

青岛啤酒股份有限公司

一、公司简介

(一) 公司概况

表 1：公司概况

公司名称	青岛啤酒股份有限公司
英文名称	TSINGTAO BREWERY COMPANY LIMITED
公司简介	公司前身青岛啤酒厂成立于 1903 年 8 月，已具有百年历史。公司以“名牌带动”式的资产重组，率先在全国掀起了购并浪潮，成为中国啤酒业行业整合潮流的引导者。目前，公司在国内 18 个省、市、自治区拥有 40 多家啤酒生产厂和麦芽生产厂，构筑了遍布全国的营销网络，基本完成了全国性的战略布局，啤酒生产规模、品牌价值、产销量、市场占有率、出口及创汇等多项指标均居国内同行业首位。
国籍	中国
成立日期	1993/6/16
工商登记号	370200400042689
注册资本(元)	1,308,219,178.00
法人代表	金志国
所属证监会行业	饮料制造业
所属 Wind 行业	日常消费-食品、饮料与烟草-饮料-啤酒
员工总数(人)	35763
总经理	孙明波
董事会秘书	张学举
省份	山东省
城市	青岛市
注册地址	山东省青岛市登州路 56 号
办公地址	山东省青岛市香港中路五四广场青啤大厦
邮编	266071
电话	0532-85713831
传真	0532-85713240

电子邮件	info@tsingtao.com.cn;secretary@tsingtao.com.cn
公司网站	www.tsingtao.com.cn
信息披露人	张学举
审计机构	普华永道中天会计师事务所有限公司, 香港罗兵咸永道会计师事务所
经办会计师	张国俊, 贾娜
法律顾问	北京海问律师事务所
经办律师	李丽萍, 毕欢

(资料来源: wind 资讯)

青岛啤酒股份有限公司(简称“青岛啤酒”)的前身是1903年8月由德国商人和英国商人合资在青岛创建的日耳曼啤酒公司青岛股份公司, 它是中国历史悠久的啤酒制造厂商。

1993年7月15日, 青岛啤酒股票(0168)在香港交易所上市, 是中国内地第一家在海外上市的企业。同年8月27日, 青岛啤酒(600600)在上海证券交易所上市, 成为中国首家在两地同时上市的公司。

上世纪90年代后期, 运用兼并重组、破产收购、合资建厂等多种资本运作方式, 青岛啤酒在中国18个省、市、自治区拥有50多家啤酒生产基地, 基本完成了全国性的战略布局。

国家统计局的数据显示, 2007年青岛啤酒实现啤酒销售量505万千升, 在中国市场占有率达13%。2007年, 世界品牌实验室(World Brand Lab)发布的数据显示, 青岛啤酒品牌价值为258.27亿元, 居中国啤酒行业首位。青岛啤酒远销美国、日本、德国、法国、英国、意大利、加拿大、巴西、墨西哥等世界62个国家和地区。全球啤酒行业权威报告Barth Report依据2006年、2007年产量排名, 青岛啤酒为世界第八大啤酒厂商。

如今, 青岛啤酒已经确立了“成为拥有全球影响力品牌的国际化大公司”的愿景。2008年北京奥运会, 青岛啤酒为官方赞助商。

(二) 股本结构

1. 股本情况

表 2: 股本情况

	名称	股数(股)	总计(股)
有限售条件流通股份	国家持有股份	399, 820, 000	417, 394, 505
	社会法人持有股份	17, 574, 505	
已上市流通股份	人民币普通股(A股)	235, 755, 495	890, 824, 673
	境外上市外资股(H股)	655, 069, 178	

股份总数			1, 308, 219, 178
------	--	--	------------------

(资料来源: 青岛啤酒官方网站)

2. 主要股东

截止 2009 年 4 月 30 日主要股东信息:

表 3: 主要股东情况

编号	股东名称	持股数量(股)	持股比例 (%)	股本性质
1	青岛啤酒集团有限公司	404092250	30.89	限售流通 A 股, A 股流通股, H 股流通股
2	香港中央结算(代理人)有限公司	297118072	22.71	H 股流通股
3	朝日啤酒株式会社 (Asahi Breweries, Ltd.)	261577836	19.99	H 股流通股
4	Law Debenture Trust (Asia) Limited	91575342	7	H 股流通股

股东说明: 转让方 A-B Jade Hong Kong Holding Company, Limited 向朝日啤酒株式会社转让其持有的上市公司 261, 577, 836 股 H 股, 约占上市公司已发行股份总数的 19.99%。

该交易已于 2009 年 4 月 30 日完成。

(资料来源: 新浪财经)

表 4: 十大股东情况

1	青岛啤酒集团有限公司	A 股	399820000	2008/12/31
2	香港中央结算(代理人)有限公司	H 股	298256072	2007/12/31
3	A-B Jade Hong Kong Holding Co, Ltd	H 股	261643836	2007/12/31
4	Law Debenture Trust (Asia) Limited	H 股	91575342	2007/12/31
5	中国建银投资有限责任公司	A 股	17574505	2007/12/31
6	全国社保基金一零八组合	A 股	15000000	2007/12/31
7	全国社保基金一零二组合	A 股	10749300	2007/12/31
8	博时主题行业股票证券投资基金	A 股	9000000	2007/12/31
9	大成蓝筹稳健证券投资基金	A 股	8194667	2007/12/31
10	全国社保基金一零六组合	A 股	7000000	2007/12/31

(资料来源: 青岛啤酒官方网站)

股东说明：（1）ABI 透过其全资拥有的附属公司 A-B 香港持有 261,643,836 股 H 股股份。受托人按照委托表决安排持有 91,575,342 股 H 股股份，并按青岛啤酒集团有限公司的书面指示行使该等股份的表决权，而归属于该股份的经济利益，包括股息、利益分派及款额支付均按 ABI 指示处理。（2）兴业趋势投资混合型证券投资基金和兴业全球视野股票型证券投资基金属于兴业全球基金管理有限公司旗下管理的基金产品。除此以外，本公司并不知晓前十名股东之间是否存在其他关联关系或属于一致行动人。（资料来源：新浪财经）

3. 主要投资机构

表 5：主要投资机构

项目	2009-03-31	2008-12-31	2008-09-30	2008-06-30
基金家数	5	5	5	5
基金持股数量（万股）	4,968.65	4,233.69	4,712.82	4,581.19
基金占比（%）	21.08	17.96	19.99	19.43
社保家数	2	2	2	2
社保持股数量（万股）	2,270	2,300	2,329.99	2,259.99
社保占比（%）	9.63	9.75	9.88	9.58

（资料来源：阿里巴巴财经资讯）

由以上数据，可见单就机构投资者而言，基金为为主要投资者，其次为社保。这两大投资机构的持股数悬殊还是比较大的，基金持股数为社保的两倍以上，且自 2008 年 6 月至 2009 年 3 月，基金持股数的增加也略大于社保持股数。因此，基金作为青岛啤酒的最重要筹资来源之一，应尤其加以重视。另一方面，社保机构有相当大的潜力，可能成为将来筹资的主要来源。

4. 股东户数

表 6：股东户数和户均持股情况

时间	股东户数	户均持股	较上期变化	筹码集中度
2008-12-31	38862	33663	30.84555651423641%	非常集中
2008-06-30	50850	25727	-27.48318473330205%	较集中
2007-12-31	36879	35473	-2.14296647788152%	非常集中
2007-06-30	36087	36252	21.16097922848665%	非常集中
2006-12-31	43722	29921	31.09652321906151%	非常集中
2006-06-30	48629	26902	4.57665903890160%	较集中
2005-12-31	50852	25726	-0.45558086560364%	较集中
2005-06-30	51133	25585	4.24802110817942%	较集中
2004-12-31	53304	19886	15.26763990267640%	较集中
2004-06-30	61373	17271	52.22222222222222%	较集中

2003-12-31	92605	11446	13.74407582938389%	较分散
2003-06-30	106058	9429	14.12259615384615%	非常分散
2002-12-31	120168	8322	7.28562217923920%	非常分散
2002-06-30	129855	7701	10.31294452347084%	非常分散
2001-12-31	142272	7029	7.41023682200153%	非常分散
2000-12-31	76394	11781	-16.73027989821883%	非常分散
1999-12-31	63627	14145	0.00000000000000%	非常分散

(资料来源：阿里巴巴财经资讯)

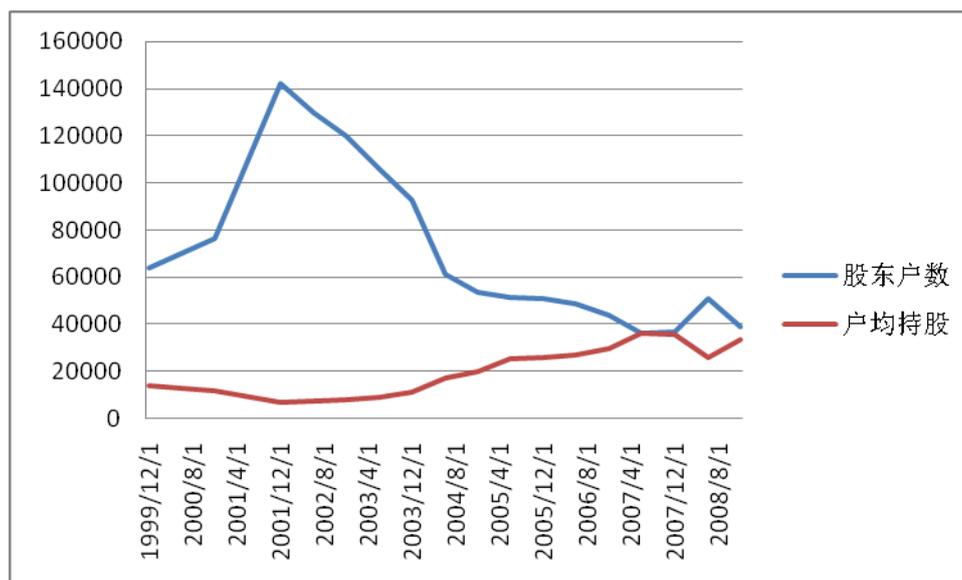


图 1：股东户数和户均持股变动

自 1999 年底至 2008 年 8 月，股东户数有非常大的变化。在 2001 年底达到一个高峰之后就不断下降，尽管在 2007 年底有个非常小幅的回升，最后还是以再次回落收尾。一般来讲，股东户数持续减少，意味着市场对其未来更多的是看好，持筹稳定，长期来讲股票上涨的可能性更大。这点也从户均持股数及筹码集中度两点有所体现。基本上，股东户数与户均持股及筹码集中度成反比。如在 2001 年股东户数达到高峰的同时，户均持股数也达到了最低谷。与此同时，筹码集中度也维持在非常分散状态。之后，随着户数持续减少，户均持股数不断回升，而筹码集中度的回升尽管由于标准的设定有一定滞后，但也于 2004 年 6 月达到了较集中的标准。这一系列的变化从一定角度显示了青岛啤酒在市场上不断获得认可的过程：



图 2：青岛啤酒股价变动图

（资料来源：Google 财经）

如图 2 所示，截止 2005 年底青岛啤酒的股价一直维持着一个较低但比较平稳的水平。从 2006 年起，股价开始不断上升。这其中除了宏观市场因素推动大盘集体上扬，企业本身的筹码集中度从 2006 年底开始由较集中达到了非常集中的标准，与股价的上升也大致吻合。另外，2008 年中旬，户均持股数的小幅回落导致筹码集中度再次回落为较集中，在股价上也得到了体现，2008 年中旬后的股价持续回落，于近年底见底之后才随着持股数的再次回升逐步上扬。

然而，从户均持股数到股价的一系列变化都是有其现实原因的，现就 1999 年底至 2008 年的重要事件进行剖析。2001 年是户均持股数随着股东户数迅速上升而迅速下降的一年，究其原因，美国的“9.11”事件对全国啤酒产业产生了巨大影响。2001 年青岛啤酒的年报显示，受“9.11”事件影响，全国啤酒总产量从上半年的增长 4.6% 下滑为下半年的负增长 0.6%。外加上全国啤酒产业供求严重失衡与全球经济不景气因素，2001 年下半年市场信心普遍不足。而之后，青岛啤酒通过兼并、收购等不断扩大市场份额，从而重拾投资者的信心，因此，之后户均持股数开始不断回升。直至 2007 年底，户均持股数又小幅回落，这主要是国内外啤酒巨头纷纷加大了对中国市场的投入，加剧了市场竞争，而同时，近年来国内适度从紧的金融形势和啤酒生产原材料价格连续上涨，对啤酒生产企业形成了较大的压力，行业利润仍偏低所致。

所以可以看到，2007 年股价还是维持在一个较高的水平上的，投资者信心并未受太大影响，当然，股价的高水平不能排除市场普遍走高因素。到了 2008 年上旬，户均持股数开始回升，但股价却持续下降，这个现象的背后便是由美国次贷危机引发的全球金融危机。对单个企业的信心无法改变整个市场的疲软，不过青岛啤酒在近几年树立的良好企业形象使其股价在 2008 年下旬便开始不断攀升。

(三) 管理团队

1. 董事会



金志国（董事长）：53岁

高级经济师，中欧国际工商学院 EMBA 毕业。金先生于 1975 年进入青岛啤酒前身青岛啤酒厂工作，历任职员、动力处处长，1994 年任啤酒一厂厂长助理，1996 年 10 月出任青啤西安有限责任公司总经理，2000 年 8 月任公司总经理助理，2001 年 8 月任青啤公司总经理。金先生有近三十年啤酒企业经营管理经验，对青啤管理模式和企业文化进行创

新式发展，尤其是在打造公司团队学习能力，组织落实公司发展战略以及推动公司整合和组织变革方面发挥了重要作用。金先生在年内入选人民网举办的 2006 年度十大「人民尊敬企业家」称号。（资料来源：青岛啤酒官网）

表 7：董事会其他成员信息

姓名	职务	任职日期	离职日期	性别	国籍	学历	年龄
王帆	副董事长	2008/6/10	2011/6/30	男	中国	硕士	54
刘英弟	执行董事	2008/6/10	2011/6/30	男	中国		51
孙明波	执行董事	2008/6/10	2011/6/30	男	中国	博士	51
孙玉国	执行董事	2008/6/10	2011/6/30	男	中国		54
金志国	执行董事	2008/6/10	2011/6/30	男	中国	博士	51
王帆	执行董事	2008/6/10	2011/6/30	男	中国	硕士	54
李燕	独立董事	2005/6/23	2011/6/30	女	中国		51
付洋	独立董事	2005/6/23	2011/6/30	男	中国		
潘昭国	独立董事	2005/6/23	2011/6/30	男	中国	硕士	45
王树文	独立董事	2008/6/10	2011/6/30	女	中国	博士	45

（资料来源：wind 资讯）

2. 监事会

表 8：监事会成员信息

姓名	职务	任职日期	离职日期	性别	国籍	学历	年龄
杜常功	监事会主席	2008/6/10	2011/6/30	男	中国	大学	55

薛超山	职工监事	2008/6/10	2011/6/30	男	中国	硕士	49
曹向东	职工监事	2008/6/10	2011/6/30	男	中国	大专	57
杜常功	监事	2008/6/10	2011/6/30	男	中国	大学	55
刘清远	监事	1999/6/24	2011/6/30	男	中国	大学	59
钟明山	监事	2002/6/24	2011/6/30	男	中国	大专	56
滕安功	职工监事	2008/6/10	2011/6/30	男	中国	大学	57

(资料来源: wind 资讯)

3. 高级管理人员



孙明波（总裁）：53 岁

同济大学管理学博士。孙先生曾任青岛啤酒啤酒一厂副厂长、总工程师，公司总经理助理兼副总工程师，孙先生具有丰富的啤酒企业生产、技术管理及战略发展经验，负责组织了公司与 A-B 公司战略联盟的谈判和实施，统筹策划了公司的重大资产重组和购并项目，在战略管理理论方面有很深造诣，拥有工程系列应用研究员

职称。

(资料来源: 青岛啤酒官网)

表 9: 其他高级管理人员信息

姓名	职务	任职日期	离职日期	性别	国籍	学历	年龄
樊伟	副总裁	2008/6/10	2011/6/30	男	中国	硕士	49
黄克兴	副总裁	2009/1/14	2011/6/30	男	中国	硕士	46
孙玉国	副总裁	1998/8/27	2011/6/30	男	中国		54
严旭	副总裁	1999/6/24	2011/6/30	女	中国	硕士	44
张安文	副总裁	2004/4/29	2011/6/30	男	中国	硕士	51
姜宏	副总裁	2003/10/28	2011/6/30	女	中国	硕士	52
张学举	董事会秘书	2008/6/10	2011/6/30	男	中国		54

(资料来源: wind 资讯)

(四) 收入构成

青岛啤酒的主要市场为我国国内大陆地区，其中以其本部所在地青岛为最主要市场。但近年，青岛啤酒越来越注重国外市场，在维持国内市场份额的前提下积极拓展国外市场。不

过，尽管青啤的出口占到了全国的 70%，但是绝对数量仍然较少，仅 8 万吨左右，且主要出口市场是欧美的中餐厅。

表 10: 主营业务分行业、分产品情况表

单位：人民币千元

分行业或分产品	营业收入	营业成本	毛利率(%)	营业收入比上年同期增减(%)	营业成本比上年同期增减(%)	毛利率比上年同期增减(%)
分行业:						
啤酒	15,781,382	9,331,603	31.8	16.6	18.6	-0.3
分产品:						
啤酒	15,781,382	9,331,603	31.8	16.6	18.6	-0.3

(资料来源：青岛啤酒股份有限公司 2008 年年报)

制约出口的因素，除了运输不经济之外，普遍较高的酒类进口关税也是一个重要原因。回到本地市场，近几年的情况也不容乐观。与燕京跟雪花等啤酒巨头竞争愈演愈烈。目前，燕京啤酒已经在山东先后布下了三孔啤酒、无名啤酒、莱州啤酒等 3 个副牌，而雪花啤酒也在山东收购了琥珀啤酒，并在聊城及烟台新建工厂，显然，作为从山东起家的青啤面临着越来越严酷的市场挑战。

表 11: 主营业务分地区情况表

单位：人民币千元

地区	营业收入	营业收入比上年增减(%)
青岛	7,273,085	27.1
山东(不含青岛)	2,430,077	15.1
华北	2,930,592	13.6
华南	5,391,681	24.9
出口销售	361,306	4.4
合计	18,386,741	22
减：各地区分部间抵销金额	2,605,359	68.4
合并	15,781,382	16.6

(资料来源：青岛啤酒股份有限公司 2008 年年报)

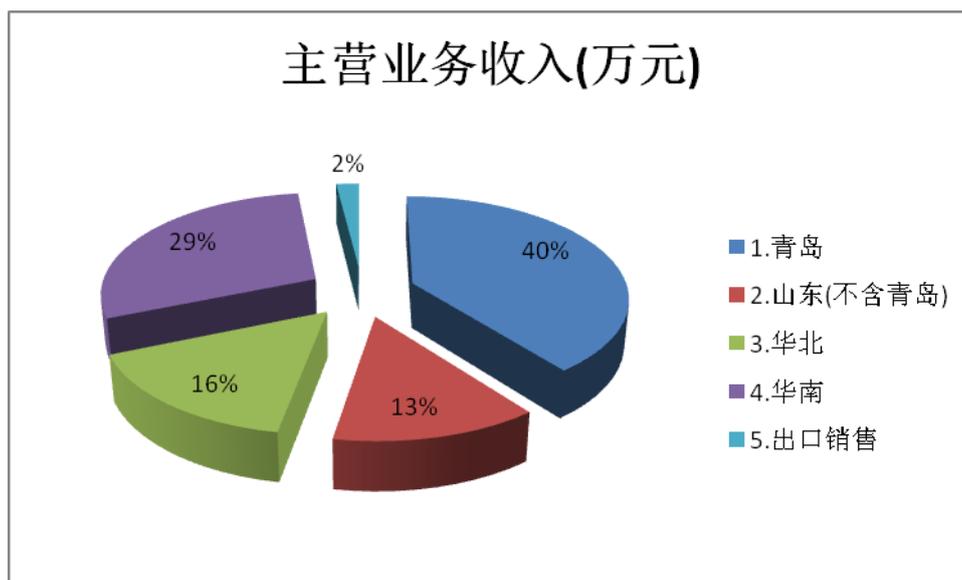


图 3: 分地区主营收入情况

二、市场分析

(一) 产销量市场分析

啤酒消费量在最近的十多年中一直保持了上升趋势,从 1990 年的 692 万千升到 2007 年 3931 万千升,17 年的年均消费量的复合增长率达到了 10.7%,快于白酒消费量的增长速度。进入 2006 年啤酒销量增长速度有所加快,2006 年全年产销量增长了 14%,2007 年增长 13.79%,预计年啤酒产量增长将超过 13%。从年度趋势和增长的稳定性看,啤酒行业每年销量都有所增长,即使在经济不景气的 1997-1999 年,啤酒消费量也有 5% 以上的增长,显示出啤酒消费量增长的稳定性,这主要来自于 90 年代以来国内居民消费习惯的改变和收入的不断上升。

国内啤酒消费动力有以下几点:收入的增加;消费习惯变化;人口结构的变化等,其中销售收入增长对短期的销量增长的影响最大。随着未来几年国内居民可支配收入的持续上升,我国啤酒人均消费量和总的消费量还将继续保持较快的增长。

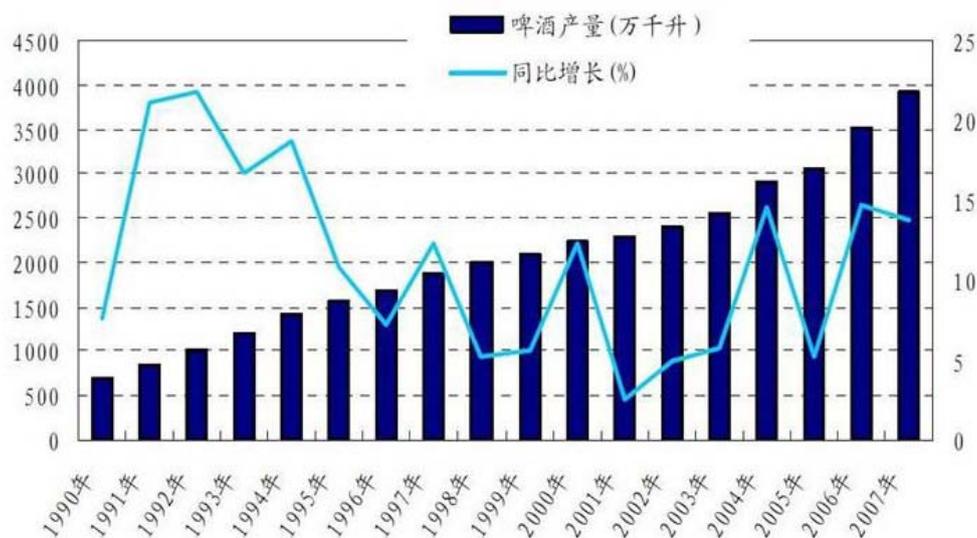


图 4: 国内啤酒产量增长情况

(资料来源: 国家统计局)

(二) 市场外部因素分析——PEST 模型分析

1. 政治环境 (Political Factors)

目前,我国整体局势是:政治稳定,人民团结,社会关系和谐,繁荣发展,改革在继续深化,生产力在不断提高。中国加入 WTO 以后,与世界大多数国家的贸易双边关系得到进一步加强,合作领域继续拓宽。国家政治的稳定为啤酒的出口创造了良好的氛围。政府相关部门还提出了要强化食品安全。整顿食品加工行业,提高准入门槛,健全召回和退市制度,加大对制售假冒伪劣产品违法行为的惩处力度。

2. 经济环境 (Economic Factors)

中国加入 WTO 以后,中外合资更加流行,国内中低档啤酒出口扩大,国外高档洋啤的进口亦会有所增加。自我国加入 WTO 以来,已经开始与 WTO 全面、全方位进行接轨,世界贸易合作的加强为各行业的发展提供了新的舞台。从宏观经济来看,虽然受到全球金融危机冲击,但是我国政府及时做出应对,由较紧的财政政策和货币政策,转向了较为宽松的财政与货币政策,加大基础设施建设投入,增加信贷额度,提出十大产业振兴规划。

3. 社会文化环境 (Social Cultural Factors)

青岛啤酒厂最早就是由英、德商人创办,从产生到发展一直都夹杂着国外的文化环境因素,在适应和吸收东道国文化的过程中使母国文化逐渐融于外国文化,两者是双向的文化沟通,是不同文化的兼容并蓄。如本来对中国人使用筷子的技巧,习惯怀有浓厚兴趣的美国人,当然同时也爱上了青岛啤酒。正是洋为中用、中为洋用的跨文化战略使青岛啤酒大获全胜。

4. 科技要素 (Technical Factor)

啤酒是人们喜爱的大众清凉饮料，国内和国外不断开发啤酒生产新技术，以提高啤酒的产量，改善风味，降低成本。

提高啤酒酵母活性，增加发酵力。科学家发现，用波长 410nm、强度 $0.2\text{w}/\text{m}^2$ 的荧光灯对酵母悬浮液均匀光照数小时后，能明显提高酵母细胞繁殖速度和发酵过程中酒精的积累。用这种酵母生产啤酒，发酵活性可提高 25%–30%，发酵时间缩短一天。

提高啤酒质量技术。日本开发利用焦糖麦芽酿制啤酒，以提高啤酒的色度和持泡性，持泡性比非焦糖麦芽制的酒增加半分钟，能增加酒的麦芽香味与酒体比重，不影响啤酒风味。焦糖麦芽的制法是将绿麦芽于 30 摄氏度加热 5d，然后在特殊的焦制设备中经 $150\sim 180$ 摄氏度焙焦 $1\sim 3\text{h}$ 而成。

(三) SWOT 分析

青岛啤酒是我国历史最悠久的啤酒生产企业，也是国内第一大啤酒公司。青岛啤酒是我国历史最悠久的啤酒生产企业，也是国内第一大啤酒公司，其拥有的青岛啤酒品牌，是我国啤酒业中唯一的国际知名品牌。

1. 力量 (Strengths)

随着青啤力量不断发展壮大，2002 年青岛啤酒占据了我国啤酒市场 12.8% 的份额，成为中国啤酒第一品牌；

国际市场的召唤也促使青啤管理者萌发了在未来十年内进入全球啤酒行业前十强的愿望。终于，它将目光瞄准了当时排名世界第一的美国 AB (Allen-Bradley) 公司和世界排名第十的日本朝日公司，提出了一个“学百威，赶朝日”的口号。并于 2005 年与 AB 完成结盟，提升了青岛啤酒在控制啤酒口味一致性上的能力；

青啤重筑管理架构，从以权力为基础，以服从为特征，为上级负责的垂直架构，变为以共同愿景为基础，以学习型组织为特征，为市场负责的信息化基础上的扁平化架构。

2. 弱点 (Weaknesses)

在啤酒业来说，由于啤酒明显的地域性，消费者的忠诚度是一种无形的保护，一种无形的壁垒，是一种最强大的防护力量。在济南这种现象尤为明显；

青啤进入市场较晚，企业文化底蕴不够深厚；

粗放型增长方式在中国啤酒业尤为突出，青岛啤酒也未有突破。

3. 机会 (Opportunities)

政府的大力支持；

青岛啤酒后市机会较大；

中国啤酒市场面临全面整合，作为国内第一大品牌，青岛啤酒如能把握机会则能获得极大发展。

4. 威胁 (Threats)

面对加入 WTO 后愈加激烈的市场竞争；

青岛啤酒虽为中国第一啤酒品牌，但其主品牌的产量明显不足，造成与国外啤酒业相比，企业整体盈利能力较低。在国外知名啤酒品牌纷纷进驻中国市场的现在，面临极大威胁与挑战。

三、 融资和投资分析

(一) 融资结构

表 11：资产负债表主要项目结构

	2008 年报	2007 年报	2006 年报
流动资产合计(元)	5,661,231,741	4,730,398,005	3,448,240,293
非流动资产合计(元)	6,870,999,035	6,814,836,596	6,112,481,959
资产总计(元)	12,532,230,776	11,545,234,601	9,560,722,252
流动负债合计(元)	4,713,278,223	5,326,316,189	3,636,321,560
非流动负债合计(元)	1,401,337,744	230,583,007	243,046,736
负债合计(元)	6,114,615,967	5,556,899,196	3,879,368,296
所有者权益合计(元)	6,417,614,809	5,988,335,405	5,681,353,956
资产负债率(%)	48.79	48.13	40.58

(资料来源：wind 资讯)

由表 11 及图 5 可见，青岛啤酒的主要融资方式为发行股票，但是近年来权益融资与债券融资间的差距越来越小。2008 年，负债与所有者权益之差仅三百多万，尽管绝对数量仍然很大，但相对前几年及相对企业的资产规模差距确实在逐年缩小。

2008 年前，企业基本以发行新股筹集资金，主要是因为企业处于发展期，需要较多资金，而股票筹资较债券筹资的一大好处即可以筹集大量资金，2001 年与 1997 年两次权益筹资筹得的资金显然较 2008 年发行债券筹得的资金量大得多。其次通过发行股票筹资能提高公司的信誉，这对于一个发展中的企业也是十分重要的。发行股票筹集的是主权资金，普通股和留存收益构成公司借入一切债务的基础，有了较多的主权资金，就可为债权人提供较大的损失保障。因而，发行股票筹资既可以提高公司的信用程度，又可为使用更多的债务资

金提供有力的支持。再次，股票没有固定的到期日，不用偿还及没有固定的利息负担，这两点充分保证公司生产经营的资金需求。对于发展中的企业，急需大量资金用以扩大生产规模，争取更多市场份额，有充足的资金保证对于企业发展至关重要。当然，同样由于这两点使企业不必担心无法还本付息的风险，使权益筹资的风险也较债券筹资小得多。

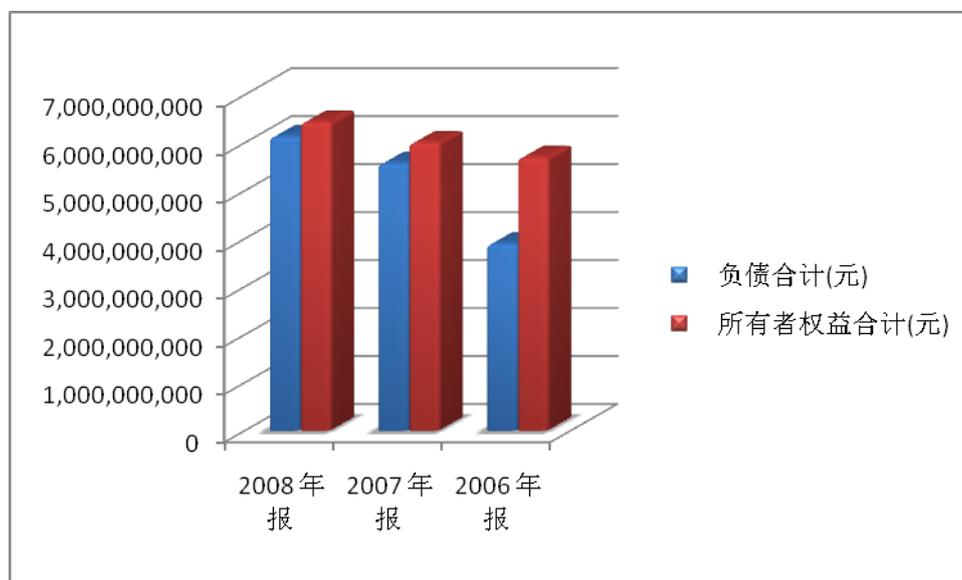


图 5: 负债与所有者权益情况

不过时至今日，青岛啤酒经过 16 年的发展，已成为中国啤酒业的巨头，考虑到权益筹资可能带来的负面影响，特别是易分散企业控制权这点，且企业已不需一次筹集非常大量的资金，这时，选择债券筹资对企业来说会是更好的选择。债券筹资最大的好处是保证控制权，同时，它还具有财务杠杆作用。而这两点正是一个规模型企业需要的。何况，由于债务资金的利息可在税前扣除，债券筹资从一定角度来说筹集成本相对权益筹资要小。

表 12: 资金来源情况

	2008-04-16	2001-03-02	1993-07-15
资金来源	2008 可转债发行	2001 年增发原有 A 股增发 A 股	1993 年首次发行新股
实际募资金额(元)	113,770,000.00	759,108,044.75	625,000,000.00
募资费用(元)	36,230,000.00	27,891,955.25	13,000,000.00
货币募集金额(元)	150,000,000.00	787,000,000.00	638,000,000.00

(资料来源: wind 资讯)

(二) 筹集资金投向

1. 1993 年首次发行新股投资项目情况

表 13：1993 年首次发行新股投资项目情况

项目序号	项目名称	项目简述	计划投入募集资金(元)	已投入募集资金(元)
1	青岛啤酒一厂进行工厂的扩建	调整。原计划投资人民币 32960 万元及 2574 万美元。		226,420,000
2	青岛啤酒二厂进行技术改造	调整。原计划投资人民币 13950 万元及 2270 万美元。		156,080,000
3	建设青岛啤酒三厂	调整。原计划投资人民币 217,680,000 元及 30,400,000 美元,实际只进行了前期投资人民币 13,290,000 元,用于土地平整及基础设施建设。		13,290,000
4	对现有的青岛啤酒四厂进行技术改造和基本建设	调整。	403,820,000	31,310,000
5	成立青岛啤酒深圳有限公司	调整。原计划投资 580 万美元。		91,000,000
6	归还银行贷款			747,930,000
7	对外投资啤酒厂	原计划投资 3947 万美元。		185,000,000
8	其它基本建设及技术改造和营运资金			226,400,000

(资料来源: wind 资讯)

1993 年, 青岛啤酒股份有限公司成立并进入国际资本市场, 公司股票分别在香港和上海上市, 成为国内首家在两地同时上市的股份有限公司。由表 13 可知 1993 年通过发行股票筹集的资金主要用于厂房的建设与扩建, 上表所列项目 1 至 4, 及 7、8 都隶属于该类, 基础设备的建设与改进是一个制造业厂商能继续发展的基础。不过也有近一半的资金用于偿还银行贷款, 这部分贷款应是用于公司成立之初的设备置办等事宜, 具体偿还情况如下:

表 13：银行贷款归还情况

时间	归还金额(元)
1996	63,380,000.00
1995	20,580,000.00
1994	334,210,000.00
1993	329,760,000.00

(数据来源: wind 资讯)

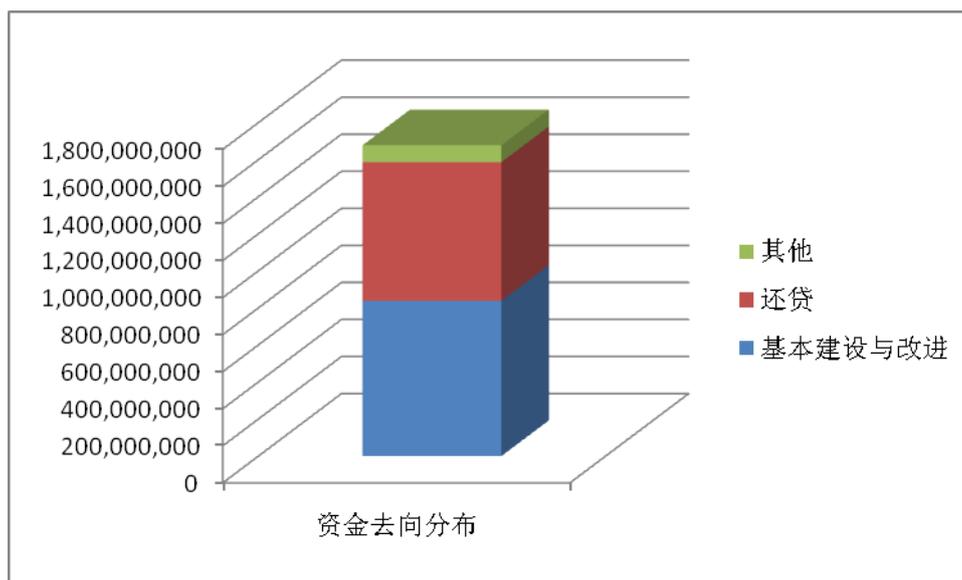


图 6：1993 年首次发行新股投资资金分布

除此之外的资金基本都用于上述基础设备的购置与改进了。其中仅在深圳设厂一项，就可以看做青岛啤酒开拓市场的最初举措。不过由于企业刚成立，主要业务重心还是在青岛本地，对外拓展市场上的投资还是相对较少的。不过从企业上市首年就有对外开拓的举措，尽管对外投资啤酒厂被分为基本建设与改进一项，但从另一方面也属于企业向外开拓市场的举措之一。可见，青岛啤酒于首年就开始逐渐在占据市场这方面陆续投入较多资金了。

2. 2001 年增发 A 股投资项目情况

表 14：2001 年增发 A 股投资项目情况

项目序号	项目名称	项目计划总投资(元)	计划投入募集资金(元)	已投入募集资金(元)
1	收购上海嘉酿 75%外方投资者股权项目	153,750,000	153,750,000	153,750,000
2	收购五星公司 62.64%外方投资者股权和三环公司 54%外方投资者股权项目	186,240,000	186,240,000	186,240,000
3	青岛啤酒二厂纯生啤酒生产线技改项目	68,000,000	68,000,000	58,155,000
4	西安公司年产 5 万吨纯生啤酒生产线技改项目	172,500,000	120,000,000	
5	马鞍山公司年产 10 万吨啤酒一期技改项目	79,370,000	77,000,000	77,000,000
6	珠海公司年产 15 万吨啤酒技改项目	58,150,000	58,000,000	58,000,000
7	三水公司年产 20 万吨啤酒技改项目	119,672,000	90,000,000	90,000,000
8	公司电子销售网络建设项目	10,000,000	10,000,000	10,000,000

(资料来源: wind 资讯)

表 15：2001 年增发 A 股投资项目预期盈利情况

项目序号	投资回收期 (月)	预测收益产生时间	预测年新增净利润(元)	预测年新增销售收入(元)
1	53	2001		
2		2001		
3	61	2003	24,080,000	247,550,000
4	40	2003	53,430,000	269,000,000
5	57	2001	23,210,000	153,720,000
6	60	2002		
7	65	2002		
8	36	2001		

(资料来源: wind 资讯)

实际上,据资料(资料来源:中国农业信息网)显示,青啤自 1996 年起就开始了全国范围的收购、兼并及联合控股等用以扩大其市场份额的举措。1996 年至 2001 年可以说是啤酒行业国内市场化程度最高、竞争最激烈时段之一,土洋品牌竞争、诸强争霸局面十分混乱,而在此时,急于重夺第一宝座的青岛啤酒,率先采取了低成本扩张战略,并引发了国内几大巨头如华润、燕京等以产品品牌加资本为主体的“大鱼吃小鱼”收购。那个 5 年,青岛啤酒可谓南征北战,从青岛本土杀向全国 17 个省市,先后收购了扬州、西安、上海等地的 40 多家啤酒生产企业,完成了北至鸡西、南至深圳的战略布局,使青啤的生产规模迅速扩大到 250 万千升以上,重新夺回了啤酒业的第一把交椅,导致了啤酒行业深刻的格局调整和行业整合。

但是,这一系列行动却未达到预想的市场效果。急速并购带来了一系列问题,比如净利润的下滑以及许多收购的子公司亏损等。后有并购专家分析说,青啤的并购带有很浓的计划经济色彩,不少收购对象是问题重重、应被淘汰的企业,但青啤却投入大量财力物力去拯救,最终不仅难以实现规模效应,反倒拖累了自身。青啤这几年犯的最大的错误就是错把工厂当成了市场,以为买了各地的工厂就等于买到了各地的市场。

或许正是有了这样的教训与思考,2001 年,青岛啤酒市场观与实践,开始发生重大转变,采取了“从做大到做强”、“先市场后工厂”等带有根本性的变革。这些改革在数字上的具体体现即技改项目所占比例。包括第八项,“公司电子销售网络项目”在内,共有六项都是投资于技改的,计划总投资达 507,692,000 人民币,而实际投资也达到 293,155,000 人民币,占了总投入资金相当大的比例。

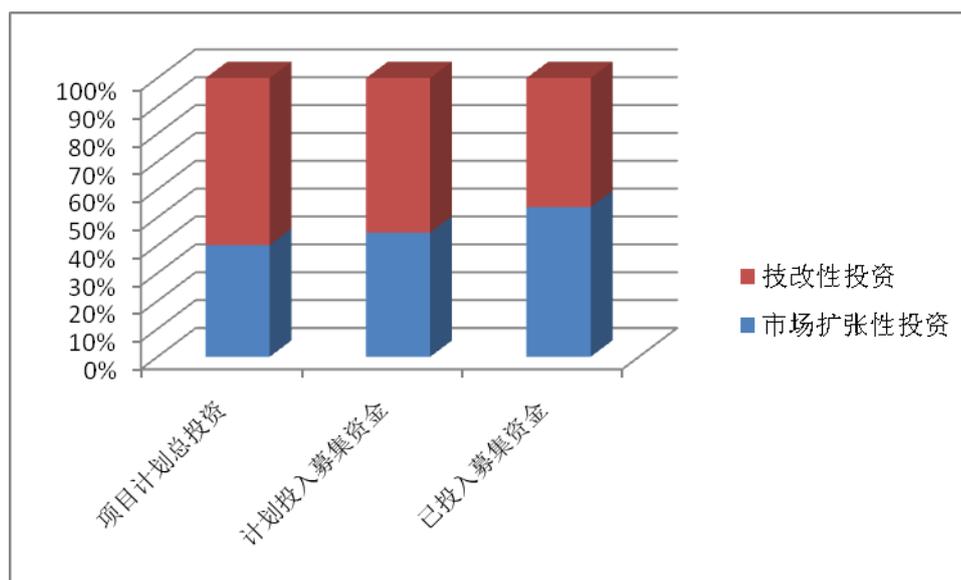


图 7：2001 年增发投资项目分类

对于青啤这样一家已经初具规模的企业来说，在市场上征战五年后可以下决心投大笔资金用于技改，一如刚建立初时那样，可以说是非常有远见的。从预测收益可以看出，这一系列的技改将会为企业之后的建设包括进一步扩大市场打下扎实的技术基础。更何况尽管企业这次斥巨资于技改，但并不代表其停下了开拓市场的脚步。除六项技改项目之外，其余两项全是用于收购的。从资金上看也不难发现，最后的投资金额仅这两项也用去了总投资的近一半。

而在这轮投资之后，青啤花费在市场拓展上的资金更是数以亿计：2002 年筹划、2004 年建成台湾生产厂；2007 年起陆续启动的青岛啤酒济南年产 40 万千升啤酒生产基地项目；青岛啤酒第三有限公司年产 40 万千升迁建项目；青岛啤酒二厂新增 20 万千升扩建项目（成为青岛啤酒公司生产能力最大的工厂）；青岛啤酒（徐州）彭城有限公司迁建 20 万千升的项目；青岛啤酒（日照）有限公司年产啤酒 22 万千升搬迁项目；四川成都新建年产啤酒 20 万千升生产基地项目。不难看出，这一轮的扩张和发展，与前几年有很大的不同，这一轮是以市场为基础的扩张和发展，是体现着“先市场后工厂”的原则，是在做强基础上的做大，重视的是增强可持续发展的能力。企业更多的是通过在外建厂或将外地工厂进行扩建、迁建来扩大自己的市场份额，而不再是一味的兼并、收购。

3. 2008 年发债投资项目情况

表 16: 2008 年发债投资项目情况

项目序号	项目名称	项目计划总投资(元)	计划投入募集资金(元)	已投入募集资金(元)	建设期(月)	投资回收期(月)
1	徐州彭城新建年产 20 万千升啤酒生产基地	240,000,000	240,000,000	240,000,000	15	84
2	济南公司新建年产 30 万千升啤酒生产基地	560,000,000	360,000,000	360,000,000	15	72
3	第三公司新建年产 30 万千升啤酒生产基地	294,000,000	220,000,000	220,000,000	15	84
4	日照公司新建年产 20 万千升啤酒生产基地	280,000,000	280,000,000	280,000,000	12	72
5	成都公司新建年产 10 万千升啤酒生产基地	200,000,000	50,000,000	50,000,000	12	84
6	麦芽厂 10 万吨产能扩建项目	350,000,000	350,000,000		18	120

(资料来源: wind 资讯)

2008 年的筹资主要即用于前述的 2007 年起陆续启动的外地工厂扩建、迁建项目。青啤通过这些项目拓宽自己的市场并进一步巩固已经建立的市场。与前两次不同,本次的投资全数用于上述项目。可见,在完成了内部整合、市场整合、品牌整合等一系列的调整之后,青啤的市场运作能力、管理能力、员工素质都有很大提升。在形成市场拉动型企业发展模式基础上,企业开始步入整合与扩张并举的时期。

四、 财务分析

(一) 资本结构与偿债能力

1. 资本结构

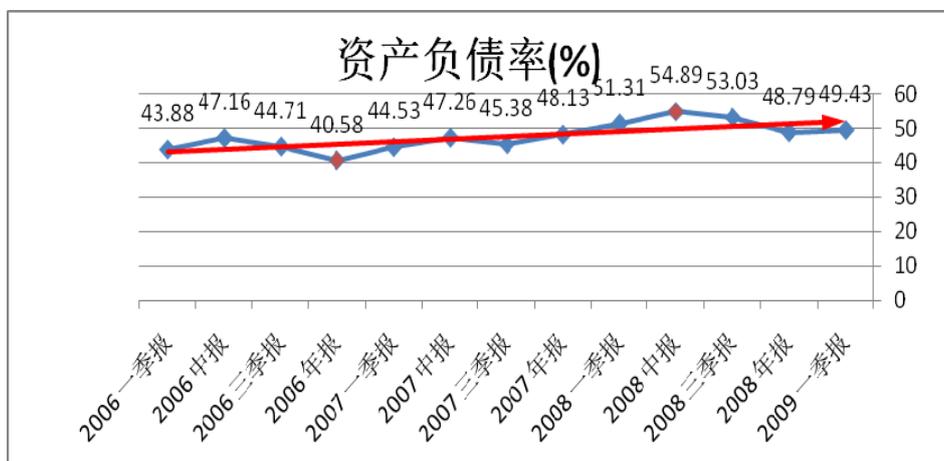


图8: 资产负债率变动

从图 8 我们可以看到 2006 年公司资产负债率最低为 40.58%，2008 年中报显示最高为 54.89%，总体表现比较平稳。

2008年由于公司发行可转债，采取负债融资募集资金，从而使资产负债率有所上升。

2008年公司债券发行的有关信息

- 2008年4月2日，公司公开发行人1,500,000,000元可转债，固定利率，票面利率为0.8%。发行张数：15000000；期限6年。
- 本次发行可分离债债券利息每年支付一次，计息起始日为2008年4月2日。付息日期为自此次可分离债发行之日起每满一年的当日。公司将在付息日之后5个工作日（含付息日）之内支付当年利息。本次发行的债券到期日之后的5个交易日内，公司将按面值加上最后一年的应计利息偿还所有债券。

2. 偿债能力

(1) 短期偿债能力

总体上说，青岛啤酒的流动比率与速动比率平稳上升，流动比率从 2006 年的 0.88 上升为 2009 年的 1.18；速动比率从 2006 年的 0.51 上升为 2009 年的 0.70。

青岛啤酒的流动比率和速动比率在 2007 年下半年至 2008 年上半年有一个较大的涨幅，得益于其优化流动资产和债务比率，之后就保持较为平稳的状态。流动比率和速动比率的相对稳定说明该企业债务偿还的额度和频率都较为稳定。

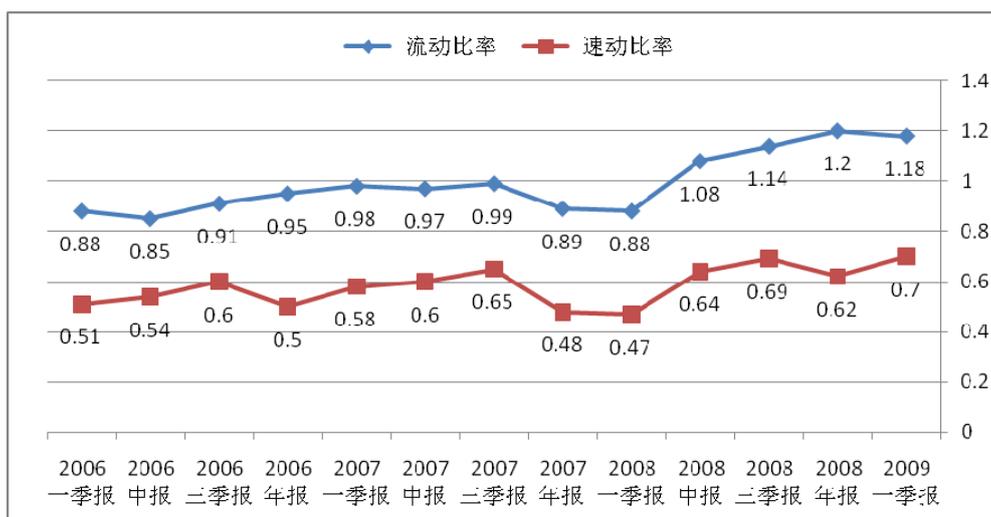


图9：流动比率和速动比率变动

青岛啤酒的速动比率偏低，为小于 1 的数值，其主要原因是作为快速消费品的啤酒的存货周转速度高于其他行业。可以看见，在短期偿债方面，青岛啤酒对流动负债的保障在可接

受的范围之内。

(2) 长期偿债能力

产权比率侧重于揭示债务资本与权益资本的相互关系，说明企业财务结构的风险性，以及所有者权益对偿债风险的承受能力。从历史过程来看，青岛啤酒的产权比率在 0.74-1.29 间波动，总体上在保持平稳中略微上升，2009 年保持在 1 左右。

能充分利用财务杠杆进行运营是营运能力良好的表现，但过高的产权比例同时也面临着财务风险。特别是当产权比例上升至 1 以上时，整体财务风险会较高。

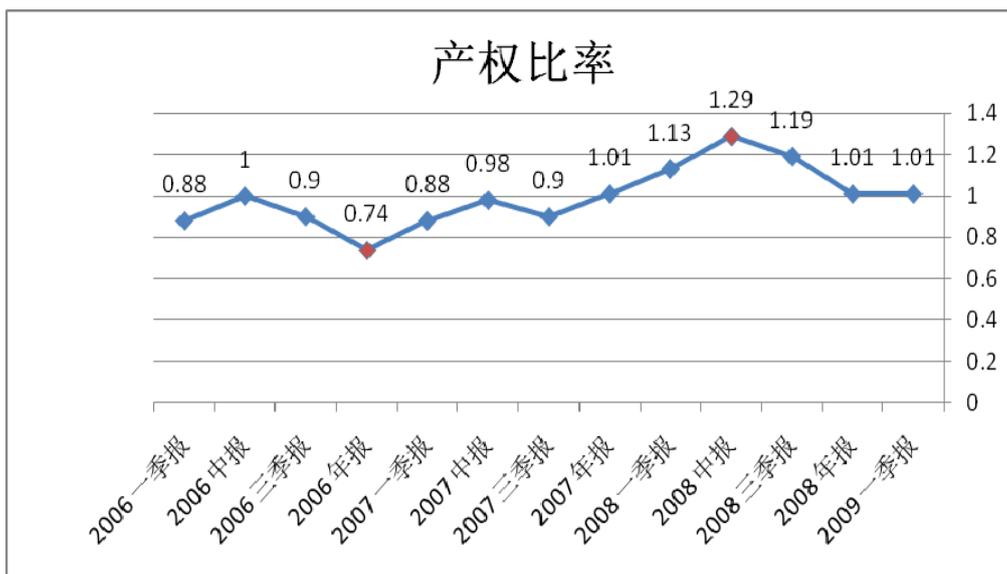


图10: 产权比率变动

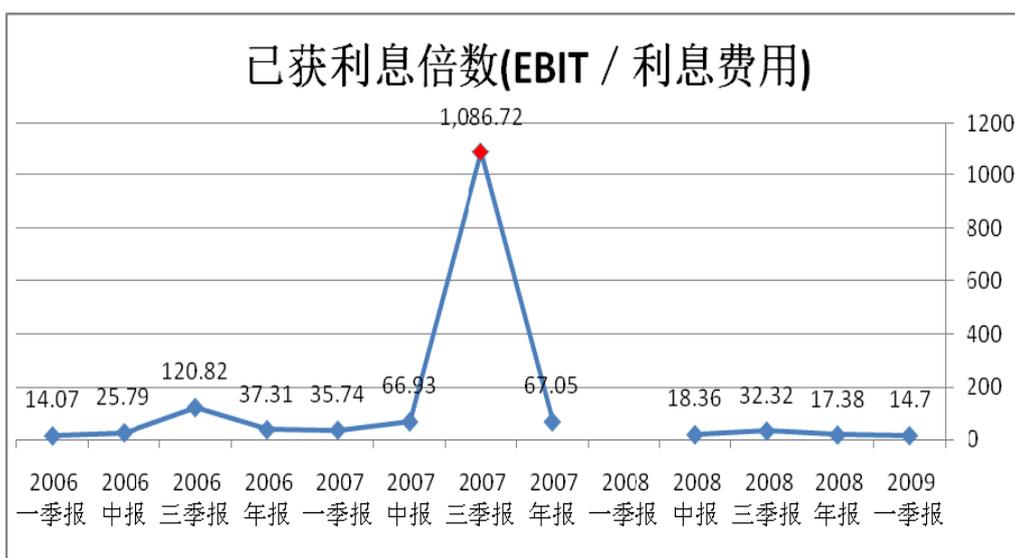


图11: 已获利息倍数

利息保障倍数着重反映企业所赚取的利润对利息费用的偿付能力。从青岛啤酒历年情况看，此项数据表现良好，特别是 2006 年-2007 年，得益于企业扩张战略和利润的高增

长，利息倍数平均达到 40 左右。企业具有良好的支付利息能力。但从 2008 年起，利息倍数下降，可能是因为生产成本的上升导致的利润下降。

表 17 是 2007 年中报中有关利息费用的数据。

表 17: 2007 年利息费用情况

	2007 年 6 月 30 日	2006 年 6 月 30 日
利息支出		
借款利息	17, 717, 274	22, 570, 832
票据贴现利息	3, 109, 124	-
减: 利息收入	(9, 440, 350)	(8, 629, 829)
减: 汇兑收益	(9, 409, 155)	(3, 564, 282)
其他	3, 059, 578	3, 108, 097
总计	5, 036, 471	13, 484, 818

可以看出，2007 年中，利息费用相比 2006 年同期有了大幅度下降，也许对 2007 年三季度时利息倍数的上升有贡献，但仍然找不到 2007 年三季度利息倍数与同期相比上涨 1000 多倍的可靠依据。

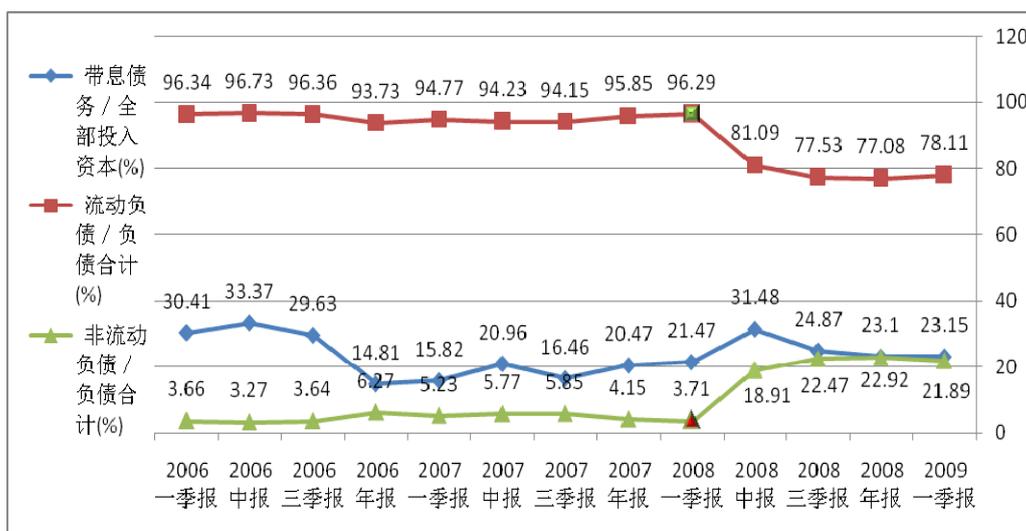


图 12: 负债相关比率

从图 12 负债相关比率可见，2008 年后非流动负债占总负债比重上升，流动负债占比下降，公司短期债务压力有所减轻。

(二) 营运能力

1. 总资产周转率

从 2006 年-2009 年总资产周转率呈略微上升趋势。而从季度数据来看，具有明显的周期性特征。相关数据在 0.24-1.33 间波动，可能与啤酒产品销售的周期性有关。

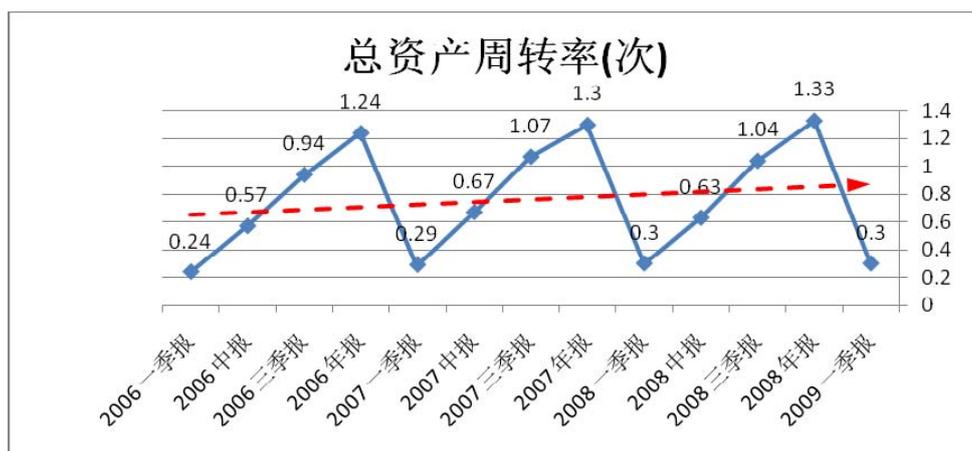


图13: 总资产周转率

2. 应收账款周转率



图14: 应收账款周转率

从图 14 可见，公司 2006 年-2009 年应收账款周转率年度指标也有非常明显的上升，说明企业的信用管理工作较好。同样季度指标也具有周期性特征。

3. 存货周转天数

图 15 存货周转天数显示，一年的啤酒消费周期，从一季度到四季度呈现周转天数先下降后上升的趋势。从年度指标整体上看，2006 年-2009 年周转天数略呈上升趋势。啤酒作为一种消暑饮品，季节强。夏季为旺季，冬季为淡季。然而随着环境的变化、时间的推移、消费习惯的改变以及啤酒生产商的营销策略的加强，啤酒的淡旺季越来越不明显，现在的淡季市场不再是绝对的淡季市场，只是相对的淡季市场。

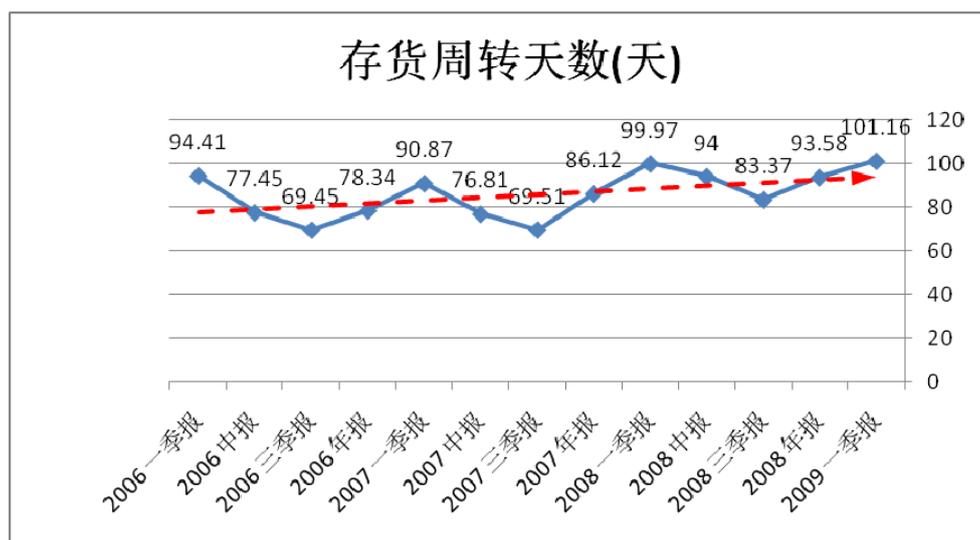


图14: 存货周转天数

(三) 盈利能力

在盈利能力方面，还是因为受到整体行业的影响，青岛啤酒的各项指标呈现出明显的周期性。但总体上看，2007年的总资产报酬率、总资产净利润率和资本回报率都相对2006年和2008年要高。

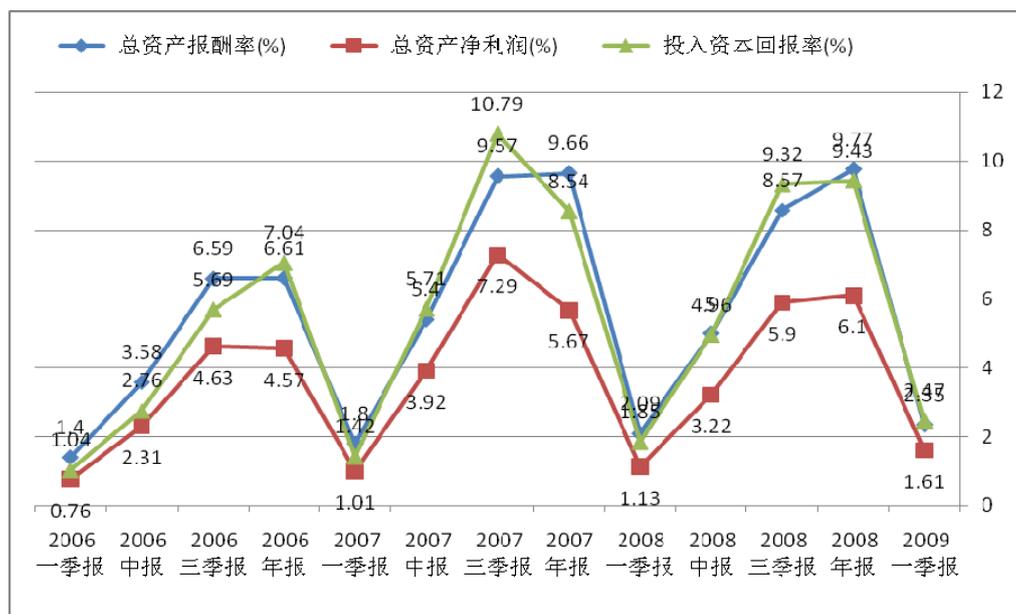


图15: 投资报酬比率

图 16 显示，2006 年-2009 年销售成本率总体呈现上升趋势，特别是 2008 年后上升比较明显。原因为：一是啤酒原料。2007 年末，啤酒酿造必不可少的主要原料大麦和啤酒花每吨价格分别在 1600 元和 2.8 万元，而到了 2008 年春天，这一价格分别直线上升到了每吨 6000 元和 12 万元。二是生产成本的大幅攀升。受国内外环境的影响，水、电、煤、物流运输等环节价格攀升；国家为保护耕地，企业用地租金从每亩 3 元提高到 9 元；公路法对超

载车辆的处罚，让过惯了“超载”日子的啤酒业感受到无比艰难。

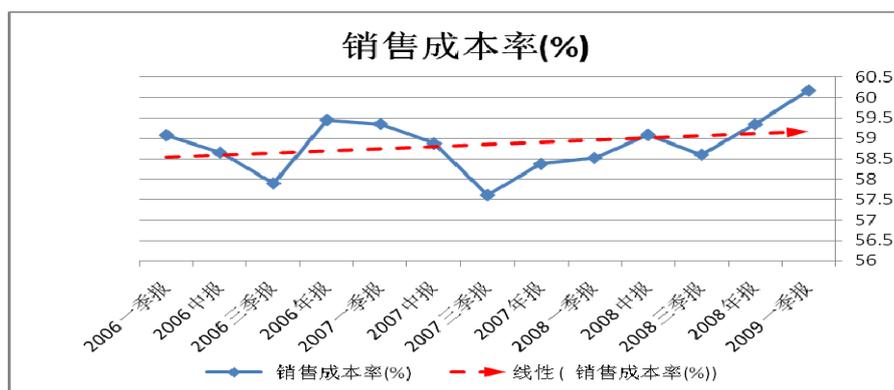


图16: 销售成本率



图17: 销售费用率

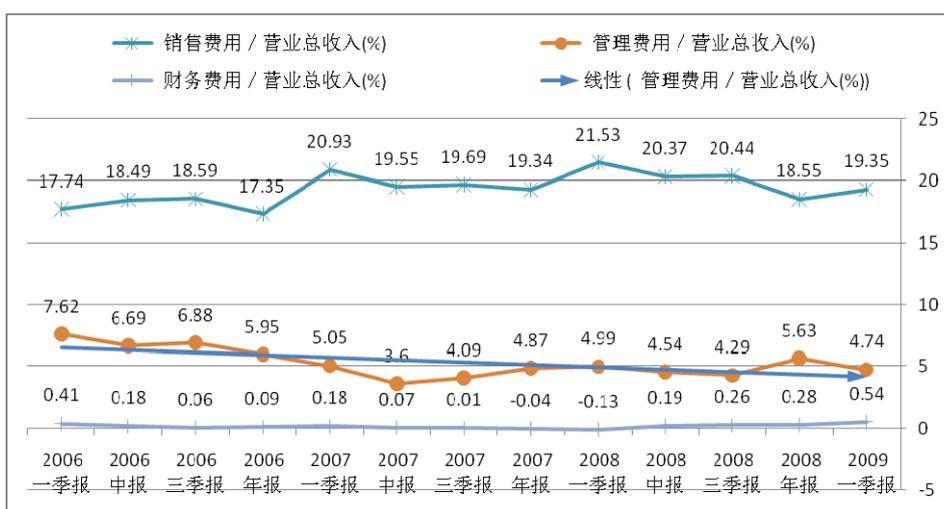


图18: 相关费用比率

从图 17 和图 18 来看，销售期间费用率随销售情况呈现有规律的年度波动，总体呈下降

趋势。其中，销售费用和财务费用保持平稳，因坚持以市场为导向，持续进行内部管理、机制的变革和系统的整合，青岛啤酒的管理费用逐年下降。

（四）成长能力

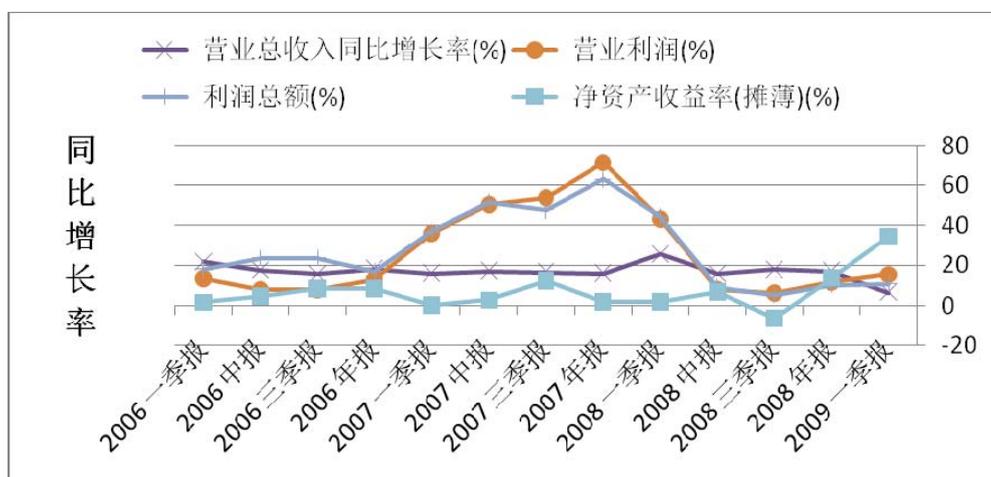


图19: 同比增长率

由图 19 可以明显看到，营业利润和利润总额在 2007 年有了很大幅度的上涨，其中利润总额增长 37%，主要是公司经营稳定增长取得了良好的经营成果所致。

2007 年是公司实施整合与扩张并举战略的第一年，公司的啤酒销量可确保达到 508 万千升，其中青岛啤酒主品牌达到 190 万千升。但受生产成本暴涨、产品无奈提价的影响，到 2008 年二季度，整个行业产量增速急剧滑落到 5% 以下，2008 年中国啤酒业整体产销增幅也大幅滞后于 2007 年。

据预测，2009 年公司发展势头将逐步回升。企业将借助国家层面宏观利好、2008 年中高档产品销量攀升的惯性、2009 年啤酒酿造主要原料价格大幅下降及产品品牌持续整合等因素，持续挖掘啤酒人均消费的潜力（目前只有 27 升/人，不及世界平均水平），或可迎来一个新的发展契机。

（五）杜邦分析

杜邦分析法实际上从两个角度来分析企业财务：一是进行内部管理因素分析，二是进行资本结构和风险分析。杜邦模型最显著的特点是将若干个用以评价企业经营效率和财务状况的比率按其内在联系有机地结合起来，形成一个完整的指标体系，并最终通过权益净利率来综合反映。

表 18: 杜邦分析表

	2008 年	2007 年	2006 年
权益净利率(ROE) (%)	12.07	10.4	8.59
权益净利率-同比增减 (%)	1.67	1.8	1.47
因素分解:			
销售净利率 (%)	4.58	4.36	3.7
— 净利润 / 利润总额 (%)	66.22	59.55	70.95
— 利润总额 / 息税前利润 (%)	94.25	98.51	97.32
— 息税前利润 / 营业总收入 (%)	7.34	7.44	5.35
资产周转率 (次)	1.33	1.3	1.24
权益乘数	2.08	1.97	1.88
归属母公司股东的净利润占比 (%)	95.34	93.33	99.94

(资料来源: wind 资讯)

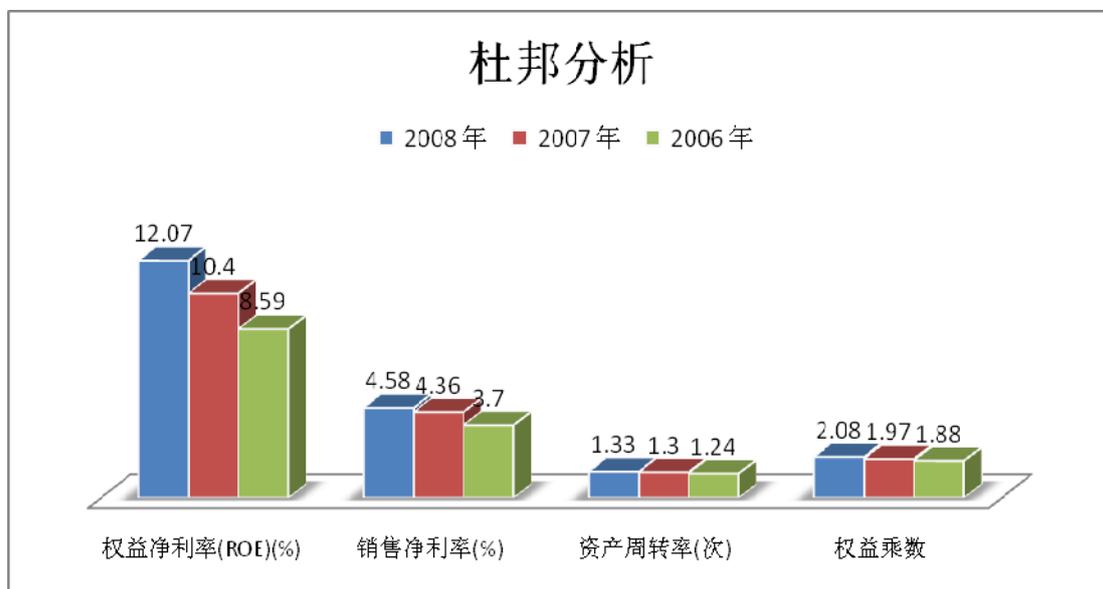


图20: 杜邦分析

1. 权益净利率 (ROE)

权益净利率是衡量企业投资报酬能力的指标, 同时反映企业筹资、投资、资产运营等活动的效率。它所反映的是企业获利能力、经营能力、财务决策和筹资方式等多种因素综合作用的结果。有关数据表明, 青岛啤酒公司的权益净利率从 2006 年的 8.59% 上升到 2008 年的 12.07%, 表明企业投资回报能力在持续增强。

由变动率分析中可以看出销售净利率的变动率最大, 故在影响权益净利率的各因素中, 销售净利率的作用较大, 其次是权益乘数和资产周转率。说明青岛啤酒在 2006 年到 2008 年的啤酒市场销售比较成功。

2. 权益乘数

权益乘数越大,财务风险程度越高。这个指标同时也反映了财务杠杆对利润水平的影响。财务杠杆具有正反两方面的作用。在收益较好的年度,它可以使股东获得的潜在报酬增加,但股东要承担因负债增加而引起的风险;在收益不好的年度,则可能使股东潜在的报酬下降。当然,从投资者角度而言,只要资产报酬率高于借贷资本利息率,负债比率越高越好。企业的经营者则应审时度势,全面考虑,在制定借入资本决策时,必须充分估计预期的利润和增加的风险,在二者之间权衡,从而做出正确决策。

由数据分析可知,青岛啤酒的权益乘数由2006年的1.88,到2007年的1.97再到2008年的2.08,显示出青岛啤酒的企业负债率在不断变大,财务风险较高。

3. 销售净利率

销售净利率反映了企业利润总额与销售收入的关系,是衡量盈利能力的比率,从这个意义上看提高销售净利率是提高企业盈利能力的关键所在。由年报数据可得,在2006年-2008年青岛啤酒的净利润、主营业务收入、主营业务成本均呈快速递增趋势,这正是该公司在近年来快速扩张的数据明证。2007年开始的金融危机对这家啤酒生产商并没有造成非常大的影响。青岛啤酒要想提高销售净利率,一是要扩大销售收入;二是降低成本费用。而降低各项成本费用开支是企业财务管理的一项重要内容。

4. 总资产周转率

总资产周转率反映的是企业的资产使用效率。在2006年-2008年青岛啤酒的总资产周转率缓慢上升,变动相对较小,表明企业利用资产经营管理较为稳健的特征。

5. 结论

由上述杜邦分析,我们可以看出青岛啤酒在2006年到2008年之间经营管理比较成功,并没有受到金融危机的严重影响,销售净利润保持增长,权益净利率上升,投资者从青岛啤酒获得的利益增加,这进一步加强了青岛啤酒的市场吸引力。

不过,该企业需要对企业运营成本和公司负债加以控制和管理,寻求降低成本的途径,以降低公司的债务风险。

五、同业比较

(一) 行业情况

目前国内啤酒行业竞争格局的基本特点是:

- (1) 市场集中度将继续逐渐上升,规模效应有望逐渐显现。

(2) 华润、青岛、燕京目前还是前三强的格局，虽然集中度不高导致价格同盟短期内难以完全达成，但是地区的垄断逐渐形成。

(3) 行业盈利能力在经历的 1998 年低潮后逐渐上升，不过目前仍处于较低的水平。部分垄断地区的企业盈利能力已经能和海外成熟市场媲美。

国内啤酒企业可以划分为三个阶层。

(1) 第一梯队：三大企业青岛啤酒、华润雪花啤酒、燕京啤酒。这三家企业都是全国性品牌企业，2007 年三家企业中产量最小的燕京啤酒都达到了 402 万千升，超过了日本的 Kirin，成为全球销量第九的啤酒生产企业。其中华润雪花借助雄厚的资本实力 2006 年和 2007 年大量收购、新建企业，2007 年产销量达到了 700 万千升，有望成为全球第 5 大啤酒生产企业。三足鼎立的局面已经基本形成。

(2) 第二梯队：以重庆啤酒、哈尔滨啤酒、珠江啤酒、金星啤酒为代表的具有相当规模的区域性品牌啤酒。这些省级的啤酒企业最近两年产能扩张速度极快，立足本地的市场谋求扩大销售区域和全国品牌的地位。这些企业可以分为两类：一是已经有外资入股，凭借外资力量巩固当地市场；二是试图开拓全国市场，但是目前并没有取得明显成功，如金威啤酒在成都、西安市场投资拖累公司 2007 年的整体盈利。这一梯队的企业应该是下一步被并购的最佳对象，不过考虑到外资的进入，收购成本会非常高。

(3) 第三梯队：规模较小的区域企业。这部分企业规模、市场均比较小，受到市场和目前的格局限制，很难做大，不过因为成本、费用不高，仍然略有盈利，在各个地区生存，对国内啤酒市场格局没有太大的影响，随着成本进一步增加和食品安全的更加严厉，可能投靠大型企业。

表 19：三大啤酒企业比较

企业	2006 年销量	2007 年销量	销售评价	优势区域
华润雪花	530	700	低价销售，不惜成本抢占	辽宁、四川、湖北、安徽、苏州、浙江
青岛啤酒	454	505	品牌拉动型消费，低端市 抢占不积极，区域市场不 够强	青岛、山东、西北、华南等
燕京啤酒	352	402	推进强势区域销售，品牌 存在区域局限	北京、广西、福建、包头、长沙、湖北

(资料来源：国家统计局)

(二) 主要竞争对手分析

1. 燕京啤酒

燕京啤酒创建于1980年，是中国最大啤酒企业集团之一，世界啤酒产销量前十名，中国行业百强企业。全国市场占有率达到11%以上，华北市场50%，北京市场在85%以上。燕京啤酒已遍布全国各省市，远销美国、意大利、英国、加拿大、澳大利亚等17个国家，出口居全国第3位。在北京，燕京啤酒在餐厅中很常见，北京人常称呼普通燕京啤酒为普京。燕京啤酒集团1997年5月参加了北京控股有限公司在香港的红筹股上市，在1997年6月25日在深圳证券市场A股上市。

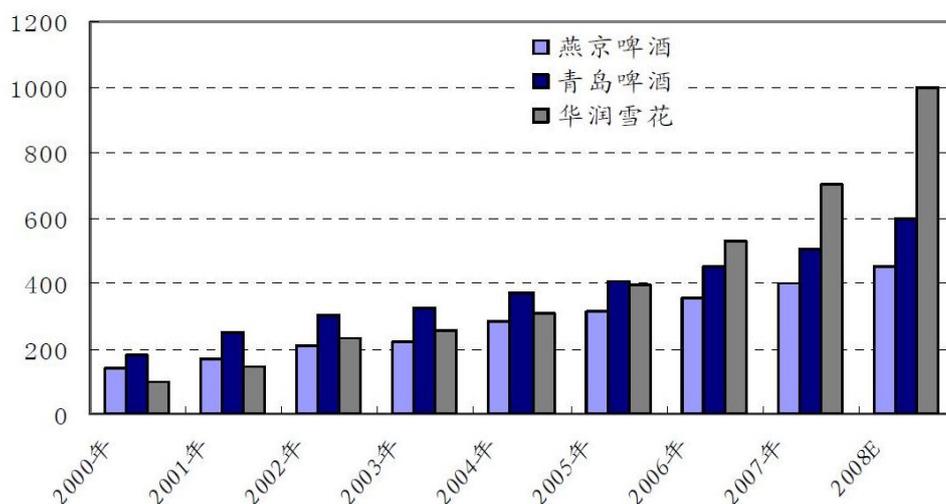


图 21：三家企业销量比较

单位：万千升

(资料来源：国家统计局)

2. 青岛啤酒 VS 燕京啤酒

在1999年以前，燕京啤酒一直是中国最大的啤酒生产商，一直保持稳健经营的作用，在自己经营的地盘上精耕细作，保持了较高的品牌忠诚度。燕京啤酒对青岛啤酒的竞争威胁主要有三个方面：

(1) 燕京啤酒原是中国啤酒第一品牌，拥有牢固的根据地、强大的资本实力、雄厚的政治文化背景；

(2) 燕京啤酒拥有较高的品牌忠诚度，这是青岛啤酒所缺乏的。燕京啤酒在北京牢牢占据了95%以上的啤酒市场，而且其品牌忠诚度远远高于青岛啤酒的品牌忠诚度。

(3) 燕京啤酒是青岛啤酒中低档啤酒的最大竞争对手。青岛啤酒一直是中国中高档啤酒的代名词，而燕京啤酒一直是中国中低档啤酒的代名词。燕京啤酒一直奉行物美价廉的竞争策略，使其牢牢占据了北京几乎全部的啤酒市场。而且，从1996年以来，燕京啤酒不再

满足于其在北京市场的垄断地位，开始调整市场战略，要成为中国啤酒行业（包括高中低档）的市场领导者，开发了一系列广受市场欢迎的中高档啤酒，已不再是中低档啤酒的代名词。

3. 公司战略比较

（1）青岛啤酒

90年代后期，青啤公司开始全面实施“大名牌战略”，率先在全国开展大规模兼并扩张，截至2007年9月，已在全国18个省市拥有或者绝对控股71家分公司。总的来说，青啤初期采取了粗犷型收购，后来因负担太重则放慢了收购的步伐转向了消化整合，这一两年主要是通过新建产能来实现扩张。

青啤公司确立并实施了“新鲜度管理”、“高起点发展、低成本扩张”、“市场网络建设”等战略决策，已“名牌带动”式的资产重组，率先在全国掀起了购并浪潮，被称为中国啤酒业“从春秋到战国”行业整合潮流的引导者。对购并企业，青岛啤酒推行“系统整合，机制创新”独特的管理模式，用青岛啤酒企业文化来整合子公司管理的模式和理念。

（2）燕京啤酒

燕京啤酒在收购上非常谨慎，对收购的标的要考虑其规模及盈利能力，而在品牌策略上燕京品牌采取了主品牌与其它收购品牌并存的做法。执行的发展战略使得其经营稳健，业绩增长过程中没有出现过起大落的情况，这与青岛啤酒发展过程中有较大起伏波动不一样，这是燕京啤酒和青岛啤酒在具体收购策略及品牌打造等方面存在的最大差异。也因此燕京定位其公司竞争优势的第一条就是燕京啤酒负债低，保持了较高的融资能力。同时公司在北京、广西、内蒙和福建四个重点区域市场都拥有较高的市场占有率。

但从公司战略定位及市场布局来分析，公司战略定位偏防御型。目前单一品牌“燕京啤酒”让人感觉其品牌力比较单薄，品牌定位也不太清晰。此外，1999年以前，燕京啤酒市场范围主要集中于华北地区，北京市场占有率高达90%，华北市场占30%，但全国市场仅占5%。燕京啤酒计划十五产能超过300万吨。1999年以来，开始实施全国性战略扩张战略，在产能和效益上保持国内第2集团地位，跻身全球啤酒业前10名。燕京啤酒通过并购进入江西、湖南、山东等市场，几乎和青岛啤酒同时达到100万。

4. 财务业绩比较分析

（1）盈利能力

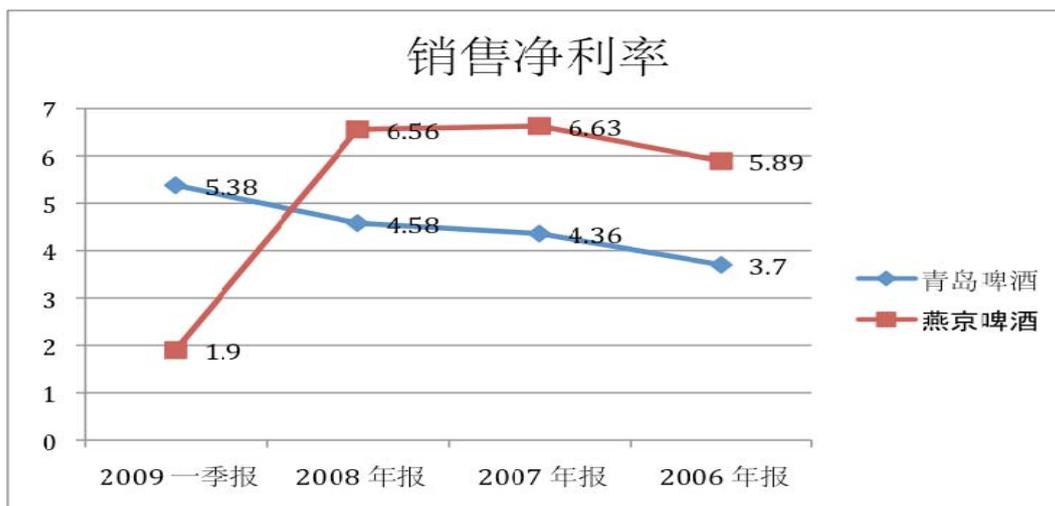


图 22: 销售净利率比较

根据两个公司的报表可知，青岛啤酒的销售净利润额要高于燕京啤酒，但如图 22 所示，自 2006 年—2008 年，燕京啤酒的销售净利率却高于青岛啤酒。然而青岛啤酒三年来的销售净利率呈稳定上升态势，并在 2009 年第一季成功超越燕京啤酒且优势巨大，燕京啤酒则遭遇了滑铁卢。在金融危机肆虐的 2008 年下半年至 2009 年第一季，青岛啤酒依旧保持了稳健的增长态势。

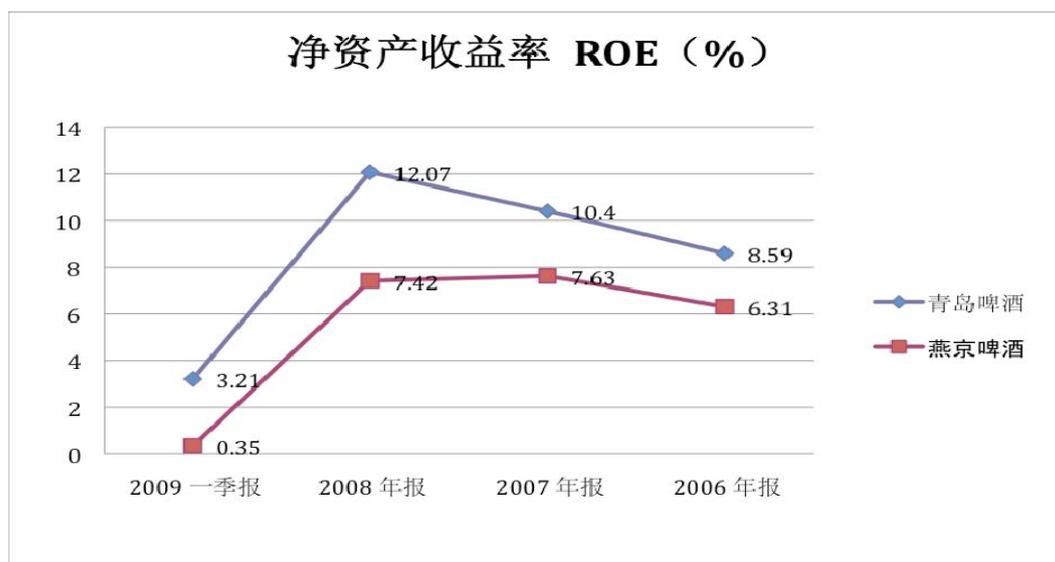


图 23: 净资产收益率比较

从净资产收益率 (ROE) 的比较中，我们可以看到，青岛啤酒的 ROE 在 2006 年—2008 年间呈上升趋势，虽然 2009 年第一季急剧下跌，但指标仍高于燕京啤酒。青岛啤酒在 ROE 上较之燕京啤酒的优良表现反映了其内部财务、营销及经营绩效在行业中的龙头地位。



图 24: 每股收益比较

青岛啤酒与燕京啤酒的每股收益变化与其 ROE 变化基本保持一致，且青岛啤酒的每股收益同样比燕京啤酒更胜一筹。同时，青岛啤酒更高的每股收益也使股权持有人对青岛啤酒更有信心。

(2) 偿债能力



图 25: 流动比率比较

青岛啤酒自 2006 年至今，其流动比率始终低于燕京啤酒，但除 2007 年其流动比率出现下降外皆呈稳定上升态势，并于 2008 年超过 1，与燕京啤酒相当。由于啤酒产业属于快销零售业，速动比率也是相当重要的评估指标。在这项指标上，青岛啤酒自 2006 年至今，呈现了稳健的逐年上升的态势。而燕京啤酒的速动比率则极不稳定，并在 2008 年后低于青岛啤酒。可见，青岛啤酒近年来在短期偿债能力上进步稳定，与燕京啤酒相当。



图 26: 速动比率比较

在资产负债率方面，青岛啤酒与燕京啤酒都将其控制在 50% 以下，可见两个公司在债务管理方面都比较谨慎也比较成功。青岛啤酒从 2006 年至今，资产负债率呈缓慢增长态势，而燕京啤酒除 2007 年出现特别增长外，2008 年至今回落至 30%。总的来说，燕京啤酒较青岛啤酒风险更小，长期偿债能力更强，这也是燕京一向坚持的谨慎收购的公司战略所决定的，但资本管理可能相对过于谨慎与保守。



图 27: 资产负债率比较

2006 年以来，青岛啤酒的已获利息倍数除 2007 年达到 67.05，呈下降趋势，但基本保持在 10 以上。而燕京啤酒的已获利息倍数自 2006 年以来持续下降，并已跌至 3.66。利息保障倍数是衡量企业支付负债利息能力的指标。青岛啤酒较高的利息保障倍数不仅反映了企业获利能力较好，而且反映了获利能力对偿还到期债务的保证程度较强。如果燕京啤酒的利息保障倍数依然持续下降，很可能将面临偿债的安全性及稳定性下降的风险。



图 28：已获利息倍数比较

(3) 营运能力



图 29：应收账款周转率比较

从图29可见，青岛啤酒的应收帐款周转率显著高于同行业的燕京啤酒公司，而两公司应收帐款周转率的变动方向自2006年至今基本一致。青岛啤酒明显高于燕京啤酒的应收账款周转率表明其应收账款的管理更优化，在如今金融危机状况下，优良的应收账款管理能降低坏账风险，显得尤为重要。

青岛啤酒和燕京啤酒的存货周转率自2006年来都呈下降的趋势，但青岛啤酒相对燕京啤酒要高，说明企业的存货管理质量相对更好。综合应收账款周转率，可以看出青岛啤酒的流动资产营运能力在同行业中还是非常好的。

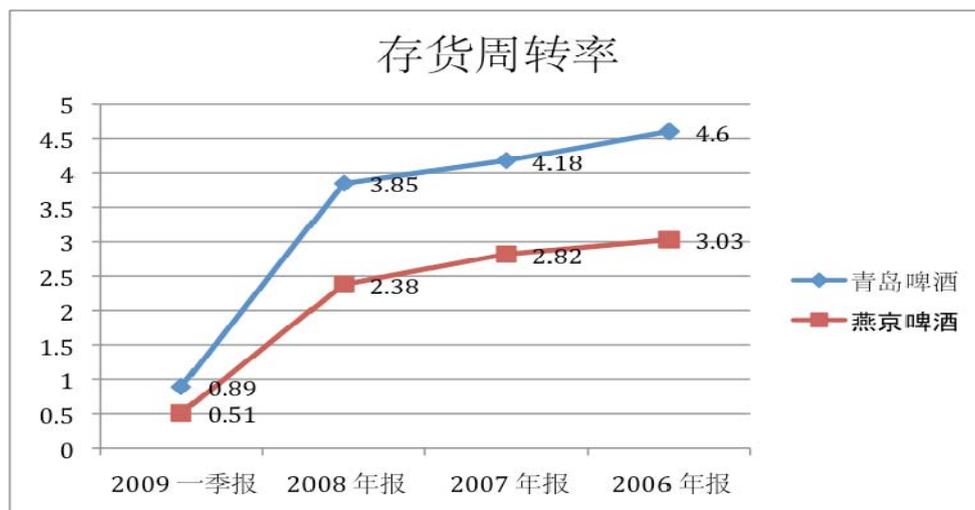


图 30: 存货周转率比较



图 31: 固定资产周转率比较

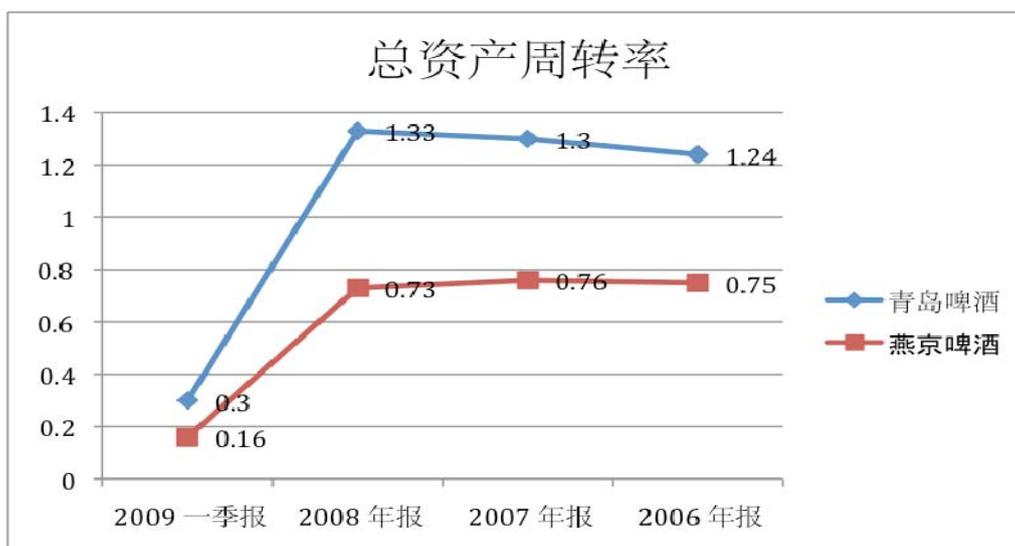


图 32: 总资产周转率比较

图31、图32显示青岛啤酒的固定资产周转率与总资产周转率随时间变化的趋势是一致的，并且青岛啤酒的这两项周转率指标都要远高于燕京啤酒，为其2倍左右，表明青岛啤酒的整体资产运营能力相对燕京啤酒更为突出。

(4) 成长能力



图33: 每股收益同比增长率比较

由图 33 可以看到，青岛啤酒的每股收益同比增长在 2007 年-2008 年两年间基本稳定，2009 年第一季则有大幅增长。而燕京啤酒却自 2007 年至今，每股收益急剧下降。且两者差距巨大，青啤表现优异。



图34: 营业收入同比增长率比较

由图 34 可知，青岛啤酒与燕京啤酒营业收入的同比增长率都呈逐年下降的趋势。而青岛啤酒 2009 年第一季度的同比增长率骤降 10 个百分点，而燕京啤酒则成功地抑制了其营业收入同比增长率的持续减少，在 2009 年第一季度高于青岛啤酒 4 个百分点之多。可见燕京啤酒 2009 年开局很好，大有后来居上之势。

(5) 市场表现

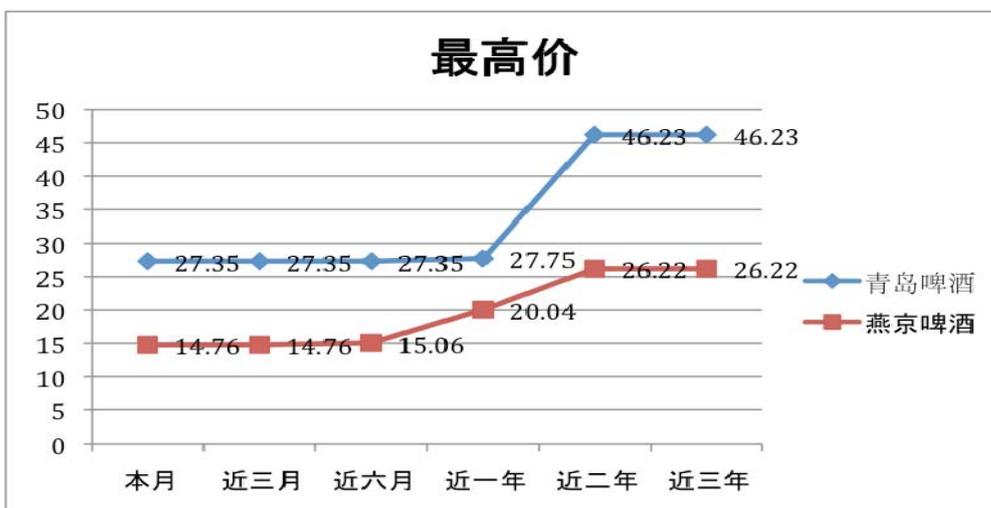


图35: 最高股价比较

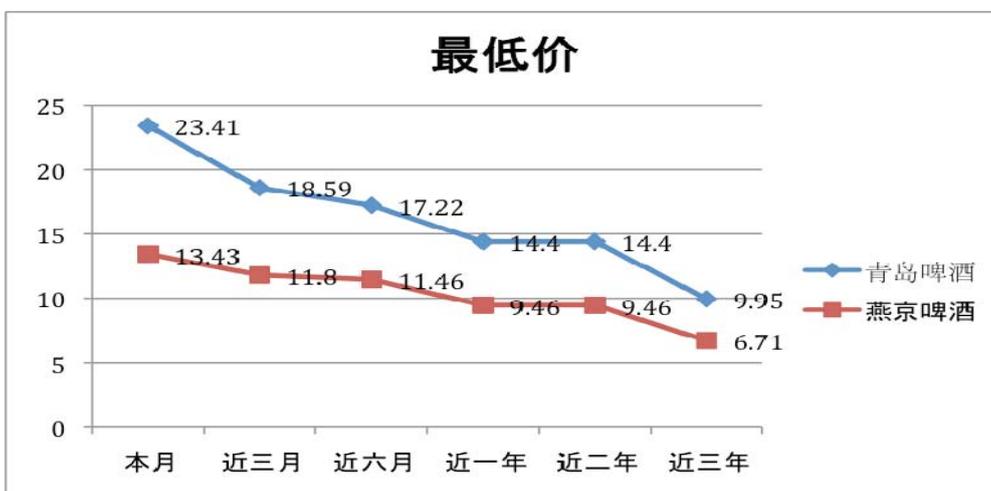


图36: 最低股价比较

图 35 和图 36 显示，青岛啤酒近三年来的股价始终高于燕京啤酒，部分反映出青岛啤酒的公司表现要优于燕京啤酒。

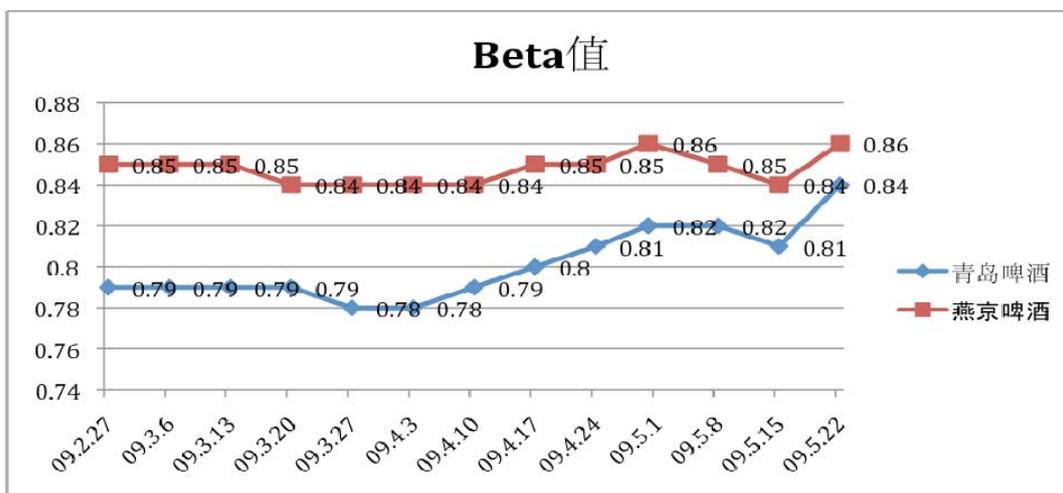


图37: Beta值比较

由图 37 可见，青岛啤酒与燕京啤酒的 Beta 值相近，都低于 1，而青岛啤酒较燕京啤酒更低一些。可知两支股票的投资系统风险都较小，尤其是青岛啤酒。由于啤酒行业属于食品零售业，其股票为防御类股，表现与经济景气的关联度较低，投资系统风险较小。

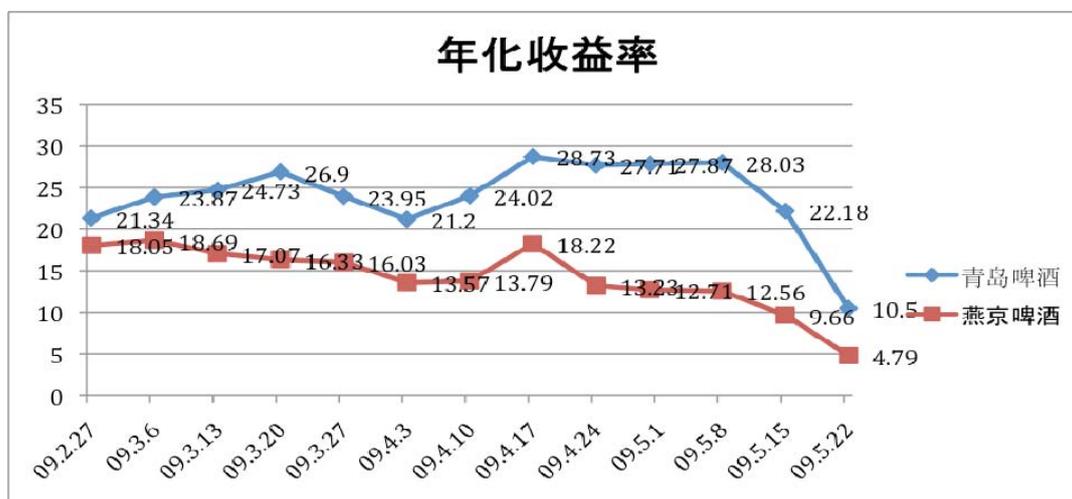


图38: 年化收益率比较

图 38 表明，青岛啤酒近 100 周的年化收益率比燕京啤酒要高，市场表现更好。

(6) 结论

以上对青岛啤酒和燕京啤酒从四大财务分析能力与市场表现进行了比较。总体来看，青岛啤酒的整体经营情况要优于燕京啤酒，无愧于我国第一大啤酒品牌的称号。而燕京啤酒的竞争潜力不可小觑，两者龙虎之争值得观望和期待。

另一方面，两家企业也都要面临其他啤酒品牌的竞争和挑战，我国啤酒业未来的发展前景我们还会持续关注。