

长期投资价值支撑长期发展空间

青岛啤酒 (600600.SH)

推荐 维持评级

投资要点:

- 我们认为, (1) 品牌战略; (2) 公司发展战略; (3) 组织结构; (4) 经营管理等中长期影响因素是公司长期投资价值的基础。同时这也是我们认为公司是快速消费品行业中最具长期投资价值的上市公司的关键依据。
- 公司规划十二五目标为产销量 1000 万千升。随着上市十几年来产销量增长 19 倍以及产能扩大 23 倍、分公司和子公司数量增长 14 倍, 以及行业环境的飞速发展, 公司发展战略经历了逐步提升的过程。顺利度过战略扩张期和整合期后, 2007 年开始, 公司进入了一个整合与规模扩张并举的时期。公司规划十二五产销量目标为 1000 万千升 (2010 年 635 万千升, 相当于 CAGR9.51%)。
- 我们判断, 2011 年有望成为销量增长之年, 全年增速在 15% 以上。主要理由:

(1) 可转债项目已经投产: 2008 年发行可转债募集资金 15 亿元, 截止目前已使用 11.5 亿元, 其中承诺项目青岛啤酒第三有限公司, 徐州、济南、日照、成都新建生产项目均已投产, 这部分产能有望在 2011 年开始上量。

(2) 2011 年扩建及新建项目陆续体现: 2011 年度青岛啤酒二厂、上海、深圳、福州、珠海等工厂的扩建以及石家庄新建工厂项目均将顺利完成, 支持公司产能快速扩张。

(3) 兼并股权有利于快速上量, 改变区域市场竞争规模。2010 年 9 月和 12 月, 公司分别受让了嘉禾啤酒及银麦啤酒股权。嘉禾啤酒太原工厂目前产能 18 万千升, 银麦啤酒主要集中于以临沂为中心的鲁南市场, 产能 55 万千升。我们了解到, 公司仍将在重点市场区域内将继续寻找合适的收购兼并目标。

- **盈利预测与估值:** 预测公司 2011~2013 年 EPS 为 1.34 元、1.57 元和 1.93 元, 对应 2011/2012/2013 年 PE 为 27、23、19 倍, 鉴于未来三年净利润复合增速达到 20.18% 及公司在行业中持续强劲竞争力, 我们给予“推荐”评级。

主要财务指标

	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	18026.11	19897.83	24126.55	27620.78	31561.30
收入增长率%	12.50%	10.38%	21.25%	14.48%	14.27%
EBITDA(百万元)	2199.85	2499.90	3077.03	387.17	4779.78
净利润(百万元)	1250.01	1520.48	1803.89	2200.43	2702.95
净利润增速%	78.69%	21.64%	18.64%	21.98%	22.84%
摊薄 EPS(元)	0.93	1.13	1.34	1.57	1.93
PE	39.72	32.65	27.52	23.41	19.05
EV/EBITDA(X)	19.71	17.34	14.09	11.18	9.07
PB	6.04	5.17	4.45	3.57	3.09
ROIC	0.4	0.74	0.38	0.38	0.39

资料来源: 中国银河证券研究部

分析师

周颖 (非白酒行业)

☎: (8610) 8357 1301

✉: zhouying_yj@chinastock.com.cn

执业证书编号: S1010510120060

董俊峰 (首席)

☎: (8610) 6656 8780

✉: dongjunfeng@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130511010002

市场数据

时间 2011.08.30

A 股收盘价(元)	35.95
A 股年内最高价(元)	39.57
A 股年内最低价(元)	30.25
上证指数	2566
市净率	4.69
总股本(亿股)	13.51
实际流通 A 股(亿股)	2.79
限售的流通 A 股(亿股)	4.17
流通 A 股市值(亿元)	100.13

相对指数表现图



资料来源: 中国银河证券研究部

相关研究

1. 青岛啤酒 (600600): 中高端品牌力及收购兼并有有望助益销量增长 20110815
2. 青岛啤酒 (600600): 2011 有望成为销量之年, 中高端为增长主力 20110429
3. 食品饮料行业: 投资机会有望提前到来 20110430

投资概要:

驱动因素与主要假设条件:

公司规划十二五产销量目标为 1000 万千升 (2010 年 635 万千升, 相当于 CAGR9.51%)。

2011 年工作方针是, **积极扩大企业规模, 提高市场占有率**。公司将通过“双轮驱动”模式 (搬迁扩建+收购兼并) 推进公司在全国市场的战略布局。

我们判断, **2011 年有望成为销量增长之年, 全年增速在 15% 以上**。主要理由:

(1) **可转债项目已经投产**: 2008 年发行可转债募集资金 15 亿元, 截止目前已使用 11.5 亿元, 其中承诺项目青岛啤酒第三有限公司, 徐州、济南、日照、成都新建生产项目均已投产, **这部分产能有望在 2011 年开始上量**。

(2) **2011 年扩建及新建项目陆续体现**: 2011 年度青岛啤酒二厂、上海、深圳、福州、珠海等工厂的扩建以及石家庄新建工厂项目均将顺利完成, 支持公司产能快速扩张。

(3) **兼并股权有利于快速上量, 改变区域市场竞争规模**。2010 年 9 月和 12 月, 公司分别受让了嘉禾啤酒及银麦啤酒股权。嘉禾啤酒太原工厂目前产能 18 万千升, 银麦啤酒主要集中于以临沂为中心的鲁南市场, 产能 55 万千升。我们了解到, **公司仍将在重点市场区域内将继续寻找合适的收购兼并目标**。

我们与市场不同的观点:

公司原材料采购模式是 3 个月滚动采购, **2010 年底以来大麦价格快速上涨将对 2011 年 2 季度成本造成压力**。另外一方面, 我们看到一季度销量快速增长主要来自于中高端超预期增长。1Q11 公司实现啤酒销量 150 万千升 (yoy22%)。其中, 主品牌青岛啤酒销量 94 万千升 (yoy36%), 高端品种“青岛”纯生、听装、小瓶销量 28 万千升 (yoy28%); 低端品牌销量 56 万千升 (yoy4%, 略低于行业增速 7.75%)。主品牌占整体销量比例 62.67%, 比去年同期 (56.21%) 提高了 6.45 个百分点。1H11 行业产量 2350 万千升 (yoy+11.4%, +6pct), 公司整体销量达到 375 万千升 (yoy+20.6%), **考虑银麦二季度贡献销量 15 万千升, 扣除后 1H11 销量增速仍然达到 15.75%**。分品牌来看, 主品牌实现销量 203 万千升 (yoy+23%), 据我们测算, 副品牌 (除银麦外) 销量约为 157 万千升 (yoy+7.53%)。

因此, 我们判断, **大麦价格上涨对业绩造成一定压力, 考虑到中高端产品结构的持续提升可对冲部分成本, 毛利率及净利率微降**。

公司估值与投资建议:

公司股票 2011/2012PE 为 27/23 倍。考虑到公司战略着力于长期竞争力 (市占率) 的提升和中高端品牌强劲的增长能力 (青岛啤酒品牌价值由 2009 年的 366 亿元提升至 2010 年 426 亿元人民币, 持续居行业之首), 因此我们给予“推荐”的投资评级。

股票价格表现的催化剂:

2010 年异常天气对整个啤酒行业销量增速造成负面影响, 在旺季体现尤为明显。我们认为, **历史低基数有望触发 2011 年啤酒旺季销量增速超预期行情**。

主要风险:

大麦主产区异常天气变化造成减产的风险;国际大麦采购受农产品价格及其他因素影响大幅波动的风险。

目 录

一、啤酒行业：收入稳定增长，盈利能力逐年有所增强.....	4
二、青岛啤酒：多重因素支撑长期竞争力.....	5
（一）公司收入及利润保持稳步增长.....	5
（二）品牌战略：“1+3”格局成功建立，主品牌价值明显.....	7
（三）组织结构：公司战略实施及盈利体现的坚实基础.....	9
（四）发展战略分析.....	11
（五）股权激励：关注持续激励总量.....	12
（六）毛利率、净利率变化及原材料对盈利水平影响分析.....	13
四、盈利预测：2011 有望成为销量收入双增长之年.....	14
插图目录.....	16
表格目录.....	17

关键假设与敏感性分析

主营分业务预测

表 1: 青岛啤酒主品牌营收预测

主品牌	2009	2010	2011E	2012E	2013E
销量(吨)	295.00	348.00	402.84	471.49	549.85
同比	22.92%	17.97%	15.76%	17.04%	16.62%
吨收入(元/吨)	3976.69	4059.09	4119.16	4238.20	4324.99
同比	1.75%	2.07%	1.48%	2.89%	2.05%
吨成本(元/吨)	2038.97	2069.35	2118.40	2167.76	2205.04
同比	0.69%	1.49%	2.37%	2.33%	1.72%
收入(百万)	11731.24	14125.62	16593.83	19982.69	23781.02
同比	25.07%	20.41%	17.47%	20.42%	19.01%
成本(百万)	6014.97	7201.35	8533.85	10220.74	12124.44
同比	23.76%	19.72%	18.50%	19.77%	18.63%
毛利率(%)	48.73%	49.02%	48.57%	48.85%	49.02%

资料来源: 中国银河证券研究部测算

表 2: 青岛啤酒第二品牌营收预测

第二品牌	2009	2010	2011E	2012E	2013E
销量(吨)	261.00	257.00	260.00	258.05	257.10
同比	-1.88%	-1.53%	1.17%	-0.75%	-0.37%
吨收入(元/吨)	2222.24	2254.46	2282.65	2328.30	2378.59
同比	0.53%	1.45%	1.25%	2.00%	2.16%
吨成本(元/吨)	1510.65	1537.54	1571.21	1586.21	1611.21
同比	0.71%	1.78%	2.19%	2.19%	2.05%
收入(百万)	5800.05	5793.97	5934.88	6008.28	6115.27
同比	-1.36%	-0.10%	2.43%	1.24%	1.78%
成本(百万)	3942.80	3951.48	4085.15	4093.29	4142.37
同比	-1.18%	0.22%	3.38%	0.20%	1.20%
毛利率(%)	32.02%	31.80%	31.17%	31.87%	32.26%

资料来源: 中国银河证券研究部测算

表 3: 青岛啤酒其他品牌业务营收预测

其他品牌	2009	2010	2011E	2012E	2013E
销量(吨)	35.00	30.00	70.00	70.00	70.00
同比	9.38%	-14.29%	100.00%	0.00%	0.00%
吨收入(元/吨)	6761.52	14023.20	2282.65	2328.30	2378.59
同比	-21.78%	107.40%	-83.72%	2.00%	2.16%
吨成本(元/吨)	3647.79	8553.41	1571.21	1586.21	1611.21
同比	-18.66%	134.48%	-81.63%	0.95%	1.58%
收入(百万)	2366.53	4206.96	1597.85	1629.81	1665.01
同比	-14.45%	77.77%	-62.02%	2.00%	2.16%
成本(百万)	1276.72	2566.02	1099.85	1110.35	1127.85
同比	-11.04%	100.98%	-57.14%	0.95%	1.58%
毛利率(%)	46.05%	39.01%	31.17%	31.87%	32.26%

资料来源: 中国银河证券研究部测算

表 4: 青岛啤酒整体啤酒业务营收预测

整体啤酒业务	2009	2010	2011E	2012E	2013E
销量(吨)	591.00	635.00	732.84	799.54	876.95
同比	9.85%	7.45%	24.00%	9.10%	9.68%
吨收入(元/吨)	3366.81	3799.46	3292.18	3454.57	3598.99
同比	0.48%	12.85%	-2.22%	4.93%	4.18%
吨成本(元/吨)	1900.93	2160.45	1872.00	1929.15	1983.55
同比	-0.57%	13.65%	-1.52%	3.05%	2.82%
收入(百万)	19897.83	24126.55	24126.55	27620.78	31561.30
同比	10.38%	21.25%	21.25%	14.48%	14.27%
成本(百万)	11234.49	13718.85	13718.85	15424.38	17394.66
同比	9.23%	22.11%	22.11%	12.43%	12.77%
毛利率(%)	43.54%	43.14%	43.14%	44.16%	44.89%

资料来源: 中国银河证券研究部测算

敏感性分析

2011EPS 变化	毛利率				
	45.14%	44.14%	43.14%	42.14%	41.14%
18.25%	1.55	1.43	1.30	1.18	1.06
19.25%	1.56	1.44	1.31	1.19	1.06
20.25%	1.58	1.45	1.32	1.20	1.07
2011 收入增速 21.25%	1.59	1.46	1.34	1.21	1.08
22.25%	1.60	1.47	1.35	1.22	1.09
23.25%	1.62	1.49	1.36	1.23	1.10
24.25%	1.63	1.50	1.37	1.24	1.11

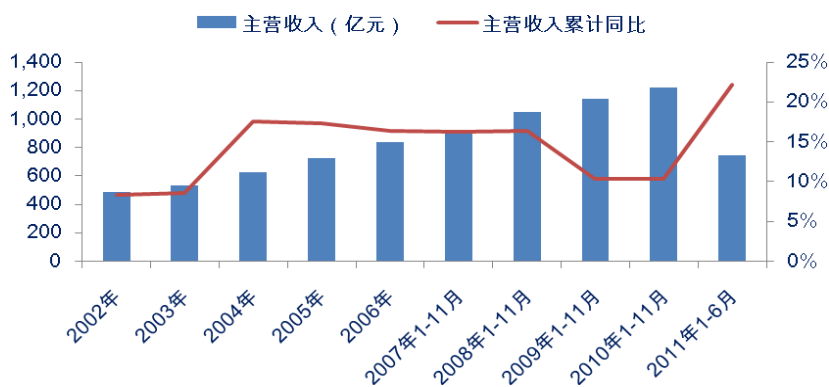
数据来源: 中国银河证券研究部测算

一、啤酒行业：收入稳定增长，盈利能力逐年有所增强

我国啤酒行业近年来收入增速较为稳定。2010年1-11月，我国啤酒行业实现销售收入1223.82亿元，同比增速10.32%，利润总额95.31亿元，同比增速26.90%。2004-2008年间，啤酒行业收入增速实现较高增长，增速稳定在17%左右；2009-2010两年间，收入增速回落至10%附近；2011年1-6月，啤酒行业收入增速为22.18%，我们认为部分原因是由于去年极端天气影响，导致前几月销量/收入增速基数较低所致。

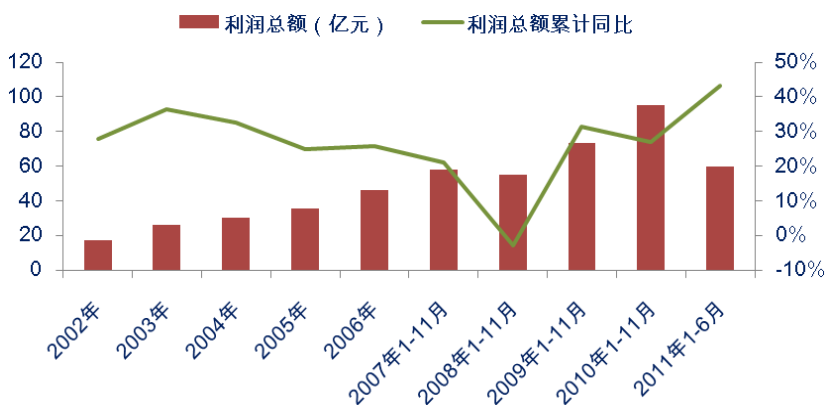
我国啤酒行业利润总额增速波动较大，与收入变动幅度方向并不完全一致。与此同时，纵观2002年以来历史数据，可以发现啤酒行业利润总额变动与收入变动并不完全一致，且波动较大。我们认为原材料大麦的采购价格成为其中关键因素。2009年以来，利润增速保持在30%左右，甚至要高于2005-2006年间收入高增长时期的利润增速水平，我们认为这显示出啤酒行业（特别是规模以上企业）在结构优化及费用效率上的提升。

图 1：2002-2010 年间我国啤酒行业销售收入增长稳定在 10-20% 区间内



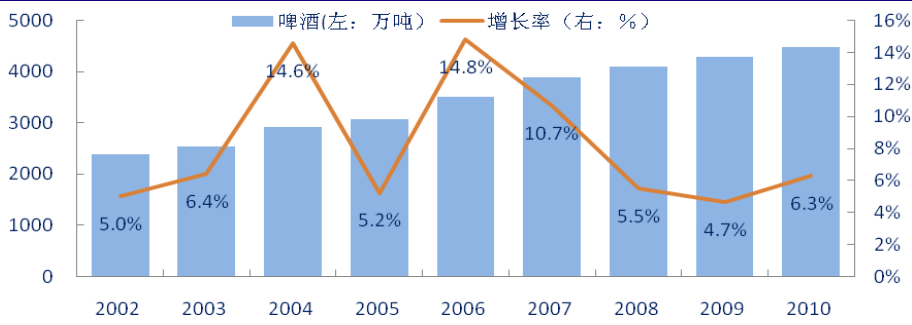
资料来源：中国银河证券研究部整理，国家统计局

图 2：2002-2010 年间我国啤酒行业利润总额增速波动较大，近两年保持在 30% 左右



资料来源：中国银河证券研究部整理，国家统计局

图 3: 我国啤酒生产量近年来保持稳步增长 (万吨)

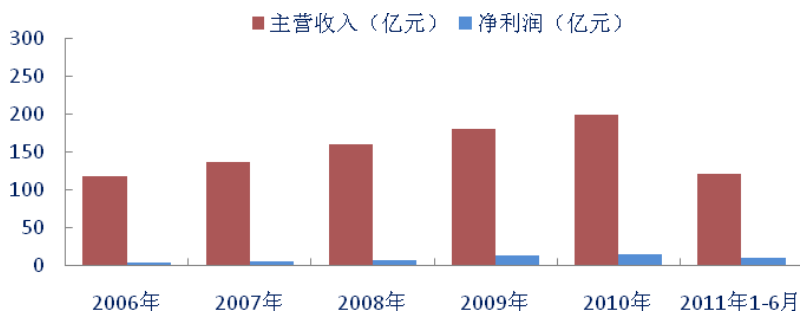


资料来源: 中国银河证券研究部整理, 国家统计局

二、青岛啤酒: 多重因素支撑长期竞争力

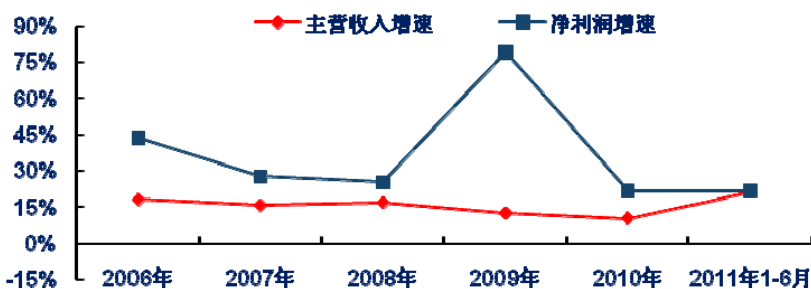
(一) 公司收入及利润保持稳步增长

图 4: 青岛啤酒历年收入及利润变化



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究部整理

图 5: 青岛啤酒历年收入及利润增速变化



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究部整理

表 5: 2006 年-2011 中报青岛啤酒收入及净利润增速变化

	2006 年	2007 年	2008 年	2009 年	2010 年	2011 年 1-6 月
主营收入 (亿元)	118.33	137.09	160.23	180.26	198.98	120.50
主营收入增速	18.09%	15.86%	16.88%	12.50%	10.38%	21.38%
净利润 (亿元)	4.37	5.58	7.00	12.53	15.20	9.90
净利润增速	43.76%	27.73%	25.34%	79.16%	21.64%	21.62%

资料来源: 中国银河证券研究部整理

2010 全年, 公司实现啤酒销售 635 万千升, 同比增长 7.40% (行业增速 6.30%); 实现营业收入 198.98 亿元, 同比增长 10.38%; 归属于上市公司股东净利润 15.20 亿元, 同比增长 21.64%。

2010 年公司毛利率为 35.2%, 同比提高 0.6 个百分点。毛利率提高主要来自于主品牌青岛啤酒占比继续上升。2010 年全年青岛主品牌实现产销量 348 万千升, 占总销量比重达到 54.8% (2009 年占比 49.92%), 同比增速达到 18%; 纯生、听装、小瓶青岛啤酒高端品种产销量达增速 26%。2010 年公司销售费用为 39.18 亿元, 同比增长 12.40%, 主要是结构优化过程中, 高端产品促销费用增长所致。三项费用率略有增长, 其中, 销售费用率 19.69% (同比增 0.36 个百分点), 管理费用率 5.42% (同比减 0.11 个百分点)。2010 年末预收账款 7.75 亿元, 同比增长 186.1%。期末存货 19.42 亿元, 同比增长 3.5%。

2011 年第二季度净利润增速较低。2011 年前两季度分别实现销售收入 52.45 和 68.05 亿元, 同比增长 26.67% 和 17.59% (去年同期 8.59% 和 9.36%), 实现归属于母公司净利润 3.93 和 5.97 亿元, 同比增长 38.21% 和 9.37% (去年同期 42.72% 和 23.86%)。

公司规划未来五年产销量目标为 1000 万千升。2011 年公司工作方针为“全力以赴开拓市场; 全力以赴降低成本; 全力以赴抓机遇, 防通胀”, 积极扩大企业规模, 提高市场占有率。主要以“双轮驱动”模式 (搬迁扩建+收购兼并) 推进公司在全国市场的战略布局。

表 6: 公司 2009 中报以来各期销售区域比例变化

地区名称	营业收入比例		营业毛利比例	
	2011 上半年	2010 年	2011 上半年	2010 年
山东	49.05%	47.21%	52.51%	51.18%
华南	18.10%	19.89%	20.63%	22.29%
华北	17.08%	16.29%	13.11%	12.21%
华东	7.62%	8.22%	5.60%	6.39%
东南	6.45%	6.56%	5.86%	5.61%
香港及海外	1.70%	1.84%	2.28%	2.31%
合计	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%

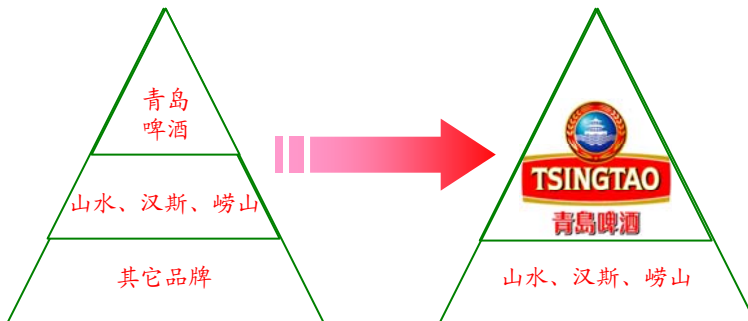
资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究部

（二）品牌战略：“1+3”格局成功建立，主品牌价值明显

十一五时期，公司成功打造了“1+3”品牌格局，价值提升明显。公司近年来开始规划整合旗下众多品牌，贯彻“1+3”的品牌战略规划，即重点发展“青岛啤酒”主品牌和三个第二品牌汉斯、山水、崂山。公司十一五结束，即2010年主品牌销量达到348万吨，占比54.80%，“1+3”品牌占比达到95.28%，比2006年提升了近30个百分点，成功实施了“青岛啤酒+三个第二品牌”的品牌销售格局。

未来仍然坚持1+3的品牌战略，积极培育二线品牌。公司计划顺应国内市场消费升级趋势，保持并发挥主品牌在中高端市场的优势，持续进行结构优化。同时，在第二品牌山水啤酒、崂山啤酒、汉斯啤酒的营销策略上，将以市场销量为主导目标，通过加强品牌亲和力和影响力来实现产销量的提升。

图 6：公司品牌营销策略

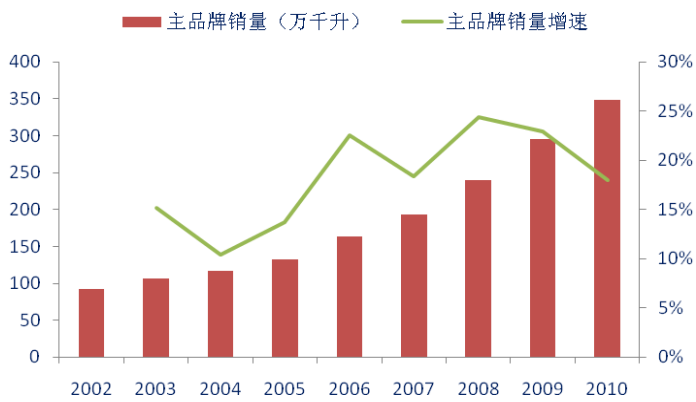


资料来源：中国银河证券研究部整理

一直以来，公司对品牌建设方面进行了大量的人财物投入，进行了营销创新。例如公司在业内首倡了将品牌传播、消费者体验和产品销售三种手段有机结合运用的三位一体营销模式，2007年开始运作的营销活动是“倾国倾城”活动，公司与联合国世界旅游组织、联合国开发计划署、美国国家地理频道共同举办“青岛啤酒·CCTV·倾国倾城——最值得向世界介绍的中国名城”大型电视活动，让奥运激情在城市间传递，让世界更多的了解中国；公司作为2008年北京奥运会的赞助商，开展了系列奥运营销活动，制定了分阶段的奥运营销计划，分别为2006年“点燃激情”、2007年“传递激情”、2008年“释放激情”、2009年“演绎激情”，具体如“青岛啤酒 我是冠军”、“奥运全国行”的大篷车路演、“全球奥运激情征集活动”等活动，让更多普通百姓关注奥运、体验奥运、支持奥运，并以此为契机和载体，提升青岛啤酒品牌的市场影响力；2009年继续整合营销传播，品牌推广实施以NBA赛事为传播主线，体育营销为主导的整合，并推行“大客户+微观运营”的营销模式，提高营销运营效率；2010年将坚持以体育营销为主线的品牌推广，演绎「激情成就梦想」的品牌主张，在品牌推广、消费者体验和产品销售三位一体结合上进一步提升；在产品质量上，继续追求质量一致性，给广大消费者带来高质量的消费感受；在渠道控制上，继续推进“大客户+微观运营”模式，全力打造省级基地市场、重点区域市场，提升公司的行业领导者地位。

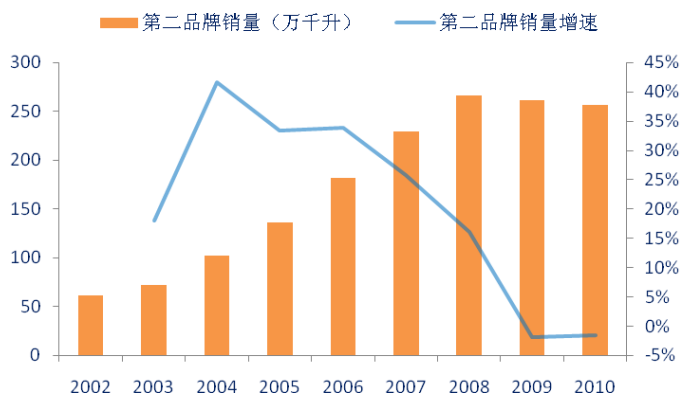
我们认为，从1999年到2009年公司累计投入36亿的广告费用将在未来进一步发挥作用，公司通过调整产品组合，未来主品牌和第二品牌的销售量和占比、吨酒价格将进一步提升（如前图所示），利润提升空间巨大。

图 7: 青岛啤酒历年主品牌销量及增速变化



资料来源: 公司公告。中国银河证券研究部整理

图 8: 青岛啤酒历年第二品牌销量及增速变化



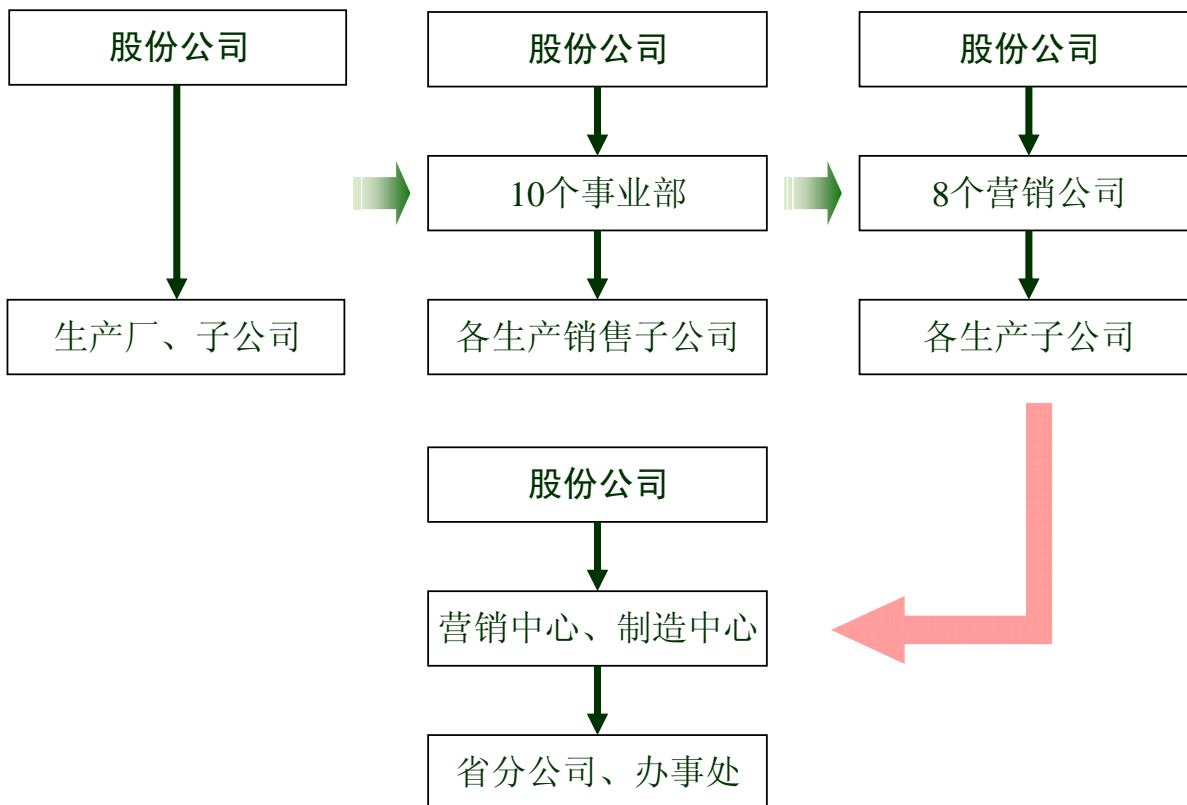
资料来源: 公司公告。中国银河证券研究部整理

(三) 组织结构：公司战略实施及盈利体现的坚实基础

与公司发展战略提升相适应，公司组织结构随着销售规模的快速扩张、公司管理能力的提高，经历了逐步完善的发展过程。我们认为公司组织结构的转变，不仅适应了行业环境变化的要求，更是为公司战略的顺利实施和真实盈利能力的展现和飞跃提升打下了坚实的基础。

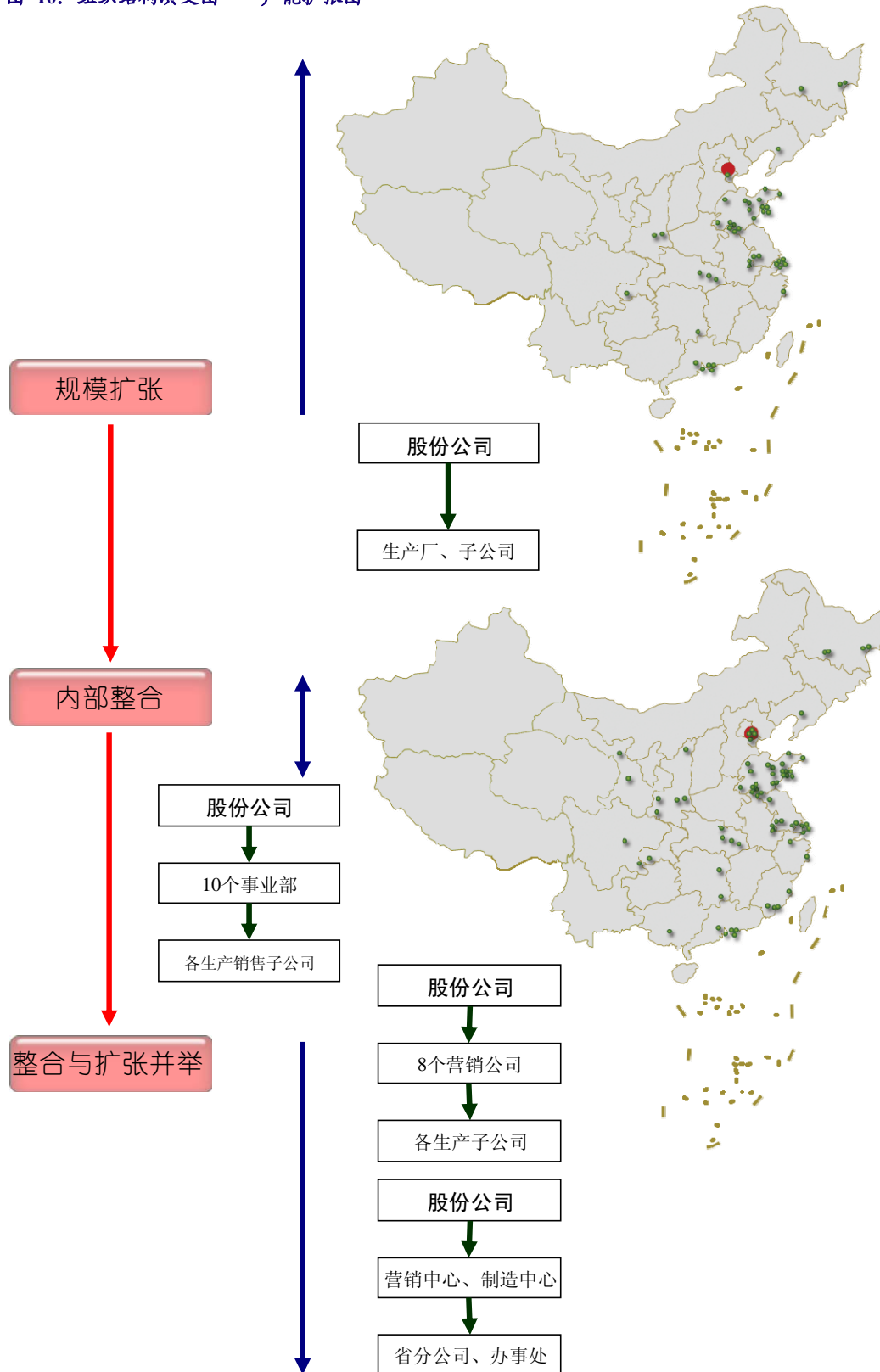
为了顺利实现由生产导向型组织向市场导向型组织的战略性转型，2005 年公司推行了以市场为导向的内部产权关系和管理关系的变革。此次组织变革以市场为导向、服务客户的组织变革，改变了过去那种以权力为基础、以服从为特征、对上级负责的垂直型架构，建立起了以共同愿景为基础、以服务客户为特征、对用户负责的扁平化组织架构。2007 年以来公司进行了以优化价值链为主的组织变革和业务流程再造，将公司总部和原有区域营销公司依据公司总体价值链进行专业化分工，成立投资、营销和制造三大中心的一体化运营的管理架构，建立了“结构一体化、资源集约化、分工专业化和执行一致性”的组织体系，同时采取了与变革相配套的团队建设、财务控制、风险防范等措施，确保变革稳步推进，2010 年公司在两大中心将强化一体化运营，不仅包括公司各业务单元、各职能部门，还包括战略供货商、战略经销商，使整个价值链最大化的同时为公司获取最大利益，进一步提升组织变革的成效。

图 9：组织结构提升图



资料来源：中国银河证券研究部

图 10: 组织结构演变图——产能扩张图



资料来源: 中国银河证券研究部

(四) 发展战略分析

青岛啤酒上市初产销量仅 24 万吨,从 1996 年到 2000 年由 30 万吨快速扩张到近 200 万吨,公司作为中国第一大啤酒生产商的地位保持到 2005 年。

随着规模扩大和行业环境的飞速发展,公司发展战略经历了逐步提升的过程。如图 22 所示,是公司过去和未来几年的发展战略。

1997 年以后,啤酒行业竞争更趋激烈,公司管理层推动了公司从计划经济到市场经济的转型;2002 年以后,公司着力向国际化转型,推进三大战略转变,提升经营管理水平,为此引入战略合作伙伴 A-B。

目前公司已经走出五年的整合期——内部整合、市场整合、品牌整合,通过内部整合、市场整合、品牌整合等一系列的整合,市场运作能力、管理能力、员工素质都有很大提升,无论在市场开拓方面,还是生产运营管理方面都有足够能力支撑青岛啤酒的高速发展。从 2007 年开始,青啤进入了一个整合与规模扩张并举的时期。

未来规模扩张分析:

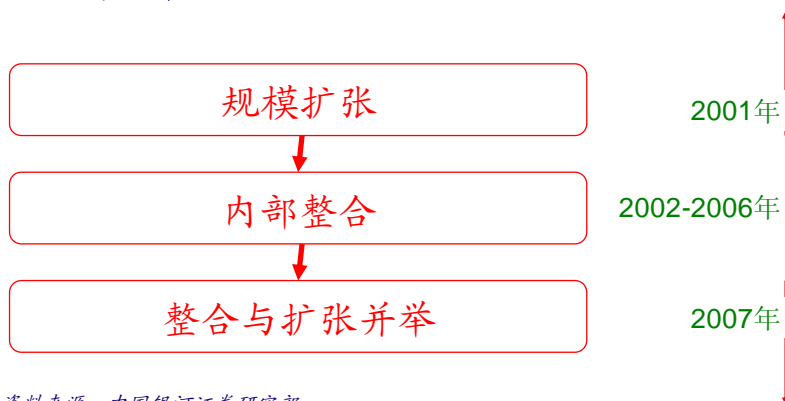
根据公司未来三到五年高于行业增速 2 个点的发展目标,今后将采用如下产能扩张模式:

- 扩建改造模式。此种模式投资额更低于新建模式,设备投资额亦呈现降低趋势;
- 新建模式。目前新建万吨产能,仅需要一千多万元资金,设备投资额呈现降低趋势;
- 不排除收购好的并购标的,如已经收购的济南趵突泉和烟台啤酒。

2009 年公司总产能超 800 万吨,产能利用率在 70%左右;另外,发酵周期缩短到 30 天以内,设备利用效率的提高,直接提升了可利用产能。

我们认为,公司通过五年的整合,不仅甩开了历史包袱,更为重要的是公司完成了由生产导向型组织向市场导向型组织的战略性转型,未来战略发展阶段升级到整合与规模扩张并举,真实盈利能力开始持续性显现,未来增长空间巨大。

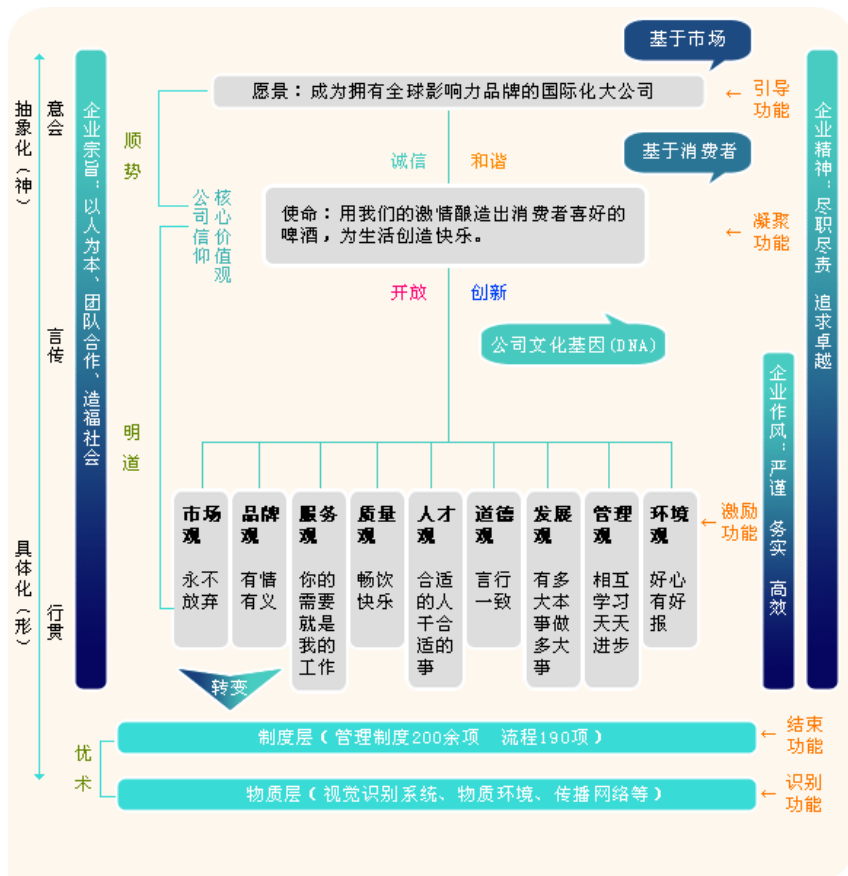
图 11: 战略提升进程



资料来源: 中国银河证券研究部

随着公司发展战略、组织结构和管理能力的持续提升，公司在管理各子公司方面的能力也在逐步提高，对各子公司进行（1）管理输入；（2）企业文化输入。

图 12: 企业文化

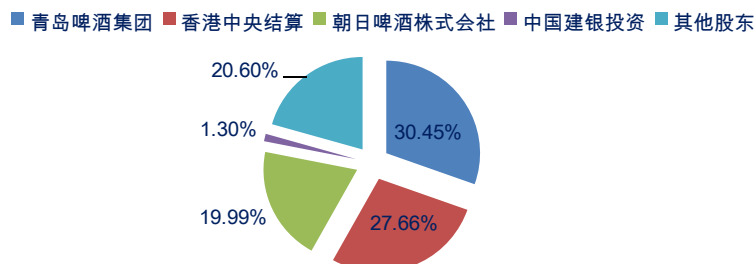


资料来源：中国银河证券研究部

（五）股权激励：关注后续激励总量

任何形式的股权激励都会在若干时期内有利于股东利益最大化。我们认为，鉴于目前的股本结构，建议投资者关注股权激励总量。

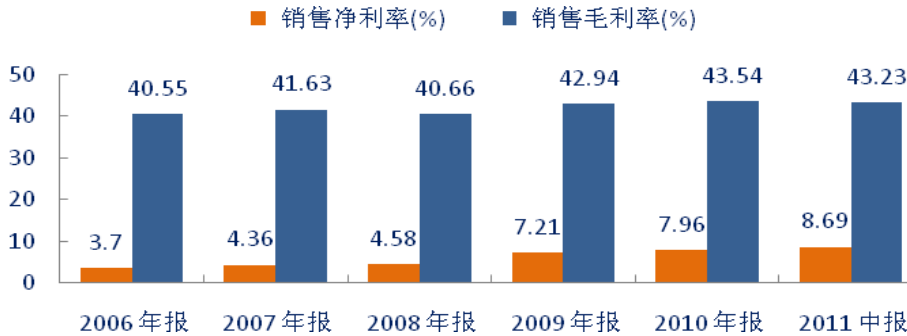
图 13: 截止 2011 年中报青岛啤酒股东结构



资料来源：中国银河证券研究部 公司材料

(六) 毛利率、净利率变化及原材料对盈利水平影响分析

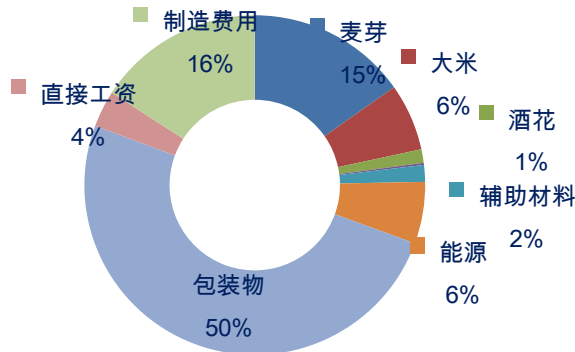
图 14: 2006-2011 年一季报青岛啤酒毛利率及净利率变化



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究部整理

公司近年来整体毛利率基本上在 40-44% 范围内波动。由于麦芽在原材料成本中占比较高, 因此, 啤酒大麦价格对公司毛利率影响较大。但是就较长的区间来看, 2006-2011 中报期间, 公司的销售毛利率和净利率整体显示出持续上升的趋势。我们认为, 公司品牌的强势提升、结构优化带来的中高端品种比例增加以及经营管理能力的进一步完善是盈利水平持续提升的内生性因素。

图 15: 青岛啤酒大致成本构成



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究部整理

麦芽在原材料成本中占比较高, 我们预计在 60-70% 之间, 是影响公司盈利能力的主要因素之一。公司主营啤酒业务生产所需原材料主要为麦芽、大米、酒花以及一些辅助材料。麦芽价格是影响公司毛利率的关键因素之一。

四、盈利预测：2011 有望成为销量收入双增长之年

表 7：青岛啤酒收入全业务分拆预测表

营业收入（百万）	2009	2010E	2011E	2012E	2013E
主品牌	11,731.24	14,125.62	16,593.83	19,982.69	23,781.02
占比	58.96%	58.55%	68.78%	72.35%	75.35%
第二品牌	5,800.05	5,793.97	5,934.88	6,008.28	6,115.27
占比	29.15%	24.01%	24.60%	21.75%	19.38%
其他品牌	2,366.53	4,206.96	1,597.85	1,629.81	1,665.01
占比	11.89%	17.44%	6.62%	5.90%	5.28%
合计	19,897.83	24,126.55	24,126.55	27,620.78	31,561.30

资料来源：中国银河证券研究部整理

表 8：青岛啤酒主营业务成长率分析

成长率分析	2009	2010E	2011E	2012E	2013E
主品牌	25.07%	20.41%	17.47%	20.42%	19.01%
第二品牌	-1.36%	-0.10%	2.43%	1.24%	1.78%
其他品牌	-14.45%	77.77%	-62.02%	2.00%	2.16%
合计	12.50%	10.38%	21.25%	14.48%	14.27%

资料来源：中国银河证券研究部整理

给予“推荐”评级。预测公司 2011~2013 年 EPS 为 1.34 元、1.57 元和 1.93 元，对应 2011/2012/2013 年 PE 为 27、23、19 倍，鉴于未来三年净利润复合增速达到 20.18%及公司在行业中持续强劲竞争力，我们给予“推荐”评级。

表 9: 青岛啤酒 (600600) 财务报表预测

资产负债表	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E	利润表	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
货币资金	5350.58	7597.96	5963.48	7705.01	8516.34	营业收入	18026.11	19897.83	24126.55	27620.78	31561.30
应收和预付款项	365.07	328.50	498.96	541.83	615.04	营业成本	10285.13	11234.49	13718.85	15424.38	17394.66
存货	1877.38	1942.41	3326.82	3740.41	4218.20	营业税金及附加	1547.31	1663.13	2056.00	2341.58	2674.01
其他流动资产	20.73	25.76	33.83	33.61	37.83	营业费用	3484.40	3917.92	4552.68	5308.72	6054.00
长期股权投资	152.82	153.02	105.91	113.57	112.47	管理费用	998.14	1079.20	1325.98	1513.27	1728.08
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	财务费用	62.85	4.87	7.63	24.92	22.25
固定资产和在建工程	5623.83	5793.62	7928.99	9501.81	10919.88	资产减值损失	67.85	72.15	88.54	79.63	81.35
无形资产和开发支出	1408.46	1639.01	1803.07	1958.39	2116.48	投资收益	10.07	9.65	0.00	0.00	0.00
其他非流动资产	488.08	899.62	896.21	854.28	858.06	公允价值变动损益	-1.76	0.00	0.00	0.00	0.00
资产总计	14867.45	17777.12	19787.97	23720.53	26661.15	其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
						营业利润	1588.73	1935.72	2376.87	2928.28	3606.95
短期借款	153.47	196.22	218.42	200.19	205.60	其他非经营损益	150.61	187.48	163.81	169.50	170.60
应付和预收款项	1328.86	2038.04	2370.06	2679.55	3034.20	利润总额	1739.33	2123.20	2540.69	3097.79	3777.56
长期借款	28.27	10.72	40.72	70.72	100.72	所得税	440.22	538.78	635.17	774.45	944.39
其他负债	1431.49	2030.87	1733.04	1778.88	1804.54	净利润	1299.11	1584.42	1905.51	2324.34	2835.17
负债合计	6304.30	8057.37	8406.53	8971.38	9507.30	少数股东损益	49.10	63.93	101.63	123.91	132.21
股本	1350.98	1350.98	1350.98	1401.48	1401.48	归属母公司股东净利润	1250.01	1520.48	1803.89	2200.43	2702.95
资本公积	4194.82	4016.84	4016.84	5396.50	5396.50	每股收益 (EPS)	0.93	1.13	1.34	1.57	1.93
留存收益	2668.75	4229.65	5790.36	7602.00	9871.48	财务指标	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
归属母公司股东权益	8220.58	9603.11	11163.18	14406.98	16679.46	毛利率	42.94%	43.54%	43.14%	44.16%	44.89%
少数股东权益	342.57	116.63	218.26	342.17	474.39	销售净利率	6.93%	7.64%	7.48%	7.97%	8.56%
股东权益合计	8563.15	9719.75	11381.44	14749.15	17153.84	ROE	15.21%	15.83%	16.16%	15.27%	16.21%
负债和股东权益合计	14867.45	17777.12	19787.97	23720.53	26661.15	ROA	8.41%	8.55%	9.28%	10.14%	10.82%
						ROIC	47.11%	74.32%	38.37%	38.33%	39.47%
现金流量表	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E	销售收入增长率	12.50%	10.38%	21.25%	14.48%	14.27%
净利润	1299.11	1584.42	1905.51	2324.34	2835.17	EBIT 增长率	59.65%	17.50%	23.85%	22.89%	21.25%
折旧与摊销	548.27	559.31	692.53	922.98	1150.57	净利润增长率	78.69%	21.64%	18.64%	21.98%	22.84%
经营性现金净流量	3361.00	3284.03	1682.75	3543.11	4112.07	估值倍数	0.93	1.13	1.34	1.57	1.93
投资性现金净流量	-909.88	-764.82	-3047.98	-2841.43	-2883.32	PE(X)	39.72	32.65	27.52	23.41	19.05
筹资性现金净流量	471.56	-260.54	-269.25	1039.85	-417.43	PB(X)	6.04	5.17	4.45	3.57	3.09
现金流量净额	2926.53	2255.23	-1634.47	1741.53	811.33	PS(X)	2.75	2.50	1.80	1.57	1.37
EBITDA	2199.85	2499.90	3077.03	3876.17	4779.78	EV/EBITDA(X)	19.71	17.34	14.09	11.18	9.07
NOPLAT	1148.50	1396.94	1741.70	2153.84	2662.57						

资料来源: 中国银河证券研究部

插图目录

图 1: 2002-2010 年间我国啤酒行业销售收入增长稳定在 10-20% 区间内	4
图 2: 2002-2010 年间我国啤酒行业利润总额增速波动较大, 近两三年保持在 30% 左右	4
图 3: 我国啤酒生产量近年来保持稳步增长 (万吨)	5
图 4: 青岛啤酒历年收入及利润变化	5
图 5: 青岛啤酒历年收入及利润增速变化	5
图 6: 公司品牌营销策略	7
图 7: 青岛啤酒历年主品牌销量及增速变化	8
图 8: 青岛啤酒历年第二品牌销量及增速变化	8
图 9: 组织结构提升图	9
图 10: 组织结构演变图——产能扩张图	10
图 11: 战略提升进程	11
图 12: 企业文化	12
图 13: 截止 2011 年中报青岛啤酒股东结构	12
图 14: 2006-2011 年一季报青岛啤酒毛利率及净利率变化	13
图 15: 青岛啤酒大致成本构成	13

表格目录

表 1: 青岛啤酒主品牌营收预测	1
表 2: 青岛啤酒第二品牌营收预测	1
表 3: 青岛啤酒其他品牌业务营收预测	2
表 4: 青岛啤酒整体啤酒业务营收预测	2
表 5: 2006 年-2011 中报青岛啤酒收入及净利润增速变化	6
表 6: 公司 2009 中报以来各期销售区域比例变化	6
表 7: 青岛啤酒收入全业务分拆预测表	14
表 8: 青岛啤酒主营业务成长率分析	14
表 9: 青岛啤酒 (600600) 财务报表预测	15

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%-20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

董俊峰，行业研究主管 兼食品饮料行业证券分析师（首席）。1994—1998 年消费品营销策划业四年从业经历、1998—1999 年超市业一年从业经历、2001 年至今证券业十年从业经历。清华大学硕士。2003 年首创消费品行业数量化研究模型《品牌渠道评级体系》，已获国家版权局著作权登记证书。

周颖，食品饮料行业证券分析师（非白酒行业）。2007 年至 2011 年 2 月在中信证券从事行业研究工作，2011 年 3 月至今在银河证券从事食品饮料行业研究工作。清华大学硕士。

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

郭怡娴，食品饮料行业证券分析师（白酒行业）。2008 年至今从事食品饮料行业研究。武汉大学金融学硕士。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

银河证券有权在发送本报告前使用本报告所涉及的研究或分析内容。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究部

北京市西城区金融街35号国际企业大厦C座 100033

电话：010-66568888

传真：010-66568641

网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

北京地区联系：010-66568849

上海地区联系：010-66568281

深圳广州地区联系：010-66568908