

青岛啤酒 (600600)

收购、扩产助力2011营收增长15%-20%

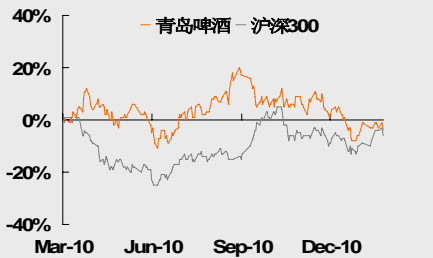
推荐 (维持)

现价: 31.93 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 /30.45%
实际控制人/持股	青岛市国资委 /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)	432.58
流通 A 股市值(亿元)	89.18
每股净资产(元)	6.99
资产负债率(%)	46.4

行情走势图



相关研究报告

《青岛啤酒 (600600) 3季报点评: 低端产品销量止跌回升, 成本压力有所增加》2010年10月20日

研究员

文献 CFA 食品饮料首席研究员
S1060209040123
0755-22627143
wenxian@pasc.com.cn

投资要点

■ 2010 净利同比增长 21%，略低于预期

2010 年, 青岛啤酒营收、净利分别增长 10.4%、21.3%至 199 亿元、15.2 亿元, EPS1.13 元, 略低于市场预期; 4Q10 营收、净利分别增长 7.8%、-158%, 微亏 4 百万。分配预案为每 10 股派现 1.8 元(含税), 不送股、不转增。

■ 主品牌仍是 2010 年增长主力, 涨价转嫁成本压力

2010 年, 主品牌“青岛”销量增长 18%, 非主品牌下降 3%, 整体销量增 7.4%, 略快于行业的 6.3%。主品牌“青岛”是高档产品, 其占比上升带动均价上升 3%, 但受成本上升抑制, 毛利率同比仅升 0.6 个百分点。进口大麦和国产大麦价格在 2010 年下半年均大幅上升, 再加上国内包装、人工等成本上升, 2011 年青啤成本压力不小。对此, 公司已从二月份开始陆续提高主品牌产品出厂价, 估计二季度开始能抵消掉部分成本上升压力。

■ 2011 年发力中低档, 但盈利增长仍看主品牌

公司非主品牌中低档产品增速已多年低于主品牌, 这也导致近年青啤收入快于销量、利润快于收入。但中国 85%的啤酒消费是中低档, 此市场的份额下降可能影响青啤长期发展。故青啤 2010 年一直在调整战略, 力图重新抢回中低档市场份额, 预计效果会在 2011 年开始体现。但短期利润增长仍得看主品牌。

■ 收购、扩产助力 2011 营收增长 15%-20%，维持“推荐”

2010 年末, 青啤账上现金高达 76 亿元。资金实力支持公司继续开展并购, 新建和扩张产能。受此推动, 我们预计 2011 年公司营收有望增长 15%-20%, 主品牌与中低档产品同步增长。预计 11-13 年 EPS 分别为 1.35、1.63 和 1.96 元, 同比分别增 20%、21%和 20%。以 3 月 30 日 31.93 元收盘价计算, 动态 PE 分别为 24、20 和 16 倍。按 2012 年 20 倍 PE, 给予 11 年底目标价 32.6 元, 维持“推荐”评级。

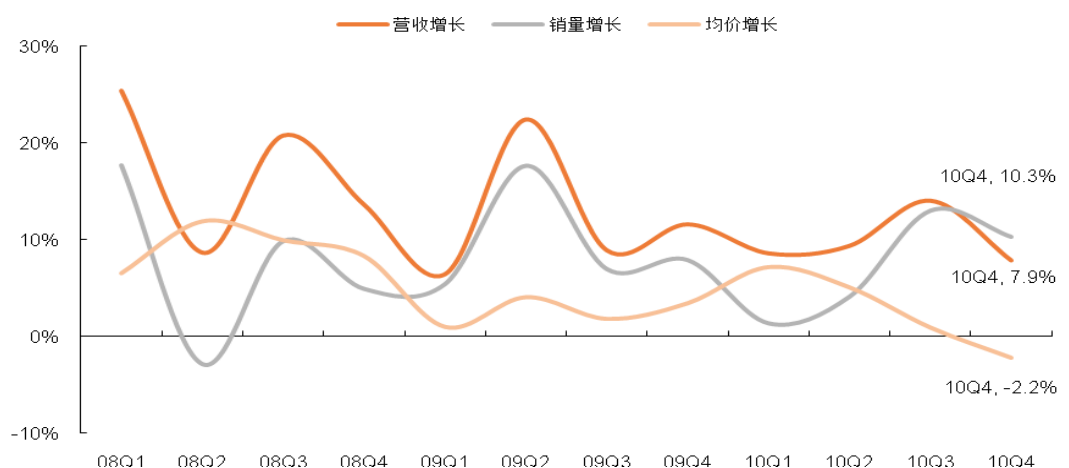
	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	18,026.1	19,898	22,883	26,315	30,262
YoY(%)	12.5	10.4	15.0	15.0	15.0
净利润(百万元)	1,253.3	1,520	1,827	2,204	2,648
YoY(%)	79.2	21.3	20.2	20.6	20.2
毛利率(%)	42.9	43.5	43.5	43.5	43.5
净利率(%)	7.0	8.0	8.3	8.7	9.1
ROE(%)	15.2	17.1	17.9	18.8	19.4
EPS(摊薄/元)	0.9	1.13	1.35	1.63	1.96
P/E(倍)	34.5	28.4	23.6	19.6	16.3
P/B(倍)	5.3	4.5	4.0	3.4	2.9

图表 1 年报快读

	4Q09	4Q10	QoQ	FY09	FY10	YoY	
营业收入	3,292	3,550	7.8%	18,026	19,898	10.4%	Q4销量升10.3%，均价降2.2%，其中主品牌量增20.3%，其他下降5.3%。全年量增7.4%，均价升3%，其中主品牌量增18%。
营业成本	1,970	2,115	7.4%	10,285	11,234	9.2%	
毛利率	40.2%	40.4%	0.3%	42.9%	43.5%	0.6%	主品牌占比上升推动Q4毛利率升0.3个百分点，但成本上升压力明显
毛利	1,322	1,435	8.5%	7,741	8,663	11.9%	
营业税金及附加	259	287	11.1%	1,547	1,663	7.5%	4Q10营业税金比率8.1%，全年8.4%，降0.2%
销售费用	583	634	8.8%	3,484	3,918	12.4%	4Q10费率达17.9%，同比升0.2%，全年19.7%
管理费用	374	418	11.8%	998	1,079	8.1%	4Q10费率达11.8%，同比升0.5%，全年5.4%
财务费用	3	-27	-1109.9%	63	5	-92.2%	财务费用大降92%，是净利增速快于营收重要原因
资产减值损失	76	81	6.2%	68	72	6.3%	亏损子公司计提减值
公允价值变动收益	0	0	0.0%	-2		100.0%	
投资收益	0	2	997.1%	10	10	-4.1%	
营业利润	28	42	50.5%	1,589	1,936	21.8%	
营业利润率	0.9%	1.2%	0.3%	8.8%	9.7%	0.9%	
营业外收入	96	88	-9.0%	213	245	14.9%	主要是税收返还
营业外支出	44	25	-43.4%	63	58	-8.2%	
利润总额	81	105	30.5%	1,739	2,123	22.1%	4Q10利润总额增30.5%
所得税	84	112	33.0%	440	539	22.4%	Q4所得税率高应是缴纳方式原因，历年如此。
所得税率	301%	278%	-26.4%	27.9%	28.0%	0.1%	
少数股东损益	-2	-2	-28.0%	46	64	39.5%	09 全年实际所得税率下降 9 个百分点，体现子公司扭亏
归属于母公司净利润	-2	-4	-157.8%	1,253	1,520	21.3%	
净利率	-1.7%	-2.0%	-0.3%	6.3%	7.0%	0.7%	
EPS	-0.00	-0.00	-157.8%	0.93	1.13	21.3%	略低于我们此前预期值1.15元

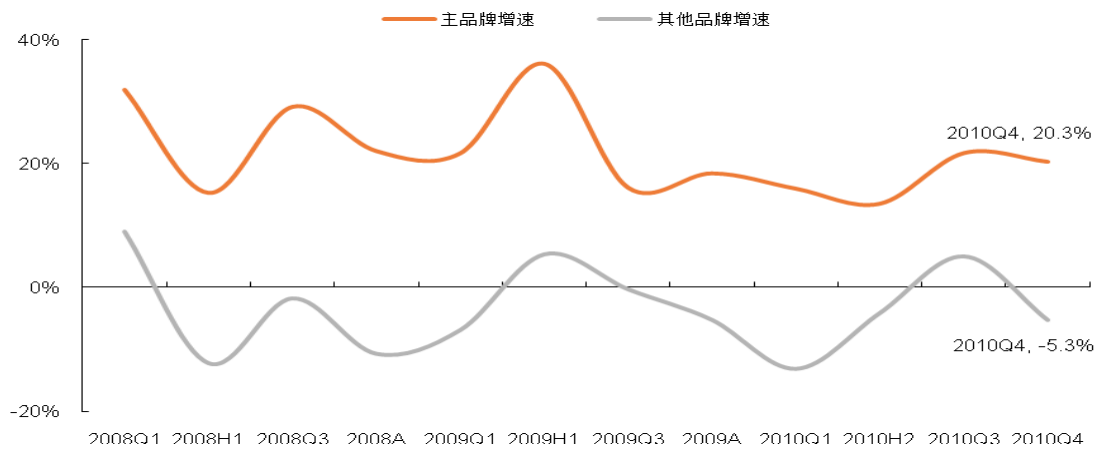
资料来源：公司公告、平安证券研究所、Wind

图表 2 Q4均价降2.2%，销量升7.9%，营收升10.3%



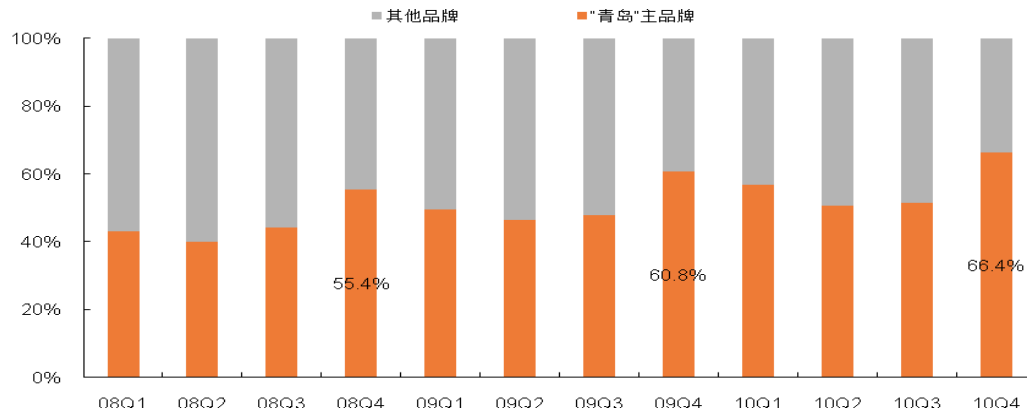
资料来源：公司公告、平安证券研究所

图表 3 4Q10 “青岛”主品牌销量增长20.3%，其他品牌下降5.3%



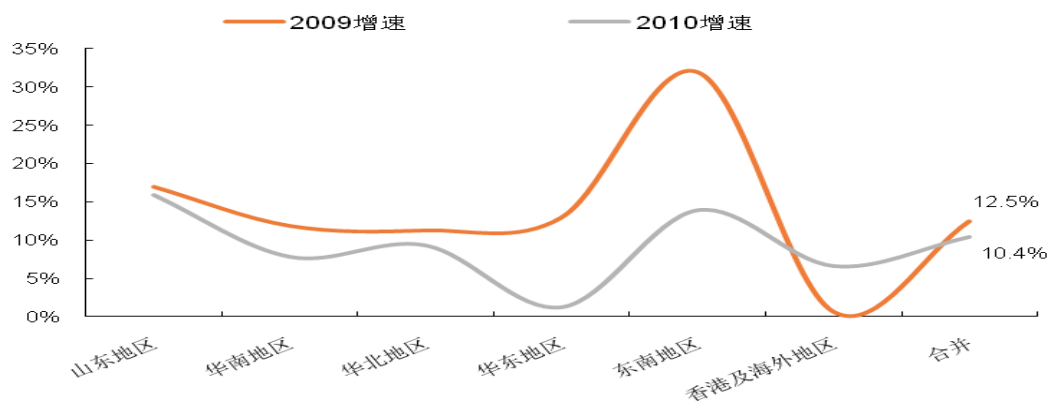
资料来源：公司公告、平安证券研究所

图表 4 4Q10 “青岛”主品牌销量占比同比上升5.6个百分点



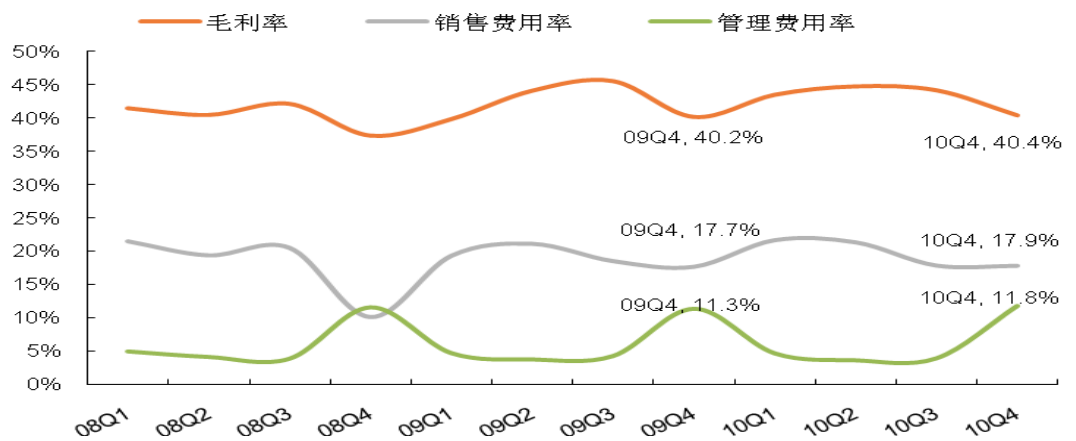
资料来源：公司公告、平安证券研究所

图表 5 2010年各区域增速普遍有所下降



资料来源：公司公告、平安证券研究所

图表 6 4Q10毛利率同比微升0.2个百分点，全年升0.6个百分点至43.5%



资料来源：公司公告、平安证券研究所

图表 7 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) 3月30日	EPS (元/股)			PE (倍)			评级
			2009	10E	11E	2009	10E	11E	
双汇发展	000895	77.94	1.50	2.34	3.00	51.9	33.3	26.0	强烈推荐
山西汾酒	600809	59.97	0.82	1.14	1.94	73.1	52.6	30.9	强烈推荐
张裕 A	000869	85.80	2.14	2.60	3.26	40.1	33.0	26.3	强烈推荐
张裕 B	200869	65.09	2.14	2.60	3.26	30.4	25.0	20.0	
贵州茅台	600519	178.71	4.57	5.35	8.25	39.1	33.4	21.7	强烈推荐
五粮液	000858	31.59	0.85	1.16	1.52	37.0	27.3	20.8	推荐
泸州老窖	000568	43.58	1.20	1.58	2.06	36.3	27.6	21.1	强烈推荐
青岛啤酒	600600	31.93	0.93	1.13	1.35	34.4	28.4	23.6	推荐
燕京啤酒	000729	18.85	0.52	0.63	0.68	36.4	29.9	27.7	中性
伊利股份	600887	33.56	0.81	0.88	1.24	41.4	38.0	27.1	推荐
均值						42.0	32.8	24.5	

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)				
	2010A	2011E	2012E	2013E		2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	19,898	22,883	26,315	30,262	净利润	1,584	1,904	2,296	2,760
YoY	10.4%	15.0%	15.0%	15.0%	折旧摊销	548	571	577	584
营业成本	11,234	12,929	14,868	17,098	营运资金投资	1,020	-144	631	265
毛利率	43.5%	43.5%	43.5%	43.5%	经营活动现金净流量	3,284	2,476	3,648	3,749
营业税金及附加	1,663	1,802	1,953	2,116	资本开支	-579	-629	-656	-635
股权激励费用	0	0	0	0	投资活动现金净流量	-765	-629	-656	-635
销售费用	3,918	4,506	5,181	5,959	债务融资	599	0	0	0
管理费用	1,079	1,209	1,354	1,516	股权融资	0	0	0	0
财务费用	5	-5	-28	-57	支付红利	-216	-243	-365	-441
投资净收益	10	10	10	10	融资活动现金净流量	472	-261	-238	-338
营业利润	1,936	2,380	2,924	3,567	当年现金净流量	2,259	1,608	2,654	2,730
加: 营业外收入	245	245	245	245					
减: 营业外支出	58	58	58	58					
利润总额	2,123	2,567	3,112	3,755					
减: 所得税	539	663	815	995					
净利润	1,584	1,904	2,296	2,760					
减: 少数股东损益	64	77	93	112					
归属母公司所有者净利	1,520	1,827	2,204	2,648					
YoY	21.3%	20.2%	20.6%	20.2%					
销售净利率	8.0%	8.3%	8.7%	9.1%					
EPS (当年股本)	1.13	1.35	1.63	1.96					
EPS (最新股本摊薄)	1.13	1.35	1.63	1.96					

资产负债表 (百万元)				
	2010A	2011E	2012E	2013E
货币资金	7,598	9,206	11,860	14,590
应收款项	102	124	139	162
预付款项	50	116	100	134
存货	1,942	2,298	2,606	3,018
其他流动资产	202	207	253	282
流动资产合计	9,895	11,952	14,959	18,187
长期股权投资	153	153	153	153
固定资产	5,794	5,853	5,925	5,971
无形资产	1,319	1,316	1,324	1,328
其他非流动资产	617	618	618	619
非流动资产合计	7,882	7,941	8,019	8,070
资产总计	17,777	19,892	22,978	26,258
短期借款	196	196	196	196
应付款项	1,333	1,489	1,738	1,984
预收款项	775	618	868	908
应付股利	10	375	450	539
其他流动负债	3,701	4,157	4,813	5,488
流动负债合计	6,016	6,835	8,065	9,115
长期借款	11	11	11	11
应付债券	1,265	1,265	1,265	1,265
其他非流动负债	766	766	766	766
非流动负债合计	2,042	2,042	2,042	2,042
负债合计	8,057	8,877	10,107	11,156
归属母公司所有者	9,603	10,822	12,585	14,703
其中: 实收资本	1,351	1,351	1,351	1,351
少数股东权益	117	194	286	398
股东权益合计	9,720	11,016	12,871	15,101
负债及股东权益总计	17,777	19,892	22,978	26,258

重要指标速览				
	2010A	2011E	2012E	2013E
估值				
PE	28.4	23.6	19.6	16.3
PEG	1.4	1.3	1.4	1.4
PB	4.5	4.0	3.4	2.9
PS	2.2	1.9	1.6	1.4
EV/EBITDA	17.6	14.9	12.7	10.8
股息收益率	0.6%	0.8%	1.0%	1.2%
经营回报率				
ROE	17.1%	17.9%	18.8%	19.4%
ROA	8.6%	9.1%	9.7%	10.3%
资本结构及偿债能力				
资产负债率	45.3%	44.6%	44.0%	42.5%
速动比率	1.3	1.4	1.5	1.7
运营效率				
存货周转率	5.9	6.1	6.1	6.1
流动资产周转率	2.3	2.1	2.0	1.8
固定资产周转率	3.5	3.9	4.5	5.1

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）

分析师声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

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 2011 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