

市场份额指标将提上考核议程

我们的观点:

- **市场份额指标将提上考核议程:** 09 年雪花啤酒的频繁收购和大幅扩产使其市场份额突破 20%; 高出青啤 6 个百分点。除了市场份额的上升, 高端产品的推出和成本规模效应亦使其前三季度净利润得以突破 11 亿元, 同比增长 78%。雪花的量、利齐升对青啤形成了较大压力; 而青啤与英博、燕京的销量份额相差不大; 在前有堵截、后有追兵的情势下, 我们判断销量份额指标将提上公司的考核议程。
- **主品牌增速进入平稳期:** 09 年主品牌销量突破 290 万吨, 增速高达 22%, 占比接近 50%。由于主品牌的基数已逐步放大, 预计今年的增速将放缓至 10%-15%。尽管目前青啤主品牌销量不到雪花的一半, 但其针对中高端消费群体的定位意味着对发酵工艺和口感有更高的要求, 无法采用雪花的快速品牌整合战略。
- **上半年成本仍有释放空间:** 09 年前三季度吨酒成本下降约 26 元, 2010 年啤麦采购锁定半年, 采购价位于 240-250 美元, 我们预计今年上半年成本仍有释放空间。
- **华东、东南有望成为公司新的盈利增长点:** 经过前期 3-5 年的市场运作, 青啤旗下子公司的亏损比例已从 50% 降至 20%, 由于母公司和子公司所得税率的统一, 两者的净利润回报率逐步趋同。子公司扭亏的原因一是龙头公司的品牌效应, 二是外资企业 08-09 年受金融危机打击大, 放缓了对国内市场的投入。例如, 百威英博旗下的福建雪津, 上海三得利、亚太力波啤酒等。目前青啤在山东省的产能占 38%, 利润贡献高达 50%, 但随着子公司陆续具备主品牌的生产能力, 华东、东南都有望成为公司新的盈利增长点。
- **维持增持评级:** 由于子公司亏损比例下降, 预计 09 年四季度对子公司计提的减值准备绝对值将大幅缩减, 有效所得税率亦得以保持正常水平。我们预测 09-11 年公司的每股收益为 0.97、1.26 和 1.47 元; 给予公司 2010 年 30x 的 PE 估值, 6 个月目标价 39 元, 维持增持的投资评级。

风险因素:

- 包装物和啤麦价格上涨
- 经济增速低于预期,



东方证券
ORIENT SECURITIES

林 静

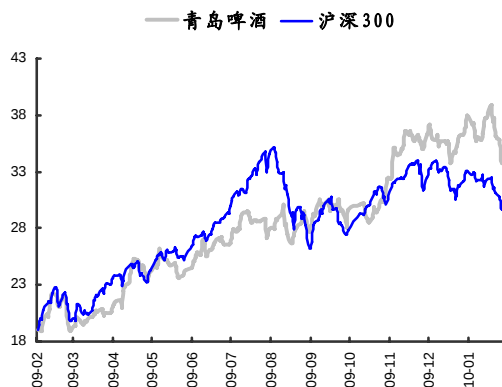
食品饮料行业分析师

8621-63325888 x 6077

linjing@orientsec.com.cn

投资评级	买入 增持 中性 减持 (维持)
股价 (2010 年 2 月 1 日)	34.63 元
目标价格 (6 个月)	39 元
总股本/流通 A 股 (万股)	130822/27852
国家/地区	中国
行业	食品饮料
报告日期	2010 年 2 月 2 日

股价表现



财务预测

	2008	2009E	2010E	2011E
主营业务收入	16023	18141	20021	22415
主营业务利润	5090	5986	7051	7869
净利润 (百万)	699.55	1016.84	1458.37	1791.78
每股收益 (元)	0.53	0.97	1.26	1.47
每股经营现金	1.15	1.77	1.86	2.05
市盈率(X)	64.8	35.8	27.6	23.6
市净率(X)	7.4	6.6	5.8	5.1

资料来源: 公司数据, 东方证券研究所预测

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的情况下可能与本报告所分析的企业存在业务关系, 并且继续寻求发展这些关系。因此, 投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突, 不应视本报告为投资决策的唯一因素。

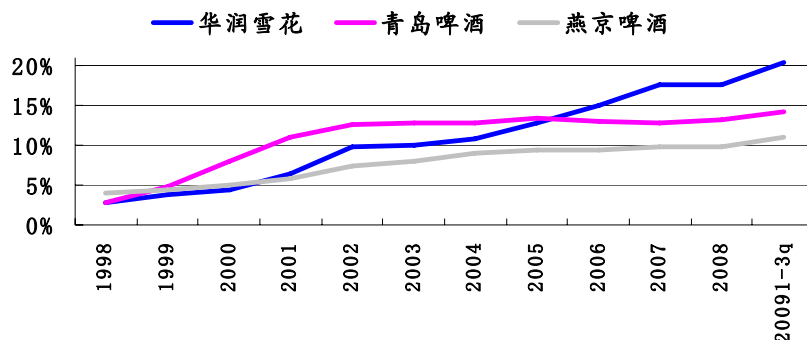
敬请参阅最后一页之重要声明。

市场份额指标将提上日程

和雪花的市场份额拉大，利润拉近

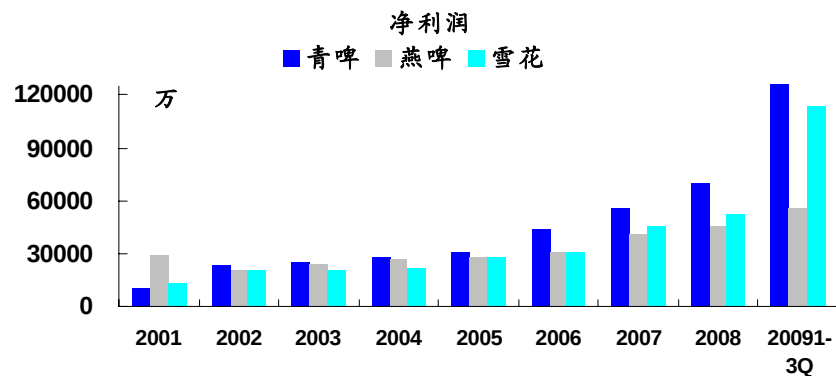
09 年雪花啤酒的频繁收购和大幅扩产使其市场份额突破 20%，比青啤高出 6 个百分点。除了市场份额的上升，高端产品的推出和成本规模效应亦使其前三季度净利润得以突破 11 亿元，同比增长 78%，大幅拉近了和青啤的差距；其中吨酒净利润高达 160 元，超过了燕京啤酒。

图 1 上市公司市场份额对比



资料来源：公司报表

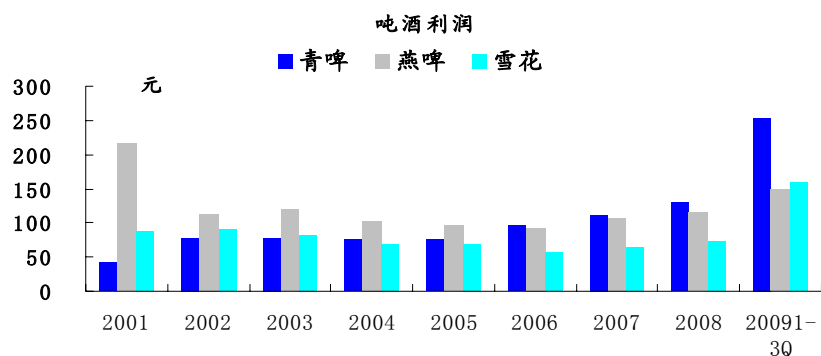
图 2 净利润对比



资料来源：公司报表

雪花的量、利齐升对青啤形成了较大压力；而青啤与英博、燕京的销量份额相差不大；在前有堵截、后有追兵的情势下，我们判断销量份额指标将提上公司的考核议程。

图 3 吨酒利润对比

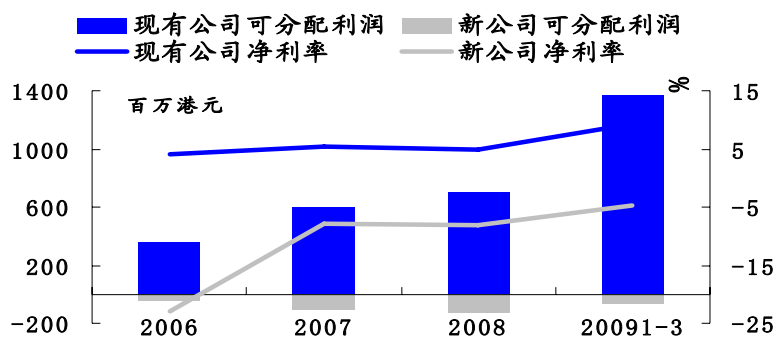


资料来源：公司报表

竞争对手雪花啤酒整合效果显著

雪花啤酒利润大幅增长的原因在于其出色的整合能力；不仅旗下新收的子公司大幅扭亏，原公司的利润亦大幅增长。

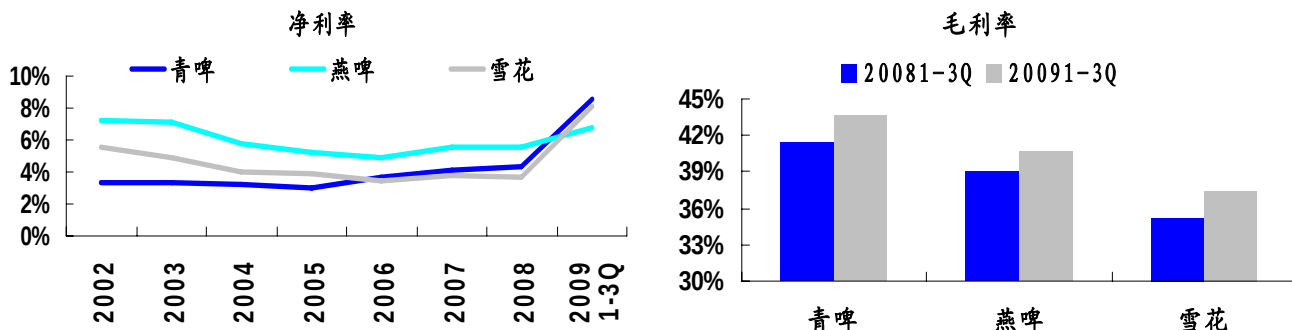
图 4 雪花啤酒利润拆分



资料来源：公司报表

虽然雪花啤酒 09 年前三季度的毛利率低于青啤 6 个百分点，但由于其奉行蘑菇战略，销售半径小，销售费用低，前三季度净利率和青啤基本持平。

图 5 上市啤酒公司毛利率和净利率对比

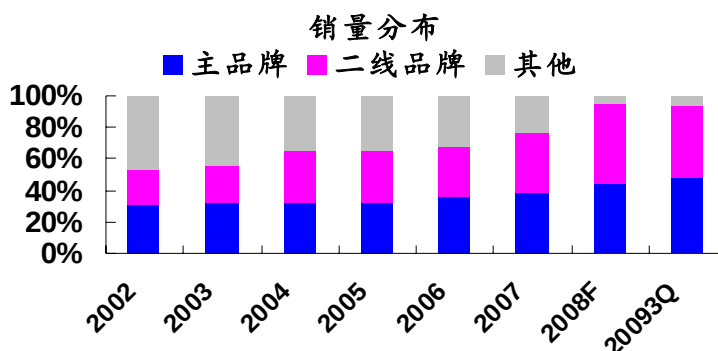


资料来源：公司报表

主品牌进入平稳增长期

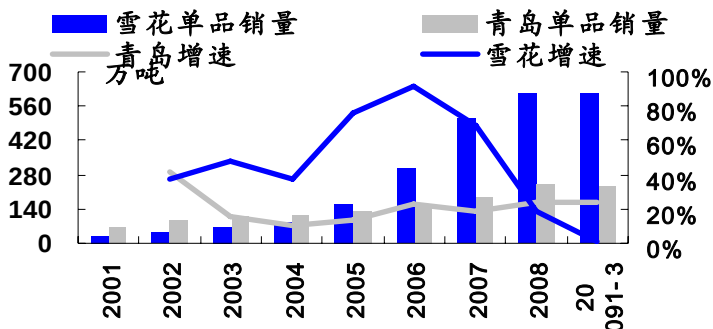
09 年主品牌销量突破 290 万吨，增速高达 22%，占比接近 50%。由于主品牌的基数已逐步放大，预计今年的增速将放缓至 10%-15%。尽管青啤主品牌的销量不到雪花的一半，但其中高端的定位对发酵工艺和口感有更高的要求，决定了不能像雪花采取快速放量的整合战略。

图 6 青啤销量分布



资料来源：公司报表

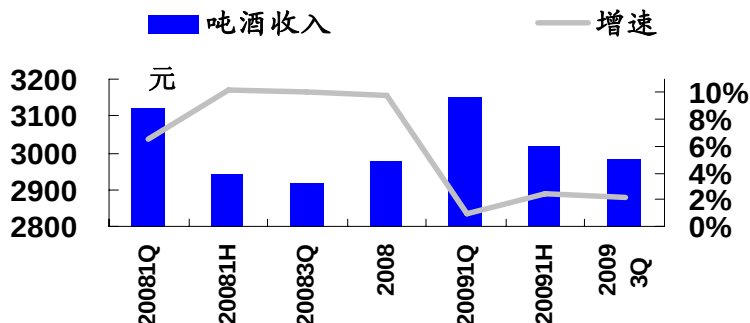
图 7 雪花和青啤主品牌销量对比



资料来源：公司报表

09 年前三季度，在未提价的情况下，青啤的吨酒收入增长 2.2%。

图 8 吨酒收入

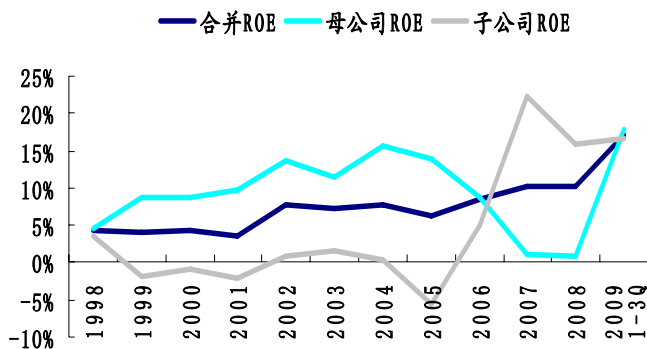


资料来源：公司报表

子公司步入回报期

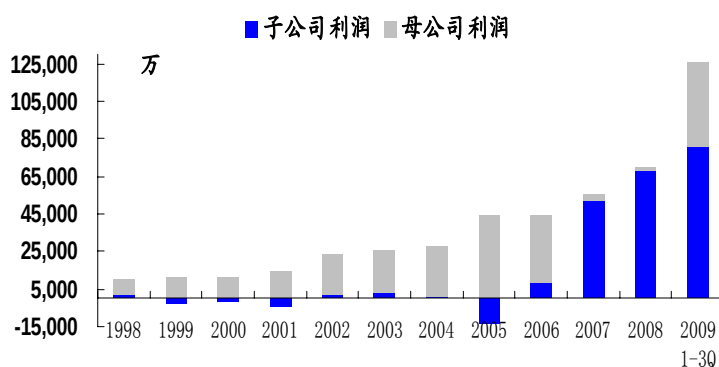
经过前期 3-5 年的市场运作，青啤旗下子公司的亏损比例已从 50%降至 20%。由于母公司和子公司所得税率的统一，两者的净利润回报率逐步趋同。

图 9 青啤 ROE 分解



资料来源：公司报表

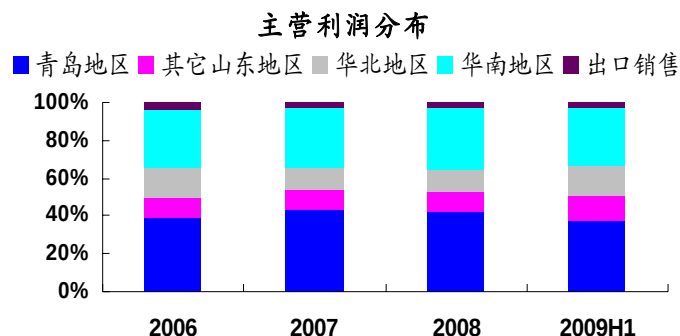
图 10 青啤净利润分布



旗下福建、北京、上海等子公司陆续扭亏；原因一在于龙头公司的品牌效应，二是外资企业 08-09 年受金融危机打击大，放缓了对国内市场的投入。例如，福建市场的英博雪津，上海市场三得利、和亚太力波。

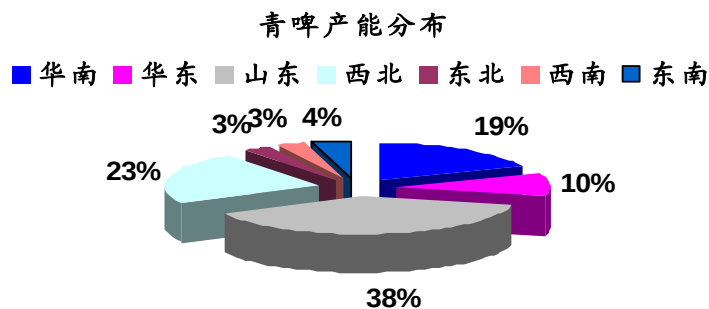
目前青啤在山东省的产能占 38%，利润贡献仍然高达 50%，但随着子公司陆续具备主品牌的生产能力，华东、东南都有望成为公司新的盈利增长点。

图 11 主营利润分布



资料来源：公司报表

图 12 青啤产能分布



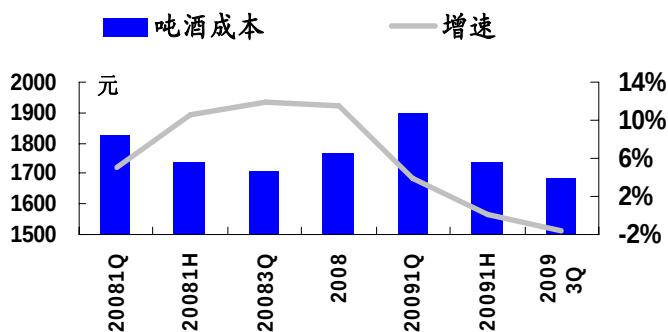
资料来源：东方证券研究所

上半年成本仍有下降空间

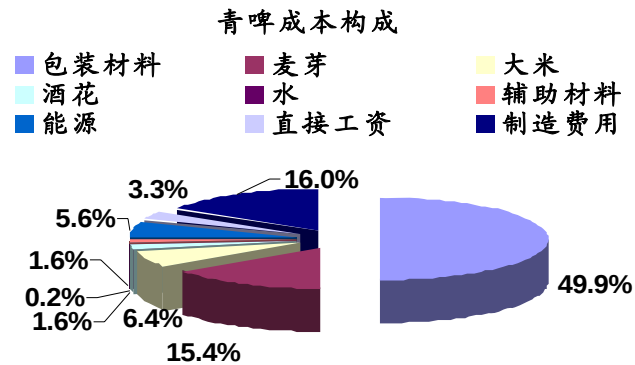
09 年前三季度吨酒成本下降约 26 元，降幅 1.5%，成本下滑并不显著。2010 年公司啤麦采购量锁定半年，采购价位于 240-250 美元，我们预计今年上半年成本仍有释放空间。

从成本构成上看，成本对包装物的价格最为敏感。随着煤炭和纯碱价格的回升，包装成本有可能回升，为成本下降带来不确定。

图 13 吨酒成本



资料来源：东方证券研究所

图 14 08 年成本构成


资料来源：东方证券研究所

主要假设

表格 1 主要假设

	2007	2008	2009F	2010F	2011F
总销量	505	538.00	595	651	711
%+/-	11.23%	6.53%	10.51%	9.55%	9.15%
其中：主品牌	193	240	293	334	374
吨主营收入	2715	2978	3051	3074	3153
%+/-	4.16%	9.71%	2.44%	0.74%	2.58%
吨主营成本	1584	1767	1776	1720	1772
%+/-	2.26%	11.55%	0.50%	-3.14%	3.01%
吨主营税金	262	265	268	271	274
吨销售费用	525	552	545	556	561
吨管理费用	132	168	168	166	167
吨财务费用	-1	8	9	6	5
吨资产减值	33	33	12	9	7
吨投资收益	0	-5	0	0	0
吨营业利润	175	184	274	345	366
吨营业外收益	23	22	13	9	6
吨税前利润	199	206	287	354	372
吨所得税	80	70	66	92	93
吨少数股东权益	8	6	9	9	9
吨净利润	111	130	213	252	270

附表：财务报表预测与比率分析
损益表 (人民币百万元)

	2008	2009E	2010E	2011E
主营业务收入	16023	18141	20021	22415
主营业务成本	(9509)	(10561)	(11206)	(12600)
主营业务税金及附加	(1424)	(1594)	(1764)	(1947)
主营业务利润	5090	5986	7051	7869
营业费用	(2972)	(3238)	(3624)	(3990)
管理费用	(902)	(998)	(1081)	(1188)
财务费用	(46)	(51)	(41)	(38)
资产减值准备	(179)	(70)	(60)	(50)
营业利润	988.88	1628.38	2245.11	2602.69
非经营性收益	119	80	60	40
税前利润	1108	1708	2305	2643
所得税	(374)	(393)	(599)	(661)
少数股东损益	(34)	(51)	(61)	(65)
净利润	700	1264	1644	1917
EPS (元/股)	0.53	0.97	1.26	1.47

资产负债表 (人民币百万元)

	2008	2009E	2010E	2011E
货币资金	2394	2473	3363	4253
应收款项净额	284	243	262	283
存货净额	2756	2804	2983	3359
流动资产总额	5661	5825	6933	8261
长期投资	34	44	54	64
固定资产	5649	6178	6638	7072
无形资产及其他资产	1068	1065	1047	1030
资产总计	12531	13232	14791	16543
循环贷款	527	0	0	0
应付款项	3243	3638	3865	4206
预收账款	341	440	485	543
流动负债	4713	4732	5090	5573
非流动负债	1401	1381	1426	1463
负债	6115	6112	6515	7036
少数股东权益	335	387	448	513
股本	1308	1358	1358	1358
储备	4774	5787	6785	7888
股东权益	6418	7532	8592	9760
负债和股东权益	12531	13232	14791	16543

现金流量表 (人民币百万元)

	2008	2009E	2010E	2011E
税后利润	700	1,264	1,644	1,917
少数股东损益	34	51	61	65
非现金支出	796	595	597	675
非经营收益	84	80	(15)	(15)
营运资金变动	(4)	324	142	39
经营活动现金净流	1,509	2,315	2,430	2,681
资本开支	(886)	(938)	(936)	(979)
投资与投资收益	(148)	72	50	30
投资活动现金净流	(854)	(875)	(886)	(957)
募集资金	5	0	0	0
股息利息	(98)	(400)	(654)	(835)
银行贷款变动	492	(430)	0	0
其他	1	0	0	0
筹资活动现金净流	441	(830)	(654)	(835)
现金净流量	1,096	609	890	890

比率分析

	2008	2009E	2010E	2011E
增长率				
收入	16.9%	13.2%	10.4%	12.0%
息税前利润	15.2%	62.0%	36.1%	15.5%
净利润	25.3%	80.7%	30.1%	16.6%
边际率				
毛利率	40.7%	41.8%	44.0%	43.8%
息税前利润率	6.5%	9.3%	11.4%	11.8%
净利润率	7.0%	8.2%	8.6%	8.7%
收益率				
ROE	12.1%	19.1%	21.5%	22.0%
ROA	5.6%	9.6%	11.1%	11.6%
负债比率				
有息负债/权益	8.9%	0.0%	0.0%	0.0%
负债/资产	48.8%	44.8%	43.1%	41.9%
估值比率				
P/E	64.8	35.8	27.6	23.6
P/B	7.4	6.6	5.8	5.1
P/S	2.5	2.3	2.1	1.9
EV/EBITDA	24.6	19.4	15.0	12.9

资料来源：东方证券研究所

分析师承诺

林静 食品饮料行业分析师

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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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。

投资评级说明

- 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；
- 公司投资评级的量化标准
 - 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
 - 增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；
 - 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；
 - 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。
- 行业投资评级的量化标准
 - 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
 - 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；
 - 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

免责声明

本报告仅供东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等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人作出邀请。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

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。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，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之证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn