

## 行业兼并渐尾声，内部盈利提升空间巨大

### ——青岛啤酒（600600）首次覆盖

行业分类：食品饮料

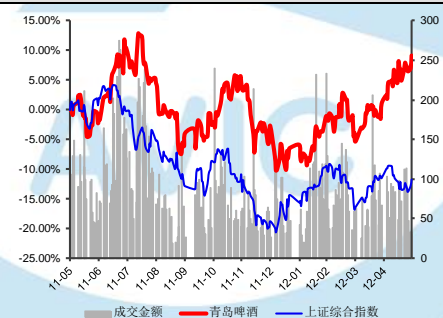
2012年5月29日

公司投资评级	买入
6-12个月目标价	40
当前股价（12.05.29）	37.56

#### 基础数据

上证指数	2389.64
总股本（亿）	13.51
流通A股（亿）	6.96
流通B股（亿）	0
流通A股市值（亿）	261.39
每股净资产（元）	8.56
ROE（2012Q1）	3.97%
资产负债率	47.08%
动态市盈率	23.61
市净率	3.83

#### 近一年行业指数与上证综指走势对比



资料来源：wind

#### 投资要点：

- **国内啤酒行业依然有较大发展空间。**虽然我国已经是全球第一大啤酒生产和消费国，但人均啤酒消费量依然较低，同全球主要经济发展国家比，随着人均收入的上升，未来人均啤酒消费依然有较大上升空间，较长时间内维持5%-10%的总产量增长较为确定。
- **国内啤酒行业兼并收购渐进尾声，市场布局日渐稳定。**通过多年的收购兼并，目前行业内领先的四大集团2011年的产量已经接近2900万千升，接近全国产量的60%，远远领先于行业内第二集团。而多个省市近几年来新增产量有限也表明除了少数几个地区依然竞争激烈外，大多数地区的竞争日渐稳定。
- **行业内的竞争或从地域争夺转为产品创新和管理能力提升。**经过多年的激烈竞争，国内啤酒行业通过兼并收购的外向型发展将日渐艰难，差异化产品定位和提升管理能力将是未来行业竞争的关键。
- **借鉴国外啤酒行业发展经验，行业毛利率提升和费用率下降的趋势将较为明确。**与国际主要的啤酒企业相比，国内啤酒行业毛利率普遍较低且销售费用率高企，随着市场的寡头垄断逐渐形成和稳定，毛利率的提升和费用率的下降将是必然的趋势。
- **青岛啤酒作为国内啤酒行业的领头羊之一，在规模、市场、管理方面均存在优势，将能充分受益行业的二次发展。**公司的ROE、管理费用率和营业利润率一直领先于行业，行业第二的产销规模也可以进一步降低整体的费用率，而公司建立的庞大而精细的销售网络则为公司产能扩张打下了基础，优秀的管理团队也让公司的发展一直都在正确的路上。通过不断的兼并收购和产能扩建，公司的持续成长有着坚实的基础。
- **首次覆盖并给予买入评级，建议长期持有。**预测公司2012-2014年的每股收益分别为1.59元、1.88元和2.19元，2012年对应当前的市盈率为23倍。我们看好公司的长远发展前景，建议适时买入并长期持有。
- **风险因素：**经济增长乏力影响消费意愿；人工成本、原材料价格上涨的风险。

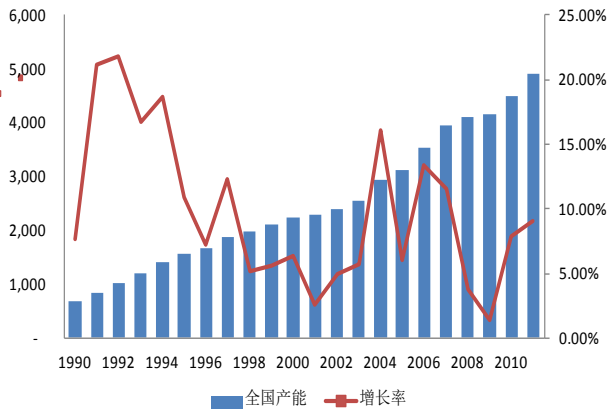
联系人：李润平      联系人电话：0755-83692762  
 联系人邮箱：rplink@hotmail.com

中航证券金融研究所发布      证券研究报告

请务必阅读正文后的免责条款部分

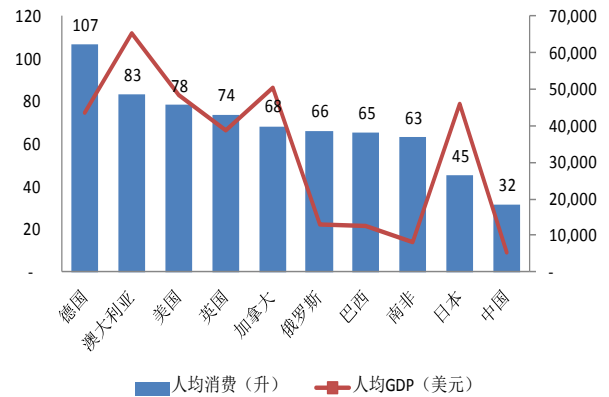
联系地址：深圳市深南大道3024号航空大厦29楼  
 公司网址：www.avicsec.com  
 联系电话：0755-83692635  
 传真：0755-83688539

图表 1 国内啤酒产销量变动 (万千升)



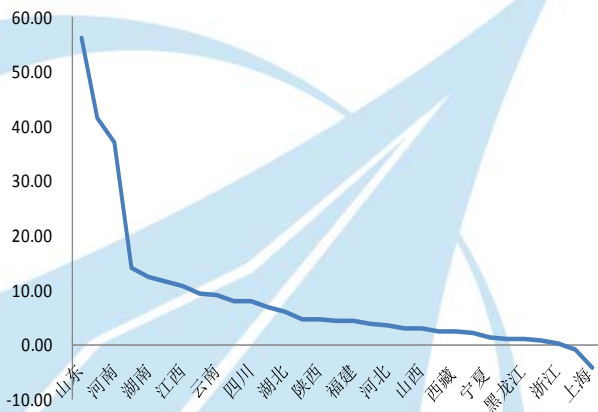
资料来源: 中航证券金融研究所、Ifind

图表 2 全球主要国家人均 GDP 和啤酒消费量



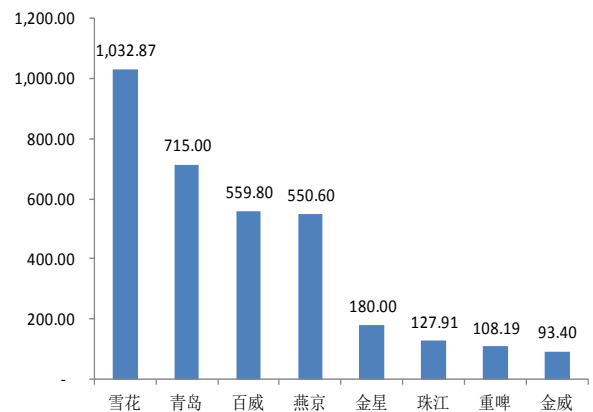
资料来源: 中航证券金融研究所

图表 3 国内省市近 5 年平均新增产能 (万千升)



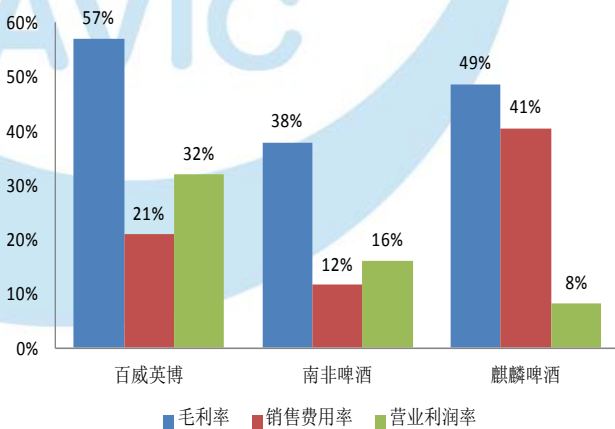
资料来源: 中航证券金融研究所

图表 4 主要啤酒企业 2011 年产销量 (万千升)



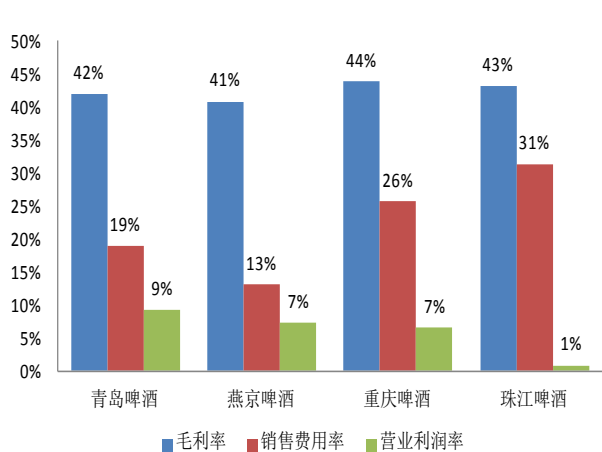
资料来源: 中航证券金融研究所

图表 5 国际啤酒企业毛利率、费用率和净利率



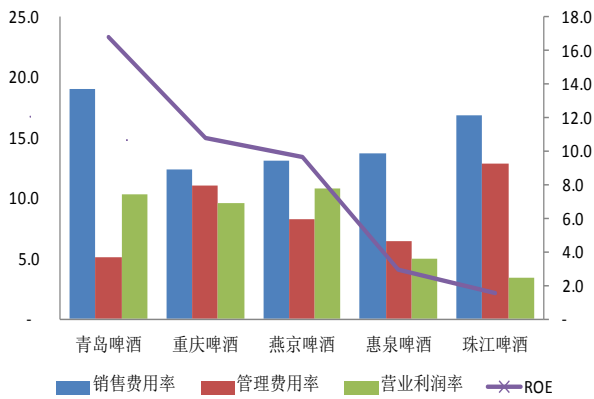
资料来源: 中航证券金融研究所、Wind

图表 6 国内啤酒企业毛利率、费用率和净利率

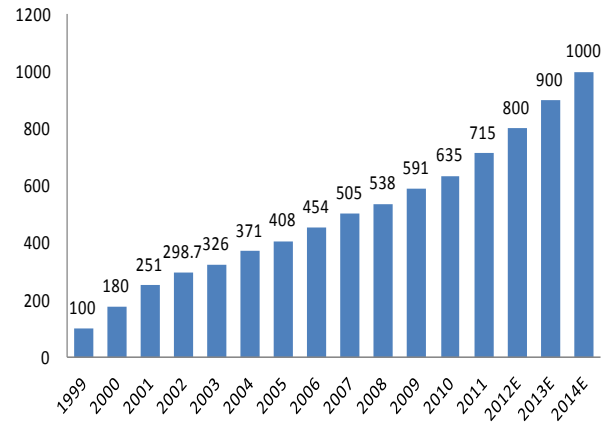


资料来源: 中航证券金融研究所、Wind

图表 7 国内企业主要指标比较 (%)



图表 8 公司产销量(万千升)



资料来源：中航证券金融研究所、Wind

资料来源：中航证券金融研究所



**公司财务报表预测**

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2011	2012E	2013E	2014E	会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
<b>流动资产</b>	9583	11617	13982	16896	<b>营业收入</b>	23158	26265	30434	34830
现金	6108	7704	9496	11802	营业成本	13417	15310	17867	20592
应收账款	88	100	116	133	营业税金及附加	2024	2256	2618	3002
其他应收款	114	130	150	172	营业费用	4415	4728	5326	5921
预付账款	273	300	300	300	管理费用	1184	1313	1461	1602
存货	2718	3101	3619	4171	财务费用	-36	-83	-108	-139
其他流动资产	282	282	300	319	资产减值损失	17	0	0	0
<b>非流动资产</b>	12051	12649	13204	13645	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	152	152	152	152	投资净收益	4	0	0	0
固定资产	7205	7574	8060	8551	<b>营业利润</b>	2142	2741	3271	3852
无形资产	2379	2329	2269	2199	营业外收入	470	352	374	382
其他非流动资产	2315	2593	2723	2744	营业外支出	156	108	116	120
<b>资产总计</b>	21634	24266	27186	30541	<b>利润总额</b>	2455	2985	3529	4114
<b>流动负债</b>	7156	7620	8227	8867	所得税	657	799	945	1102
短期借款	163	150	150	150	<b>净利润</b>	1798	2186	2584	3013
应付账款	1662	1897	2213	2551	少数股东损益	60	37	44	51
其他流动负债	5331	5573	5863	6166	<b>归属母公司净利润</b>	1738	2149	2540	2962
<b>非流动负债</b>	3201	3200	3200	3200	EBITDA	2803	3470	4075	4740
长期借款	454	454	454	454	<b>EPS (元)</b>	1.29	1.59	1.88	2.19
其他非流动负债	2747	2746	2746	2746					
<b>负债合计</b>	10357	10820	11427	12067	<b>主要财务比率</b>				
少数股东权益	166	204	247	298	<b>会计年度</b>	<b>2011</b>	<b>2012E</b>	<b>2013E</b>	<b>2014E</b>
股本	1351	1351	1351	1351	<b>成长能力</b>				
资本公积	4018	4018	4018	4018	营业收入	16.4%	13.4%	15.9%	14.4%
留存收益	5724	7873	10143	12807	营业利润	10.6%	28.0%	19.3%	17.8%
归属母公司股东权益	11110	13242	15512	18176	归属于母公司净利润	14.3%	23.6%	18.2%	16.6%
<b>负债和股东权益</b>	21634	24266	27186	30541	<b>获利能力</b>				
					毛利率(%)	42.1%	41.7%	41.3%	40.9%
<b>现金流量表</b>					净利率(%)	7.5%	8.2%	8.3%	8.5%
					ROE(%)	15.6%	16.2%	16.4%	16.3%
<b>会计年度</b>	<b>2011</b>	<b>2012E</b>	<b>2013E</b>	<b>2014E</b>	ROIC(%)	23.1%	26.9%	30.0%	33.6%
<b>经营活动现金流</b>	1872	2940	3459	3968	<b>偿债能力</b>				
净利润	1798	2186	2584	3013	资产负债率(%)	47.9%	44.6%	42.0%	39.5%
折旧摊销	698	811	913	1027	净负债比率(%)	5.98%	5.58%	5.29%	5.01%
财务费用	-36	-83	-108	-139	流动比率	1.34	1.52	1.70	1.91
投资损失	-4	0	0	0	速动比率	0.96	1.11	1.26	1.43
营运资金变动	-702	-13	-25	-32	<b>营运能力</b>				
其他经营现金流	120	39	95	99	总资产周转率	1.18	1.14	1.18	1.21
<b>投资活动现金流</b>	-3937	-1408	-1504	-1504	应收账款周转率	70	76	76	76
资本支出	2442	1497	1500	1500	应付账款周转率	9.17	8.60	8.69	8.64
长期投资	0	0	0	0	<b>每股指标(元)</b>				
其他投资现金流	-1495	88	-4	-4	每股收益(最新摊薄)	1.29	1.59	1.88	2.19
<b>筹资活动现金流</b>	55	64	-162	-158	每股经营现金流(最新摊薄)	1.39	2.18	2.56	2.94
短期借款	-34	-13	0	0	每股净资产(最新摊薄)	8.22	9.80	11.48	13.45
长期借款	443	0	0	0	<b>估值比率</b>				
普通股增加	0	0	0	0	P/E	29.20	23.61	19.98	17.13
资本公积增加	1	0	0	0	P/B	4.57	3.83	3.27	2.79
其他筹资现金流	-356	77	-162	-158	EV/EBITDA	17	13	11	10
<b>现金净增加额</b>	-2013	1596	1793	2305					

资料来源:中航证券金融研究所

## 投资评级定义

我们设定的上市公司投资评级如下:

- 买入 : 预计未来六个月总回报超过综合指数增长水平, 股价绝对值将会上涨。  
持有 : 预计未来六个月总回报与综合指数增长相若, 股价绝对值通常会上涨。  
卖出 : 预计未来六个月总回报将低于综合指数增长水平, 股价将不会上涨。

我们设定的行业投资评级如下:

- 增持 : 预计未来六个月行业增长水平高于中国国民经济增长水平。  
中性 : 预计未来六个月行业增长水平与中国国民经济增长水平相若。  
减持 : 预计未来六个月行业增长水平低于中国国民经济增长水平。

我们所定义的综合指数, 是指该股票所在交易市场的综合指数, 如果是在深圳挂牌上市的, 则以深圳综合指数的涨跌幅作为参考基准, 如果是在上海挂牌上市的, 则以上海综合指数的涨跌幅作为参考基准。而我们所指的中国国民经济增长水平是以国家统计局所公布的国民生产总值的增长率作为参考基准。

## 分析师简介

张绍坤, SAC执业证书号: S0640511010008, 南开大学经济学硕士, 2007年8月加入中航证券金融研究所, 从事零售行业的研究。

## 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 在此申明, 本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

### 免责声明:

本报告并非针对或意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示, 否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权, 不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作查照只用, 并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议, 而中航证券不会因接受本报告而视他们为其客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠, 但中航证券并不能担保其准确性或完整性, 而中航证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负任何责任, 除非该等损失因明确的法律或法规而引致。并不能依靠本报告以取代行使独立判断。中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映分析员的不同设想、见解及分析方法。为免生疑, 本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易, 向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意, 及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所根据的研究或分析。