

啤酒

黄巍

0755-82026732

huangwei1@cjis.cn

青岛啤酒

600600

推荐

啤麦成本下降可体现在一季度 快于市场预期

12 月啤酒行业销量不尽如人意，在此背景之下，我们对啤酒行业上市公司进行了调研，了解公司的最新近况。

投资要点：

- 12 月行业销量增速放缓主要是由于去年同期提价导致经销商囤货和今年全球经济调整的影响。2007 年底啤酒企业在成本大幅上涨的压力下进行了产品价格 10%幅度的上涨，经销商囤货垫高了 12 月对比的基数；经济调整导致的民工返乡潮，对中低档啤酒的需求形成了制约。我们认为，经销商囤货是短期行为影响甚微，经济调整对中低档啤酒的影响仍需观察宏观经济的走向。
- 啤麦成本的核算方法是加权平均法，与市场理解的先进先出核算方式有一定出入。2008 年高价啤麦完全消化要等到 2009 年第二季度，基于这个判断市场普遍认为，虽然啤麦价格下跌一半，公司的毛利率改善要等到高价库存完全去除才能改善毛利率。我们了解到，虽然会计上库存采取先进先出，核算成本却采取的是加权平均法，按照这个计算方式，2009 年 1 季度公司的毛利率就将提高，时间快于市场的预期。
- 销量增长在 2009 年仍有保障。主品牌占总销量比重将从 45%提高到 50%，前 4 大品牌占比从 94%提高到 98%，。销量的增长来自于：一是 2008 年新产能的投放；二是成本下降后公司在产品出厂价不变的情况下可以有更多的资金进行市场开拓的投放。
- 所得税追溯仍需密切关注。公司前些年度的所得税追溯根据会计准则仍然是发生制原则，不会影响当期业绩，只会在调整前期业绩的基础上影响当期现金流，对公司当期业绩没有影响。
- 目标价 19.75 元，维持“推荐”评级。我们暂时维持公司 2008~2010 年 EPS 为 0.59、0.79、1.00 元不变，作为在 2009 年预期明确增长的酒类上市公司，我们用行业龙头 2009 年 25 倍 PE 估值，目标价 19.75 元，维持“推荐”评级。

6-12 个月目标价： 19.75 元

当前股价： 18.20 元

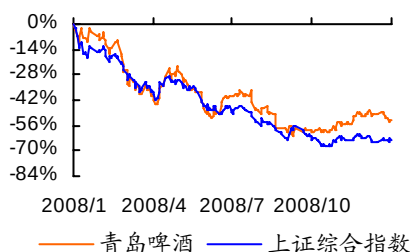
评级调整： 维持

基本资料

上证综合指数	1920.21
总股本(百万)	1308
流通股本(百万)	891
流通市值(亿)	166
EPS (TTM)	0.43
每股净资产 (元)	4.58
资产负债率	48.1%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
青岛啤酒	-3.67	14.21	-21.53
上证综合指数	-2.25	-3.73	-30.91



相关报告

青岛啤酒：行业逆境中 主品牌销量依旧强劲增长 2008/08/20

青岛啤酒：三季报正常 经营压力期待来年缓解 2008/10/29

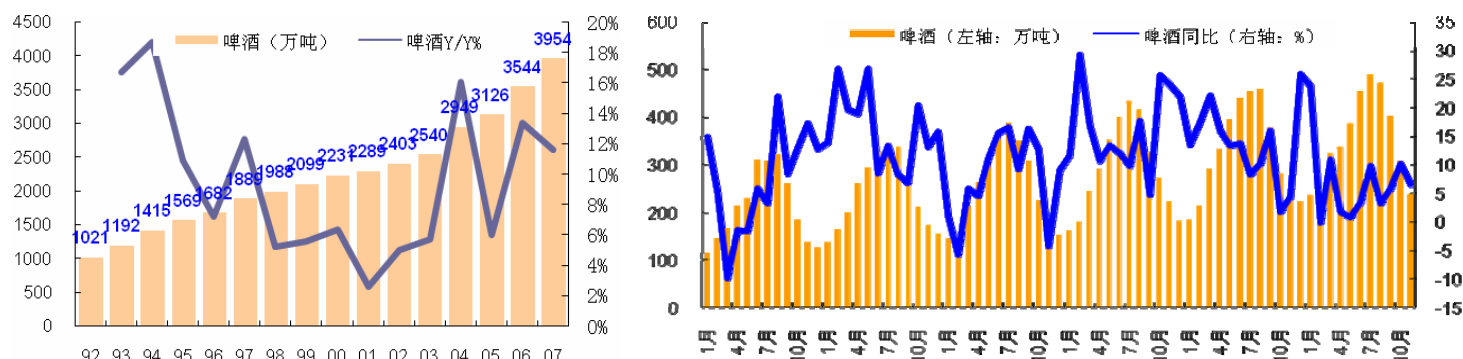
主要财务指标

单位：百万元	2007	2008E	2009E	2010E
营业收入(百万元)	13709	16609	18907	21752
同比(%)	17%	21%	14%	15%
归属母公司净利润(百万元)	558	775	1067	1362
同比(%)	28%	39%	38%	28%
毛利率(%)	41.6%	41.9%	42.8%	43.4%
ROE(%)	10.1%	12.3%	13.0%	15.4%
每股收益(元)	0.43	0.59	0.79	1.00
P/E	37.50	27.02	20.37	15.96
P/B	3.80	3.33	2.64	2.46
EV/EBITDA	15	12	9	7

资料来源：中投证券研究所

啤酒行业 12 月产量放缓主要受到两个因素影响

图表 1 啤酒行业年度及月度产量 (万吨)



资料来源：中投证券研究所

12 月行业产量增速放缓主要是由于去年同期提价导致经销商囤货和今年全球经济调整的影响。根据我们的了解，啤酒行业 12 月产量增速放缓，全年啤酒行业增长 6%。2007 年 12 月因为啤酒厂商提价，导致经销商囤货行为而引致的产量异常增长，在 2008 年 12 月没有发生提价事件，行业 12 月产量预计增长在 5% 的水平。我们认为，这是短期因素对行业影响轻微。另外一个原因，我们分析可能是全球经济调整导致的民工返乡潮对中低档啤酒的冲击，由于这部分需求因收入预期的变化，会对行业的影响较为长期。

表格 1 啤酒行业单月产量增幅 (%)

	2005	2006	2007	2008
9 月	16.50	4.76	16.11	6.00
10 月	12.79	25.71	1.75	10.27
11 月	-4.18	24.03	4.50	6.72
12 月	9.20	22.03	26.00	?

资料来源：中投证券研究所

啤酒成本下降对毛利率的提升将在一季度体现

表格 2 啤酒走势及相关公司成本构成

	青岛啤酒	燕京啤酒
麦芽	14.80%	20.00%
大米	6.90%	10.00%
酒花	0.70%	2.50%
水	0.30%	1.00%
辅助材料	1.10%	2.50%
能源	5.30%	6.63%
包装物	50.50%	30.00%
直接工资	3.50%	5.00%
制造费用	16.80%	21.00%



资料来源：中投证券研究所

啤酒价格在 10 月份后出现大幅度下跌。啤酒国外价格参考澳麦价格，现在到岸价为 250 美元/吨，相较 08 年上半年的 500 美元/吨，下降一半，而且历史上澳麦进口价维持在 200 美元/吨，下行空间已经不大。国内价格从高位 2800 元/吨附近回落到目前 1800 元/吨水平，在与澳麦进行性价比对比后，厂商收购意愿不强。

啤酒价格变化对公司业绩具有很强的敏感性。在 2008 年增加的 8 亿成本之中，麦芽增加成本占到了新增成本 60%。按照 25% 的所得税率和 13.08 亿总股本，可以变动的空间在每股 EPS0.28 元，占 2008 年全年业绩近 50%。因此，在啤酒价格回到 2007 年水平的背景下，对公司的业绩正向影响最大可达 0.28 元。

公司啤酒成本的核算方法是加权平均法，与市场理解的先进先出核算方式有一定出入。2008 年高价啤酒库存完全消化要等到 2009 年第二季度，基于这个判断市场普遍认为，虽然啤酒价格下跌一半，公司的毛利率改善要等到高价库存完全去除才能改善毛利率，对 09 年业绩的影响不会太多。我们了解到，虽然会计上库存采取先进先出，核算成本却采取的是加权平均法，按照这个计算方式，2009 年 1 季度公司的毛利率就将提高，时间快于市场的预期，这样对于业绩的提升也会更加明显。

主品牌在 2009 年仍然可以有 20% 的增长水平

表格 3 青岛啤酒销量分产品预测

万吨	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008E	2009E
主品牌销量	92.00	106.00	117.00	133.00	163.00	193.00	240.00	290.00
占总量比	30.77%	32.52%	31.54%	32.60%	35.90%	38.22%	44.86%	50.00%
第二品牌销量	61.00	72.00	102.00	136.00	182.00	229.00	263.00	280.00
1+3 占总量比	51.17%	54.60%	59.03%	65.93%	75.99%	83.56%	94.02%	98.28%
其他	146.00	148.00	152.00	139.00	109.00	83.00	32.00	10.00
合计	299.00	326.00	371.00	408.00	454.00	505.00	535.00	580.00

资料来源：中投证券研究所

主品牌在 2009 年仍然保持 20% 增长。预计 2009 年主品牌销量将在 2008 年占总销量 45% 的基础上提升到 50%，前四大品牌合计销量将在 2008 年占总销量 94% 的基础上提升到 98%。

新产能的投放将保障销量的增长。在 2007 年底的分离债项目实施之后，公司新增产能 110 万千升后达到 800 万千升，由于所建设的厂主要是奉行“先市场后工厂”的原则，以及扩大本地销售能力，新产能的投放可以促进销量的增长。尤其在山东本土市场，在总容量 300 万千升的背景下，公司 2009 年预计销量可达 150~160 万千升，首次达到 50% 以上的占有率，高于今年 120 万千升的水平。

1+3 战略会加快向 1+1 战略过渡。公司从 1996 年进行大规模兼并收购之后，品牌数量最高达到 100 多个，金志国董事长执掌青啤后意识到品牌过杂对于公司的发展极为不利。开始提出缩减到 1+5 的品牌战略，目前已经过渡到 1+3 战略阶段。由于竞争对手华润的快速发展，公司将加快品牌调整战略，形成高端青啤、低端山水的 1+1 战略雏形。

所得税追溯仍需密切关注

表格 4 按照 33% 所得税率对公司以前业绩追溯影响 (万元)

补缴期限	2007 年 1-9 月合并 净利润 (调整后)	2007 年 1-9 月合并 净利润 (未调整)	影响金额	影响幅度
补缴 07 年 1-9 月	56020.88	69544.03	13523.15	19.45%
补缴三年和 07 年 1-9 月	22133.24	69544.03	47410.79	68.17%

资料来源: 中投证券研究所

2007 年之前的所得税追溯仍没有明确说法。对于 2007 年之前的所得税追溯, 根据会计上的追溯发生制原则, 只是对前期业绩的调整, 对当期主要是影响现金流, 不影响当期业绩。若是会计原则上进行补充条例的颁布, 则会影响当期业绩。目前仍然没有明确说法, 我们认为依旧是追溯发生不影响当期业绩。

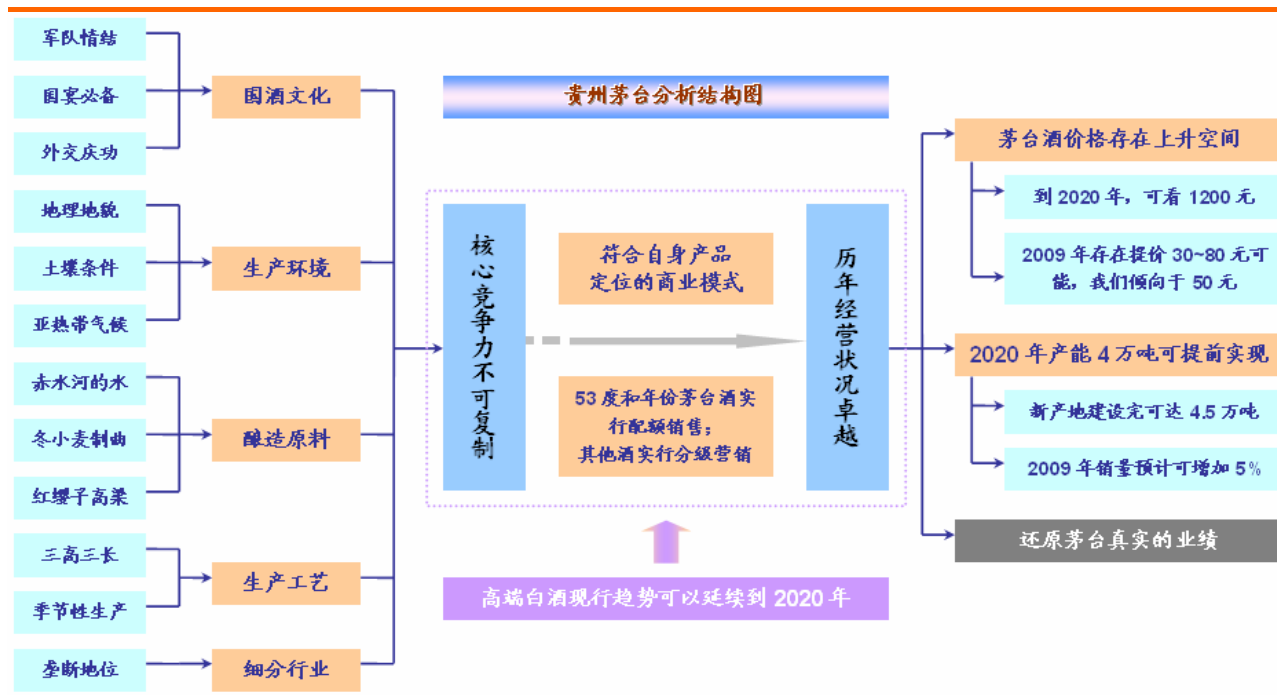
盈利预测

目标价 19.75 元, 维持“推荐”评级。我们暂时维持公司 2008~2010 年 EPS 为 0.59、0.79、1.00 元不变, 作为在 2009 年预期明确增长的酒类上市公司, 我们用行业龙头 2009 年 25 倍 PE 估值, 目标价 19.75 元, 维持“推荐”评级。

主要研究报告

- 1、五粮液系列报告之一（资产定价篇）：酒类注入资产 用平滑年度 PS 估价相对合理 2008 年 8 月 26 日
- 2、五粮液系列报告之二（进出口公司篇）：结算价调整幅度 预计在 90 元/瓶 2008 年 9 月 8 日
核心观点：预计 52 度结算价调整为 418 元，提 90 元；39 度结算价调整为 338 元，提 90 元。
- 3、古越龙山系列报告之一（行业篇）：黄酒行业 十年六倍空间 2008 年 9 月 23 日
核心观点：黄酒行业有能力从区域性市场走向全国市场。
- 4、张裕系列报告之一（行业篇）：到 2012 年我国葡萄酒人均消费量将翻倍至 1 升 2008 年 10 月 17 日
核心观点：在 2012 年我国葡萄酒人均消费量将在现有基础上翻倍至 1 升。
- 5、贵州茅台系列报告之一（行业篇）：高端白酒消费趋势可以延续到 2020 年 2008 年 11 月 13 日
- 6、贵州茅台系列报告之二（公司篇）：看得见的持续增长 2008 年 11 月 14 日

图表 2 贵州茅台深度报告框架图



资料来源：中投证券研究所

本报告分析了贵州茅台的主营结构、营销模式以及核心竞争力，并对公司未来的产能扩张历程和提价空间判断做出了定性和定量的分析。

附：财务预测表

资产负债表					利润表				
会计年度	2007	2008E	2009E	2010E	会计年度	2007	2008E	2009E	2010E
流动资产	4730	4461	4874	5394	营业收入	13709	16609	18907	21752
现金	1335	1350	1380	1410	营业成本	8002	9654	10815	12312
应收账款	94	149	170	196	营业税金及附加	1322	1578	1796	2066
其它应收款	214	233	265	305	营业费用	2651	3288	3649	4155
预付账款	862	338	379	431	管理费用	667	913	1030	1175
存货	2187	2341	2623	2986	财务费用	-6	52	71	73
其他	37	50	58	67	资产减值损失	167	50	50	50
非流动资产	6815	8437	9783	10931	公允价值变动收益	-19	0	0	0
长期投资	34	30	30	30	投资净收益	-1	0	0	0
固定资产	5415	6960	8330	9489	营业利润	886	1073	1495	1921
无形资产	800	810	820	830	营业外收入	154	100	100	100
其他	566	637	602	581	营业外支出	36	50	50	50
资产总计	11545	12898	14656	16325	利润总额	1004	1123	1545	1971
流动负债	5326	5885	5592	6561	所得税	406	303	417	532
短期借款	971	1647	1069	1671	净利润	598	820	1129	1441
应付账款	1081	1158	1298	1477	少数股东损益	40	45	62	79
其他	3274	3079	3226	3412	归属母公司净利润	558	775	1067	1362
非流动负债	231	206	237	270	EBITDA	1412	1805	2469	3116
长期借款	91	121	151	181	EPS (元)	0.43	0.59	0.79	1.00
其他	140	85	87	89	主要财务比率				
负债合计	5557	6091	5830	6831	会计年度	2007	2008E	2009E	2010E
少数股东权益	479	524	586	665	成长能力				
股本	1308	1308	1359	1359	营业收入	17.4%	21.1%	13.8%	15.0%
资本公积	2865	2865	4244	4244	营业利润	9.1%	21.1%	39.4%	28.5%
留存收益	1331	2105	2630	3217	归属于母公司净利润	28.3%	38.8%	37.8%	27.6%
归属母公司股东权益	5509	6283	8240	8830	获利能力				
负债和股东权益	11545	12898	14656	16325	毛利率	41.6%	41.9%	42.8%	43.4%
现金流量表					净利率	4.1%	4.7%	5.6%	6.3%
会计年度	2007	2008E	2009E	2010E	ROE	10.1%	12.3%	13.0%	15.4%
经营活动现金流	1094	1903	2165	2650	ROIC	17.8%	17.8%	20.5%	22.7%
净利润	598	820	1129	1441	偿债能力				
折旧摊销	532	680	902	1121	资产负债率	48.1%	47.2%	39.8%	41.8%
财务费用	-6	52	71	73	净负债比率				
投资损失	1	0	0	0	流动比率	0.89	0.76	0.87	0.82
营运资金变动	-108	142	-166	-212	速动比率	0.47	0.35	0.39	0.35
其它	77	210	229	226	营运能力				
投资活动现金流	-1115	-2394	-2404	-2404	总资产周转率	1.30	1.36	1.37	1.40
资本支出	1069	2370	2370	2370	应收账款周转率	38	40	35	36
长期投资	-112	-19	0	0	应付账款周转率	8.53	8.62	8.81	8.87
其他	-157	-43	-34	-34	每股指标 (元)				
筹资活动现金流	102	505	269	-216	每股收益(最新摊薄)	0.43	0.59	0.82	1.04
短期借款	371	676	-579	603	每股经营现金流(最新摊薄)	0.84	1.45	1.66	2.03
长期借款	38	30	30	30	每股净资产(最新摊薄)	4.21	4.80	6.30	6.75
普通股增加	0	0	51	0	估值比率				
资本公积增加	10	0	1380	0	P/E	37.50	27.02	20.37	15.96
其他	-317	-201	-613	-848	P/B	3.80	3.33	2.64	2.46
现金净增加额	76	15	30	30	EV/EBITDA	15	12	9	7

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

投资评级定义

公司评级

强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%
中性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在 $\pm 10\%$ 以内
回避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

看好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

分析师简介

黄巍, 中投证券研究所食品饮料行业分析师, 武汉华中科技大学国际金融专业学士、数量经济学硕士, 加拿大温哥华 UBC (英属哥伦比亚) 数量经济学硕士, 3 年证券从业经验。

主要研究覆盖公司: 贵州茅台、五粮液、泸州老窖、水井坊、张裕、青岛啤酒、伊利股份、双汇发展、燕京啤酒等。

免责声明

本报告由中国建银投资证券有限责任公司 (以下简称“中投证券”) 提供, 旨在派发给本公司客户使用。未经中投证券事先书面同意, 不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也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。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

深圳	北京	上海
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518000 传真: (0755) 82026711	北京市西城区闹市口大街 1 号长安兴融中心 2 号楼 7 层 邮编: 100031 传真: (010) 66276939	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼 邮编: 200041 传真: (021) 62171434