

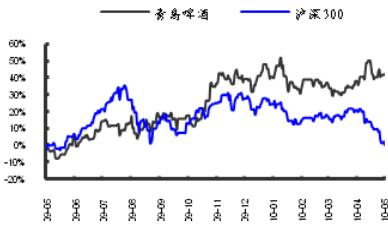
## 青岛啤酒 (600600):

### 收获整合成果 效益提升显著

食品饮料-啤酒

维持评级: 增持

#### 相对沪深 300 表现



表现	1m	3m	12m
青島啤酒 (%)	2.6	8.4	41.5
沪深 300 (%)	-17.1	-11.6	0.4

#### 市场数据 2010.05.11

当前价格 (元)	36.00
52周价格区间(元)	23.29-39
总市值 (百万)	48635.38
流通市值 (百万)	10026.69
总股本 (万股)	135098.28
流通股 (万股)	27851.91
日均成交额(百万)	115.09
近一月换手 (%)	28.41

#### 相关报告

百年民族品牌, 有效整合促快速增长  
2009年6月

#### 分析师

刘金沪

SAC 执业证书编号: S0350209030572

电话: 0755-83704943

邮件: liujh01@ghzq.com.cn

#### 分析师申明:

分析师在此申明, 本报告所表述的所有观点准确反映了分析师对上述行业、公司或其证券的看法。此外, 分析师薪酬的任何部分不曾与, 不与, 也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

- 我国啤酒行业规模巨大, 前景广阔。国内三大龙头公司已进入品牌优化和内部资源整合阶段。经过对二三线公司的挤压消化和大范围的地域性资源重组之后, 市场集中度将不断提高, 进入寡头时代, 届时这些龙头公司的盈利能力将强劲而持续。
- 公司是我国民族啤酒业的标杆企业之一, 主品牌强大, 规模、渠道、产能布局等方面具有领先的综合优势, 经过对前几年收购资源的消化吸收, 已经形成了“1+3”(青岛+山水、崂山、汉斯)为主的较为优化的品牌格局, 合计占据了94%的销量, 主品牌贡献日益突出, 已经占到了总销量的一半。
- 公司开始收获前几年产能扩张、全国布局以及收购整合资源的果实, 产品结构日趋中高端, 吨酒盈利能力稳步提升, 随着市场份额和吨酒销售收入的双重提升效应, 未来几年有望获得稳定而持续的增长。
- 09年吨酒利润突破200元, 大幅领先业内平均水平。并呈现了利润增长大幅快于销售收入、销售增长快于销量增长的良性态势; 2010年一季度利润同比增长约50%, 表现出了相当的持续性。
- 亏损工厂经营改善, 资产减值准备减少, 利润有望相应增厚。
- 我们长期看好我国啤酒行业洗牌结束后龙头公司基于市场份额和吨酒价格的双重提升效应, 认为公司的综合优势将确保分享这一果实。2010、2011年的EPS分别为1.26元、1.65元, 动态市盈率分别为29倍、22倍。参考国际可比标杆公司和A股历史估值水平, 并考虑到公司卓越的行业龙头地位和相对明确的增长预期, 当前估值足够安全, 维持其“增持”评级。

预测指标	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E
主营收入 (百万元)	13,709	16,023	18,026	21,277	24,599
营业利润 (百万元)	886	989	1,589	2,225	2,941
净利润 (百万元)	558	700	1,253	1,699	2,226
摊薄每股收益 (元)	0.43	0.53	0.96	1.26	1.65
摊薄每股净资产 (元)	4.21	4.65	6.08	6.71	7.53
加权平均ROE (%)	10.4	11.9	18.6	19.7	23.1

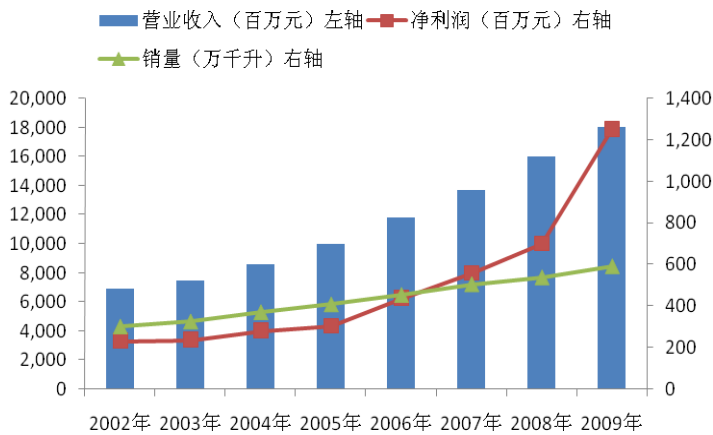
## 积极整合内部资源，盈利能力稳步提升

全国布局，资源整合，盈利能力稳步提升

经过多年的跑马圈地和地区布局，目前公司在国内拥有 53 家啤酒生产企业，分布于全国 18 个省级行政区。虽然公司没有在单一省份占据压倒性优势，如燕京啤酒在北京和广西的相对垄断优势，但公司借助啤酒业第一品牌的优势，在全国范围内稳步推进，6 大区域市场齐头并进，并在山东、广东等啤酒消费大省逐渐占据了优势地位，规模效益和整合效果逐渐显现，在近年来成本压力相对减轻的背景下，奠定了盈利能力持续提升的基础。

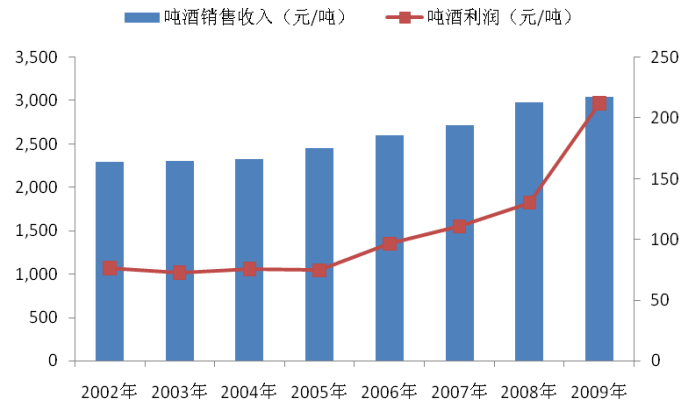
公司 2009 年实现啤酒销售 591 万千升，同比增长 9.9%；销售收入 177.61 亿元，同比增长 12.5%，实现净利润 12.53 亿元，同比增长 79.2%。呈现了利润增长大幅快于销售收入、销售增长快于销量增长的良好态势；并在 2010 年一季度利润同比增长约 50%，表现出了相当的持续性。

图 1 销量、营收和利润优化增长态势明显



资料来源：Wind、国海证券研究所

图 2 吨酒利润在 2009 年迈入新台阶



资料来源：Wind、国海证券研究所

### 吨酒利润迈入新台阶

我们坚持认为经过本世纪初十年的激烈业内整合，排名居前 3 的民族大型啤酒企业将凭借品牌、渠道以及完善的市场布局等优势，实现较快的增长，盈利能力远远领先于行业平均水平。公司作为业内首屈一指的龙头公司，持续通过实施技术创新、工艺改进以及优化生产运行管理，

不断降低了生产成本。得益于原材料压力减轻和产品结构的优化，09年公司的毛利率和ROE分别达到42.9%和17.5%，均创出近年来新高。

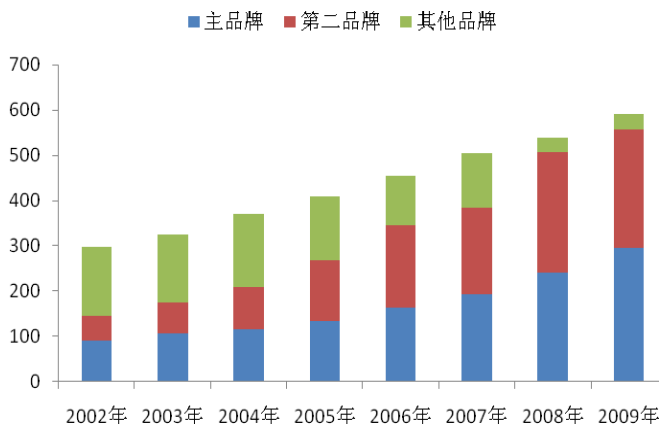
综合来看，公司在2009年开始收获多年的品牌和市场积累，吨酒利润从2000-2005阶段的约70元大幅攀升至212元，大大高于行业约130元的平均水平。

### “1+3”品牌格局日益清晰，主品牌利润贡献度不断加大

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%；第二品牌和第三品牌整体保持总量稳定。“1+3”品牌合计销量556万千升，占总体销量的94.1%。

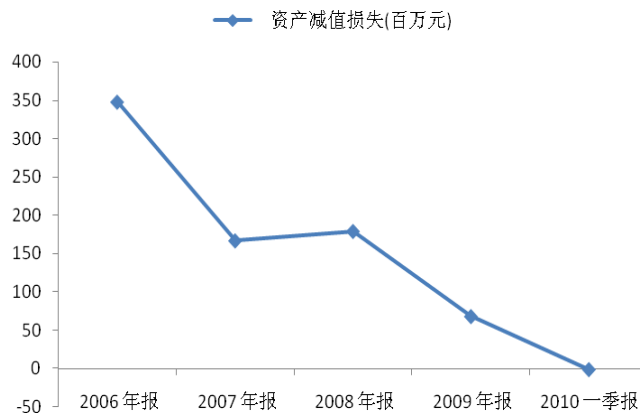
可以预见，随着盈利能力强大的主品牌销量占比持续上升，公司的整体利润水平将呈现稳定的攀升态势。

图3 主品牌和第二品牌的贡献度不断强化



资料来源：Wind、国海证券研究所

图4 资产减值准备对利润的吞噬有望结束



资料来源：Wind、国海证券研究所

### 亏损工厂经营改善，资产减值准备减少

公司在北京、甘肃等地的工厂因面对竞争对手强大压力的原因前几年处于亏损状态。09年以来随着主品牌的市场接受度提高，这些吞噬利润的黑洞被逐渐填补，每年1.5-3亿元的资产减值准备大幅度减少，2010年一季度甚至已基本停止计提，这将有利于公司利润总额的提升。

## 盈利预测

盈利预测主要假设:

- 1、2010年主品牌销量增加15%，第二品牌增加6%，第三品牌销量30万千升，比09年略有减少。全公司完成销量646万千升，增长9.3%。
- 3、2010年吨酒价格提升8%。
- 4、啤酒大麦、包装等等主要原材料价格保持相对稳定，2010年全年综合毛利率43.0%，略高于2009年42.9%的水平；2011年毛利率整体为43.5%。
- 5、2010年经营费用率19.3%，和08-09年基本持平；管理费用率为5.1%，因减值准备减少等因素，低于09年5.5%的水平；财务费用率为0.3%，和过去两年持平。
- 6、2010年主营业务税金率和所得税率分别是8.2%和25.5%。

表1 2006-2011年实际盈利及预测表:

	2006A	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E
销售收入	11,833	13,709	16,023	18,026	21,277	24,599
销售成本	7,035	8,002	9,509	10,285	12,128	13,898
毛利	4,798	5,708	6,514	7,741	9,149	10,700
毛利率	40.5%	41.6%	40.7%	42.9%	43.0%	43.5%
期间费用	2,768	3,313	3,920	4,545	5,190	5,802
期间费用率	23.4%	24.2%	24.5%	25.2%	24.4%	23.6%
营业利润	517	886	989	1,589	2,225	2,941
营业利润率	4.4%	6.5%	6.2%	8.8%	10.5%	12.0%
税前利润	616	1,004	1,108	1,739	2,375	3,091
所得税	179	406	374	440	606	773
归属上市公司股东的净利润	437	558	700	1,253	1,699	2,226
净利润率	3.7%	4.1%	4.4%	7.0%	8.0%	9.0%
EPS	0.33	0.43	0.53	0.96	1.26	1.65
P/E		84.38	67.32	37.58	28.63	21.85

资料来源: 国海证券研究所

单位: 百万元

## 投资建议

公司是我国民族啤酒业的标杆企业之一，主品牌强大，规模、渠道、产能布局等方面具有领先的综合优势，已经形成了“1+3”（青岛+山水、崂山、汉斯）为主的格局，合计占据了94%的销量。近年来公司开始收获前几年扩张产能和品牌提升等整合资源的果实，产品结构日趋中高端，主品牌贡献日益突出，吨酒盈利能力在2009年得到了长足的提升，ROE、净利润率等核心盈利能力指标开始快速攀升。

公司主要成本近年来相对可控，毛利率水平稳步趋升。随着全国市场特别是中西部市场的增量和山东、广东等主力市场的单价趋升，将形成市场份额和吨酒销售收入的双重提升效应，未来几年有望获得稳定而持续的增长。

按照目前 36 元左右的价格和 13.5 亿的总股本，2010 年、2011 年的 EPS 分别为 1.26 元、1.65 元，动态市盈率分别为 29 倍、22 倍，未来 2 年的净利润复合增长率为 33.3%，PEG 为 1.13。参考国际可比标杆公司和 A 股历史估值水平，食品饮料行业 2010 年动态市盈率中枢约为 30 倍左右，考虑到公司卓越的行业龙头地位和相对明确的增长预期，当前估值足够安全，维持其“增持”评级。

### 国海证券投资评级标准

#### 行业投资评级

强于大市：相对沪深 300 指数涨幅 10%以上；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

弱于大市：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

#### 股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

### 免责声明

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归国海证券所有。