

食品饮料行业

报告原因: 公司调研

2009 年 12 月 1 日

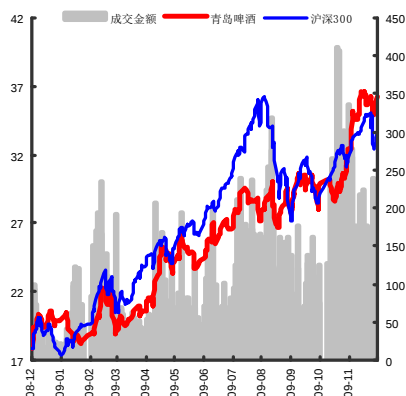
市场数据: 2009 年 11 月 30 日

收盘价 (元)	35.99
一年内最高/最低 (元)	36.90/17.22
市净率	6.7
市盈率 (2009E)	36.8
流通 A 股市值 (百万元)	10,024

基础数据: 2009 年 9 月 30 日

每股收益 (元)	0.96
营业收入 (百万元)	14,734.55
净利润 (百万元)	1,302.71
总股本/流通 A 股 (百万)	1351/278
流通 B 股/H 股 (百万)	-/655

公司近期市场表现 (最近一年):



执笔人

罗胤

Tel: 010-82190365

Email: luoyin@sxzq.com

联系人

焦春成

0351-8686990

sxzqyjfb@i618.com.cn

地址: 太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层

电话: 0351-8686990

山西证券股份有限公司

http://www.i618.com.cn

请务必阅读正文之后的特别声明部分

青岛啤酒 (600600)

合理化品牌结构, 对战准战略市场

增持

上调评级

公司研究/调研报告

盈利预测:

单位: 百万元、元、%、倍

	营业收入	增长率	净利润	增长率	每股收益	销售利润率	净资产收益率	市盈率
2008A	16,023	16.9	734	25.3	0.53	4.6	11.4	67.3
2009E	18,281	14.1	1,385	88.7	0.98	7.6	17.7	36.8
2010E	21,127	15.6	1,680	21.3	1.19	8.0	17.7	30.4
2011E	24,623	16.5	1,987	18.3	1.40	8.1	17.3	25.7

注: “市盈率”是指目前股价除以各年业绩

投资要点:

● **行业布局仍不稳定, 竞争依然激烈。**啤酒行业经过 10 年整合, 形成了目前的寡头竞争格局, 但竞争局面尚不稳定。华润、燕京、青岛、英博四大家的市场占有率可达 60%, 但其各自的市场占有率均不足 20%, 未来 5 年内行业竞争将不会减弱, 各家将以省为单位抢占市场。在其市场占有率处于 30-40% 的区域竞争将日益激烈, 逐出一个占有率可达 50% 以上的品牌将是这些区域的必然趋势, 但在各大家市场占有率超过 50% 以上的优势区域, 竞争程度将有所减弱。目前, 各大家占有率超过 50% 以上的区域主要有华润的辽宁、安徽、四川, 燕京的北京、广西、内蒙, 以及青岛的山东、陕西。而处于激战区的省份主要有广东、江苏、浙江、湖南、湖北、河北。在未来的竞争环境中, 公司将坚持理性竞争, 集中优势力量逐个突破, 严格控制销售费用, 以维持公司可持续的良性发展。

● **积极发展华北、华东、四川等准战略市场。**公司的优势市场主要集中在山东、陕西两地。青岛、陕西、广东三地收入可占总收入的 70% 以上, 利润占比更达 100% 以上。其中, 大本营青岛地区市场占有率高达 90% 左右, 是公司最主要的收入、利润来源; 在合并了烟台啤酒、趵突泉啤酒后, 公司在山东其他地区的市场占有率也得到了明显提高, 可达 50% 以上水平。未来, 公司将把华北 (河北、北京)、华东 (上海、江苏)、四川等地作为公司发展的准战略性市场, 积极培育。目前, 公司在安徽、江苏、四川的发展势头良好。石家庄作为新兴市场, 近几年增长势头也非常迅猛, 今年销量将近 20 万吨。北京地区因是燕京啤酒本部所在地, 竞争对手优势基础较为扎实, 公司一直以来的前进步伐较为艰难, 今年也有望在产品结构改善与成本大幅下降的助推下, 扭亏为盈。

● **合理化品牌结构, 着力中低端发展。**公司 “1+1” 的品牌发展战略取得



了较好的成绩，目前中高端青岛主品牌占比约为 48-50%，远高于竞争对手雪花等 30%的水平。公司亏损企业的减少也主要是得益于引入了青岛主品牌，具有了生产青岛主品牌的能力，盈利能力得到增强。不过，由于我国啤酒市场中 70%以上为中低端市场，市场空间巨大，公司未来将采取更为合理的品牌结构，在保证主品牌稳定增长的基础上，将留出部分资源发展中低端产品，一方面是看好第二品牌巨大的市场容量；另一方面则希望通过发展中低端缩小销量差距，抢占市场份额，目前公司产品销量与华润相差达 200 万吨。同时，销量的扩大也有助于公司摊薄成本，防止资源浪费。未来公司青岛主品牌有望保持 10%左右的增幅，第二品牌的增速或将快于主品牌。

●**实行自建为主、并购为辅的产能扩张策略。**对公司来讲，市场建设远比产能建设更重要。一旦选定目标市场，公司将先行启动市场的拓展与培育，然后才考虑产能问题，相对市场来讲，产能问题较容易解决。在产能扩张方面，公司在山东乃至全国地区都将贯彻自建与并购并行的策略，其中以自建为主，但也不排除好的并购对象。采用这样的策略一方面是因为经过前期并购后，目前市场上资质较高的并购标的较少，且并购成本偏高；另一方面则是因为与以前相比，当前自建产能成本明显下降，自建万吨规模产能的投入已由 10 年前的 6000 万元下降至不足 2000 万元，自建产能更符合成本收益规律。而且，与并购相比，自建的投产周期更短。公司与烟台啤酒、趵突泉啤酒均竞争了 10 年才最终实现并购，而自建项目 10 个月到 1 年即可投产使用。此外，公司目前 50 个亿的现金规模也使其具有较好的扩建与并购基础。

●**投资建议：**受益于成本下降，09 年公司业绩增长迅速，未来一段时间内这一成本优势还将持续发挥作用，我们上调了公司的盈利预测，预计公司 2009-2011 年的 EPS 分别为 0.98、1.19、1.40 元，对应的动态市盈率分别为 36.8、30.4、25.7 倍，鉴于市场对于公司的稳定增长一直赋予较高的估值水平，上调评级至“增持”。

●**风险提示：**严惩酒驾影响啤酒销量；A 股市场波动。

► 盈利预测

表 1：盈利预测表

单位：百万元	2008	2009E	2010E	2011E
一、营业总收入	16,023.44	18,281.02	21,127.26	24,623.25
营业收入	16,023.44	18,281.02	21,127.26	24,623.25
二、营业总成本	15,032.03	16,498.62	18,951.16	22,037.80
营业成本	9,509.01	10,420.18	11,979.16	14,035.25
营业税金及附加	1,424.15	1,599.59	1,838.07	2,117.60
销售费用	2,972.03	3,619.64	4,183.20	4,875.40
管理费用	902.13	786.08	887.35	984.93
财务费用	45.61	73.12	63.38	24.62
资产减值损失	179.09	0.00	0.00	0.00
三、其他经营收益	-2.54	-1.00	-1.00	-1.00
投资净收益	-27.10	-1.00	-1.00	-1.00
四、营业利润	988.87	1,781.40	2,175.11	2,584.44
加：营业外收入	154.66	100.00	100.00	100.00
减：营业外支出	35.45	35.00	35.00	35.00
五、利润总额	1,108.09	1,846.40	2,240.11	2,649.44
减：所得税	374.32	461.60	560.03	662.36
六、净利润	733.77	1,384.80	1,680.08	1,987.08
减：少数股东损益	34.22	64.53	78.29	92.60
归属于母公司所有者的净利润	699.55	1,320.27	1,601.79	1,894.48
七、每股收益：	0.53	0.98	1.19	1.40
净利润增长率(%)	25.34	88.73	21.32	18.27

资料来源：山西证券研究所

投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20%以上
增持： 相对强于市场表现 5~20%
中性： 相对市场表现在-5%~+5%之间波动
减持： 相对弱于市场表现 5%以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现
中性： 行业与整体市场表现基本持平
看淡： 行业弱于整体市场表现

免责声明：

本报告是基于山西证券股份有限公司研究所认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。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。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期，本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。