



产品结构优化, 业绩快速增长

——青岛啤酒 (600600) 调研简报

分析师

郭怡娴

☎ (0755) 83515613

✉ guoyx@cgws.com

要点:

- **09 年前五个月销量增速大于 8%，预计全年为 10%：**今年 1-5 月份，青岛啤酒累计销量增速大于 8%，从今年以来的销量增速情况看，不考虑天气方面大的不确定因素，预计 09 年行业销量增速在 8% 左右。公司定下的目标是销量增速高于行业两个百分点，那么预计青岛啤酒全年的销量增速将在 10% 左右。
- **产品结构优化成效显著：**今年以来主品牌青岛啤酒销量增速喜人，1-5 月累计增速超过 30%。前五个月青岛主品牌的高速增长对总销量增速贡献较大，主品牌构成利润的主要来源、占比提升将大大提升公司的盈利能力。
- **成本降低、折扣折让加大：**随着二季度低成本大麦进入结转，吨酒成本将会下降两个百分点。由于市场竞争激烈，公司对于渠道的折扣和折让幅度将提升，未来折扣折让的增加将在一定程度上抵消成本下降带来的利润空间。
- **盈利预测和投资评级：**我们预计 08、09 年 EPS 分别为 0.81 元和 1.00 元，目前公司估值虽然不便宜，但公司主品牌占比不断提升、重点市场占有率提高、所得税率及资产减值损失逐年降低，未来几年公司的盈利能力将快速增长，给予公司推荐的投资评级。

投资评级：推荐（首次）

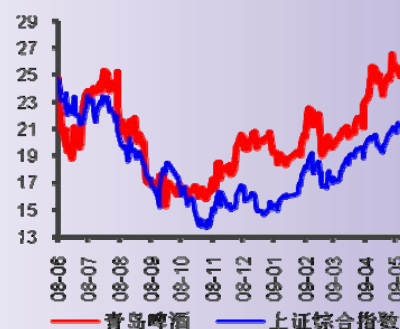
市场数据

总市值 (亿元)	336.15
流通市值 (亿元)	60.56
总股本 (万股)	131000
流通股本 (万股)	23600
12 个月最高/最低	27.35/14.4
十大流通股 (%)	5.52%
股东总数	39846

公司盈利预测

单位: 万元	2008	2009E	2010E
主营业务收入	1602344	1708050	1910326
(+/-%)	16.9%	6.6%	11.8%
净利润	69955	106205	130595
(+/-%)	25.3%	51.8%	23.0%
摊薄每股收益	0.535	0.812	0.998
PE	65.8	43.3	35.2

食品饮料行业相对大盘走势



独立声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。



1、 09 年前五个月销量增速大于 8%，预计全年为 10%

由于 08 年年初的雨雪冰冻天气、4 月份以后持续的雨水天气、5 月份的地震、消费旺季的奥运交通管制、再加上经济景气度的急剧下降，导致 08 年行业增速 5.5%，为 10 年来的低点。

今年 1-5 月份，青岛啤酒累计销量增速大于 8%，其中 1、2 单月增速大于 10%，3 月下降 11%，4 月增速 13-14%，5 月增速 14%。随着消费旺季的来临，销量增速呈现逐月增加的态势。从今年以来的销量增速情况看，不考虑天气方面大的不确定因素，预计 09 年行业销量增速在 8% 左右。公司定下的目标是销量增速高于行业两个百分点，那么预计青岛啤酒全年的销量增速将在 10% 左右。

青岛啤酒 2008 年初发行的债券募集资金投向中的最后一个投产项目日照新建年产 20 万千升啤酒项目将于今年 7 月投产，共增加 110 万千升产能，产能的投放将保证公司销量增长，我们预计全年将达到 590 万千升的产量。

2、 产品结构优化成效显著

今年以来主品牌青岛啤酒销量增速喜人，1-5 月累计增速超过 30%。青岛主品牌占总销量的比重 07 年为 39%，08 年为 44%，09 年 1-5 月占比 49%，09 年目标为 50%。

我们分析主品牌销量快速增长、占比上升的原因主要在于：1、主品牌的品牌影响力逐步加大、市场需求增加；2、53 个工厂中 80% 以上具备了生产青岛啤酒的技术条件，并在当地生产青岛啤酒。

青岛主品牌的吨酒价格在 4000 元/吨以上，而山水、崂山和汉斯的吨酒价格仅为 2000 元/吨左右。公司主要的利润来自于青岛主品牌，二线品牌主要是承担扩大规模、分摊成本的作用。前五个月青岛主品牌的高速增长对总销量增速贡献较大，青岛啤酒主品牌占比提升将大大提升公司的盈利能力。

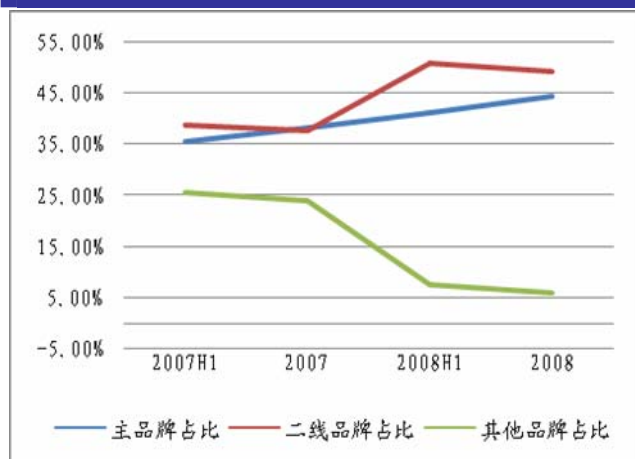


图 1、吨酒均价及其增速



数据来源：公司年报、长城证券研究所

图 2、主品牌、二线品牌和其他品牌占总销量比重



3、 优势区域市场占有率不断提升

山东市场目前市场占有率在 40%以上，今年提升 4-5%，达到 50%的市场占有率；陕西市场占有率超过 60%，今年计划达到 80%；广东市场去年 30%多一点的占有率，今年计划达到 40%市场占有率。三个强势区域的销量占到总销量的 80%，贡献超过 100%的利润，强势区域市场占有率的稳步提升确保公司利润的增长。

新市场石家庄、徐州、成都，基数小增速很快，公司采取聚焦原则，集中资源培育新市场。

4、 成本降低、折扣折让加大

08 年所用大麦 250 美元/吨，09 年 160-165 元/吨；酒花 08 年 10 万元/吨，09 年 4-5 万元/吨，高价大麦一季度用完，二季度将会用上低成本大麦。一季度吨酒成本同比上涨了 3.8%，随着二季度低成本大麦进入结转，吨酒成本将会下降两个百分点。

对于大麦下降对于毛利率的影响，公司表示由于市场竞争激烈，面对行业性的好转，各个公司都加大了市场投入。公司对于渠道的折扣和折让幅度将提升，因此毛利率并非单方面反应成本的下降。



公司一季度销量增速为 5.2%，吨酒价格较高的青岛主品牌的销量增速为 22%，前四大品牌占总销量的 95%，但是销售收入增幅仅为 5.9%，说明折扣和折让影响了吨酒价格的提高和毛利率的提升。一季度公司吨酒价格毛利率增长不大即使是因为公司加大了折扣和折让所致，未来折扣折让的增加将在一定程度上抵消成本下降带来的利润空间。

5、 收购烟台啤酒和趵突泉统一山东市场

山东市场的年啤酒消费量在 300 万千升以上，为我国的啤酒消费第一大省，山东销售收入占到公司总销售收入的一半。

公司 08 年底 2.2 亿元收购烟台啤酒 39%的股权，并拥有烟台啤酒的经营权，通过收购烟台啤酒可以基本控制胶东半岛；今年 6 月 6 日青岛啤酒出资收购趵突泉啤酒销售有限公司 100%股权和“趵突泉”系列商标权等。济南市场青岛啤酒占据 50%市场份额，趵突泉 40%的份额，通过收购青啤可以达到 90%市场份额。解决了烟台和济南，可以说已确定了青岛啤酒一统山东市场的格局，今年公司在山东市场的占有率即可达到 50%。

6、 积极应对 10 月认购权证行权

青岛啤酒股份有限公司于 2008 年 4 月 2 日发行了 15 亿元认股权和债券分离交易的可转换公司债券。该分离交易可转债已于 2008 年 4 月 11 日分离为公司债券和认股权证。认股权证初始行权价格 28.32 元/股，每 2 份认股权证代表 1 股公司发行的 A 股股票的认购权利，行权期为 2009 年 10 月 13 日至 2009 年 10 月 19 日中的交易日。

对于权证行权募集资金 15 亿元，公司计划拟投入 7 亿元在山东、广东、江西、福建等地新建或扩建啤酒生产基地；拟投入 8 亿元根据市场情况和谈判结果收购国内其他啤酒生产企业。如果能够顺利行权，募集资金项目顺利实施将有利于扩大公司产能，增强公司核心竞争力及可持续发展能力，巩固和拓展公司在啤酒业务领域的知名度和市场占有率。对于 10 月份行权，公司表示希望能够行权，但还取决于市场情况，将积极配合券商。



7、 盈利预测和投资建议

09 年公司按照利润总额同比增长额的 3-6%提取执行董事业绩绩效年度薪酬，加上今年 10 月份认股权证行权的刺激，公司存在释放利润的动力。我们预计 08、09 年 EPS 分别为 0.81 元和 1.00 元，目前公司估值虽然不便宜，公司主品牌占比不断提升、重点市场占有率提高、所得税率及资产减值损失逐年降低，未来几年公司的盈利能力将快速增长，给予公司推荐的投资评级。



盈利预测

利润表 (万元)	2008A	2009E	2010E
营业收入	1602344	1708050	1910326
营业成本	950901	990669	1107989
利息收入	0	3516	4476
利息支出	0	3034	3034
销售费用	297203	315989	353410
管理费用	90213	95651	105068
投资净收益	-2710	0	0
营业利润	98887	146413	167512
营业外收支	11922	10000	12000
利润总额	110809	156413	179512
所得税	37432	46924	44878
少数股东损益	3422	3285	4039
净利润	69955	106205	130595

资产负债表 (万元)	2008A	2009E	2010E
货币资金	239351	339490	397278
应收帐款	8145	8540	9552
应收票据	905	965	1080
存货	275634	287294	321317
流动资产合计	566123	680597	778761
固定资产	564984	582540	676848
资产总计	1253223	1401512	1609276
短期借款	41491	41491	41491
应付款项	135536	141205	157927
流动负债合计	471328	490127	543257
长期借款	1587	1587	1587
负债合计	611462	630261	683390
股本	130822	130822	130822
留存收益	477402	583607	714202
少数股东权益	33538	36822	40861
权益合计	641761	751251	885885
负债和股东权益总计	1253223	1381512	1569276

现金流量表 (万元)	2008A	2009E	2010E
经营活动现金流	150949	170175	207789
其中营运资本减少	7268	4464	12755
投资活动现金流	-85399	-70037	-150000
其中资本支出	-89305	-70000	-150000
融资活动现金流	44199	0	0
净现金总变化	109722	100139	57789

主要财务指标	2008A	2009E	2010E
成长性			
营业收入增长	16.9%	6.6%	11.8%
营业成本增长	18.8%	4.2%	11.8%
营业利润增长	11.6%	48.1%	14.4%
利润总额增长	10.4%	41.2%	14.8%
净利润增长	25.3%	51.8%	23.0%
盈利能力			
毛利率	40.7%	42.0%	42.0%
销售净利率	4.4%	6.2%	6.8%
ROE	10.9%	14.1%	14.7%
ROIC	13.9%	16.4%	16.5%
营运效率			
销售费用/营业收入	18.5%	18.5%	18.5%
管理费用/营业收入	5.6%	5.6%	5.5%
投资收益/营业利润	-2.7%	0.0%	0.0%
所得税/利润总额	33.8%	30.0%	25.0%
应收帐款周转率	192.06	188.82	400.00
存货周转率	3.38	3.26	6.90
流动资产周转率	2.57	2.34	4.91
总资产周转率	1.21	1.13	2.37
偿债能力			
资产负债率	48.8%	45.0%	42.5%
流动比率	1.20	1.39	1.43
速动比率	0.62	0.80	0.84
每股指标 (元)			
EPS	0.535	0.812	0.998
每股净资产	4.91	5.74	6.77
每股经营现金流	1.15	1.30	1.59
每股经营现金/EPS	2.2	1.6	1.6

估值	2007A	2008E	2009E
PE	65.8	43.3	35.2
PEG	1.79	1.89	
PB	7.2	6.1	5.2
EV/EBITDA	26.97	22.38	20.01
EV/SALES	2.98	2.80	2.50
EV/IC	8.24	6.29	5.57
ROIC/WACC	1.47	1.74	1.75
REP	5.61	3.61	3.18



研究员介绍及个人承诺:

郭怡娴: 武汉大学经济学硕士, 2008 年加入长城证券, 任食品饮料行业研究员。本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力, 在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则, 独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点, 不曾因, 不因, 也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

免责声明

本报告由长城证券有限责任公司(以下简称长城证券)向其机构或个人客户(以下简称客户)提供, 除非另有说明, 所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布, 亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据, 不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发, 需注明出处为长城证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息, 但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下, 本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易, 或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系, 并无需事先或在获得业务关系后通知客户。长城证券有权在发送本报告前使用本报告所涉及的研究或分析内容。

长城证券版权所有并保留一切权利。

评级标准:

公司评级	评级	说明
	推荐	
	谨慎推荐	
	中性	
行业评级	回避	
	推荐	预期未来6个月内行业指数超越大盘10%以上; 预期未来6个月内行业指数超越大盘在5%~10%之间; 预期未来6个月内行业指数相对大盘波动幅度在-5%~5%之间; 预期未来6个月内行业指数落后大盘5%以上;
	谨慎推荐	
	中性	
	回避	

本报告版权归长城证券有限责任公司所有, 未经授权不得进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 须注明出处为“长城证券金融研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。报告内容完全基于公开信息, 虽然力求其准确完整但并不对此做出任何承诺和保证。长城证券有限责任公司及关联的任何人均不承担因使用本报告而产生的法律责任。

