

分析师：刘冉
执业证书编号：S0730511050002
021-50588666-8010
lushi5132003@yahoo.com

二季度业绩增长放缓

——青岛啤酒（600600）2011年中报点评

公司点评

增持（下调）

发布日期：2011年8月15日

报告关键要素：

如果下半年通胀压力缓解，公司毛利率水平有望回升。但是下半年若中高端酒水消费市场缩量的话，公司作为啤酒中的高端代表，预计要面临销量增长势头放缓的局面。未来公司一是要继续深挖优势市场尤其是山东本埠市场，追求盈利水平；二是要坚持走扩张兼并的路子，追求外延发展。

事件：

青岛啤酒（600600）公布上半年业绩：2011年上半年，公司共完成啤酒销售375万千升，同比增长20.6%；实现销售收入118.7亿元，同比增长21.1%；实现归属于上市公司股东的净利润9.9亿元，同比增长21.6%，实现EPS0.73元。

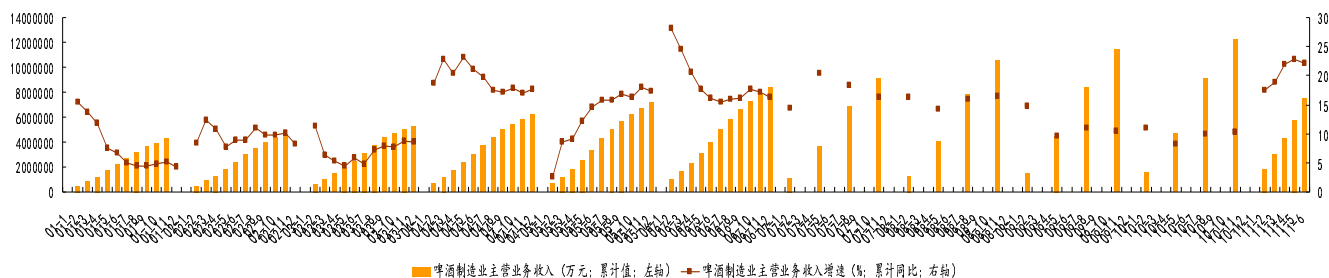
点评：

- 2011年上半年，啤酒市场销量加速增长：全行业共完成啤酒产量2350万千升，较去年同期增长了11.4%，增速同比提高了6个百分点，较往年的个位数增幅大幅提升。销量大幅增长的原因：一是金融危机之后市场消费的加速反弹表现；二是行业集中度提高、产能兼并扩张提速显现效果。另外，2011年上半年，行业实现收入748.17亿元，同比增长22.18%；实现利润59.74亿元，同比增长43.12%。
- 2011年上半年，公司销量增长远高于行业平均，原因：一是深挖山东、东南沿海、华南等基础市场，加大市场饱和度；二是兼并效应显现：公司上年兼并省内新银麦啤酒，新银麦上半年二季度实现销量15万千升，同比增长23%；三是“青岛”系列即中高端产品系列受到中高端酒水消费的拉动：上半年，主品牌即“青岛”啤酒实现销量203万千升，同比增长23%。
- 2011年上半年，公司销售收入增长基本与行业平均和自身销量增长同步，并低于一季度增长水平。在中高端产品提价的前提下，预计收入增速低于预期是由于二季度公司产品销量下滑。销量下滑的原因可能是，随着强势竞争者的介入，公司在优势市场中的竞争局面正在加剧；另外中高端酒水消费势头可能较一季度已经放缓。
- 2011年上半年，公司净利润增长与收入增长持平，低于一季度的业绩增长。在上半年期间费用率同比环比均下降2个百分点的情况下，其原因一是二季度收入增长放缓；二是上半年成本压力凸现，营业成本增长23.6%，高于收入增长，从而导致产品毛利率下滑1.6个百分点至34.51%。
- 如果下半年通胀压力缓解，公司毛利率水平有望回升。但是下半年若中高端酒水消费市场缩量的话，公司作为啤酒中的高端代表，预计要面临销量增长势头放缓的局面。未来公司一是要继续深挖优势市场尤其是山东本埠市场，追求盈利水平；二是要坚持走扩张兼并的路子，追求外延发展。二季度公司收购了杭州紫金滩酒业有限公司80%股权，启动年产20万千升啤酒的技改扩建项目；同时启动广东揭阳新建年产25万千升啤酒项目及武威公司、廊坊公司的搬迁扩建项目。
- 2011年6月公司完成换届选举，选举出第七届董事会和管理团队，并确立了到2014年销售啤酒1000万千升的目标。
- **投资评级：**预计公司2011、2012年每股收益分别为1.39、1.63元，同比增长23.01%、20.74%；按照8

月15日收盘价38.65元计算，公司动态市盈率为27.81、23.71倍。中高端酒水的未来市场情况目前还不明朗，目前公司估值偏高，下调对公司的“买入”评级至“增持”。

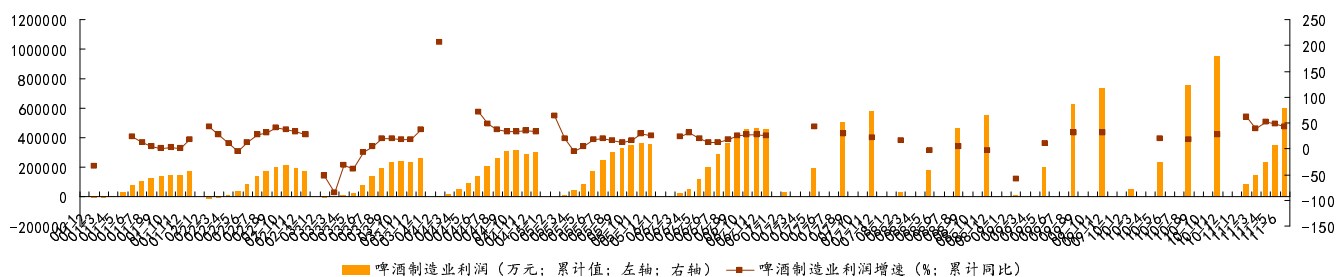
- **风险提示：**销量下滑；成本压力下半年继续加大，公司毛利率持续下滑。

图1：啤酒行业收入及其增速



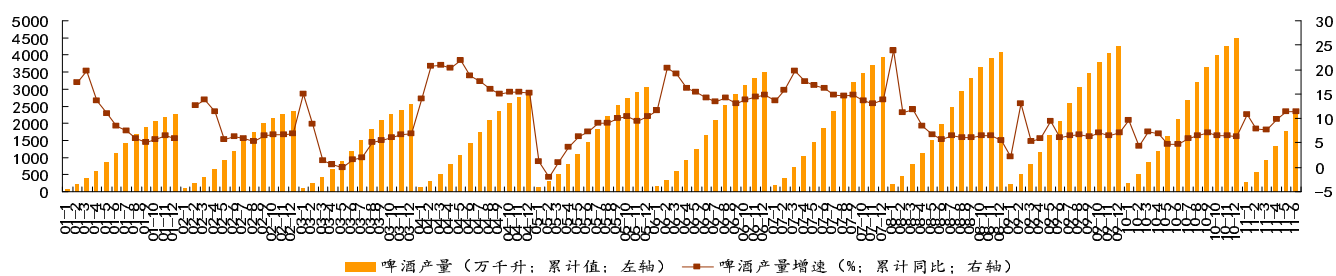
资料来源：WIND

图2：啤酒行业利润及其增速



资料来源：WIND

图3：啤酒产量及其增速



资料来源：WIND

表1：啤酒企业扩张情况（2010、2011年）

2010年		2011年
青岛啤酒	济南啤酒、新银麦啤酒	收购杭州紫金滩酒业80%股权，启动20万千升啤酒技改项目；启动广东揭阳25万千升啤酒新建项目；武威、廊坊扩建项目。
燕京啤酒	月山啤酒（河南）	
华润	悦泉啤酒（河南）、西湖啤酒	大富豪啤酒、亚太啤酒
嘉士博	重庆啤酒	

表2：盈利预测

	2010	2011E	2012E
营业收入（亿元）	198.98	233.75	267.44
增长比率（%）	10.38	17.47	14.41
净利润（亿元）	15.20	18.70	21.93
增长比率（%）	21.64	23.01	20.74
每股收益（元）	1.13	1.39	1.63
市盈率（倍）	34.20	27.81	23.71

注：以8月15日收盘价38.65元为准。

表3：市场和基础数据
市场数据（2011年08月15日）

收盘价（元）	38.65
一年内最高/最低（元）	39.57/30.95
沪深300	2917.88
市净率（倍）	5.04
流通市值（亿元）	107.65

基础数据（2011年06月30日）

每股净资产（元）	7.66
每股经营现金流（元）	1.57
毛利率（%）	43.23
净资产收益率（%）	9.56
资产负债率（%）	51.37
总股本/A股流通股（万股）	135098/27852
B股/H股（万股）	0/65507



行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

重要声明

本公司具有证券投资咨询业务资格。

负责撰写此报告的分析师承诺：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。保证报告信息来源合法合规，报告撰写力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响。

免责声明

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司及其所属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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告的版权仅为本公司所有。

转载条款

刊载或者转发机构刊载转发本报告不得用于非法行为，必须注明报告的发布人和发布日期，提示使用报告的风险；非全文刊载转发本报告的必须保证报告观点的完整性，不得断章取义，由于部分刊载或者转发引起的法律责任由刊载或者转发机构负责；刊载转发本报告用于特殊用途的应当与公司或者研究所取得联系，双方签订协议。