

青岛啤酒 (600600)

增持/维持评级

股价: RMB36.01

分析师

洪婷

SAC 执业证书编号:s1000210080001

(021)6849 8639

hongting@mail.htlhsc.com.cn

蒋小东

SAC 执业证书编号:s0930208020141

(021)6849 8615

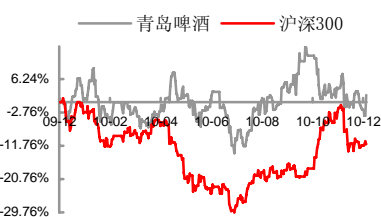
jiangxiaodong@mail.htlhsc.com.cn

相关研究

基础数据

总股本 (百万股)	1,351
流通 A 股 (百万股)	696
流通 B 股 (百万股)	0
可转债 (百万元)	
流通 A 股市值 (百万元)	25,060

最近 52 周股价走势图



资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

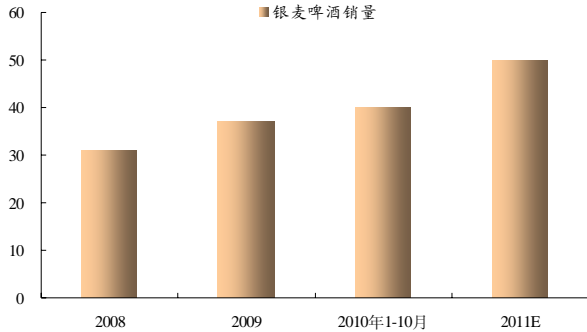
收购巩固山东市场并推升销量

- 青岛啤酒公告收购山东银麦啤酒 100%的股权。**其中青岛啤酒收购银麦75%的股权, 全资子公司青岛啤酒香港贸易有限公司收购剩余的 25%的股权, 总收购价格为 18.73 亿元。本次收购的 PB 为 5.4 倍, 略高于行业平均水平。银麦啤酒是山东第二啤酒企业, 啤酒产能为 55 万千升, “银麦”品牌为中国驰名商标, 近几年来银麦啤酒的销售和业绩均保持稳步增长, 收购完成后“银麦”品牌将保持。
- 收购实现公司产能和未来销量的增长。**青岛啤酒目前拥有啤酒产能约 800 万千升, 本次收购银麦啤酒具有 55 万千升产能, 收购使得公司产能上升到 855 万千升。同时银麦啤酒销售情况较好, 将直接增加公司明年的销量 50 万千升左右, 推升公司啤酒销量和业绩增速。
- 收购进一步提升青啤在山东地区的市场占有率, 稳固根据地市场, 提高企业竞争力。**自去年开始公司通过收购烟台啤酒 39%的股权, 收购济南趵突泉啤酒以及本次收购银麦啤酒进一步推升了公司在山东地区的市场占有率, 达到 60-70%。山东地区是国内啤酒消费第一大省, 也是公司啤酒的主销区, 占公司收入的比重较大, 占有率提升帮助公司稳固根据地市场, 为公司拓展省外市场提供有力支持。
- 啤酒行业销量增速趋缓, 各龙头收购及新建产能的速度加快, 行业开始新一轮的市场集中度提升。**由于行业整体销售增长放缓, 为实现业绩的增长, 今年以来青岛啤酒、燕京啤酒和华润雪花等各龙头加快收购及新建的速度以争夺市场。我们预计未来 2-3 年行业龙头之间争夺优势市场的竞争将持续, 通过争夺行业集中度将进一步提升。
- 盈利预测和投资建议。**收购推升了公司明、后两年的销售量和业绩, 但我们认为今年下半年大麦芽价格的上升将对明年公司的成本形成压力, 我们将公司 2010-2012 年的调整为 1.23、1.63 和 2.09 元, 相对于目前的股价公司 2010-2012 年的 PE 分别为 29、22 和 17 倍, 公司估值处于较为合理的水平, 维持公司的增持评级。
- 风险提示:** 大麦芽价格上升幅度超过预期, 啤酒销量的增长低于预期。

经营预测与估值	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	18026.1	19926.0	23966.0	26935.0
(+/-%)	12.5	10.5	20.3	12.4
归属母公司净利润(百万元)	1253.3	1656.0	2208.0	2822.0
(+/-%)	79.2	32.1	33.3	27.8
EPS(元)	0.93	1.23	1.63	2.09
P/E(倍)	38.8	28.2	21.1	16.5

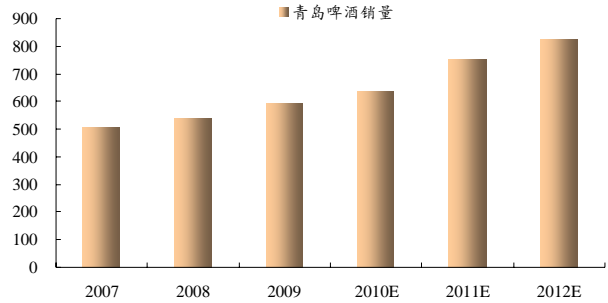
资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

图 1 银麦啤酒历史及预计销售量



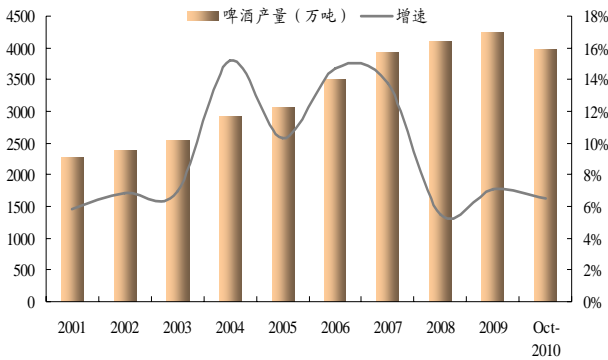
资料来源: WIND, 华泰联合证券研究

图 2 青岛啤酒的历史销量及预计销量



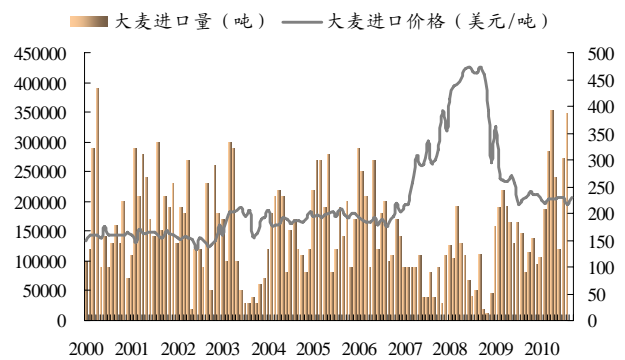
资料来源: WIND, 华泰联合证券研究

图 3 啤酒行业产销量变化



资料来源: WIND, 华泰联合证券研究

图 4 进口大麦价格量价变化



资料来源: WIND, 华泰联合证券研究

表 1: 2009 年以来啤酒行业龙头主要的收购事件

收购标的	时间	产能 (万千升)	股权占比
华润雪花	安徽天柱啤酒	2009 年 2 月	9.80 80%
	辽宁松林啤酒	2009 年 2 月	25.00 85%
	浙江洛克啤酒	2009 年 2 月	12.00 100%
	山东琥珀啤酒	2009 年 3 月	27.00 90%
	西湖啤酒	2010 年 11 月	30.00 45%
	趵突泉啤酒	2009 年 8 月	
青岛啤酒			通过朝日啤酒 获得 55% 的控 制权
	西湖啤酒	2010 年 11 月	30.00
	银麦啤酒	2010 年 12 月	55.00 100%

资料来源: 公司公告, 华泰联合证券研究所整理

盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	7614	10031	13182	16772	营业收入	18026	19926	23966	26935
现金	5351	5915	8280	11701	营业成本	10285	11197	13415	14881
应收账款	93	482	527	579	营业税金及附加	1547	1594	1869	2047
其他应收款	133	336	376	387	营业费用	3484	3886	4553	4983
预付账款	139	503	637	482	管理费用	998	996	1150	1266
存货	1877	2784	3335	3607	财务费用	63	-17	-25	-50
其他流动资产	10	12	26	16	资产减值损失	68	0	0	0
非流动资产	7254	6428	5978	5461	公允价值变动收	-2	0	0	0
长期投资	153	150	150	150	投资净收益	10	0	0	0
固定资产	5525	5064	4562	3976	营业利润	1589	2271	3003	3808
无形资产	1088	1132	1194	1271	营业外收入	0	119	138	156
其他非流动资产	0	0	72	63	营业外支出	63	101	90	65
资产总计	14867	16459	19159	22233	利润总额	1739	2288	3051	3899
流动负债	4845	5151	5560	5719	所得税	440	572	763	975
短期借款	153	368	201	211	净利润	1299	1716	2289	2924
应付账款	1058	1349	1628	1755	少数股东损益	46	60	80	103
其他流动负债	0	3435	3731	3753	归属母公司净利	1253	1656	2208	2822
非流动负债	1460	1251	1254	1244	EBITDA	1652	2969	3718	4518
长期借款	28	28	28	28	EPS (元)	1.80	1.23	1.63	2.09
其他非流动负	171	1223	1226	1216					
负债合计	6304	6403	6814	6963	主要财务比率				
少数股东权益	343	403	483	586	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
股本	1351	1351	1351	1351	成长能力				
资本公积	4195	4195	4195	4195	营业收入	12.5%	10.5%	20.3%	12.4%
留存收益	2669	4108	6317	9138	营业利润	60.7%	42.9%	32.2%	26.8%
归属母公司股	8221	9654	11862	14684	归属母公司净利	79.2%	32.1%	33.4%	27.8%
负债和股东权	14867	16459	19159	22233	获利能力				
					毛利率(%)	0.0%	43.8%	44.0%	44.8%
					净利率(%)	7.0%	8.3%	9.2%	10.5%
					ROE(%)	15.2%	17.2%	18.6%	19.2%
					ROIC(%)	14.4%	29.9%	41.3%	57.4%
					偿债能力				
					资产负债率(%)	42.4%	38.9%	35.6%	31.3%
					净负债比率(%)	79.73	6.63%	3.78%	3.84%
					流动比率	1.57	1.95	2.37	2.93
					速动比率	1.18	1.41	1.77	2.30
					营运能力				
					总资产周转率	1.32	1.27	1.35	1.30
					应收账款周转率	207	48	48	49
					应付账款周转率	9.08	9.31	9.01	8.80
					每股指标(元)				
					每股收益(最新)	1.80	1.23	1.63	2.09
					每股经营现金流	4.83	0.50	2.07	2.67
					每股净资产(最	12.30	7.15	8.78	10.87
					估值比率				
					P/E	20.00	28.16	21.11	16.52
					P/B	2.93	4.83	3.93	3.18
					EV/EBITDA	15	14	12	9

数据来源: 华泰联合证券研究所



华泰联合证券评级标准:

时间段 报告发布之日起 6 个月内
基准市场指数 沪深 300 (以下简称基准)

股票评级

买 入 股价超越基准 20%以上
增 持 股价超越基准 10%-20%
中 性 股价相对基准波动在 $\pm 10\%$ 之间
减 持 股价弱于基准 10%-20%
卖 出 股价弱于基准 20%以上

行业评级

增 持 行业股票指数超越基准
中 性 行业股票指数基本与基准持平
减 持 行业股票指数明显弱于基准

免责声明

本研究报告仅供华泰联合证券有限责任公司(以下简称“华泰联合证券”)客户内部交流使用。本报告是基于我们认为可靠且已公开的信息,我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更。我们会适时更新我们的研究,但可能会因某些规定而无法做到。

本报告所载信息均为个人观点,并不构成所涉及证券的个人投资建议,也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。某些交易,包括牵涉期货、期权及其它衍生工具的交易,有很大的风险,可能并不适合所有投资者。

华泰联合证券是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。我公司可能会持有报告中提及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、财务顾问或金融产品等相关服务。

我们的研究报告主要以电子版形式分发,间或也会辅以印刷品形式分发。我们向所有客户同时分发电子版研究报告。

©版权所有 2010 年 华泰联合证券有限责任公司研究所

未经书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何形式复制、转发或公开传播。如欲引用或转载本文内容,务必联络华泰联合证券研究所客户服务部,并需注明出处为华泰联合证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

深圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 25 层
邮政编码: 518048
电 话: 86 755 8249 3932
传 真: 86 755 8249 2062
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn

上海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 45 层
邮政编码: 200120
电 话: 86 21 5010 6028
传 真: 86 21 6849 8501
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn