

2 月份销售继续好于预期 成本下降效应逐步显现

——青岛啤酒(600600) 跟踪调研报告

当前价格: 19.98 元

目标价: 22.5 元

投资评级: 推荐(维持)

行 业: 食品饮料

研究员: 张芸

电 话: (8625) 84457777×244 E-mail: zylt4463@sina.com

2009 年 2 月 25 日

1、 2009 年开局良好 1、2 月份销售好于预期

2008 年公司啤酒销售约为 538 万千升, 同比增长 6.5%, 同年全国啤酒产量 4103 万千升, 同比增长 5.46%, 公司销售增速比行业高 1 个百分点, 市场份额由 2007 年的 12.85%, 略上升为 13.11%, 显示出较强的竞争能力。

2009 年 1 月份, 公司开局良好, 实现了销售量同比增长超过 10%; 2 月份, 截止上周日公司销售大约已经跟去年同期持平, 预计 2 月份结束销售增速有望超过 15%。随着气温的升高, 三月份之后啤酒将逐步进入消费旺季。

2、 产品结构调整达到预期目标

2008 年青岛啤酒主品牌销量约为 242 万千升, 销量比 2007 年同期增长 25.38%, 占公司销售收入的比重也由 07 年的 39% 上升到 45%。2009 年 1 月份, 由于春节消费等因素, 青岛啤酒主品牌销量占到销售的 55%, 预计 2009 年全年有望达到 50%。公司主品牌销售的增长对提高公司啤酒销售单价和提升公司利润率都将起到积极的作用。

表 1 青岛品牌销量变化 单位: 万千升

项目	2003 年	2004 年	2005 年	2006 年	2007 年	2008 年
产量(万吨)	105	117	133	163	193	242

注: 数据来自公司公告和华泰证券研究所。

2008 年, 公司青岛、山水、崂山、汉斯四个品牌的销售已经占到公司销量的 95%, 比 2007 年提升了 5 个百分点。目前, 公司 80% 的工厂已经具备生产青岛啤酒的能力,

在消费旺季可实现销地产的目标，可以降低运输成本。

3、销售体系调整到位 集中优势资源提高市场占有率

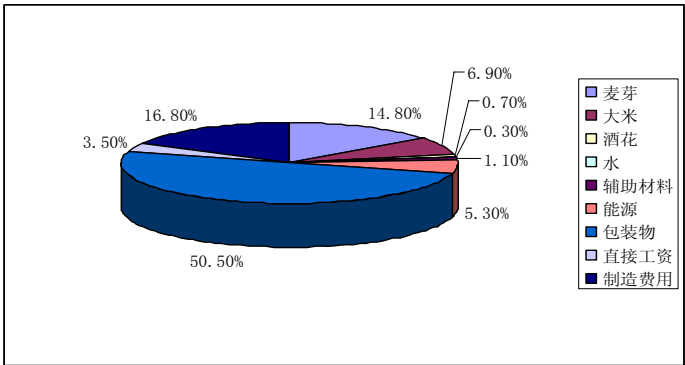
2008 年公司调整了组织结构，新增了质量中心和营销中心，其中质量中心负责原料采购到产品生产的整个流程；营销中心负责品牌传播、营销策划以及销售的整个环节，以实现内部资源优化集中的目标，改变过去事业部相对分散的决策，使得事业部的职能集中在执行，并以省为中心设立办事处，做细市场。

2009 年公司的销售目标是销量增速高于行业 2 个百分点。实现的策略是集中优势资源，点面兼顾，主要表现在以下三个方面：一是公司将在山东、华南和西北等原有的强势地区继续提高占有率，山东是啤酒的销售大省，目前公司在山东（除青岛）的市场份额约为 40%，有望提升到 50%；公司在华南地区的销售势头良好，在深圳市场已经与金威啤酒平分秋色，未来占有率可进一步上升；西北地区是公司“汉斯”品牌的传统销售地区，具有相对市场优势，在陕西的市场份额已经超过 60%，公司将巩固和扩大该优势，未来市场占有率有望达到 70%。二是在河南、河北地区继续扩大战果，由于基数比较低，公司在上述地区的销售增速达到了 100%。三是对有新增产能的地区，比如四川成都、江苏徐州以及山东日照等地区，增加营销投入，配合终端销售，促进销售增长。

4、原料成本下降将在二季度体现

目前，啤酒大麦的价格已经从 2008 年最高点的 520 美元/吨，回落到 250 美元/吨附近；啤酒花的价格也从最高 10 万元/吨，回落到 5 万元/吨左右。若按照 2007 年公司披露的成本构成，综合考虑 2008 年和 2009 年的平均大麦和酒花成本，预计可以带来啤酒生产成本下降 3%左右。

图 2 2007 年公司成本构成图



本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的正确性和完整性不作保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。我公司及其所属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，还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务。本报告的版权仅为我公司所有，未经书面许可任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。

注：数据来自公司公告

5、转让股权有利于集团控制地位稳固 百威英博可能继续转让股权

由于金融危机的影响，百威英博为了偿还债务，出售了部分在亚洲的资产。对于仅转让 19.99%的股权，公司解释说主要是由于香港交易所的一些规定所导致的，预计百威英博后续将有继续转让股权的可能，也不排除公司回购这部分股权的可能。

受让青岛啤酒股权的是日本朝日公司，该公司是以啤酒为主要业务的综合类食品公司，是日本最大的啤酒制造商之一，2007 年其啤酒销售收入为 8919 亿日元，占整体销售收入的 60.8%。

朝日公司与青岛啤酒的合作由来已久。早在 1997 年就和青岛啤酒合资成立深圳青岛啤酒朝日有限公司，其中青岛啤酒占 51%的股权。2002 年朝日啤酒用自身的分销体系在日本销售青岛啤酒。2008 年 11 月朝日啤酒又向青岛啤酒转让其持有的烟台啤酒的 2%的股权，加上烟台啤酒向青岛啤酒转让的其持有的 37%的股份，青岛啤酒在烟台啤酒的股权增至 39%，而朝日啤酒占 51%。

朝日的啤酒制造工艺先进，如朝日啤酒率先实现将纯生啤酒中的酵母菌保存半年以上，从而延长纯生啤酒的保质期和销售半径，对于青岛啤酒提升工艺水平有所帮助，青岛纯生的生产成功就是借鉴了朝日啤酒的工艺。目前，股权转让事宜正在商务部审查，预计三月中旬可以完成。稍后，公司与朝日啤酒业将签订战略合作协议。

虽然啤酒企业已经从 10 年前的 800 多家，下降到了 400 多家，但国内啤酒行业历来竞争激烈，未来一段时间内这一态势并不会改变。公司认为自建产能时间在一年左右，万吨产量固定资产投入也不比收购其他企业高，自建的企业便于公司自身管理。现在好的收购标的并不多，如果机会合适，公司也可能进行收购。

2009 年公司虽然品牌推广费用可能有所下降，但终端促销力度将加大，因而销售费用不会比上年减少。公司将在综合考虑回报的基础上，扩大市场份额，保持持续发展。

6、公司盈利预测和评级

我们初步预测公司 2008 年、2009 年和 2010 年的每股收益分别为 0.54 元/股，0.75 元/股和 0.97 元/股。按照 2 月 24 日收盘价，对应 2009 年和 2010 年动态 PE 分别为 26.59 倍和 20.53 倍。

考虑到青岛啤酒的行业龙头地位和持续成长能力，以及公司 2009 年开局良好，随着啤酒销售旺季的到来，其增速可能超预期，我们给予公司推荐评级，上调目标价

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的正确性和完整性不作保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。我公司及其所属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，还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务。本报告的版权仅为我公司所有，未经书面许可任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。

至 22.5 元。

表 2 公司盈利预测表 单位: 万元

	2007	2008E	2009E	2010E
主营业务收入	1340775	1587100	1833101	2070116
减: 主营业务成本	784353	936389	1054033	1190317
主营业务税金及附加	134078	158710	183310	207012
主营业务利润	422344	492001	595758	672788
减: 营业费用	263999	324403	374686	411953
管理费用	54972	71420	83223	84875
财务费用	402	4126	6416	3105
营业利润(元)	102972	92052	131433	172855
营业外收入(元)	12000	12000	12000	12000
减: 营业外支出(元)	3000	3000	3000	3000
利润总额(元)	111972	101052	140433	181855
减: 所得税(元)	32472	25263	35108	45464
减: 少数股东损益(元)	5599	5053	7022	9093
净利润(元)	73901	70736	98303	127298
总股本	130822	130822	130822	130822
每股收益	0.43	0.54	0.75	0.97
股票价格	19.98	19.98	19.98	19.98
PE	46.47	36.95	26.59	20.53

注: 来自公司公告及华泰证券研究所

华泰证券上市公司投资价值等级评判标准

- 报告发布日后的6个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准;

- 投资建议的评级标准

- 买入 : 相对强于市场表现15%以上;
- 推荐 : 相对强于市场表现5% ~ 15%;
- 观望 : 市场表现在-5% ~ +5%之间波动;
- 卖出 : 相对弱于市场表现5%以下。