

青岛啤酒 (600600)
增持/维持评级

股价: RMB38.23

分析师

洪婷
SAC 执业证书编号:S1000510120012
(021)6849 8639
hongting@mail.htlhsc.com.cn

蒋小东
SAC 执业证书编号:S1000510120031
(021)6849 8615
jiangxiaodong@mail.htlhsc.com.cn
逄海燕
SAC 执业证书编号:S1000510120030
(021)6849 8615
luhy@mail.htlhsc.com.cn

相关研究

短期业绩稳定增长, 长期利润率有较大提升空间

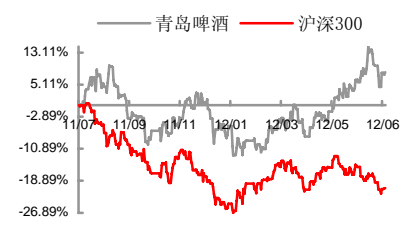
——青岛啤酒调研报告

- **短期:公司啤酒销量、收入和利润未来 1-2 年将保持平稳增长。**预计青岛啤酒 2012-2013 年的收入和销量将保持略高于行业平均水平的增长, 增长主要来自原有市场的自然增长以及收购并购公司带来的销售增长。而从产品结构来看, 今年 2 季度主品牌占比继续实现提升, 预计未来主品牌占比以及主品牌中的高档产品占比将继续增长以助推公司盈利能力持续提升, 另一方面从成本角度看, 2 季度大麦进口价格已较去年同期下降 10-20%, 但由于大米价格的上升以及包材成本持续高位, 2 季度毛利率回升不会明显, 3 季度回升幅度逐步增大; 而从费用角度看, 今年体育赛事较往年多, 预计销售费用率和管理费用率较往年略有提升, 明后年将恢复正常。
- **长期: 3-5 年之后, 啤酒行业集中度到较高水平, 公司将进入净利润率提升期, 业绩将会实现较快速的提升。**从长期来看啤酒龙头企业的盈利快速增长来自于三方面: 1、市场集中度提升到一定阶段带来龙头企业利润率快速提升, 目前行业 CR3 在 60%左右, 当行业集中度达到美国 80%左右的水平时, 龙头企业的利润率也将提升 1 倍左右; 2、品牌的溢价能力, 公司对青岛啤酒的长期投入帮助公司对旗下产品的提价能力高于同行业其他公司 3、基地市场(绝对优势市场)的数量增加, 市占率超过 50%的基地公司将是龙头企业利润的主要来源, 青岛啤酒未来将按照“三纵一横”(三纵: 黄河、长江、珠江沿线, 一横: 沿海一线)的布局进一步通过收购并购以及销售扩张实现更多的基地市场, 寻求更多的利润来源。
- **管理层主要领导更换对公司发展影响有限。**近期公司董事长和总裁都进行了更换, 我们更换事件对公司股价短期有一定负面影响, 但由于经过长期系统的发展, 青岛啤酒已形成了较为有效的经营机制以及明确的发展目标, 领导的更换对于公司品牌形象和长期发展, 影响有限, 对于短期和长期的业绩影响也较小。我们长期看好公司的投资价值。
- **盈利预测和投资建议。**我们基本维持公司 2012-2013 年 1.67 和 2.08 元的盈利预测, 相对目前股价的 PE 在 23 和 19 倍, 鉴于公司短期业绩将保持在 20%以上增长, 长期的利润率有大幅提升的可能性, 我们看好公司的长期投资价值, 维持对其的增持评级。
- **风险提示:**啤酒销量增速低于预期, 收购并购速度慢于预期。

基础数据

总股本(百万股)	1,351
流通 A 股(百万股)	696
流通 B 股(百万股)	0
可转债(百万元)	
流通 A 股市值(百万元)	26,605

最近 52 周股价走势图



资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

经营预测与估值	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入(百万元)	23158.1	26403.0	30257.0	34692.0
(+/-%)	16.4	14.0	14.6	14.7
归属母公司净利润(百万元)	1737.9	2255.0	2809.0	3532.0
(+/-%)	14.3	29.8	24.6	25.7
EPS(元)	1.29	1.67	2.08	2.61
P/E(倍)	29.7	23.2	18.6	14.8

资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

我们昨日参加了青岛啤酒股东大会，并与公司领导就公司近期的经营情况及未来的发展战略进行了一定的交流，我们对公司的整体情况概述如下：

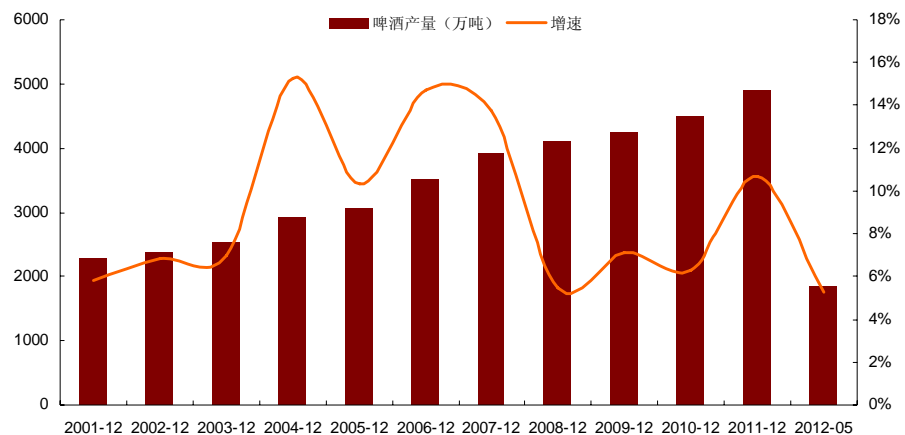
- **短期：公司销量和盈利未来 2-3 年将保持较为平稳的增长，产品结构提升继续成助推公司盈利能力主因。** 预计公司 2012-2013 年的收入和销量将保持略高于行业平均水平的增长，增长主要来自于原有市场的自然增长以及收购并购公司带来的销售增长。而从产品结构来看，主品牌占比提升将继续助推公司盈利能力。
- **长期：3-5 年之后，行业集中度到较高水平，企业将进入净利润率提升期，业绩将会实现较快速的提升。**
- **主要管理领导换届对公司经营影响有限，看好公司长期发展。**

短期：公司收入和利润保持平稳增长

啤酒行业消费整体增长缓慢

经过几十年的消费发展，啤酒的消费已经基本在全国各区域普及，行业整体的消费进入稳定期，消费量增长有限。自 2008 年开始啤酒行业整体的产销量增速就回落到 6%，预计行业产销量增速在未来将持续维持在 6%-8% 的较低的增速。

图 1：啤酒行业历史年度产销量及增速



资料来源：华泰联合证券研究所

收购并购预计帮助公司实现好于行业的销量增长

公司未来的销售量一方面来自于行业的自然增长，另外一方面将主要来自于对行业内其它企业的收购并购。预计公司今明两年的销售量将实现略高于行业整体增速的增长。2010 年到目前为止，公司已有约 3 项收购和 1 项合并，预计未来持续将有收购的行为。

表 1：2010 年以来青岛啤酒的收购、合并事项汇总

	收购标的	时间	产能 (万千升)	股权占比
青島啤酒	西湖啤酒	2010 年 11 月	30.00	通过朝日啤酒 获得 55% 的控 制权

银麦啤酒	2010年12月	55.00	100%
紫金滩啤酒	2011年3月	40	80%
广东韶关活力啤酒	2011年11月	15	100%
两公司将在上海和江苏地区业务合并,并各占50%股权			
三得利啤酒	2012年6月		

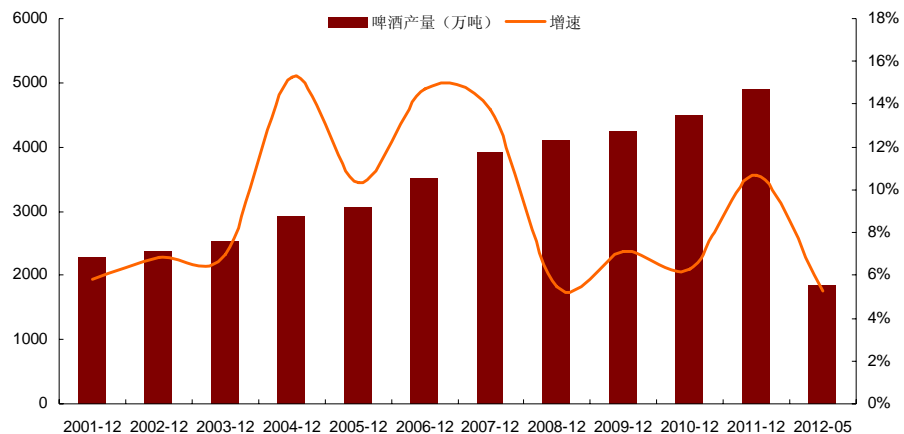
资料来源:公司公告,华泰联合证券研究所整理

主品牌占比及产品结构将继续提升提升公司盈利能力

从历史来看除了销量的增长,另一个推动公司收入和业绩增长的主要来源是其产品结构的持续提升,特别是其青岛啤酒主品牌的占比近几年保持持续提升,其占总销量的比重从2006年的35.90%上升到2011年的53.54%,主品牌产品的价格和毛利率高于二线品牌,其占比提升是公司综合毛利率持续提升的主要动力。公司今年4、5月主品牌的销售量增速分别为14%、12%,均高于公司总销量的增速,主品牌占比仍有继续提升空间。

另一方面在主品牌中公司高档产品系列的销售量占比也在持续提升,2011年高档产品的销量达到120万吨,预计今年的增速将达到20%以上。

图2: 啤酒行业历史年度产销量及增速



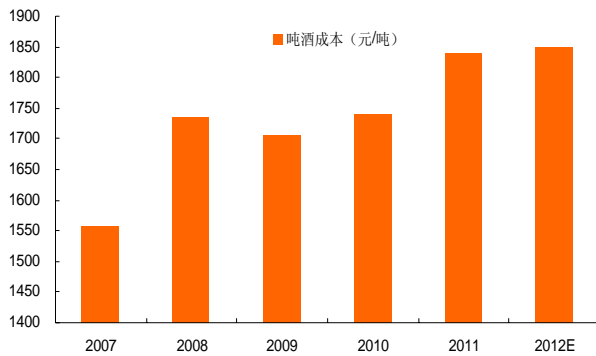
资料来源:华泰联合证券研究所

成本下降助推毛利率效应将在3季度显现,今年费用率或将上升

公司成本构成主要为原材料和人工费用,原材料中占比最大的是大麦、包装材料、大米等。去年大麦、包装材料等价格的上涨导致公司的成本有一定幅度的上升,吨酒成本从2010年的1739元上升5.82%到1840元。

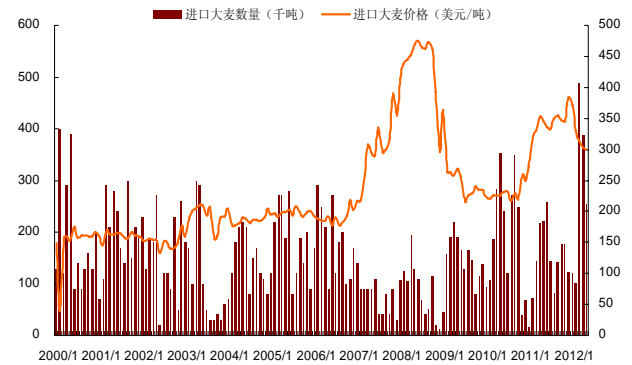
进入2012年国内大麦随着进口大麦的价格的下跌而下跌,近一个月的进口大麦的价格已经回落到300美元/吨,较去年同期下降的幅度在10-20%。但由于大米以及包装材料等的价格仍位于高位,所以预计2季度的毛利率不会出现明显的回升,而3季度随着大麦价格的持续下行,预计毛利率回升会更加明显,但较难恢复到2010年的水平。

图 3: 青岛啤酒吨酒成本的变化



资料来源: 华泰联合证券研究所

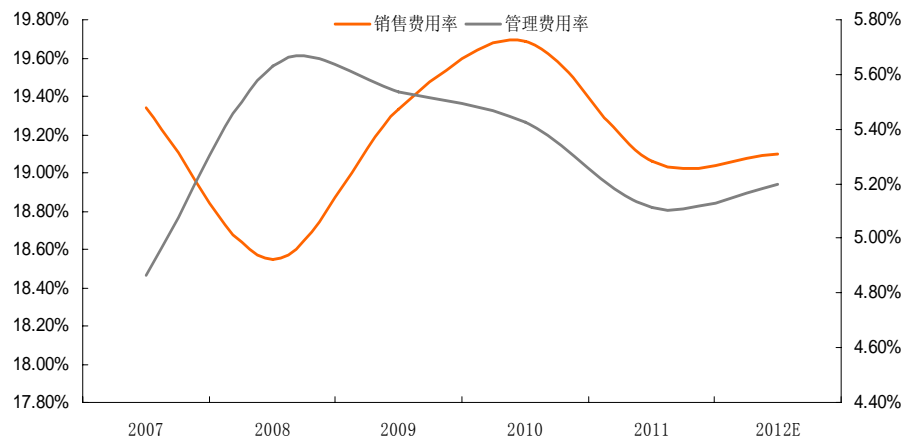
图 4: 进口大麦的数量及价格变化



资料来源: 华泰联合证券研究所

今年由于体育运动等赛事的赞助及相关的广告宣传较往年多(伦敦奥运会、NBA等),公司的相关销售费用将会有一定的提升,公司的销售费用率也会随之略有上升。另一方面,公司的人员工资今年有继续上升的可能,将导致管理费用率也有可能有所上升。今年费用率的上升将对公司盈利能力的回升有一定的负面影响。

图 5: 公司销售费用率(左轴)和管理费用率的变化



资料来源: 华泰联合证券研究所

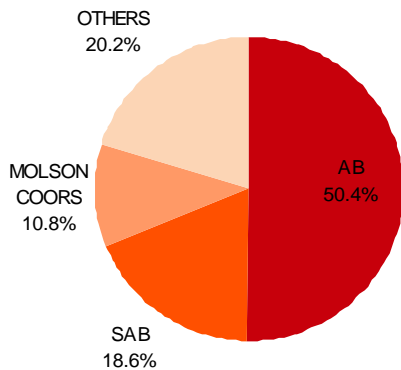
长期: 3-5 年公司盈利能力有可能进入快速提升期

从长期来看,啤酒企业的盈利的快速提升主要来自于三个方面: 1、市场集中度提升到一定阶段带来龙头企业利润率快速提升; 2、品牌的溢价能力; 3、基地市场(绝对优势市场)的数量增加。

市场集中度提升到一定阶段，企业利润率将快速提升

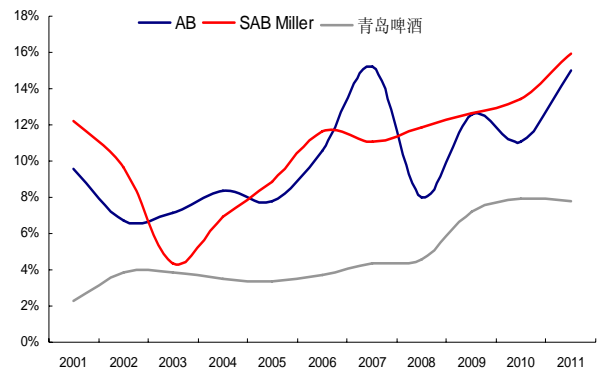
我国啤酒行业目前的发展格局和趋势与美国啤酒行业历史上的啤酒发展趋势较为相似，即龙头企业主要通过收购兼并以及市场拓展的形式以实现 2 - 3 家企业占有啤酒行业绝大多数市场的形式，是一种市场集中度较高的市场。2009 年美国前三大企业的市场占有率已经达到 79.8%。较高的市场集中度帮助龙头企业获得了一定的市场定价能力，美国龙头啤酒企业的利润率均达到较高的水平，2011 年的平均水平在 13-14% 左右。

图 6： 美国啤酒市场中龙头企业的占比



资料来源：华泰联合证券研究所

图 7： 国外啤酒龙头与青岛啤酒的净利润率的变化比较



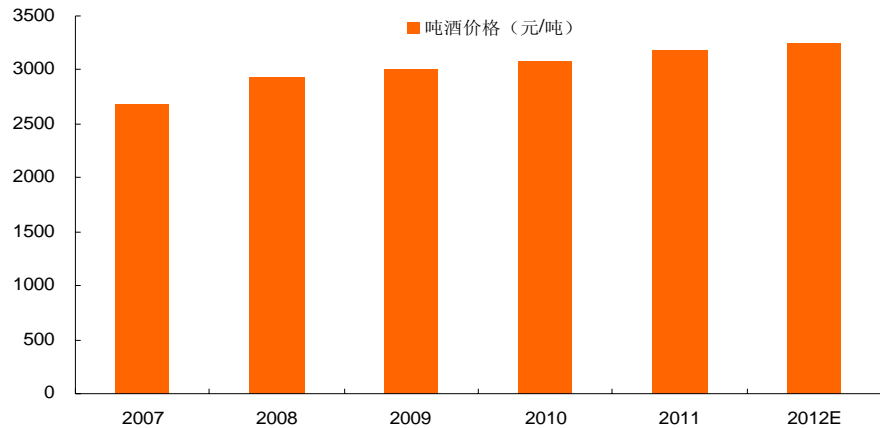
资料来源：华泰联合证券研究所

国内啤酒行业通过 2001 年以来的收购兼并，CR3 已经从 1999 年的 18% 提升到 2011 年接近 60% 的水平。龙头企业的利润率也逐步从 3% 左右提升到目前的 7% 左右，但与美国龙头相比，其还有 100% 的提升空间。我们预计未来通过 3-5 年的努力，在行业集中度接近 80%，龙头企业利润率的快速提升将成为推升公司盈利的主要力量。

品牌的溢价能力

啤酒作为大众消费品在产品原料，口感等各方面的同质性较强，长期持续的品牌打造成为旗下产品价格提升的基础。青岛啤酒近 10 年持续的对产品品牌进行投入，帮助公司的产品在近两年都能够逐年进行价格的提升。公司“青岛啤酒”品牌在行业中具有较高的地位和知名度，将帮助公司持续获得较高的提价能力。

图 8: 青岛啤酒吨酒价格变化



资料来源: 华泰联合证券研究所

基地市场为主要利润来源，基地市场数量增加推动利润快速增长

在啤酒行业中有一个较为固定的规律，即一个公司在区域市场的占有率低于 30% 时处于持续的投入期，基本都无法盈利；而市占率在 30%-50% 时，该区域市场将进入寡头垄断期，公司将进入维护成长期，投入持续，但基本能实现盈亏平衡；而市占率达到 50% 以上后，公司在该区域市场的新增投入将减少，利润快速增长，成为公司的主要利润来源的基地市场，长期来看龙头企业的基地市场的数量决定了龙头企业未来的市场地位和盈利能力。

青岛啤酒目前能作为基地市场的区域主要有山东省、广东和陕西省。公司未来将按照“三纵一横”（三纵：黄河、长江、珠江沿线，一横：沿海一线）的布局进一步通过收购并购以及销售扩张实现更多的基地市场，寻求更多的利润来源。

主要管理层更换对公司经营影响有限

公司于 6 月 29 日发布公告宣布对目前公司主要管理层人员的变更：公司原董事长金志国先生基于公司目前法人治理结构和系统建设已建立并进入良性可持续发展轨道，为营造管理团队的成长空间，建设人才成长梯队的需要，以及个人身体健康原因需系统治疗，辞去公司董事长及执行董事的职务，而由公司原总裁孙明波先生继任董事长，原副总裁黄克兴先生继任总裁。

我们认为董事长等主要管理岗位人员的更换事件将对公司股价短期有一定负面影响，但由于经过长期系统的发展，青岛啤酒已形成了较为有效的经营机制以及明确的发展目标，领导的更换对于公司品牌形象和长期发展，影响有限，对于短期和长期的业绩影响也较小。我们长期看好公司的投资价值。

盈利预测和投资建议

我们基本维持公司 2012-2013 年 1.67 和 2.08 元的盈利预测，相对目前股价的 PE 在 23 和 19 倍，鉴于公司短期业绩将保持在 20%以上增长，长期的利润率有大幅提升的可能性，我们看好公司的长期投资价值，维持对其的增持评级。

风险提示

公司啤酒销售量增长低于预期，收购并购的速度慢于预期。

盈利预测

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
流动资产	9583	11402	11052	14409	营业收入	23158	26403	30257	34692
现金	6108	5281	4539	7028	营业成本	13417	15070	16930	19032
应收账款	88	400	416	431	营业税金及附加	2024	2112	2421	2775
其他应收款	114	289	312	348	营业费用	4415	5043	5658	6453
预付账款	273	234	228	256	管理费用	1184	1373	1513	1700
存货	2718	3194	3259	3711	财务费用	-36	0	0	0
其他流动资产	282	2005	2298	2635	资产减值损失	17	0	0	0
非流动资产	12051	9813	9429	9028	公允价值变动收	0	0	0	0
长期投资	152	0	0	0	投资净收益	4	167	0	0
固定资产	7205	6820	6241	5501	营业利润	2142	2973	3735	4732
无形资产	2379	2651	2987	3400	营业外收入	470	247	266	288
其他非流动资产	2315	342	201	127	营业外支出	156	70	76	85
资产总计	21634	21216	20481	23437	利润总额	2455	3150	3925	4936
流动负债	7156	10694	7055	6358	所得税	657	819	1021	1283
短期借款	163	5628	1537	211	净利润	1798	2331	2905	3652
应付账款	1662	1756	1929	2221	少数股东损益	60	77	95	120
其他流动负债	5331	3309	3589	3927	归属母公司净利	1738	2255	2809	3532
非流动负债	3201	454	454	454	EBITDA	2803	3957	4767	5793
长期借款	454	454	454	454	EPS (元)	1.29	1.67	2.08	2.61
其他非流动负	2747	0	0	0					
负债合计	10357	11148	7509	6813	主要财务比率				
少数股东权益	166	243	339	459	会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
股本	1351	1351	1351	1351	成长能力				
资本公积	4018	494	494	494	营业收入	16.4%	14.0%	14.6%	14.7%
留存收益	5724	7979	10788	14321	营业利润	10.6%	38.8%	25.7%	26.7%
归属母公司股	11110	9824	12634	16166	归属母公司净利	14.3%	29.7%	24.6%	25.7%
负债和股东权	21634	21216	20481	23437	获利能力				
					毛利率(%)	42.1%	42.9%	44.0%	45.1%
					净利率(%)	7.5%	8.5%	9.3%	10.2%
					ROE(%)	15.6%	22.9%	22.2%	21.9%
					ROIC(%)	20.3%	20.2%	26.5%	34.1%
					偿债能力				
					资产负债率(%)	47.9%	52.5%	36.7%	29.1%
					净负债比率(%)	5.98%	54.56	26.52	9.76%
					流动比率	1.34	1.07	1.57	2.27
					速动比率	0.96	0.77	1.10	1.68
					营运能力				
					总资产周转率	1.18	1.23	1.45	1.58
					应收账款周转率	109	108	74	82
					应付账款周转率	9.17	8.82	9.19	9.17
					每股指标(元)				
					每股收益(最新)	1.29	1.67	2.08	2.61
					每股经营现金流	1.39	-1.68	2.96	3.31
					每股净资产(最	8.22	7.27	9.35	11.97
					估值比率				
					P/E	30.10	23.20	18.62	14.81
					P/B	4.71	5.32	4.14	3.24
					EV/EBITDA	17	12	10	8

数据来源: 华泰联合证券研究所



华泰联合证券评级标准:

时间段 报告发布之日起6个月内
基准市场指数 沪深300(以下简称基准)

股票评级

买入 股价超越基准20%以上
增持 股价超越基准10%-20%
中性 股价相对基准波动在±10%之间
减持 股价弱于基准10%-20%
卖出 股价弱于基准20%以上

行业评级

增持 行业股票指数超越基准
中性 行业股票指数基本与基准持平
减持 行业股票指数明显弱于基准

深圳

深圳市福田区深南大道4011号香港中旅大厦25层
邮政编码: 518048

电话: 86 755 8249 3932
传真: 86 755 8249 2062
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn

上海

上海浦东银城中路68号时代金融中心45层
邮政编码: 200120

电话: 86 21 5010 6028
传真: 86 21 6849 8501
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn

免责声明

本报告仅供华泰联合证券有限责任公司(以下简称“华泰联合”)签约客户使用。华泰联合不因接收到本报告而视其为华泰联合的客户。客户应当认识到有关本报告的短信、邮件提示及电话推荐仅为研究观点的简要沟通,对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于华泰联合认为可靠的、已公开的信息编制,但华泰联合不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断,本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动,涉及证券或投资标的的以往表现不应作为日后表现的保证。在不同时期,或因使用不同假设和标准,采用不同观点和分析方法,致使华泰联合发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告,对此华泰联合可不发出特别通知。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给了华泰联合客户作参考之用,在任何情况下并不构成私人咨询建议,也没有考虑到个别客户的投资目标或财务状况;同时并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的广告、要约或向人作出的要约邀请。

市场有风险,投资需谨慎。本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售,投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估,并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求,必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下,华泰联合不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

华泰联合是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资咨询、投资管理等多项业务的全国性综合类证券公司。在法律许可的情况下,华泰联合投资业务部门可能会持有报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易,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,可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。华泰联合的投资顾问、销售人员、交易人员以及其他类别专业人士可能会依据不同的信息来源、不同假设和标准,采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰联合没有将此意见及建议向本报告所有接收者进行更新的义务。华泰联合利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门、集团或关联机构间的信息流动。撰写本报告的证券分析师的薪酬由研究部门管理层和公司高级管理层全权决定,分析师的薪酬不是基于华泰联合投资银行收入而定,但是分析师的薪酬可能与投行整体收入有关,其中包括投行、销售与交易业务。

华泰联合的研究报告主要以电子版形式分发,间或也会辅以印刷品形式分发。华泰联合向所有客户同时分发电子版研究报告。华泰联合对本报告具有完全知识产权,未经华泰联合事先书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。若华泰联合以外的机构向其客户发放本报告,则由该机构独自为此发送行为负责,华泰联合对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华泰联合向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。