

2010年04月12日

市场数据(人民币)

市价(元)	35.08
已上市流通A股(百万股)	278.52
流通港股(百万股)	655.07
总市值(百万元)	47,392.48
年内股价最高最低(元)	38.59/23.30
沪深300指数	3379.17
上证指数	3145.35
2008年股息率	0.00%


相关报告

- 1 《业绩增长仍具持续性》，2009.10.30
- 2 《品牌力释放有效提升利润》，2009.8.7

陈钢

 (8621)61038215
 cheng@gjzq.com.cn

联系人：朱莉

 (8621)61038271
 zhuli@gjzq.com.cn

中国上海黄浦区中山南路 969 号谷泰滨江大厦 15A 层 (200011)

青岛啤酒 (600600.SH)

——品牌力突出 业绩稳步提升

公司基本情况(人民币)

项目	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
摊薄每股收益(元)	0.427	0.535	0.953	1.256	1.502	1.632
净利润增长率	28.34%	25.34%	79.16%	31.79%	19.59%	8.66%
先前预期每股收益(元)				1.256	1.502	1.632
市场 EPS 预测均值(元)	N/A	N/A	N/A	1.186	1.438	N/A
市盈率(倍)	91.74	37.38	40.54	27.94	23.36	21.49
行业优化市盈率(倍)	68.75	40.54	70.83	70.83	N/A	N/A
市场优化市盈率(倍)	45.72	15.55	29.70	29.70	N/A	N/A
PE/G(倍)	3.24	1.48	0.51	1.04	1.19	1.26
已上市流通A股(百万股)	235.76	235.76	278.52	235.76	235.76	235.76
总股本(百万股)	1,308.22	1,308.22	1,350.98	1,308.22	1,308.22	1,308.22

来源：公司年报、国金证券研究所 注：“市场 EPS 预测均值”取自“朝阳永续一致预期数据”

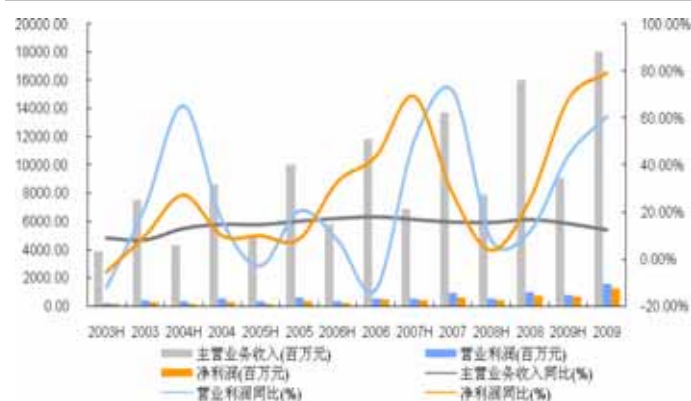
基本结论

- 2009 年度公司实现啤酒销售量 591 万千升，同比增长 9.9%；实现销售净收入 177.61 亿元人民币，同比增长 12.5%；实现净利润 12.53 亿元人民币，同比增长 79.2%，每股收益 0.953 元。公司继续呈现净利润增幅高于销售收入、销售收入增幅高于销量的良好发展态势。
- 2009 年公司继续实施“1+3”的品牌战略，进一步优化产品结构。主品牌青岛啤酒快速增长，实现销量 295 万千升，同比增长 22%；“1+3”品牌合计销量 556 万千升，同比增长 9.6%。
- 公司通过实施技术创新、工艺改进以及优化生产运行管理，降低了生产成本，进一步提升了公司的盈利水平。得益于主品牌销量增长以及大麦等成本的下降，全年公司平均毛利率达到 42.94%，较去年同期的 40.66%提高了 2.28 个百分点。
- 2009 年销售费用达到了 34.84 亿元较去年 29.72 亿元人民币，同比增长 17.24%，占主营收入的比例较同期提高了 4.21 个百分点。公司管理费用为 9.98 亿元人民币，同比上升 10.64%，占主营收入的比例较同期下降了 0.09 个百分点。同时公司资产减值准备大幅减少，从 2008 年 1.62 亿元降为 2009 年的 4083 万元，2009 年政府补贴增高为 1.99 亿元，2008 年 1.38 亿元)。我们认为公司净利润增长主要来自于毛利率提升和所得税下降，尽管四季度单季公司有调控利润的动机，但我们认为公司这种利润的方式未来两三年还能持续。
- 从我国近几个月海关进口数据来分析从价格上来分析，国际大麦价格与中国进口价格基本与前期持平，我们预计 2010 年价格稳定的可能性较高，特别是不会出现像 07 年 08 年价格大幅上涨的局面，这主要是因为国际经济形

势经济复苏不太强劲所带来需求将不会很强，同时国产大麦产量上升以及大麦替代品的大量使用使得对大麦依赖性变弱。

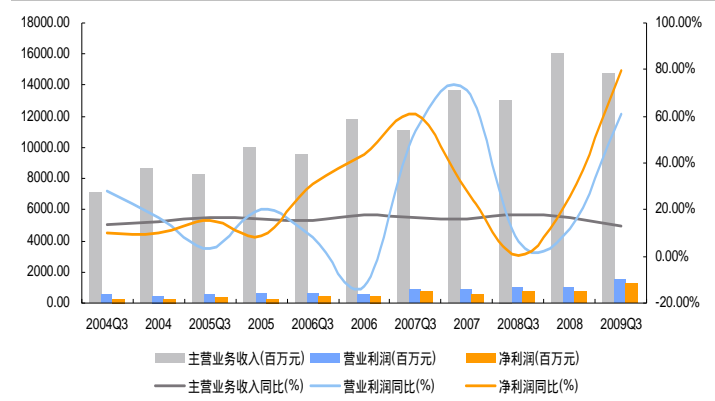
- 对于许多投资者更愿意相信公司年报是因为融资的需要，但是我们更愿意提醒着投资者相信公司在未来两三年时间仍然能实现净利润快速增长，这主要得益于公司一直致力于的品牌整合以及组织架构梳理的成效将释放出来。
 - ◆ 我们认为公司学习竞争对手雪花加速的品牌整合之路，目前采取是 1+3 品牌之路，公司正迈向 1+1 的品牌战略之路，这样能节省生产成本、提高品牌影响力，大大节约市场投入费用。
 - ◆ 我们认为公司目前主推主品牌能充分发挥主品牌的品牌优势，公司之所以历年都被资本市场（特别是在香港市场一直以来就是这样）给予高估值的原因，就在于青岛啤酒这个品牌。公司无论是组织架构调整还是各地强推主品牌，其背后的根本的原因就在于发挥品牌优势。
- 公司的竞争优势实际在华南市场表现的淋漓尽致，有许多投资者认为华南之所以做得好，在于华南销售公司当时给予了严旭宽松政策以及大力支持，包括严旭采取非常有成效的大客户制，我们认为华南成功的最核心之处在于有效发挥出青岛啤酒的高端品牌优势，而华南销售公司的平台及制度环境使得发挥青岛啤酒品牌成为现实，大客户制只是显现出来的有效手段。
- 我们认为目前公司所做工作，就是努力将品牌优势发挥到最大化。我们认为如果公司能充分发挥自身的核心竞争力--品牌力，这将使得竞争对手用 5-10 年的时间都很难追上。实际上我们从全国市场情况分析，公司主品牌在全国推广力度和成效要好于我们的预期。
- 从啤酒行业情况分析，2009 年尽管受到国际金融危机的影响，中国啤酒行业仍实现了持续增长，全年完成啤酒产量 4294 万千升，同比增长 4.7%。排名居前的大型啤酒企业凭借品牌、渠道以及完善的市场布局等优势，实现了较快的增长，增长速度高于行业的平均水平，使行业集中度进一步提高，2009 年前三大啤酒企业产量已占全国啤酒产量 44.8%。我们认为未来行业集中度的趋势将更为明显，这非常有利青啤这样的品牌类公司。公司确立的 2010 年年度工作方针为“战略导向，一体化运营，强化行业领导地位；市场拉动，供应链优化，提升系统运行效率”。公司经营目标为啤酒产销量的增长率高于啤酒行业平均增长率 2 个百分点。
- 我们认为如果放到更长期看，公司业绩增长持续且稳定，是值得长期关注或者持有的好标的。我们预测公司 2010 年、2011、2012 年每股收益分别为 1.256、1.502、1.632 元/股，对应的市盈率为 27.94、23.36、21.49 倍。我们看好青岛啤酒长期发展趋势，继续维持公司买入评级。

图表1：公司近几年年报主营业务数据

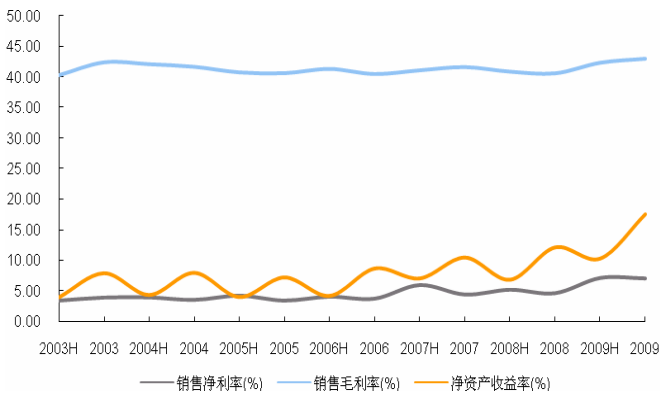


来源：国金证券研究所

图表2：公司近几年三季报主营业务数据

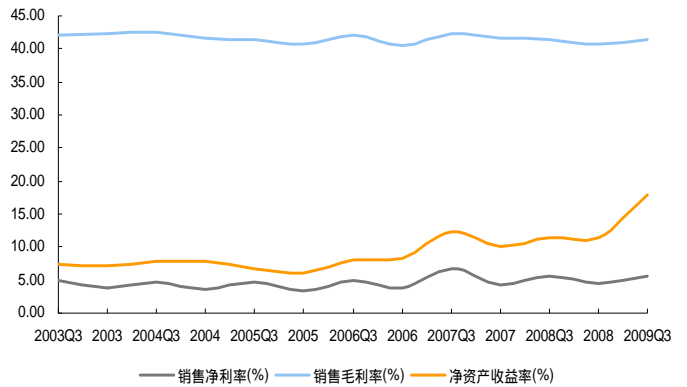


图表3：公司近几年年报盈利能力指标

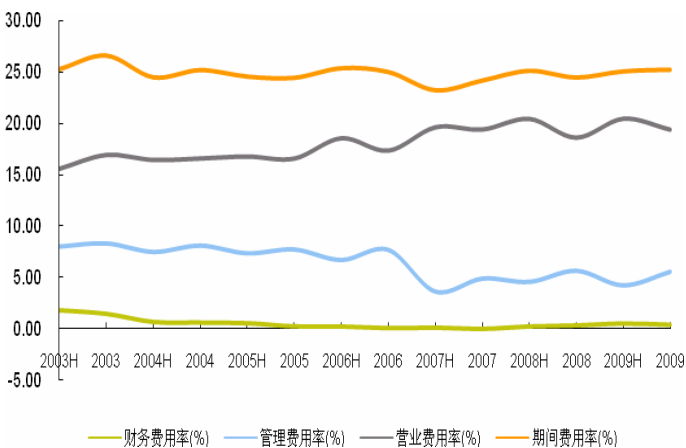


来源：国金证券研究所

图表4：公司近几年三季度报盈利能力指标

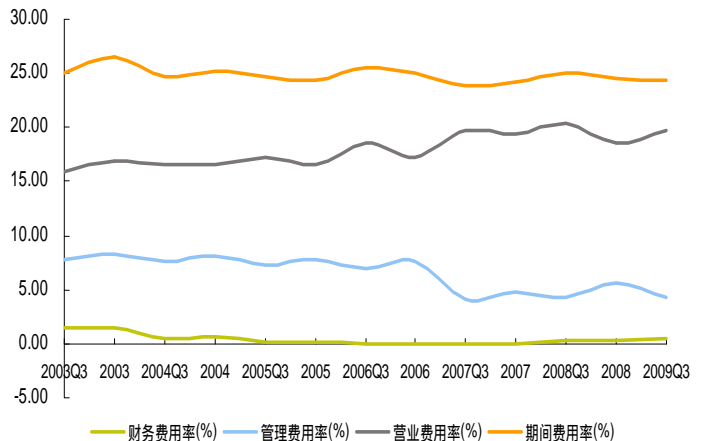


图表5：公司近几年年报三项费用数据



来源：国金证券研究所

图表6：公司近几年三季度三项费用数据



图表7：年报利润简表数据

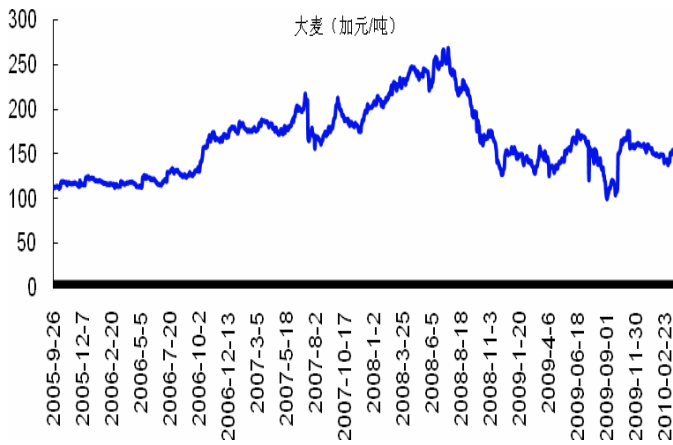
单位:百万元	2009	2008	同比变化
销售收入	18,026.11	16023.44	12.50%
毛利率(%)	42.94	40.66	5.63%
毛利	7,740.98	6514.43	18.83%
营业费用	3,484.40	2972.03	17.24%
营业费用率(%)	19.33	18.55	4.21%
管理费用	998.14	902.13	10.64%
管理费用率(%)	5.54	5.63	-1.65%
财务费用	62.85	45.61	37.80%
财务费用率(%)	0.35	0.28	22.47%
营业利润	1,588.73	988.87	60.66%
营业利润率(%)	8.81	6.17	42.81%
税前利润	1,739.33	1108.09	56.97%
税前利润率(%)	9.65	6.92	39.53%
所得税率(%)	25.31	33.78	-25.08%
净利润	1,253.29	699.55	79.16%
净利率(%)	6.95	4.58	51.82%

来源：国金证券研究所

图表8：三季度报利润简表数据

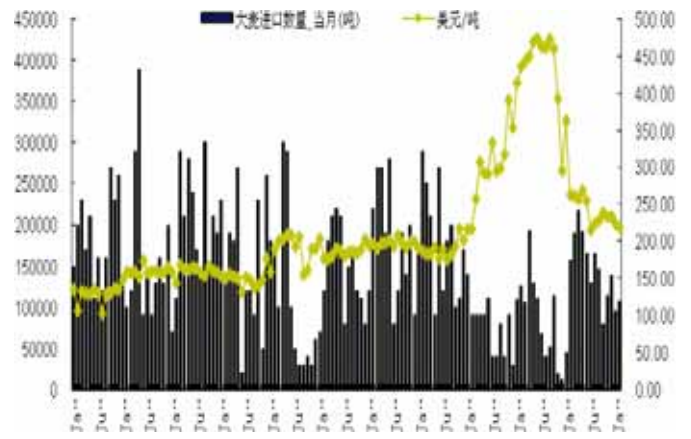
单位:百万元	2009Q3	2008Q3	同比变化
销售收入	14734.55	13073.89	12.70%
毛利率(%)	43.56	41.40	5.22%
毛利	6418.98	5412.88	18.59%
营业费用	2901.65	2672.15	8.59%
营业费用占比	19.69	20.44	-3.65%
管理费用	624.61	561.07	11.32%
管理费用占比	4.24	4.29	-1.22%
财务费用	60.22	33.45	80.02%
财务费用占比	0.41	0.26	59.72%
营业利润	1560.60	968.50	61.14%
营业利润率(%)	10.59	7.41	42.98%
税前利润	1658.66	1047.67	58.32%
税前利润率(%)	11.26	8.01	40.48%
所得税率(%)	21.46	29.00	-25.99%
净利润	1254.96	699.82	79.33%
净利率(%)	8.52	5.69	49.69%

图表9：键入图表的标题 XXXX



来源：国金证券研究所

图表10：键入图表的标题 XXXX



市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
强买	1	1	2	3	12
买入	3	3	5	6	17
持有	3	3	3	4	6
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	2.29	2.29	2.21	2.16	2.00

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“强买”得1分，为“买入”得2分，为“持有”得3分，为“减持”得4分，为“卖出”得5分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

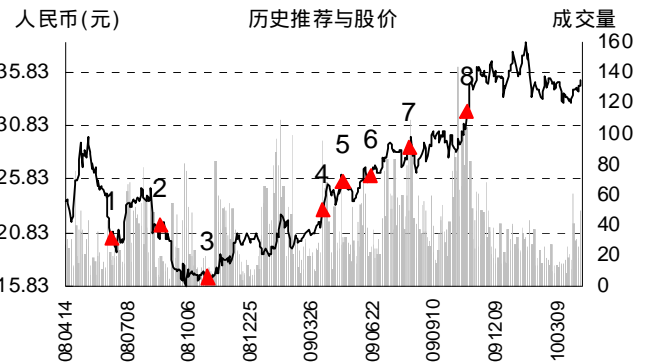
最终评分与平均投资建议对照：

1.00=强买；1.01~2.0=买入；2.01~3.0=持有
3.01~4.0=减持；4.01~5.0=卖出

历史推荐和目标定价(人民币)

日期	评级	市价	目标价
1 2008-06-16	买入	20.34	N/A
2 2008-08-20	买入	21.63	N/A
3 2008-10-29	买入	16.73	N/A
4 2009-04-10	买入	22.92	N/A
5 2009-05-10	买入	25.62	N/A
6 2009-06-17	买入	26.17	N/A
7 2009-08-07	买入	28.72	N/A
8 2009-10-30	买入	32.13	36.00 ~ 37.65

来源：国金证券研究所



投资评级的说明：

- 强买：预期未来6 - 12个月内上涨幅度在20%以上；
- 买入：预期未来6 - 12个月内上涨幅度在10% - 20%；
- 持有：预期未来6 - 12个月内变动幅度在-10% - 10%；
- 减持：预期未来6 - 12个月内下跌幅度在10% - 20%；
- 卖出：预期未来6 - 12个月内下跌幅度在20%以上。

首页五类投资建议图标中反色表示为本次建议，箭头方向表示从上次建议类型调整为本次的建议类型。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

市场优化市盈率中，在扣除沪深市场所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

特别声明：

本报告版权归“国金证券研究所”所有，未经事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“国金证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。本报告基于我公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但我公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。