊公司	30%	3,620	黄石公司	5%	-
滕州公司	5%	2,290	应城公司	5%	-
宿迁公司	5%	2,040	芜湖公司	10%	-
华东控股公司	5%	1,820	兴凯湖公司	5%	-
平原公司	10%	1,730	重庆公司	5%	-
上海公司	5%	1,570	台州公司	5%	-
密山公司	5%	1,520	合计		76,940
哈尔滨公司	0.05	1040			

资料来源：公司年报

2003 年后，母公司不断通过委托贷款的方式为旗下子公司扩产和增资，2006 年、2007

年末委托贷款总额分别达到 25.98 和 25.89 亿元。2008 年公司又将 15 家子公司共 9.14 亿元委托贷款转为长期股权投资以减轻其财务负担，增强其实力：

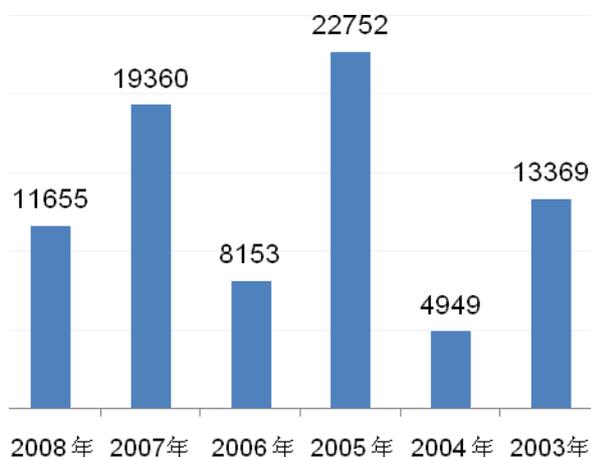
表 4：2006 年青岛啤酒对下属四大营销公司的增资和整合情况 单位：万元

子公司名称	委托贷款转长期股权投资金额	子公司名称	委托贷款转长期股权投资金额
菏泽公司	12,000	重庆公司	5,300
兴凯湖公司	11,000	上海销售	4,730
东南营销	10,500	滕州公司	4,602
芜湖公司	9,429	哈尔滨公司	3,000
马鞍山公司	8,000	平原公司	2,000
潍坊公司	7,000	宿迁公司	1,500
台州公司	6,000	密山公司	340
北方销售	6000	合计	91,401

资料来源：公司年报

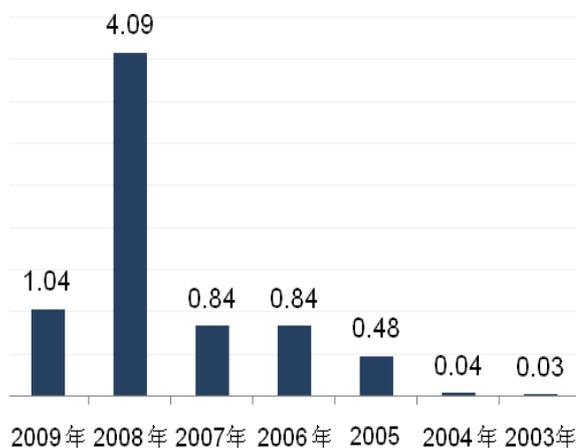
(3) 建立起以母公司为核心，统一采购、统一生产和统一营销。从销售费用增长和财务费用、管理费用看主要都集中在母公司。同时母公司每年仍为旗下子公司提取委托贷款减值准备、固定资产减值准备等，一定程度上影响了母公司的业绩。

图 9：2003-2008 母公司计提委托贷款减值准备（万）



资料来源：宏源证券

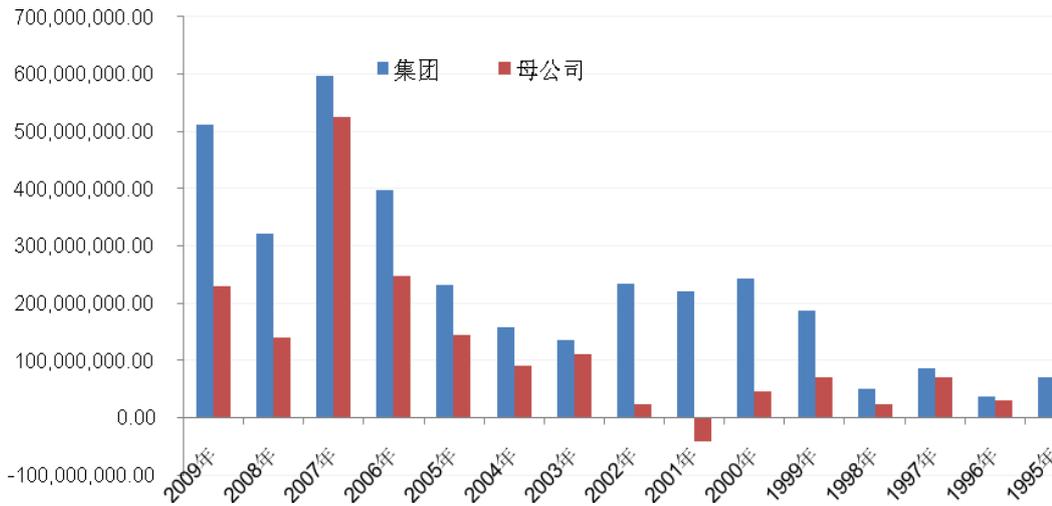
图 10：2003-2009 母公司长期投资减值准备新增额



资料来源：宏源证券

销售整合：2006 年后销售费用增量主要发生在母公司层面

图 11：2006 年之后母公司销售费用激增

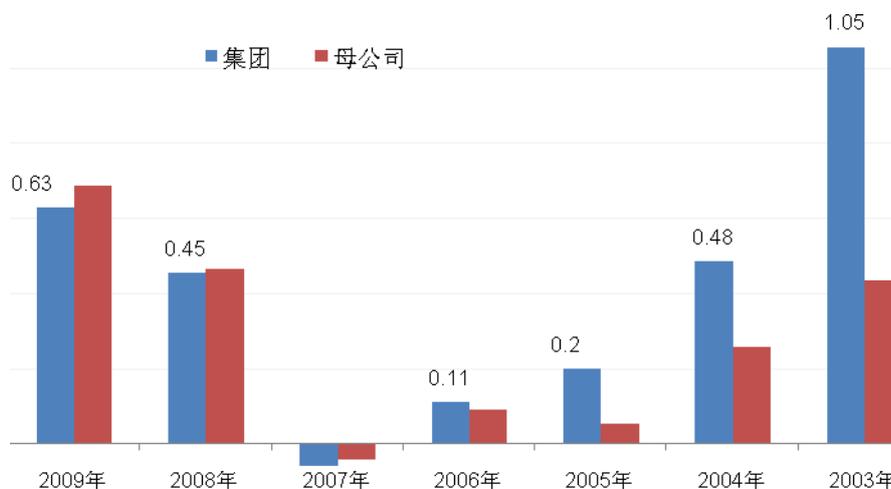


资料来源：宏源证券

2004 年之后对子公司财务需求，公司利用发行可转债和银行借贷的资金大力支持：2007 年向子公司集中发放 26 亿元委托贷款。2008 年再次发放 10 亿元委托贷款。截至 2009 年，尚有超过 13 亿元委托贷款在子公司流动。委托贷款先后以转换为股权和计提损失方式主要支持子公司发展：2004-2008 年间由于子公司经营破产和资产减值，母公司先后计提 8.02 亿元委托贷款减值准备。2008 年将发放给 15 家公司总计 9.41 亿元委托贷款转为长期股权投资。

财务：2008 年之后财务费用主要发生在母公司层面

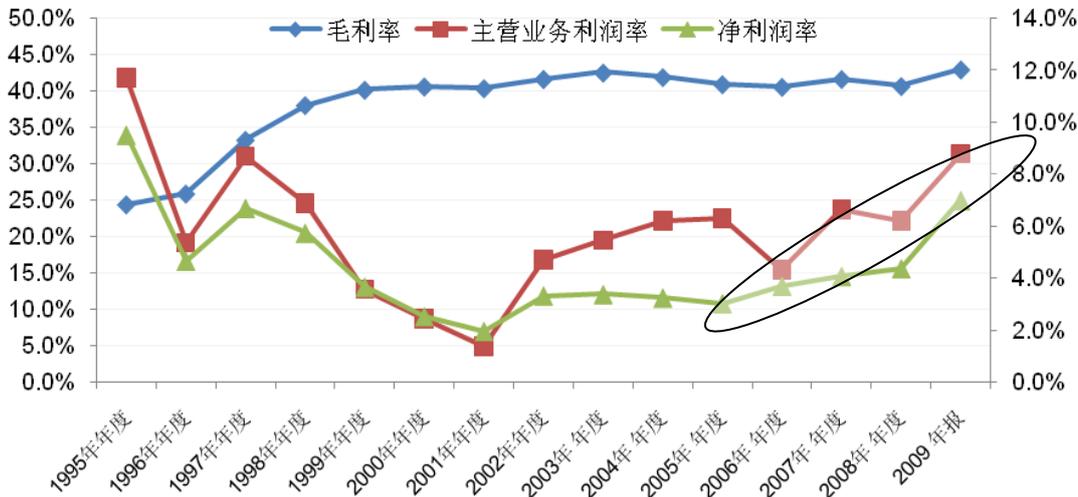
图 12：2008 年之后财务费用主要由母公司承担 单位：亿元



资料来源：宏源证券

小结：可以认为这阶段的战略改革是比较成功的。与前几年母公司一枝独秀、其他子公司亏损居多而公司整体业绩徘徊不前相比，2006年后股份公司整体业绩有了较大提高，显示了整合效应的提升。

图 13: 2006 年之后，公司整体业绩有较大提升



资料来源：宏源证券

从分阶段公司整体销售收入、主营业务利润和净利润复合增长率情况分析，2003 年之后开始有提升：销售收入增长慢于主营业务利润和净利润增长；2006 年之后这一趋势更加明显。

表 5: 不同时间跨度，收入、主营利润和净利润复合增长率 %

时间跨度	销售收入	主营业务利润:	净利润
1998-2008 年	25.0%	23.7%	22.2%
2003-2008 年	16.3%	19.3%	23.6%
2006-2008 年	16.4%	39.4%	29.5%

资料来源：公司年报 宏源证券

四、管理层激励措施：业绩增长的强心针

目前公司最大股东为青啤集团，控股 30%，第二大股东几易其主，为日本朝日株式会社，持股 19.77%。外资股东从 2002 年至今主要发挥着财务投资人的角色，实际控制人为青岛市国资委。股权分置改革时曾经提到过以股权激励等措施激励管理层。虽然目前还没有这方面意向，但公司高管的薪酬在一定程度上已与上市公司经营业绩挂钩。如在公司 2007 年度股东大会批准董监事年度薪酬总额 550 万元基础上，按照公司利润总额同比增长额的 3~6%提取执行董事业绩绩效年度薪酬，年度总酬金调整为不超过人民币 1650 万元。这些举措都在一定程度上有利于激励和约束管理层。

我们认为，制度变革是最关键的因素，管理层激励位于所有制度变革的核心。我们希

望这种制度变革能给青啤带来持续增长的动力。

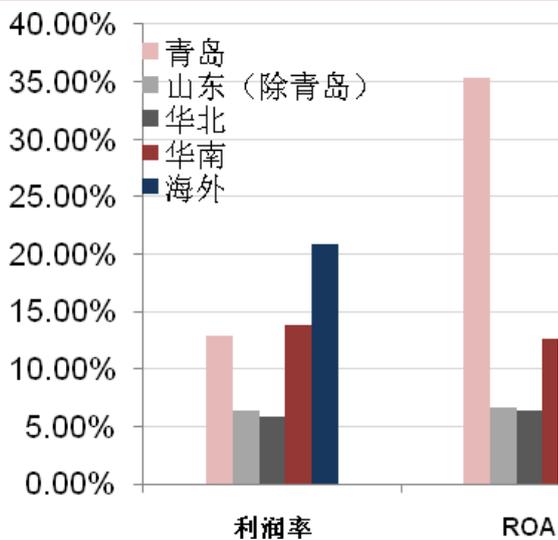
五：我们的担心：大象能否起舞？

目前青岛和燕京总股本已经达到 13.5 亿股和 12.1 亿股，市值分别达到 243 亿元和 254 亿元，为啤酒业龙头公司。其中青岛啤酒旗下有 54 家，遍布全国 18 个省市。发展战略上青岛谋求全国扩张、品牌至上；燕京步伐稳健、重视培养区域垄断市场。从两家公司近两年的财务表现，显示整合效应慢慢得以好转。如果这种趋势得以持续下去，相信以青岛和燕京为首的龙头公司业绩还有持续提升的空间。但兼并和整合历来就是大难题，两家公司无一例外受此拖累至今。

长期来看，参考国外市场的经验，我们的预测是，随着啤酒业整合，目前各啤酒企业在全国各地混战的局面将有所改变：各大巨头最终将盘踞在自己的优势区域市场，而从对方的绝对优势市场收缩。随之而来的是各自业绩都有改善和提升，前五大市场份额或许超过 80%。

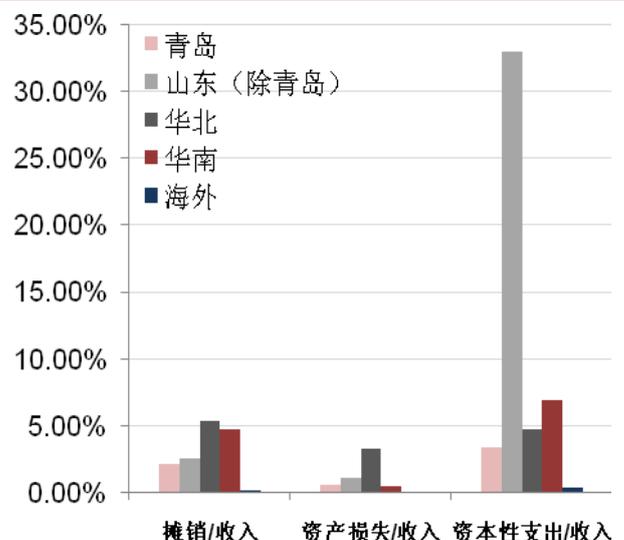
从青岛啤酒目前情况看，整合过程依然漫长。只取青岛啤酒截至 2008 年底数据（2009 年业绩中包含成本下降因素，我们认为长期来看不可持续），显示六大市场中除青岛大本营、华南市场和海外市场，其它市场盈利能力依然较弱而资本支出、折旧支出依然较大。

图 14： 2008 年各大区盈利能力指标（%）



资料来源：宏源证券

图 15： 2008 年各大区摊销与支出情况比较



资料来源：宏源证券

我们预计 2010 年、2011 年公司每股收益达到 1.21 元和 1.56 元。对应现有的市盈率水平，充分考虑成本下降的重大影响，估值水平已然合理。考虑到公司长期整合效应的体现，给予公司“增持”投资评级。

分析师简介： 苏静然

分析师姓名：宏源证券研究所食品饮料行业研究员，中国人民银行研究生部金融学硕士，2008年12月加盟宏源证券研究所。

主要研究覆盖公司：五粮液、泸州老窖、山西汾酒、燕京啤酒、青岛啤酒、张裕 A、古越龙山、安琪酵母等

宏源证券机构销售团队

华北区域	华东区域	华南区域
李晔 010-88085956 liye@hysec.com	曾利洁 010-88085790 zenglijie@hysec.com	雷增明 010-88085989 leizengming@hysec.com
牟晓凤 010-88085275 muxiaofeng@hysec.com	刘爽 010-88085798 liushuang@hysec.com	

宏源证券评级说明：

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后6个月内的公司股价（或行业指数）涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来6个月内跑赢沪深300指数+20%以上
	增持	未来6个月内跑赢沪深300指数+5%~+20%
	中性	未来6个月内与沪深300指数偏离-5%~+5%
	减持	未来6个月内跑输沪深300指数5%以上
行业投资评级	增持	未来6个月内跑赢沪深300指数+5%以上
	中性	未来6个月内与沪深300指数偏离-5%~+5%
	减持	未来6个月内跑输沪深300指数5%以上

免责条款：

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。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，不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果，本公司概不负责。

本公司所隶属机构及关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

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。如引用、刊发，需注明出处为宏源证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。