

## 青岛啤酒 (600600)

### 低端产品销量止跌回升，成本压力有所增加

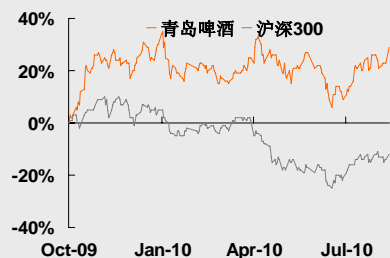
#### 推荐 (维持)

现价: 36.55 元

#### 主要数据

行业	食品、饮料
公司网址	www.tsingtao.com.cn
大股东/持股	青岛啤酒集团有限公司(注1)/30.45%
实际控制人/持股	青岛市人民政府国有资产监督管理委员会/30.45%
总股本(百万股)	1,351
流通 A 股(百万股)	279
流通 B/H 股(百万股)	655
总市值(亿元)	493.78
流通 A 股市值(亿元)	101.80
每股净资产(元)	6.47
资产负债率(%)	47.9

#### 行情走势图



#### 相关研究报告

《食品饮料行业季报(2010Q3) - 遥望均贫富, 近忧成本升》2010年7月9日

《时间换空间是主线--平安证券2010年下半年食品饮料行业投资策略》2010年6月21日

#### 研究员

文献 CFA 食品饮料高级研究员  
S1060209040123  
0755-22627143  
wenxian@pasc.com.cn

丁芸洁 联络人  
S1060110040054  
0755-22625697  
dingyunjie640@pingan.com.cn

#### 投资要点

##### ■ 1-3Q10 净利同比增长 21.5%，符合市场预期

1-3Q10, 青岛啤酒营收、净利分别增长 11%和 21.5%, EPS1.13 元; 第 3 季度营收、净利分别增长 14%和 12.9%, EPS0.51 元。

##### ■ “青岛”主品牌占比继续提升，但成本压力有所增加

1-3Q10, 青岛啤酒总销量增长 6.8%至 528 万千升, 其中“青岛”主品牌增长 17%至 277 万千升; 第 3 季度, 青岛总销量增长 14%, 主品牌增长 21.7%, 其他品牌也终止了连续下滑势头, 单季增长 5%, 表明公司推动低端产品增长的战略开始发挥作用。主品牌占比继续上升的同时, 3 季度青岛毛利率同比下滑了 1.4 个百分点, 成本压力开始增加, 这可能缘自大麦和包材采购成本上升。

##### ■ 收购嘉禾啤酒太原工厂，后续会继续收购

报告期内, 青岛继续推进产能和市场扩张, 一方面在珠海、厦门、福州、石家庄等地启动了搬迁扩建、新建项目, 同时在太原收购了嘉禾啤酒有限公司下属工厂。我们预计, 公司后续仍会通过收购来扩张产能和获取市场。

##### ■ 维持业绩预测和“推荐”评级

我们预计青岛啤酒 10-12 年 EPS 为 1.20、1.44 和 1.64 元, 同比分别增长 29%、19.9%和 15.4%。以 10 月 19 日 36.55 元收盘价计算, 10-12 年动态 PE 分别为 31、25 和 22 倍, 我们看好青啤长期持续增长能力, 维持“推荐”评级。

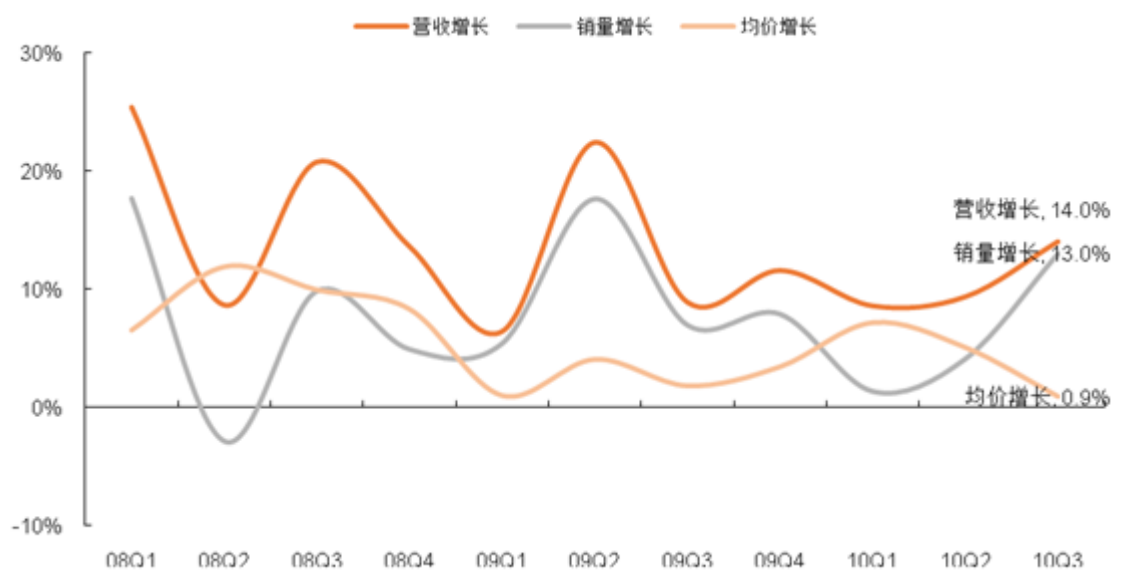
	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E
主营收入(百万元)	13,709.2	16,023.4	18,026.1	19,763	21,740
YoY(%)	15.9	16.9	12.5	9.6	10.0
净利润(百万元)	558.1	699.6	1,253.3	1,626	1,949
YoY(%)	27.7	25.3	79.2	29.7	19.9
毛利率(%)	41.6	40.7	42.9	44.3	45.0
净利率(%)	4.1	4.4	7.0	8.5	9.3
ROE(%)	10.1	11.5	15.2	18.5	19.8
EPS(摊薄/元)	0.4	0.5	0.9	1.20	1.44
P/E(倍)	85.7	68.4	39.4	30.4	25.3
P/B(倍)	8.7	7.9	6.0	5.3	4.8

图表1 三季报快读

	3Q09	3Q10	QoQ	1-3Q09	1-3Q10	YoY	
营业收入	5,630	6,420	14.0%	14,735	16,348	11.0%	1-3Q10 销量升 6.9%，均价升约 3.8%
营业成本	3,064	3,583	16.9%	8,316	9,119	9.7%	其中3Q10销量升13%，均价升0.9%
毛利率	45.6%	44.2%	-1.4%	43.6%	44.2%	0.7%	3Q10 毛利率降 1.4 个百分点，成本压力明显
毛利	2,565	2,837	10.6%	6,419	7,229	12.6%	
营业税金及附加	495	552	11.5%	1,289	1,376	6.8%	
销售费用	1,045	1,149	10.0%	2,902	3,284	13.2%	销售费用增幅超收入
管理费用	242	254	4.8%	625	661	5.8%	
财务费用	18	2	-88.3%	60	31	-48.5%	
资产减值损失	-11	-5	58.0%	-9	-9	-5.5%	
公允价值变动收益	-1	0	100.0%	-2	0	100.0%	
投资收益	3	2	-31.6%	10	8	-18.1%	
营业利润	779	886	13.7%	1,561	1,893	21.3%	3Q10 管理费用仅增 4.8%，财务费用降 88%
营业利润率	13.8%	13.8%	0.0%	10.6%	11.6%	1.0%	
营业外收入	56	39	-29.7%	117	157	34.5%	
营业外支出	11	19	65.6%	19	33	73.9%	
利润总额	823	906	10.1%	1,659	2,018	21.7%	
所得税	187	185	-0.7%	356	427	19.9%	
所得税率	24.1%	21.0%	-3.1%	23.0%	22.6%	-0.3%	3Q 所得税率降 3.1 个百分点，1-3Q 稳定
少数股东损益	21	26	22.3%	48	66	39.1%	
归属于母公司净利润	615	695	12.9%	1,255	1,525	21.5%	
净利率	11.3%	11.2%	-0.1%	8.8%	9.7%	0.9%	
EPS	0.46	0.51	12.9%	0.93	1.13	21.5%	我们预计全年增长 29%，缘于 4Q09 低基数

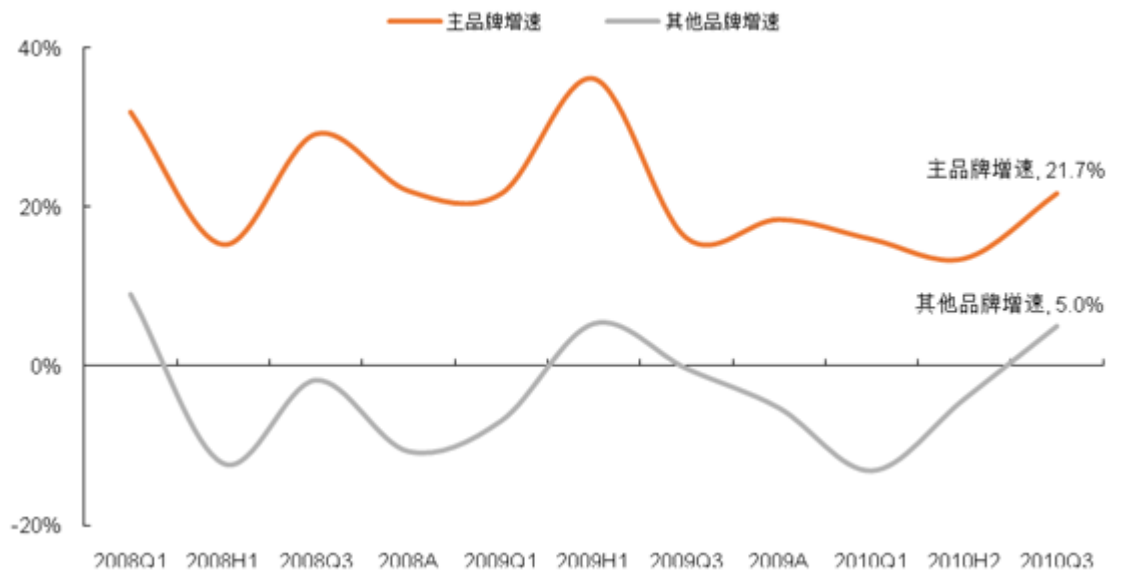
资料来源：公司公告、平安证券研究所、Wind

图表 2 3Q10青啤销量增长13%，均价增长0.9%



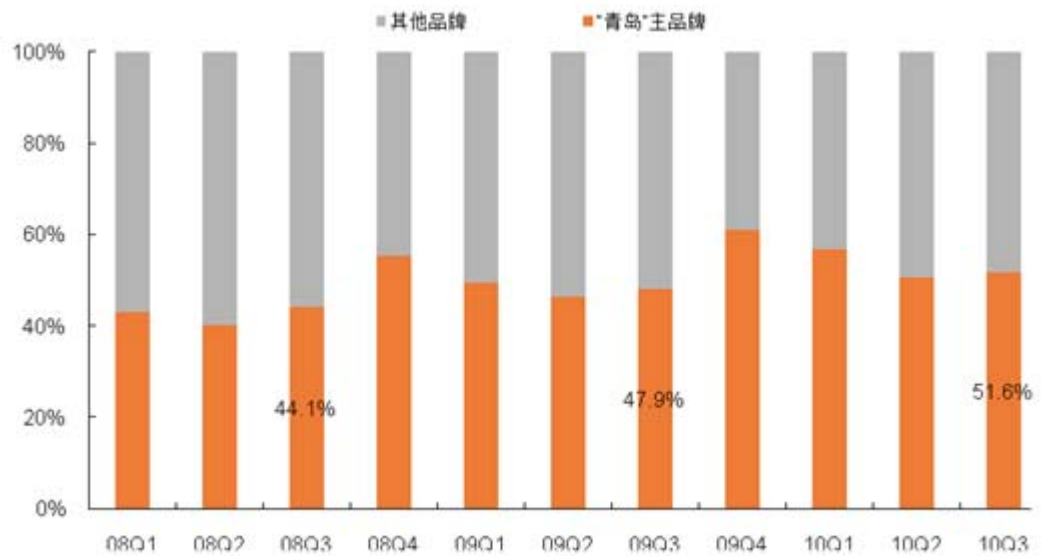
资料来源：公司公告、平安证券研究所

图表 3 3Q10 “青岛”主品牌销量增长21.7%，其他品牌上升5%



资料来源：公司公告、平安证券研究所

图表 4 2Q10 “青岛”主品牌销量占比同比上升4.2个百分点



资料来源：公司公告、平安证券研究所

图表 5 食品饮料重点公司估值对比

股票名称	股票代码	股票价格 (元) 10月19日	EPS (元/股)			PE (倍)			评级
			2009	10E	11E	2009	10E	11E	
双汇发展	000895	49.48	1.50	1.88	2.24	32.9	26.3	22.1	强烈推荐
山西汾酒	600809	67.86	0.82	1.25	1.85	82.8	54.5	36.7	强烈推荐
张裕 A	000869	112.02	2.14	2.71	3.38	52.4	41.4	33.1	强烈推荐
张裕 B	200869	84.62	2.14	2.71	3.38	39.6	31.3	25.0	
贵州茅台	600519	163.27	4.57	5.75	6.81	35.7	28.4	24.0	强烈推荐
五粮液	000858	34.57	0.85	1.15	1.31	40.4	30.0	26.4	中性
泸州老窖	000568	34.75	1.20	1.40	1.56	29.0	24.9	22.3	推荐
青岛啤酒	600600	36.55	0.93	1.20	1.43	39.4	30.5	25.5	推荐
燕京啤酒	000729	20.57	0.52	0.60	0.68	39.7	34.1	30.2	中性
伊利股份	600887	38.70	0.81	0.94	1.13	47.8	41.3	34.4	推荐
均值						44.0	34.3	28.0	

资料来源：平安证券研究所、WIND

附注：财务报表

损益表 (百万元, 元/股)					现金流量表 (百万元)				
	2009A	2010E	2011E	2012E		2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	18,026	19,763	21,740	23,914	净利润	1,299	1,685	2,020	2,290
YoY	12.5%	9.6%	10.0%	10.0%	折旧摊销	548	554	557	552
营业成本	10,285	11,014	11,957	13,153	营运资金投资	1,379	-648	490	-93
毛利率	42.9%	44.3%	45.0%	45.0%	经营活动现金净流量	3,361	1,736	3,174	2,846
营业税金及附加	1,547	1,655	1,794	1,944	资本开支	-479	-596	-497	-502
股权激励费用	0	0	0	0	投资活动现金净流量	-910	-596	-497	-502
销售费用	3,484	3,926	4,318	4,750	债务融资	-308	0	0	0
管理费用	998	1,085	1,139	1,196	股权融资	1,190	0	0	0
财务费用	63	58	8	-13	支付红利	-327	-216	-280	-974
投资净收益	10	7	5	3	融资活动现金净流量	442	472	-274	-288
营业利润	1,589	2,034	2,529	2,887	当年现金净流量	2,923	866	2,389	1,383
加: 营业外收入	213	213	213	213					
减: 营业外支出	63	63	63	63	资产负债表 (百万元)				
利润总额	1,739	2,184	2,680	3,038	货币资金	5,351	6,217	8,606	9,988
减: 所得税	440	499	660	748	应收款项	103	112	124	136
净利润	1,299	1,685	2,020	2,290	预付款项	139	205	192	228
减: 少数股东损益	46	60	72	81	存货	1,877	2,601	2,503	2,930
归属母公司所有者净利	1,253	1,626	1,949	2,209	其他流动资产	143	198	195	227
YoY	79.2%	29.7%	19.9%	13.4%	流动资产合计	7,614	9,333	11,621	13,510
销售净利率	7.2%	8.5%	9.3%	9.6%	长期股权投资	153	153	153	153
EPS (当年股本)	0.93	1.20	1.44	1.64	固定资产	5,624	5,670	5,614	5,568
EPS (最新股本摊薄)	0.93	1.20	1.44	1.64	无形资产	1,088	1,085	1,080	1,076
					其他非流动资产	389	388	388	387
重要指标速览					非流动资产合计	7,254	7,296	7,235	7,184
	2009A	2010E	2011E	2010E	资产总计	14,867	16,629	18,856	20,695
估值					短期借款	153	153	153	153
PE	39.4	30.4	25.3	22.4	应付款项	1,148	1,399	1,427	1,620
PEG	1.9	2.1	2.1	2.0	预收款项	271	359	361	415
PB	6.0	5.3	4.8	4.3	应付股利	0	280	974	1,105
PS	2.7	2.5	2.3	2.1	其他流动负债	3,272	3,226	3,683	3,957
EV/EBITDA	22.6	18.8	16.1	14.6	流动负债合计	4,845	5,418	6,598	7,251
股息收益率	0.4%	0.6%	2.0%	2.2%	长期借款	28	28	28	28
经营回报率					应付债券	1,199	1,199	1,199	1,199
ROE	17.5%	18.5%	19.8%	20.3%	其他非流动负债	233	233	233	233
ROA	8.7%	10.0%	10.8%	11.0%	非流动负债合计	1,460	1,460	1,460	1,460
资本结构及偿债能力					负债合计	6,304	6,877	8,058	8,711
资产负债率	42.4%	41.4%	42.7%	42.1%	归属母公司所有者权益	8,221	9,350	10,324	11,428
速动比率	1.2	1.2	1.4	1.5	其中: 实收资本	1,351	1,351	1,351	1,351
运营效率					少数股东权益	343	402	474	555
存货周转率	4.4	4.9	4.7	4.8	股东权益合计	8,563	9,752	10,798	11,984
流动资产周转率	2.7	2.3	2.1	1.9	负债及股东权益总计	14,867	16,629	18,856	20,695
固定资产周转率	3.2	3.5	3.9	4.3					

## 平安证券综合研究所投资评级：

### 股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在  $\pm 10\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

### 行业投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 10%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%至 10%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在  $\pm 5\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

### 风险提示：

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

### 免责条款：

此报告旨在发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能尽依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司 2010 版权所有。保留一切权利。

**中国平安 PINGAN**

**平安证券综合研究所**

地址：深圳市福田区金田路大中华国际交易广场 8 层

邮编：518048

电话：4008866338

传真：(0755) 8244 9257