

成长与压力共存 关注管理层激励

核心观点:

1. 事件

公布 2014 年第一季度报告。

2. 我们的分析与判断

(一) 虽有压力但发展趋势仍然向好

公司一季度完成啤酒销量 218 万千升，同比增长 19.3%；主品牌“青岛啤酒”实现销量 117 万千升，同比增长 11.7%，略低于整体水平。营业收入 74.08 亿元，同比增长 17.4%，吨酒价格略降，这也是毛利率同比下降 1PCT 一个原因，与此同时期间费用率上升了 1PCT。虽然多种因素影响了盈利能力，但盈利水平仍然向好，营业利润实现了增长，利润总额增长了 12.9%，归母净利润增长 20%。

中国啤酒市场增长放缓，但仍是世界上增长最快的地区之一，因此也成为国际啤酒巨头重要的竞逐之地，市场竞争仍呈激烈的态势。随着大企业市场开拓和并购力度的加大，行业集中度进一步提升，去年国内前 5 大啤酒企业的市场占有率已达 70% 以上。期待着公司再次发力。

(二) 关注股改承诺对今年的影响概率

公司股改承诺：制定包括股权激励在内的长期激励计划。请投资者关注进展情况，及对业绩的影响。

(三) 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 2014 年产销量保持两位数增长，十二五产销量目标有望明年实现。公司与三得利（中国）在华东市场的整合正式展开，并发挥了较好的区域协同效应，带动了产品结构的提升。去年末公司签订了收购嘉禾啤酒 50% 股权的框架协议，并成功实现与张家口新钟楼啤酒的合作，在张家口启动新建 20 万千升啤酒厂项目，使公司在华北市场竞争优势进一步提升。公司在江西九江和河南洛阳新建的工厂已分别于去年底竣工投产。

品牌价值持续提升。青岛啤酒品牌价值 805 亿元，我们认为渠道模式是支持品牌价值及产销量持续提升的关键动力之一。

3. 投资建议

给予公司 2014/2015 年 EPS1.61/1.88 元，维持“推荐”评级，长期价值优势请参考深度报告《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》。

青岛啤酒（600600.SH）

推荐 维持评级

分析师

董俊峰（首席）

☎：010-66568780

✉：dongjunfeng@chinastock.com.cn

执业证书编号：S0130511010002

李琰

☎：010-83571374

✉：liyan_yj@chinastock.com.cn

执业证书编号：S0130513060001

特此鸣谢

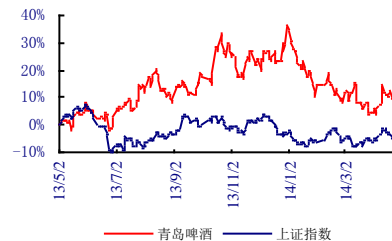
岳思铭 010-66568238

对本报告的编制提供信息

市场数据 时间 2014.04.29

A 股收盘价(元)	39.44
A 股一年内最高价(元)	49.90
A 股一年内最低价(元)	34.51
上证指数	2020.34
市净率	3.80
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)	274.47

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）：成长与压力共存期待未来大发展 20140326
2. 青岛啤酒（600600）：产品战略协同效应渐增，品牌价值弱市持续提升 20130502
3. 青岛啤酒深度报告：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

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，2013 年和 2011 年新财富最佳分析师。

董俊峰，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。

李琰，食品饮料行业分析师。2010 年进入证券业工作，2012 年 5 月至今在银河证券从事食品饮料行业研究工作。英国雷丁大学硕士。

二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，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。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到任何形式的补偿。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
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
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
海外机构：高兴 83574017 gaoxing_jg@chinastock.com.cn
海外机构：李笑裕 83571359 lixiaoyu@chinastock.com.cn