

啤酒

署名人: 张镞

S0960209060260

0755-82026705

zhanglei@cjis.cn

参与人: 柯海东

S0960110080062

0755-82026712

kehaidong@cjis.cn

青岛啤酒

600600

推荐

成本拐点渐显, 期待四季度毛利率回升

2011/8/12, 青啤中报: 收入 120.5 亿元 (+21.4%); 净利润 9.9 亿元 (+21.62%); EPS0.733 (+21.62%), 低于市场预期, 主因是成本上升侵蚀利润, 我们下调了 11 年的盈利预测。本报告对各项成本对毛利率的影响做了敏感性分析, 大麦价格近期已经有所回落, 期待推动公司四季度毛利率回升, 但考虑到短期股价已有较大幅度上涨, 我们暂时将评级下调至“推荐”。

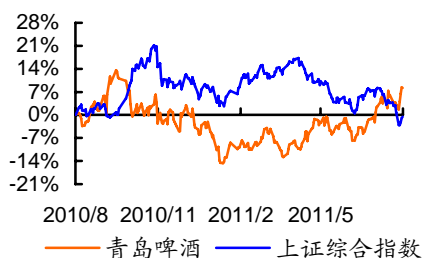
6-12 个月目标价:	42.00 元
当前股价:	38.76 元
评级调整:	维持

基本资料

上证综合指数	2593.17
总股本(百万)	1351
流通股本(百万)	934
流通市值(亿)	362
EPS (TTM)	1.21
每股净资产(元)	7.19
资产负债率	45.3%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
青岛啤酒	11.19	11.41	20.66
上证综合指数	-5.86	-8.82	-8.28



投资要点:

- 尽管 CR4 已近 60%, 吨酒价格不到发达国家的 40%, 但中国啤酒行业仍处于拼销量, 争夺份额的阶段, 预计仍需 3~5 年才能进入寡头竞争格局稳定、通过提价及减少费用率提升净利率的阶段, 因此短期扰动企业盈利的关键在销量、成本变动, 而成本上升则有利于龙头企业加速行业整合进程。
- 公司销量增速超越行业, 中低档的副品牌放量显著。上半年总销量 375 万千升 (+20.6%), 主品牌销量 203 万千升 (+23%, 占比 54%), 副品牌销量 172 万千升 (+42%, 占比 46%); 其中二季度总销量 234 万千升 (+32%), 主品牌销量 109 万千升 (+7%), 副品牌销量 125 万千升 (+65%)。而全行业上半年产量 2350 万千升 (+11.4%), 公司市场占有率从 14% 提高到了 16%。主品牌销量情况符合预期: 因经销商预期一季度末提价提前囤货, 导致二季度销量增速低于一季度; 副品牌则增速超预期, 使得副品牌占总销量的比重已停止下降, 即使剔除掉二季度合并新银麦公司 (15 万千升) 的销量, 二季度增速仍达 45%, 显示今年上任的新营销总监有所作为, 公司效仿百威英博的做法已有成效 (公司对新收购的副品牌, 效仿百威英博, 不再强行以第二品牌替代, 而是继续沿用原品牌)。
- 并购+新建+技改多管齐下持续扩充产能, 为 2014 年完成 1000 万千升的年销售目标奠定基础。今年 3 月公司收购杭州紫金滩酒业 80% 股权, 还启动了 4 个新建工厂项目, 19 条生产线技术改造扩充产能, 为 2014 年完成 1000 万千升 (较 2010 年 CAGR=12%) 销售目标奠定基础。按新增 300 万吨产能 (目前公司产能约 800 万吨), 2000 元/吨的资本开支计算, 则预计未来三年公司需投资超过 60 亿元, 公司有 75 亿现金, 资产负债率已攀升至 51%, 预计未来 2~3 年有股权融资需求。
- 公司毛利率同比降 1.6%, 成本上升是公司利润增速低于预期的根本原因, 但拐点隐现。麦芽占公司成本比例 12%, 从采购原料存货到出售形成成本有 1 个季度的时滞, 因年初澳洲洪灾, 酿酒大麦产量减少, 上半年进口麦价均价为 2128 元/吨 (+38%), 经过测算, 若不考虑提价, 仅麦芽涨价就使得总毛利率-2.71%! 但 5 月份 NYSE Liffe 酿酒大麦期货价格创下 296 欧元高点后已回调至当前的 236 欧元 (-20%), 回调原因是前期麦价已充分反映天气影响, 随着逐步接近 10 月份大麦收获期不确定性因素在减少, 如果麦价回落得以持续, 根据我们的模型测算, 毛利率有望回升约 1%, 不确定性因素在天气。此外, 包装物构成公司 50% 的成本,

主要财务指标

单位: 百万元	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	19898	24716	29980	35147
同比(%)	10%	24%	21%	17%
归属母公司净利润(百万)	1520	1895	2395	3035
同比(%)	22%	25%	26%	27%
毛利率(%)	43.5%	42.9%	43.4%	44.0%
ROE(%)	15.8%	16.8%	18.0%	19.0%
每股收益(元)	1.13	1.40	1.77	2.25
P/E	34.44	27.63	21.87	17.25
P/B	5.45	4.65	3.93	3.28
EV/EBITDA	18	16	12	10

相关报告

《青岛啤酒-品牌加速升级, 销售持续扩张》  
2011-5-11

若 8 月 CPI 见顶，同样有利于毛利率的回升。

- **下调公司 2011 年盈利预测。**预测公司 11、12、13 年实现 EPS1.40、1.77、2.25 元，按 2011 年 30 倍 PE，未来 6 个月目标价为 42 元，考虑到近期股价已大幅上涨，降低评级至“推荐”评级。
- **风险提示：**竞争过于激烈、大麦价格上涨、天气异常（气温低）

## 图目录

图 1 近十年来我国啤酒吨酒价格变化趋势 .....	4
图 2 啤酒行业吨酒出厂价国际对比 .....	4
图 3 啤酒行业集中度不断地提高.....	4
图 4 澳洲大麦价格波动与啤酒行业毛利率的变动情况 .....	6
图 5 进口大麦价格走势 .....	6
图 6 NYSE Liffe 大麦期货价格已从高位回调 .....	6
图 7 进口大麦价格增速波动与啤酒行业成本增速的变动情况 .....	7
图 8 啤酒行业利润率主要受毛利率波动影响 .....	7
图 9 公司主品牌占总销量比重持续提升 .....	8
图 10 青岛啤酒吨酒价格水平显著高于同行 .....	8
图 11 从 2010 年第三季度起副品牌销量恢复增长 .....	8
图 12 青岛啤酒销售人员变动过于剧烈 .....	9
图 13 进口大麦价格与青岛啤酒吨酒成本变化 .....	10

## 表目录

表 1 2010 年青岛啤酒行业地位 .....	3
表 2 2010 年青岛啤酒行业地位 .....	3
表 3 青岛啤酒产品系列 .....	3
表 4 近两年来啤酒行业并购事件 .....	4
表 5 2011-2015 年啤酒行业收入估算 .....	5
表 6 青岛啤酒高管团队情况 .....	7
表 7 2010 年各公司根据地市场 EBIT/收入水平对比 .....	9
表 8 青岛啤酒全国产能布局情况 .....	9
表 9 青岛啤酒、华润雪花、燕京啤酒分销模式对比 .....	9
表 10 青岛啤酒成本结构变化 .....	10
表 11 青岛啤酒各项成本变化对毛利率的敏感性分析 .....	10
表 12 盈利预测假设表 .....	11

表 1 2010 年青岛啤酒季度财务数据

单位:	2008-1Q	2008-2Q	2008-3Q	2008-4Q	2009-1Q	2009-2Q	2009-3Q	2009-4Q	2010-1Q	2010-2Q	2010-3Q	2010-4Q	2011-1Q	2011-2Q
亿元														
预收账款	3.80	2.57	2.03	3.41	3.41	2.28	2.20	2.71	4.70	3.24	3.81	7.75	5.85	4.01
	-12			-29	-10			-20				186		
yoy(%)	%	39%	21%	%	%	-11%	8%	%	38%	42%	73%	%	24%	24%
季度营业收入	35.8	43.2	51.7	29.5	38.1	52.9	56.3	32.9	41.4	57.8	64.2	35.5	52.4	68.0
	3	1	0	0	3	2	0	2	1	7	0	0	5	5
yoy(%)	25%	9%	21%	14%	6%	22%	9%	12%	9%	9%	14%	8%	27%	18%
毛利率	41%	40%	42%	37%	40%	44%	46%	40%	44%	45%	44%	40%	44%	43%
营业费用率	22%	19%	21%	10%	19%	21%	19%	18%	22%	21%	18%	18%	21%	18%
管理费用	1.79	1.80	2.02	3.41	1.81	2.01	2.42	3.74	1.95	2.12	2.55	4.18	2.35	2.60
归属于母公司所有者净利润	1.30	2.51	3.19	-0.00	1.99	4.40	6.15	-0.05	2.81	5.33	7.11	-0.04	3.93	5.97
EPS	0.10	0.19	0.24	0.00	0.15	0.34	0.47	0.00	0.21	0.39	0.53	0.00	0.29	0.44

资料来源: wind, 公司公告

表 2 2010 年青岛啤酒行业地位

	销量 (万千升)	市占率	营业收入 (亿元)	总市值 (亿元)
雪花啤酒	928	21%	179.82	632.65
青岛啤酒	635	14%	198.98	456.36
燕京啤酒	503	11%	102.98	234.19

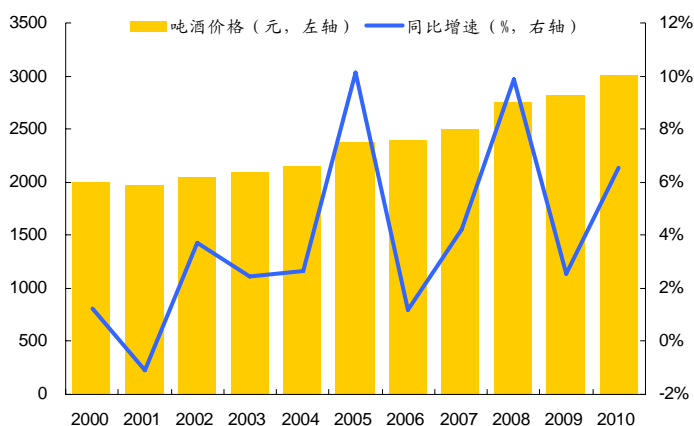
资料来源: wind, 公司公告, 中投证券研究所。雪花数据已按即期汇率换算成人民币

表 3 青岛啤酒产品系列

品牌	产品档次	产品系列	终端价	占销量比重
主品牌	高档	纯生	5.5 元/330ml	70%
	中档	醇厚、欢动、青岛拉罐、超爽、麦香\青岛 2000	3~4.5 元/330ml	
副品牌	中档	山水、汉斯、崂山	2.5 元/600ml	25%
		低档	山水、汉斯、崂山	
	其他地方性品牌	中低档	趵突泉、银麦等	2 元/600ml

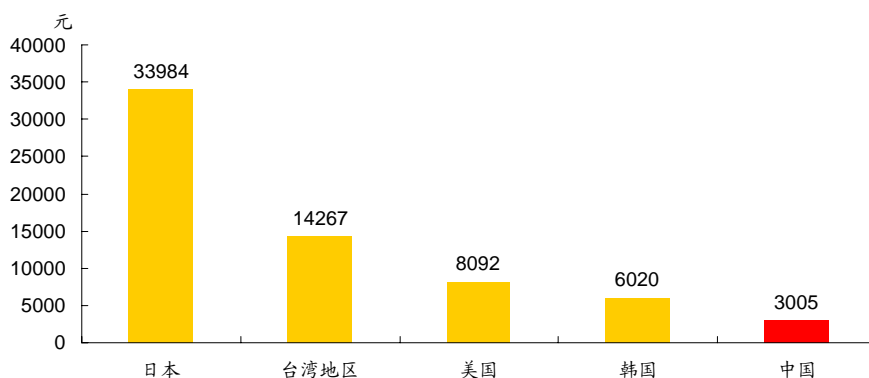
资料来源: 中投证券研究所搜集整理

图 1 近十年来我国啤酒吨酒价格变化趋势



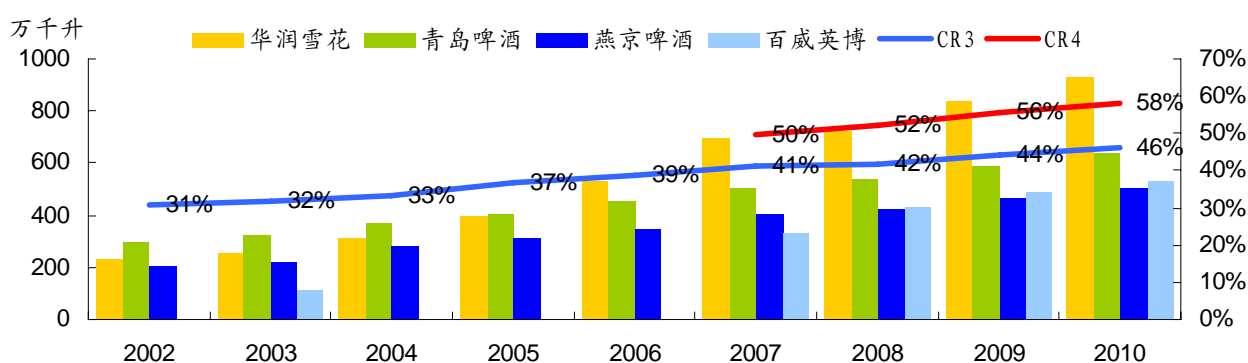
资料来源：统计局、中投证券研究所搜集整理

图 2 啤酒行业吨酒出厂价国际对比



资料来源：各地区公司公告、中投证券研究所搜集整理

图 3 啤酒行业集中度不断地提高



资料来源：统计局、中投证券研究所搜集整理

表 4 近两年来啤酒行业并购事件

时间	收购方	被收购方	收购股权	收购金额	交易介绍
2009 年 2 月	华润雪花	浙江洛克	100%	2.44 亿	浙江拥有 5 个生产基地，覆盖浙江市场

2009年2月	华润雪花	辽宁松林	85%	5.27 亿	整合辽宁市场
2009年2月	华润雪花	安徽天柱	80%		天柱高档产品在安徽占有率排第一
2009年3月	华润雪花	山东琥珀	90%	2.85 亿	地处山东中部，靠近济南、淄博等大城市，产能 27 万千升
2010年5月	华润雪花	河南悦泉	100%		产能 10 万吨，扩建后 20 万吨，目标市场河南东部和苏北
2010年11月	华润雪花	浙江西湖	45%	2.68 亿	产能 30 万千升，杭州知名品牌
2011年1月	华润雪花	河南奥克	100%	3 亿	河南本土第三大啤酒生产商
2009年4月	青岛啤酒	烟台啤酒	39%	2.15 亿	整合山东市场
2009年6月	青岛啤酒	趵突泉啤酒	100%	2.5 亿	整合山东市场
2010年9月	青岛啤酒	嘉禾啤酒	100%	1.7 亿	进军山西，嘉禾太原工厂 18 万千升产能
2010年12月	青岛啤酒	新银麦啤酒	100%	18.73 亿	产销量 40 万吨，山东市场份额 7%
2010年8月	燕京啤酒	河南月山	90.00%	2.27 亿	销量 10 万吨以上，覆盖全省
2010年11月	燕京啤酒	内蒙古金川	100%	1.5 亿	燕京布局西北市场
2010年6月	嘉士伯	重庆啤酒	12.25%	23.85 亿	嘉士伯布局中国西部地区
2011年3月	百威英博	维雪啤酒	100%	6 亿	维雪产能约 15 万吨，借机进军河南市场
2011年3月	青岛啤酒	紫金滩酒业	80%	6600 万元	产能 20 万吨
2011年6月	华润雪花	清河墨尼啤酒分公司	80%	3 亿	年产能达 19 万千升。
2011年7月	华润雪花	河南商丘蓝牌啤酒	100%	N.a	年产能 15 万千升。

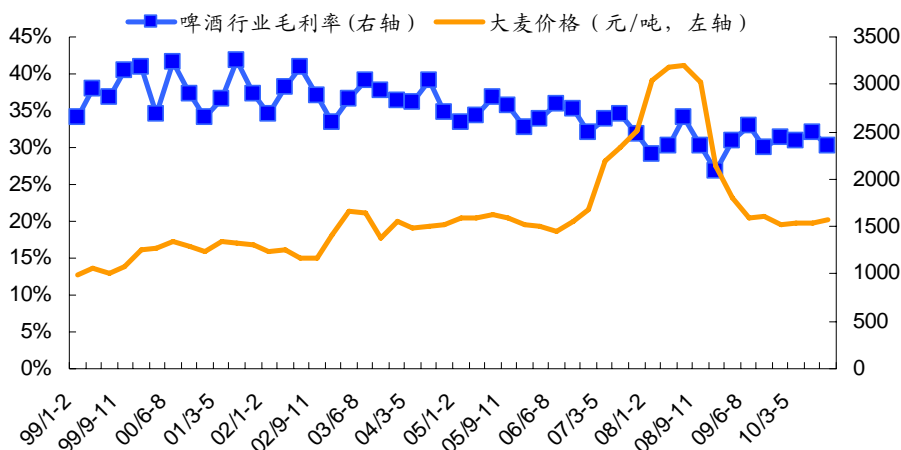
资料来源：公司公告，中投证券研究所

**表 5 2011-2015 年啤酒行业收入估算**

	2010	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E
总产量 (万千升)	4483	4707	4943	5190	5449	5722
假设产量增速	5%	5%	5%	5%	5%	5%
假设纯生占比	5%	8%	11%	14%	17%	20%
非纯生吨酒价格 (元)	2862	2976	3095	3219	3348	3482
纯生吨酒价格 (元)	5724	5953	6191	6439	6696	6964
假设啤酒价格增速	4%	4%	4%	4%	4%	4%
吨酒价格 (元)	3005	3214	3436	3670	3917	4178
吨酒价格增速		6.97%	6.89%	6.81%	6.74%	6.67%
啤酒行业收入 (亿元)	1347	1513	1698	1905	2135	2391
收入增速		12%	12%	12%	12%	12%

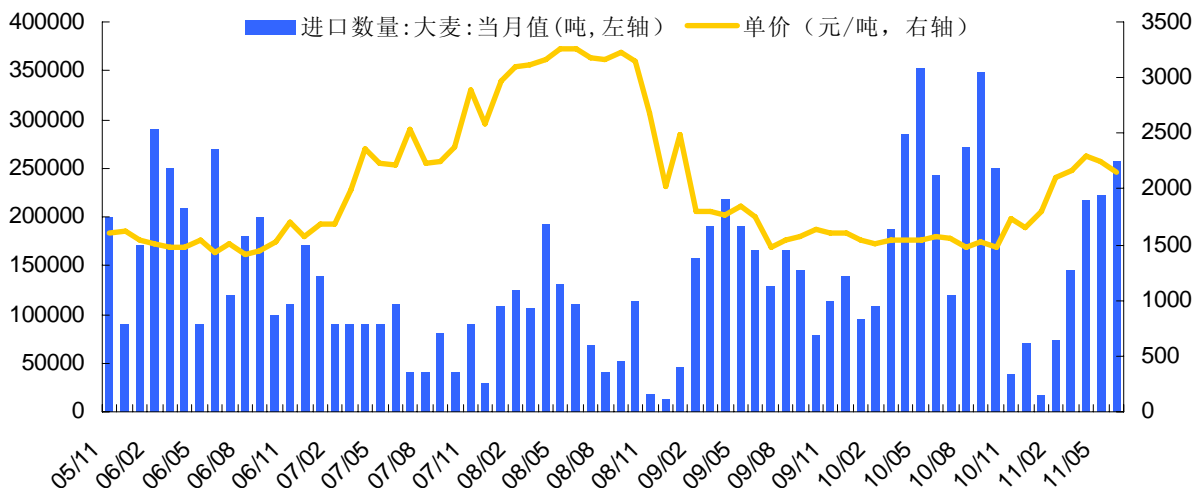
资料来源：中投证券研究所

图 4 澳洲大麦价格波动与啤酒行业毛利率的变动情况



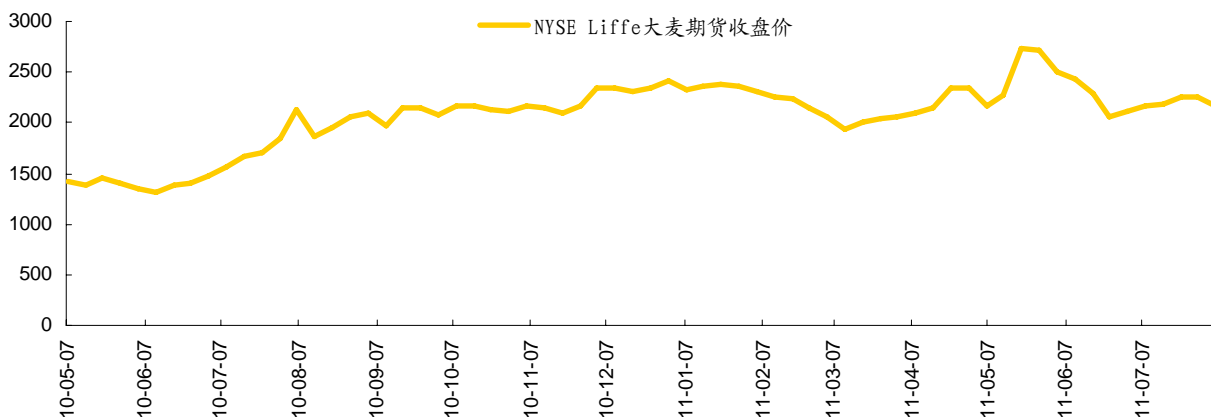
资料来源：ACMR、中投证券研究所搜集整理

图 5 进口大麦价格走势



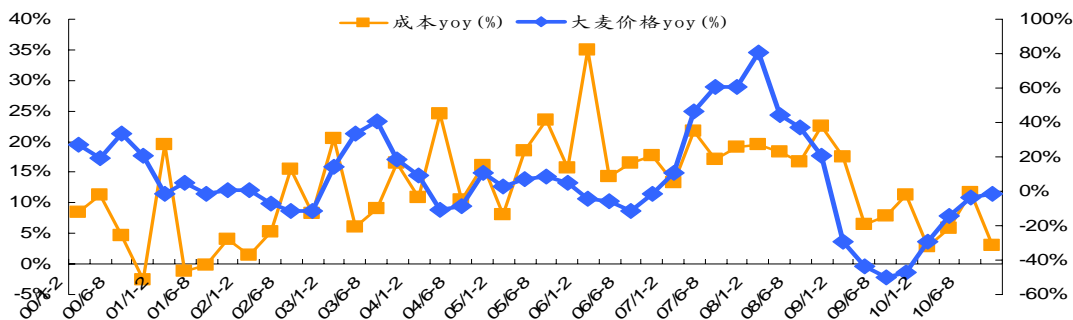
资料来源：ACMR、中投证券研究所搜集整理

图 6 NYSE Liffe 大麦期货价格已从高位回调



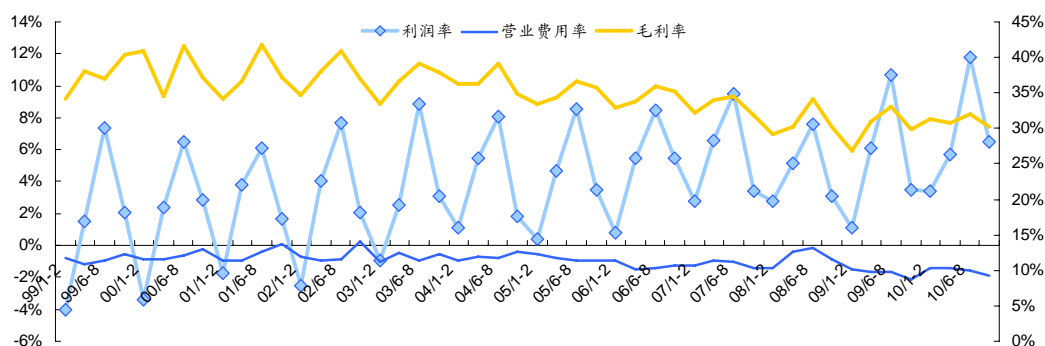
资料来源：Bloomberg、中投证券研究所搜集整理

图 7 进口大麦价格增速波动与啤酒行业成本增速的变动情况



资料来源：ACMR，统计局、中投证券研究所搜集整理

图 8 啤酒行业利润率主要受毛利率波动影响



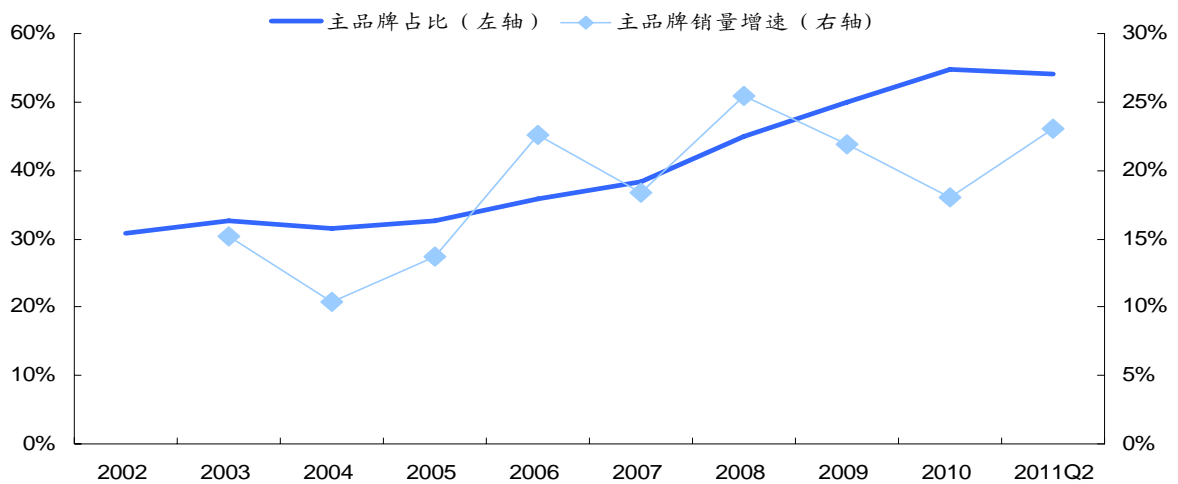
资料来源：统计局、中投证券研究所搜集整理

表 6 青岛啤酒高管团队情况

姓名	职务	学历	年龄	持股数	持股市值 (万元)
金志国	董事长	博士	54	146500.00	512.75
王帆	副董事长、党委书记	硕士	57	0.00	0.00
孙明波	执行董事、总裁	硕士	54	124160.00	434.56
刘英弟	执行董事	n.a	54	124294.00	435.03
孙玉国	执行董事、副总裁	n.a	56	132200.00	462.70
樊伟	副总裁兼制造中心总裁	硕士	51	122876.00	430.07
姜宏	副总裁	EMBA	54	37000.00	129.50
王瑞永	副总裁兼营销总裁	EMBA	46	0.00	0.00
张安文	副总裁兼青岛啤酒西安汉斯啤酒董事长	EMBA	53	0.00	0.00
董建军	总酿酒师兼技术质量管理总部部长	博士	50	92.00	0.32
于嘉平	制造中心副总裁	硕士	48	0.00	0.00
杨华江	营销中心副总裁	博士	48	0.00	0.00
黄克兴	副总裁	EMBA	48	1300.00	4.55
张学举	董事会秘书	n.a	56	92079.00	322.28

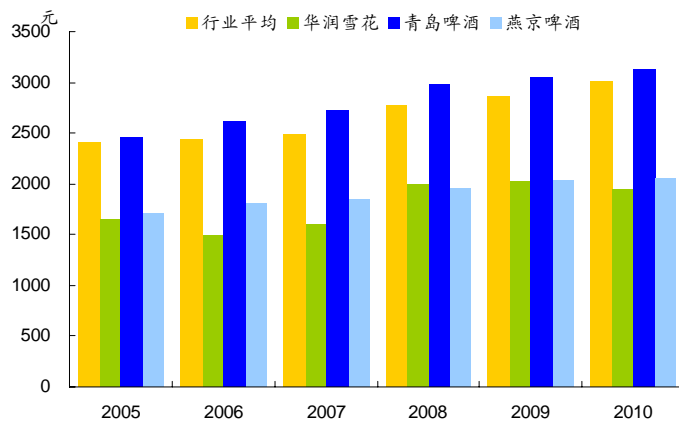
资料来源：公司公告、中投证券研究所

图 9 公司主品牌占总销量比重持续提升



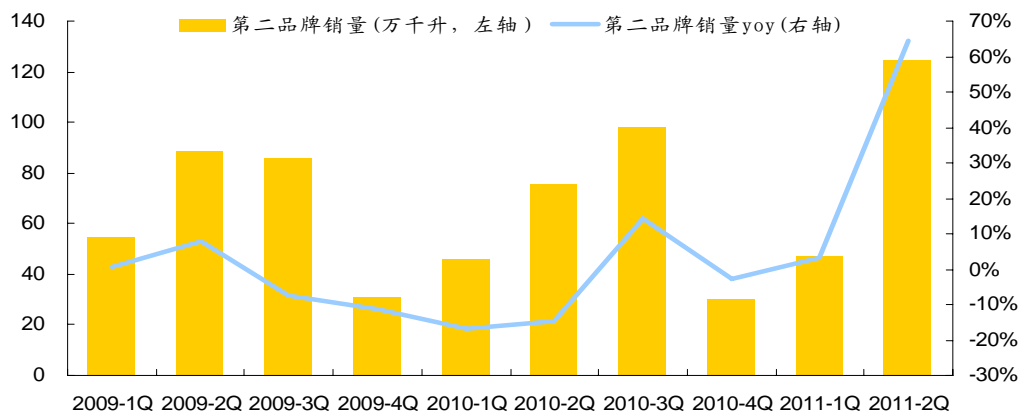
资料来源：公司公告、中投证券研究所

图 10 青岛啤酒吨酒价格水平显著高于同行



资料来源：公司公告、中投证券研究所搜集整理

图 11 从 2010 年第三季度起副品牌销量恢复增长



资料来源：公司公告、中投证券研究所搜集整理

表 7 2010 年各公司根据地市场 EBIT/收入水平对比

	市场占有率	营业收入 (亿元)	EBIT/收入
青岛啤酒山东地区	60%	94.58	12.55%
燕京啤酒北京地区	80%	41.85	15.27%
重庆啤酒在重庆地区	50%+	16.18	17.24%
百威英博北美区域	50%+	34.28	36.26%

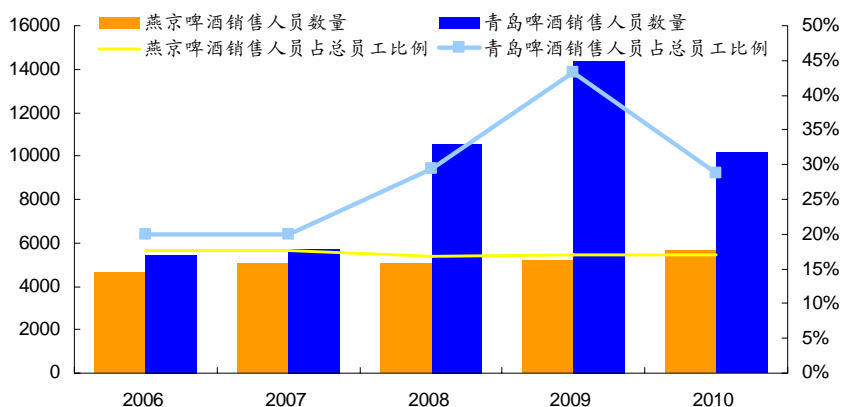
资料来源: 中投证券研究所, 注: 青啤市场占有率计算考虑了新银麦的份额, 燕京啤酒的计算使用的是母公司报表近似代替

表 8 青岛啤酒全国产能布局情况

区域市场	已建工厂家数	2010 年产能 (万千升)	面临的主要竞争对手	竞争程度
山东	15	318.00	雪花、燕京	一般
华南	9	120.00	珠江、雪花、燕京、金威	强
华北	14	200.00	燕京、雪花、金星	强
华东	8	100.00	百威、雪花、三得利	一般
东南	3	33.00	惠泉、雪津	一般
重庆、成都	3	32.00	重庆啤酒、雪花	强
香港及海外	1	10.00	n.a	n.a
合计	53	813.00		

资料来源: 中投证券研究所

图 12 过去几年青岛啤酒销售人员变动过于剧烈



资料来源: 公司公告, 中投证券研究所搜集整理

表 9 青岛啤酒、华润雪花、燕京啤酒分销模式对比

	渠道模式	优点	缺点
青岛啤酒	大客户+微观运营	销售团队精简、具有较高的稳定性, 战略经销商经培训后有较强运营能力	终端控制能力不如自建网络, 大客户权利大
华润雪花	厂家业务员管理的小区域深度分销	终端控制能力强, 稳定性高	销售队伍庞大, 在全国各区域都采用该模式较困难
燕京啤酒	多数区域采用深度分销, 渠道趋向扁平化	终端控制能力强, 稳定性高	销售队伍庞大

资料来源：中投证券研究所

表 10 青岛啤酒成本结构变化

	2007	2008	2009	2010
包装物	50.50%	49.90%	50.10%	51.20%
制造费用	16.80%	16.00%	15.80%	16.40%
麦芽	14.80%	15.40%	15.20%	12.40%
大米	6.40%	6.40%	6.40%	8.10%
能源	5.30%	5.60%	5.90%	5.70%
直接工资	3.50%	3.30%	3.50%	4.00%
辅助材料	1.70%	1.60%	1.60%	1.20%
酒花	0.80%	1.60%	1.30%	0.80%
水	0.30%	0.20%	0.20%	0.20%

资料来源：公司公告、中投证券研究所

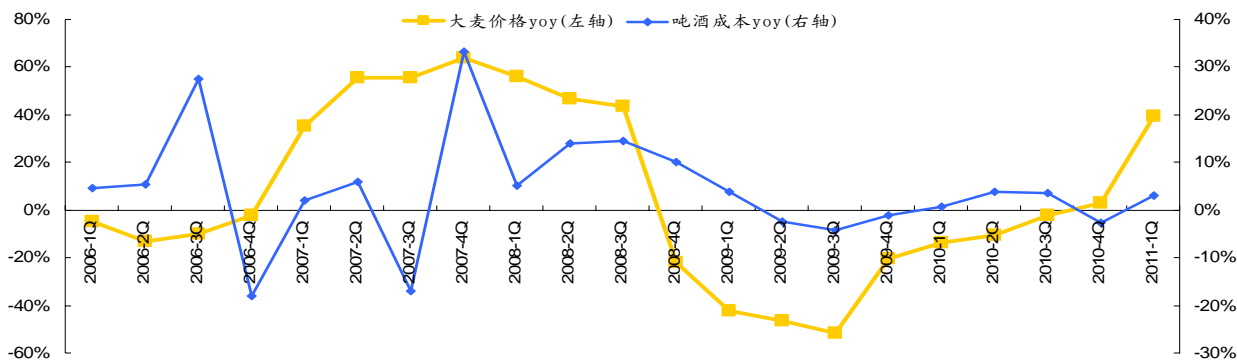
表 11 青岛啤酒各项成本变化对毛利率的敏感性分析

青岛啤酒毛利率变化

分项变动假设	-100%	-50%	-20%	-10%	0%	10%	20%	50%	100%
包装物	28.92%	14.46%	5.78%	2.89%	0.00%	-2.89%	-5.78%	-14.46%	-28.92%
制造费用	9.26%	4.63%	1.85%	0.93%	0.00%	-0.93%	-1.85%	-4.63%	-9.26%
麦芽	7.14%	3.57%	1.43%	0.71%	0.00%	-0.71%	-1.43%	-3.57%	-7.14%
大米	5.66%	2.83%	1.13%	0.57%	0.00%	-0.57%	-1.13%	-2.83%	-5.66%
能源	3.16%	1.58%	0.63%	0.32%	0.00%	-0.32%	-0.63%	-1.58%	-3.16%
直接工资	2.47%	1.24%	0.49%	0.25%	0.00%	-0.25%	-0.49%	-1.24%	-2.47%
辅助材料	0.65%	0.32%	0.13%	0.06%	0.00%	-0.06%	-0.13%	-0.32%	-0.65%
酒花	0.43%	0.22%	0.09%	0.04%	0.00%	-0.04%	-0.09%	-0.22%	-0.43%
水	0.11%	0.05%	0.02%	0.01%	0.00%	-0.01%	-0.02%	-0.05%	-0.11%

资料来源：公司公告、中投证券研究所

图 13 进口大麦价格与青岛啤酒吨酒成本变化



资料来源：公司公告、统计局、中投证券研究所搜集整理

**表 12 盈利预测假设表**

	2009	2010	2011E	2012E	2013E
<b>主品牌</b>					
销量 (万千升)	295.00	348.00	420.00	498.00	570.00
增长率 (%)	21.90%	17.97%	20.69%	18.57%	14.46%
吨酒价格 (元/吨)	4012.65	4123.00	4320.00	4471.20	4650.05
增长率 (%)	1.00%	2.75%	4.78%	3.50%	4.00%
吨酒成本 (元/吨)	1972.88	1997.13	2110.00	2173.30	2238.50
增长率 (%)	-1.76%	1.23%	5.65%	3.00%	3.00%
销售收入 (百万元)	11837.32	14348.04	18144.00	22266.58	26505.27
增长率 (%)	23.12%	21.21%	26.46%	22.72%	19.04%
销售成本 (百万元)	5820.00	6950.00	8862.00	10823.03	12759.44
增长率 (%)	19.75%	19.42%	27.51%	22.13%	17.89%
毛利率 (%)	50.83%	51.56%	51.16%	51.39%	51.86%
<b>第二品牌</b>					
销量 (万千升)	261.00	250.00	260.00	280.00	295.00
增长率 (%)	-1.51%	-4.21%	4.00%	7.69%	5.36%
吨酒价格 (元/吨)	2040.82	2000.00	2020.00	2080.60	2143.02
增长率 (%)	1.00%	-2.00%	1.00%	3.00%	3.00%
吨酒成本 (元/吨)	1513.41	1548.40	1620.00	1673.46	1740.40
增长率 (%)	1.53%	2.31%	4.62%	3.30%	4.00%
销售收入 (百万元)	5326.53	5000.00	5252.00	5825.68	6321.90
增长率 (%)	-0.52%	-6.13%	5.04%	10.92%	8.52%
销售成本 (百万元)	3950.00	3871.00	4212.00	4685.69	5134.18
增长率 (%)	0.00%	-2.00%	8.81%	11.25%	9.57%
毛利率 (%)	25.84%	22.58%	19.80%	19.57%	18.79%
<b>其他品牌</b>					
销量 (万千升)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
销量 (万千升)	35.00	37.00	80.00	110.00	130.00
增长率 (%)	12.90%	5.71%	116.22%	37.50%	18.18%
吨酒价格 (元/吨)	2463.27	1486.38	1650.00	1716.00	1784.64
增长率 (%)	-27.54%	-39.66%	11.01%	4.00%	4.00%
吨酒成本 (元/吨)	1471.43	1116.22	1283.65	1334.99	1388.39
增长率 (%)	-34.74%	-24.14%	15.00%	4.00%	4.00%
销售收入 (百万元)	862.15	549.96	1320.00	1887.60	2320.03
增长率 (%)	-18.20%	-36.21%	140.02%	43.00%	22.91%
销售成本 (百万元)	515.00	413.00	1026.92	1468.49	1804.91
增长率 (%)	-26.32%	-19.81%	148.65%	43.00%	22.91%
毛利率 (%)	40.27%	24.90%	22.20%	22.20%	22.20%

资料来源: 公司公告、中投证券研究所

**附录：中投证券食品饮料团队近 6 个月来发布的报告**

青岛啤酒-成本拐点渐显，期待四季度毛利率回升	2011/8/13
伊利股份-中报高增长，净利率出现上行拐点	2011/8/5
葡萄酒-进口酒冲击对国产酒的影响——中投证券葡萄酒行业研讨会会议纪要	2011/8/4
酒鬼酒-基本面向好，定向增发方案获批将成股价催化剂	2011/8/3
洽洽食品-调研简报：基本面持续好转，成长空间巨大	2011/8/1
五粮液-年内团队有望彻底稳定，基本面良好，股价回落正是买入良机——董事会秘书辞职公告点评	2011/8/1
酒鬼酒-费用控制显效，期待省内持续发力	2011/7/28
洽洽食品-中报符合预期，毛利率持续回升	2011/7/27
双汇发展-恢复符合预期，价值回归继续推进	2011/7/24
洽洽食品-股价连续上涨点评：进入利润率拐点的休闲食品新贵	2011/7/22
五粮液-公司研究：老茅市值创新高，五粮液还远吗？（差 29%！）	2011/7/21
酒鬼酒-营销中心拟前移至长沙，加快决策速度	2011/7/13
葡萄酒行业深度研究系列报告一以资源、品牌、渠道全产业链视角，畅享葡萄酒行业下一个黄金 10 年	2011/7/12
CPI 再超预期，中报向好，进入旺季催生酒类行情——食品饮料股价异动点评	2011/7/12
洽洽食品-下一个中国旺旺	2011/7/07
酒鬼酒-销售好转，增发稳步推进，关注管理持续改善为复兴奠定扎实基础	2011/6/28
双汇发展-利空出尽走出阴霾，重上高速发展轨道	2011/6/22
2011 年食品饮料行业中期策略报告-通胀预期变化下高端品和大众品的轮动表现	2011/6/20
五粮液-重申我们推荐五粮液的三逻辑，公司是抗通胀、增速预期有提升、低估值的绝佳品种	2011/6/12
泸州老窖-集中主业，决战高端——股东大会、投资者交流会点评	2011/6/10
五粮液-增长预期大幅加强，估值相对显著偏低	2011/6/09
洽洽食品-调研简报：二季度毛利率大幅回升，目前市盈率偏低	2011/6/08
双汇发展-发货量已恢复九成，资产重估不改变重组结果	2011/5/30
伊利股份-成本趋稳、提价效果显现、费用控制促进净利润大幅提升	2011/5/25
伊利股份-定向增发项目将加速产能投放进程，支持未来三年高速增长	2011/5/18
青岛啤酒-品牌加速升级，销售持续扩张	2011/5/11
洽洽食品-调研简报：收入有望突破 30 亿，利润弹性来自原材料价格下降	2011/5/02
光明乳业-季报点评：海外收购贡献收入增长主要来源	2011/4/30
伊利股份-年报、一季报点评：收入保持高速增长，盈利能力逐步回升	2011/4/30
双汇发展-年报、一季报点评：一季度收入增速大幅降低，销量逐步恢复	2011/4/28
水井坊-调整影响短期业绩，期待并购提升价值——2010 年年报点评	2011/4/28
贵州茅台-如期而至的高增长书写十二五开局新篇章——2011 年 1 季报点评	2011/4/23
酒鬼酒-增长仍有余力，增发尚需时日——2011 年 1 季报点评	2011/4/22
双汇发展-股价逼近要约收购价格，估值偏离基本面	2011/4/21
双汇发展-瘦肉精事件创造绝佳的中长期买入机会	2011/4/19
皇氏乳业-调研简报：与分众传媒合作，五一开始水牛奶在上海大规模铺货	2011/4/14
洽洽食品-一季报点评：收入快速增长，成本趋稳促盈利能力回升	2011/4/14
白酒-整体波澜不惊，个体静待催化剂	2011/4/11
食品饮料-短期禁止涨价不改白酒年内确定性增长——发改委评价酒类企业涨价行为点评	2011/4/7
蒙牛乳业-蒙牛乳业业绩公告点评：长期受惠于行业整合的龙头企业	2011/4/4
光明乳业-区外市场销售提速，差异化战略见成效	2011/4/1
贵州茅台-放量、提高出厂价平抑终端价过快增速是公司最佳的战略措施——季克良接受采访报道点评	2011/3/29
泸州老窖-2011 年将重返业绩增长的快车道——2010 年业绩年报点评	2011/3/27

洽洽食品-糖酒会休闲食品行业调研简报—薯片行业空间巨大	2011/3/25
金字火腿-巴马火腿在糖酒会上面向全国招商	2011/3/25
水井坊-2011 年仍是调整转型年	2011/3/24
贵州茅台-期待“十二五”的开局之年——2010 年年报点评	2011/3/21
洽洽食品-稳居炒货龙头 打造休闲食品新贵	2011/3/14
伊利股份-加大重点消费市场产能布局 建设华南地区运营中心	2011/3/14
贵州茅台-量价齐升助力茅台市值看至 3000 亿元	2011/3/10
金字火腿-旧时王谢堂前燕，飞入寻常百姓家	2011/3/4
皇氏乳业-2010 年业绩快报点评：产能释放效应将在 2011 年逐步显现	2011/2/27
乳制品行业-新政点评：许可证重审和降低进口奶粉关税加速乳制品行业整合	2011/2/26
泸州老窖-业绩超预期，重返快车道——2010 年业绩快报点评	2011/2/22
食品饮料-白酒板块股价异动点评——成长确定性强，估值吸引力大	2011/2/21
水井坊-扩产能，五年再造 4 个水井坊	2011/2/16
双汇发展-以史为鉴，双汇十二五末股价超 300 元，市值超 4000 亿	2011/2/16
酒鬼酒-增发方案获批将成股价催化剂	2011/2/14
水井坊-股价凸显套利空间，经营拐点仍需等候	2011/2/10
酒鬼酒-业绩大幅增长，期待省内发力——2010 年年报点评	2011/1/28
伊利股份-加码宁夏吴忠液态奶项目，产能布局进一步优化	2011/1/20
泸州老窖-整固已近尾声，再次腾飞在即	2011/1/19
伊利股份-品牌升级推动公司向世界一流健康食品集团迈进	2010/12/21
白酒行业-以五因素分析模型为工具，前瞻把握地产酒投资机会	2010/12/20
白酒-中国白酒行业的发展趋势和预测——2011 年度策略会柴俊发言纪要	2010/12/20
乳制品行业-从奶源、产品、渠道全产业链精选优势企业	2010/12/20
皇氏乳业-高端差异化产品水牛奶即将迈开全国化战略步伐	2010/12/20
光明乳业-国内首款常温酸奶在全国上市，引领公司进入突变期	2010/12/13
蒙牛乳业-高端产品奶源供给瓶颈突破在即	2010/11/29
伊利股份-深耕产业链，扩大自有奶源，加大产能布局，渠道继续下沉	2010/11/29
古井贡酒-扩产能、布网点，加速回归一线名酒	2010/11/29
光明乳业-期待常温奶在华东地区的蚕食式扩张	2010/11/10
皇氏乳业-水牛奶，三年即将甲天下	2010/10/29

资料来源：中投证券研究所

**附：财务预测表**

资产负债表					利润表				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
<b>流动资产</b>	9895	8263	10083	12640	<b>营业收入</b>	19898	24716	29980	35147
现金	7598	3707	4591	6257	营业成本	11234	14101	16977	19699
应收账款	90	222	270	316	营业税金及附加	1663	2084	2521	2958
其它应收款	189	346	420	492	营业费用	3918	4869	5771	6696
预付账款	50	494	594	689	管理费用	1079	1335	1604	1863
存货	1942	3419	4117	4777	财务费用	5	-252	-162	-224
其他	26	74	91	107	资产减值损失	72	71	71	71
<b>非流动资产</b>	7882	9252	10322	11254	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	153	30	30	30	投资净收益	10	0	0	0
固定资产	5511	6740	7662	8439	<b>营业利润</b>	1936	2509	3197	4085
无形资产	1319	1486	1655	1822	营业外收入	245	177	189	196
其他	900	996	974	963	营业外支出	58	42	47	49
<b>资产总计</b>	17777	17515	20405	23893	<b>利润总额</b>	2123	2644	3339	4232
<b>流动负债</b>	6016	5926	6614	7297	所得税	539	670	847	1073
短期借款	196	619	600	600	<b>净利润</b>	1584	1973	2493	3161
应付账款	1263	1692	2037	2364	少数股东损益	64	78	99	126
其他	4557	3615	3977	4333	<b>归属母公司净利润</b>	1520	1895	2395	3035
<b>非流动负债</b>	2042	140	157	189	EBITDA	2500	2914	3849	4826
长期借款	11	41	71	101	EPS (元)	1.13	1.40	1.77	2.25
其他	2031	99	86	88					
<b>负债合计</b>	8057	6065	6772	7486	<b>主要财务比率</b>				
少数股东权益	117	195	294	419	<b>会计年度</b>	<b>2010</b>	<b>2011E</b>	<b>2012E</b>	<b>2013E</b>
股本	1351	1351	1351	1351	<b>成长能力</b>				
资本公积	4017	4017	4017	4017	营业收入	10.4%	24.2%	21.3%	17.2%
留存收益	4230	5882	7965	10610	营业利润	21.8%	29.6%	27.4%	27.8%
归属母公司股东权益	9603	11254	13340	15988	归属于母公司净利润	21.6%	24.6%	26.4%	26.7%
<b>负债和股东权益</b>	17777	17515	20405	23893	<b>获利能力</b>				
					毛利率	43.5%	42.9%	43.4%	44.0%
					净利率	7.6%	7.7%	8.0%	8.6%
					ROE	15.8%	16.8%	18.0%	19.0%
					ROIC	74.3%	29.8%	34.6%	39.3%
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率	45.3%	34.6%	33.2%	31.3%
					净负债比率				
					流动比率	1.64	1.39	1.52	1.73
					速动比率	1.32	0.80	0.88	1.06
					<b>营运能力</b>				
					总资产周转率	1.22	1.40	1.58	1.59
					应收账款周转率	58	46	37	36
					应付账款周转率	9.68	9.54	9.10	8.95
					<b>每股指标 (元)</b>				
					每股收益(最新摊薄)	1.13	1.40	1.77	2.25
					每股经营现金流(最新摊薄)	2.43	-0.64	2.23	2.80
					每股净资产(最新摊薄)	7.11	8.33	9.87	11.83
					<b>估值比率</b>				
					P/E	34.44	27.63	21.87	17.25
					P/B	5.45	4.65	3.93	3.28
					EV/EBITDA	18	16	12	10

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

## 投资评级定义

### 公司评级

- 强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上  
推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%  
中性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在±10%以内  
回避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

### 行业评级

- 看好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上  
中性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平  
看淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

## 研究团队简介

张镭: 中投证券研究所首席行业分析师。

柯海东: 中投证券研究所食品饮料行业分析师, 中山大学财务与投资学硕士, 华中科技大学工业设计工学学士, 武汉大学营销管理双学士。

蒋鑫: 中投证券研究所食品饮料行业分析师, 南开大学经济学硕士, 天津大学信息工程工学学士。

## 免责声明

本报告由中国建银投资证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经事先书面同意, 本报告不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其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, 也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

## 中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

### 深圳

深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼  
邮编: 518000  
传真: (0755) 82026711

### 北京

北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层  
邮编: 100032  
传真: (010) 63222939

### 上海

上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼  
邮编: 200041  
传真: (021) 62171434