

关注战略推动期高增长

青岛啤酒 (600600.SH)

推荐 评级

核心观点:

1. 事件

青岛啤酒公布 2012 年报, 每股拟派发现金 0.4 元 (含税)。

2. 我们的分析与判断

(一) 2012 全年经营情况

销量增速远超行业, 收入增速高于销量增速近 1%。全年公司实现啤酒销量 790 万千升(yoy+10.48%), 远高于行业增速 (2012 全年 4902 万千升, yoy+3.06%)。国内市占率达到 16%。2012 年公司实现营业收入 257.82 亿元(yoy+11.33%), 归属于净利润 17.59 亿元(yoy+1.20%), 实现每股收益 1.302 元。我们认为, 特别值得关注**经营性现金强劲净流入, 全年同比增速 65.76%**。

高端产品及二线品牌销量双双高增长。2012 全年主品牌“青岛啤酒”销量 429 万千升(yoy+7.34%), 占总体产销 54%; 第二品牌销量 361 万千升(yoy+15.77%), 其中特别是山东基地市场协同效应明显, 自新银麦于 11 年 4 月加盟公司以来, “崂山啤酒”“银麦啤酒”保持快速增长。就结构而言, 高端产品纯生、易拉罐啤酒销量共计 155 万千升(yoy+16.97%), 继续保持良好态势。

大麦采购价格引发毛利率四季度下降, 全年净利率微降。2012 主营毛利率 40.36%(yoy-1.90PCT), 净利率 6.82%(yoy-0.68PCT)。毛利率下降主要原因为啤酒大麦价格上涨及人工成本持续上升。

(二) 14 年产销量有望跨越千亿大关

产能迅猛扩张, 全国性战略布局更趋完善。公司计划 13 年产销量保持两位数增长, 十二五产销量目标有望加速在 2014 年实现。12 年内广东揭阳一期 25 万吨项目已投产, 原本产能空白的江西九江及河南洛阳各启动 20 万千升新建项目。另外, 公司于 12 年 6 月与三得利啤酒签订战略合作协议, 整合上海及江苏区域的产销业务, 据披露此次合作有望于 13 年中完成, 按照 11 年口径将增益净利润 1.67 亿元 (11EPS 增加 0.12 元)。

品牌价值弱市持续提升。12 年青岛啤酒品牌价值达 631 亿元 (11 年 502 亿元), 我们认为, “三位一体”营销推广及“大客户+微观运营”渠道模式是支持品牌价值在弱市持续提升的关键动力。

3. 投资建议

预计与三得利 (中国) 的重组整合协议框架于 13 年中完成, 给予公司 2013/14 年 EPS 1.50/1.68 元, 对应 PE 为 24/22 倍, “推荐”评级 (长期价值优势请参考 12 年 3 月 30 日深度报告)。

分析师

周颖

☎: (8610) 8357 1301

✉: zhouying_yj@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130511090001

董俊峰 (首席)

☎: (8610) 6656 8780

✉: dongjunfeng@chinastock.com.cn

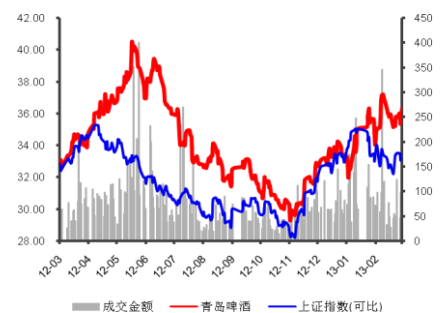
执业证书编号: S0130511010002

市场数据

时间 2013.3.27

A 股收盘价(元)	36.27
A 股一年内最高价(元)	38.10
A 股一年内最低价(元)	31.70
上证指数	2301
市净率	3.93
总股本 (万股)	135098.28
实际流通 A 股(万股)	69591.36
限售的流通 A 股(万股)	0.00
流通 A 股市值(亿元)	252.41

相对指数表现



相关研究

1. 食品饮料行业 2013 年投资策略: 渐入个股时代 备战屌丝阶段 20121225
2. 青岛啤酒 (600600): 双轮驱动战略成功提升市占率 关注 12 年中期毛利率打开空间 20120330

附录:

青岛啤酒 2012 年分地区销售收入及增速变化

地区	营业收入	营业收入比上年增减 (%)
山东地区	136	12.36%
华南地区	51	9.27%
华北地区	46	16.71%
华东地区	22	23.70%
东南地区	18	5.44%
港澳及海外地区	4	-4.34%
合计	277	12.53%
减: 各地区分部间抵销金额	24	30.56%
合并	253	11.09%

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究部整理

青岛啤酒与三得利(中国)签订事业合资公司框架协议》及《销售合资公司框架协议》的进展披露

1、收购资产情况

本公司第七届董事会于 2012 年 6 月 5 日召开临时会议, 审议通过本公司与三得利(中国)投资有限公司(“三得利中国”)的合作交易, 双方已于同日签订《事业合资公司框架协议》及《销售合资公司框架协议》。本公司与三得利中国将各自在上海市及江苏省全域的目标子公司的资产和业务重组整合到两家合资公司, 包括一家事业合资公司, 负责双方在上海市及江苏省全域经整合后的所有啤酒业务的生产和采购等事项; 另一家销售合资公司负责双方在上海市及江苏省全域经整合后的所有啤酒业务的销售等事项。两份框架协议互为条件, 同时生效。有关上述交易的详情请见本公司于交易所网站和境内报章刊发的相关公告。2012 年 11 月 13 日上述交易通过商务部的反垄断审查。本公司根据项目总体方案的内部重组手续已于 2012 年底完成。截止本报告披露日, 双方正进行事业合资公司和销售合资公司的组建工作。

2、出售资产情况

本公司第七届董事会于 2012 年 6 月 5 日召开临时会议, 审议通过本公司与三得利中国的合作交易, 其中, 三得利中国通过现金增资取得事业合资公司 50% 股权, 被视为本公司出售股权的交易。截至本年度报告披露日, 交易尚未完成。有关交易的财务影响请见本公司于交易所网站和境内报章刊发的相关公告。

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。

中国银河证券食品饮料团队，2011 年第九届新财富最佳分析师。

董俊峰，研究部行业研究主管，兼食品饮料行业分析师（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，食品饮料行业分析师。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接受任何形式的补偿。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。

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。

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

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 26 楼

深圳市福田区福华一路中心商务大厦 26 层

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

北京地区：傅楚雄 010-83574171 fuchuxiong@chinastock.com.cn

上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn

深广地区：詹璐 0755-83453719 zhanlu@chinastock.com.cn