

啤酒



陈宇 王斌

S0190200010016

Tel:021-38565860

Email:cheny@xyzq.com.cn

青岛啤酒 (600600)

增长放缓—内困整合、外忧竞争

推荐

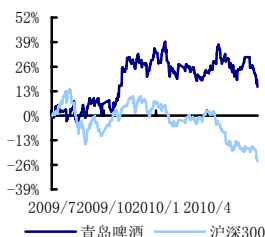
市场数据

报告日期	2010-7-2
收盘价(元)	31.98
52周最高/最低(元)	38.59/26.45
总股本(百万股)	1350.98
流通股本(百万股)	933.59
总市值(百万元)	43204.43
流通市值(百万元)	29856.15
净资产(百万元)	8505.74
总资产(百万元)	16148.60

主要财务指标

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	18026	19225	20977	22977
同比增长(%)	12.5%	6.6%	9.1%	9.5%
净利润(百万元)	1253	1566	1765	2015
同比增长(%)	79.2%	25.0%	12.7%	14.1%
毛利率(%)	42.9%	44.3%	44.4%	44.6%
净利率(%)	7.0%	8.1%	8.4%	8.8%
净资产收益率(%)	15.2%	16.4%	16.2%	16.1%
每股收益(元)	0.93	1.16	1.31	1.49
每股经营现金流(元)	2.49	1.38	1.61	1.70

股价走势



相关报告

《业绩符合预期》2010-4-9

《业绩高增长促进权证行权》
2009-10-30

《销量高速增长》2009-8-7

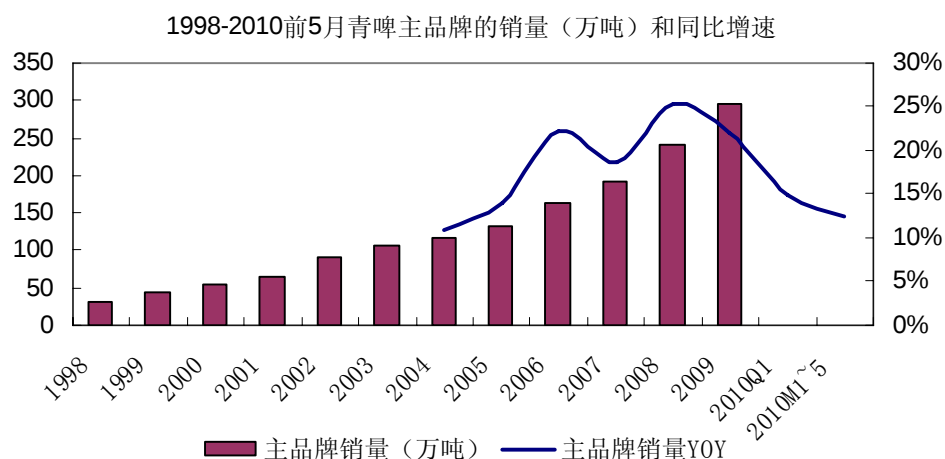
投资要点

- 2010 年前 5 个月主品牌销量增速为 12~13%，副品牌不增长；1 季度主品牌销量增 15%，副品牌不增长；09 年主品牌增 22%，副品牌不增长。而 2010 年前 5 月行业增速接近 5%，公司增速处于放缓通道中。
- 大陆啤酒市场 4 大玩家中，华润雪花 2010 年近 800 万吨，过去两年增速超 20%，超越行业 and 所有竞争对手，燕啤在广西增速超过行业，对手的优异表现说明越来越激烈的竞争是公司增长放缓的外部原因，份额争夺战使行业利润率低于寡头竞争行业理论值。
- 公司 1996-2002 的收购以全国布点和总产能领先为指导方针，背离了啤酒行业的竞争战略：区域聚集。06 年开始的结构调整和消费升级一定程度上延缓了战略偏离带来的增长瓶颈，这股驱动力随着主品牌占比超过 50%而逐渐衰竭，这是公司增速放缓的内部原因。
- 内外两个因素反向也推动着青啤向一个长期优胜的战略靠拢。公司目前整合营销及在优势市场加强收购，越来越贴合区域聚集战略，一旦外部主要对手座次排定，停滞异地消耗，全行业会迎来利润爆发，将远超结构调整带来的盈利惊喜。
- 假设未来 3 年仍处于拐点到来前夜，青啤主品牌增长 13%，14%，12%，副品牌增长-5%、0%、5%，销售投入力度维持现状，则 2010-2012 年 EPS 为 1.16、1.31 和 1.46。

1、公司 1~5 月份增长继续放缓

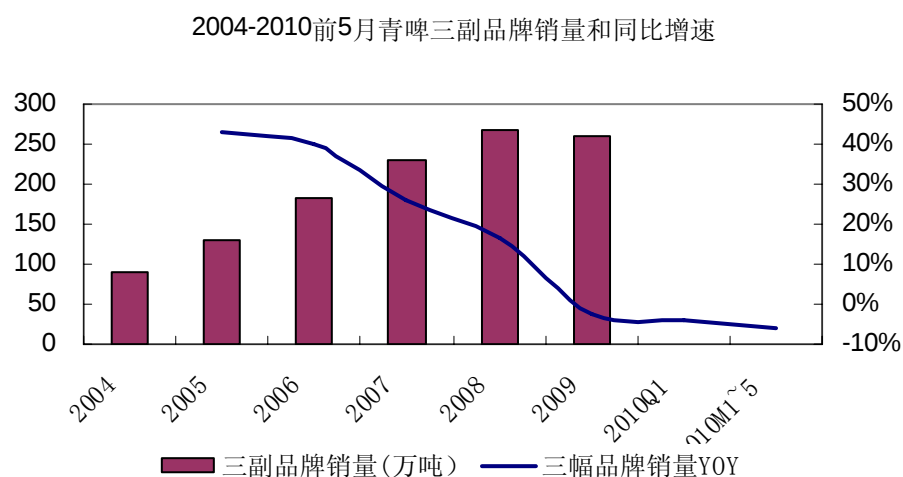
公司 2010 年前 5 个月主品牌销量增长 12-13%，副品牌不增长，2010 年 1 季度主品牌增长 15%，副品牌不增长，而 2009 年主品牌增长 22%，副品牌略下滑，公司的增速在 1 季度的基础上，继续放缓。

图 1、1998-2010 年前 5 月青啤主品牌销量及同比增速



数据来源：兴业证券研发中心

图 2、1998-2010 年前 5 月青啤三个副品牌销量及同比增速

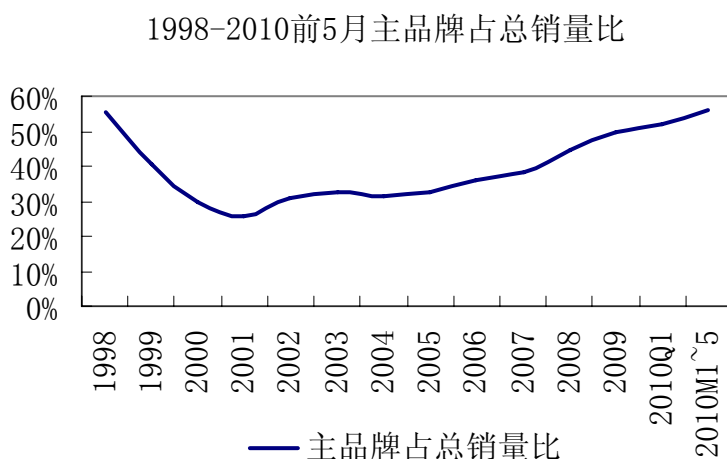


数据来源：兴业证券研发中心

主品牌前几年超过 20% 的增长由消费升级和内部结构调整双轮驱动，目前主品牌销量已占总销量的 50% 以上，结构基本稳定，以后的增长只有依靠在竞争中争取更多的消费者来实现，主品牌增速回落到 10%~15% 左右。

由于主品牌收入占比 70%，利润占比 80% 以上，可以预见的是随着主品牌增长放缓，整个公司的收入和利润增长也将进入相对平稳的阶段。

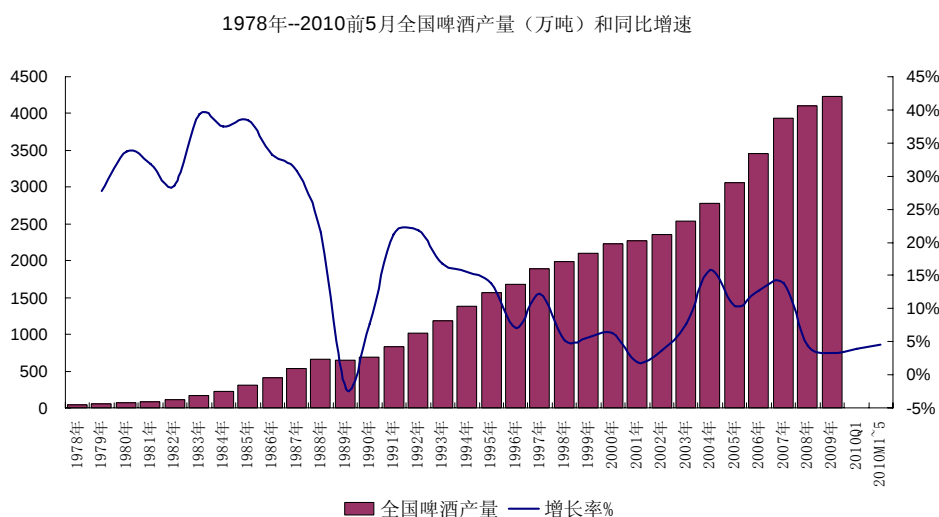
图 3、1998-2010 年前 5 月青啤主品牌占总销量比



数据来源：兴业证券研发中心

青啤增速放缓的行业背景是行业销量增速接近 5%，青啤主品牌超过了行业的增长，而三大副品牌出于意料的低于行业增速。

图 4、1978-2010 年全行业啤酒销量增速



数据来源：兴业证券研发中心

2、导致青啤增速放缓的外部原因是竞争加剧

华润、青啤、燕啤和百威英博是大陆市场上最大的 4 个玩家。

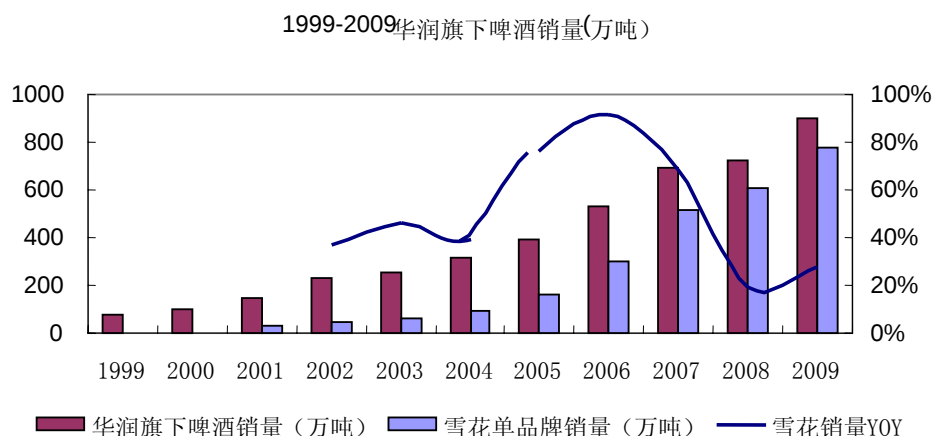
表 1、2009 年国内啤酒市场前八大玩家

		旗下品牌	根据地市场	权益产能（万吨）
第一梯队	华润啤酒（SAB）	雪花、蓝带、圣泉等	四川、东北（正在进攻华南）	1200（包含 SAB49% 的权益）
	青啤	青啤、山水、汉斯等	山东、华南	770
	百威英博	百威、哈啤、雪津、珠江	长三角、珠三角	660
	燕啤	燕啤、漓泉等	北京、广西、内蒙	500
第二梯队	金星啤酒集团	金星、蓝马	河南	120
	嘉士伯	嘉士伯、兰州黄河、大理啤酒、重啤	甘肃、云南、宁夏、新疆、西藏等	100
	喜力	粤海啤酒、金威、大富豪	广东、江苏	80
	三得利	三得利	上海	70

资料来源：兴业证券研发中心

在 08、09 年两年华润旗下雪花单品牌的销量增速都超过了 20%，不仅超越行业，而且超过了全部竞争对手，预计 2010 年以来继续延续这个趋势。

图 5、1999-2009 年华润旗下啤酒销量及增速



资料来源：兴业证券研发中心

而燕啤 2010 年 1 季度在在广西等南部地区的增速也在 5% 以上，超过了行业增速，（北京地区因为天气寒冷，增长不明显）。在中低档啤酒细分行业，燕啤的表现好于青啤的三个副品牌。

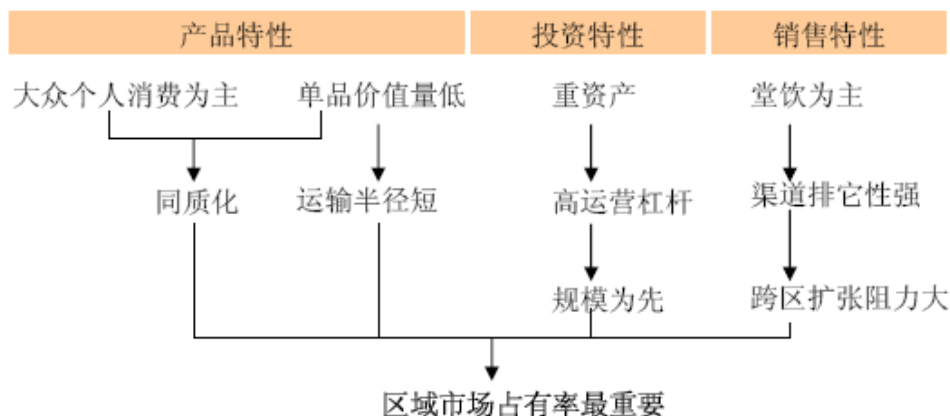
第二梯队中，专攻中西部地区的嘉士伯 2009 年年报显示，其在中国 2009 年增长了 24%！

竞争对手的表现优于青啤，说明青啤面对的外部竞争进一步激化。

3、增速放缓的内部原因是区域聚集的战略遇到瓶颈。

啤酒的产品、投资和销售特征决定了啤酒行业的唯一竞争战略是区域聚集，差异化竞争和全成本领先都不是最佳战略。

图 6、啤酒行业的竞争战略



数据来源：兴业证券研发中心

实证上，我们在各企业中观察到的区域净利率与占有率呈密切的正相关，特别是占有率超过 60%之后，盈利能力发生跃升，这些数据验证了区域聚集是啤酒行业的唯一正确竞争战略。

表 2、2009 年各企业不同区域的市场占有率和盈利水平

	市场销量占有率	ros	单吨收入（元）	单吨净利
百威全球	全球占有率 22%	10.63%	6118	650
青啤全司	全国占有率 14%	6.95%	3050	212
华润啤酒全司	全国占有率 18%	3.70%	2050	76
燕啤全司	全国占有率 10.5%	6.63%	2128	141
燕啤广西	广西占有率 69%	17.70%	2354	417
燕啤内蒙	内蒙占有率 47%	13.30%	1837	244
燕啤湖北	区域占有率 12%	6.90%	1933	133
燕啤北京	北京占有率 76%	18.6%	2547	474

资料来源：兴业证券研发中心

注：本文燕啤的占有率=燕啤区域市场销量/该地区容量，与燕啤公司公布的数据口径不同

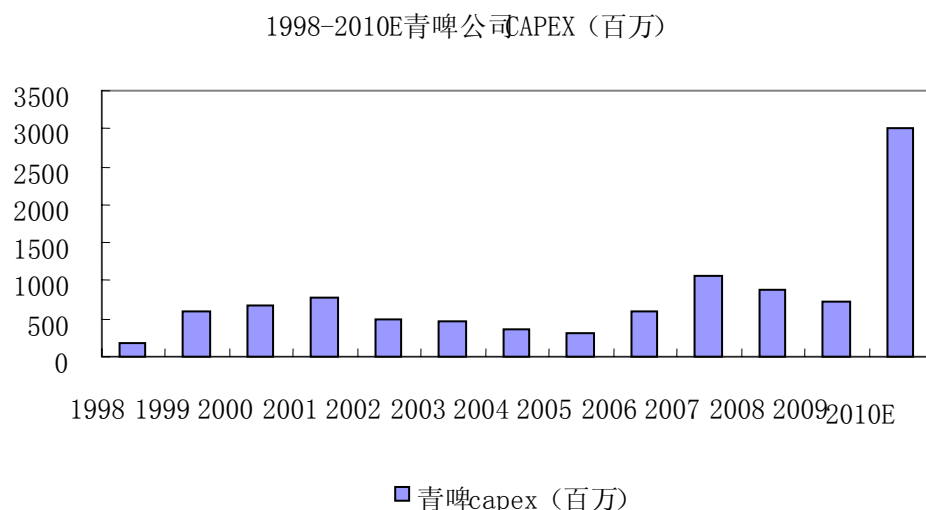
青啤在 1996~2002 摧枯拉朽的收购中，以全国布点和总体产能领先为指导方针，这切合了当时的供方市场特性，即只要有产能就能盈利。

但是时间带领我们迈入需方市场后，松散的全国布局背离了区域聚集战略，逐渐成为青啤进一步扩大市场份额的屏障。

越来越激烈的竞争抹杀了各个市场全面推进的可能，如果要通过区域市场做强来达到继续增长的目的，由于受到资源和精力的约束，必然面临着暂时放弃掉弱势市场的选择，而这对企业的短期收入形成巨大压力。

虽然目前我们没有看到青啤为“得”而“舍”的倾向，但是我们发现 2010 年预算的 CAPEX 支出达到 30 亿的历史最高水平，而最近的收购都发生在青啤的优势市场，比如 09 年 6 月收购趵突泉，2010 年又在和银麦接触，这些至少在接近“区域聚集”战略。

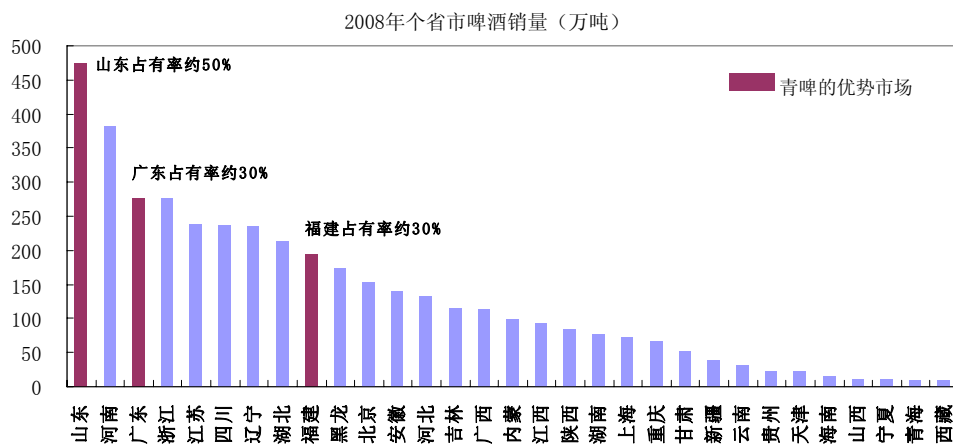
图 7、1998-2010 年青啤公司的资本支出



数据来源：兴业证券研发中心

青啤目前有山东、广东和福建三个优势市场，都是啤酒消费大省，在其中任何一个实现 60% 的占有率突破，公司的盈利都会发生跃升，营销中心成立后，我们对公司的资管调配和整合能力增强了信心，但是数据上的收获还需要时间。

图 8、青啤目前的优势市场



数据来源：兴业证券研发中心

4、盈利预测与估值

主要假设：

- 未来 3 年，整个啤酒行业还在激烈的份额争夺战中，啤酒价格增长低于 CPI，行业利润低于寡头竞争行业的理论利润值，而青啤由做大做强转为做强做大，施行区域聚集战略
- 2009 年-2012 年，青啤主品牌销量增速 22%，13%，14%，12%，吨酒价格保持 4030 元/吨

- 2009-2012 年，青啤三个副品牌销量增速-2%，-5%，0%，5%，吨酒价格保持 2350 元/吨。
- 由于激烈的份额争夺，2009-2012 年的销售费率为 19.3%，19.6%，19.5%，19.7%，这是未来公司利润增速低于收入增速的重要原因。一旦行业竞争格局稳定，公司将迎来盈利的爆发。

表 3、公司盈利预测假设

年份		2009	2010E	2011E	2012E
主品牌	主营业务收入（百万）	11889	13434	15315	17153
	同比增长率 %	13%	14%	12%	12%
	毛利率 %	58%	58.3%	56.7%	56.5%
3 个副品牌	主营业务收入（百万）	6134	5827	5827	6118
	同比增长率 %	-2.4%	-5%	0%	5%
	毛利率 %	13.8%	11.8%	10.8%	9.3%
营业费用 / 主营业务收入 %		19.3%	19.6%	19.7%	19.5%
管理费用 / 主营业务收入 %		5.54%	5.50%	5.23%	5.28%
财务费用 / 主营业务收入 %		0.35%	-0.41%	-0.43%	-0.50%
实际税率 %		25.31%	25.00%	25.00%	25.00%

数据来源：兴业证券研发中心整理

表 4、公司盈利预测结果

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	18026	19225	20977	22977
增长率	12.5%	6.6%	9.1%	9.5%
营业利润(百万元)	1589	2105	2390	2670
增长率	60.7%	32.5%	13.5%	11.7%
净利润(百万元)	1253	1566	1774	1975
增长率	79.2%	25.0%	13.3%	11.4%
最新摊薄每股收益(元)	0.93	1.16	1.31	1.46
每股净资产(元)	6.08	7.09	8.09	9.24
动态市盈率(倍)	19.8	15.8	14.0	12.5
市净率 (倍)	3.0	2.6	2.3	2.0

2009-2012 年青啤的 EPS 为 0.93、1.16、1.31 和 1.46，目前静态 PE31 倍，增长放缓压制了估值的提升空间。

附表

资产负债表

单位: 百万元	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	7614	8975	10174	11790
货币资金	5351	6504	7500	8884
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	93	125	138	156
其他应收款	133	158	174	200
存货	1877	1923	2087	2262
非流动资产	7254	7442	7479	7398
可供出售金融资产	0	0	0	0
长期股权投资	153	356	544	820
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产	5525	5406	5149	4739
在建工程	99	124	111	56
油气资产	0	0	0	0
无形资产	1088	1184	1289	1392
资产总计	14867	16417	17654	19188
流动负债	4845	5030	4960	4886
短期借款	153	400	400	400
应付票据	90	117	119	133
应付账款	1058	1302	1412	1501
其他	3543	3210	3029	2851
非流动负债	1460	1405	1296	1232
长期借款	28	78	116	157
其他	1431	1327	1180	1075
负债合计	6304	6435	6257	6118
股本	1351	1351	1351	1351
资本公积	4195	4195	4195	4195
未分配利润	2055	3248	4413	5806
少数股东权益	343	408	479	560
股东权益合计	8563	9982	11397	13070
负债及权益合计	14867	16417	17654	19188

现金流量表

单位: 百万元	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	1253	1566	1765	2015
折旧和摊销	548	605	639	660
资产减值准备	36	129	67	44
无形资产摊销	44	37	39	39
公允价值变动损失	-2	5	2	-2
财务费用	63	-78	-90	-114
投资损失	-10	0	0	0
少数股东损益	46	65	71	81
营运资金的变动	-1363	383	317	374
经营活动产生现金流量	3262	1871	2174	2294
投资活动产生现金流量	-314	-900	-694	-542
融资活动产生现金流量	550	182	-483	-368
现金净变动	3498	1153	997	1384
现金的期初余额	2394	5351	6504	7500
现金的期末余额	5892	6504	7500	8884

利润表

单位: 百万元	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	18026	19225	20977	22977
营业成本	10285	10704	11673	12724
营业税金及附加	1547	1623	1738	1897
销售费用	3484	3768	4132	4480
管理费用	998	1057	1097	1213
财务费用	63	-78	-90	-114
资产减值损失	68	50	50	50
公允价值变动	-2	5	2	-2
投资收益	10	0	0	0
营业利润	1589	2105	2378	2724
营业外收入	213	120	120	120
营业外支出	63	50	50	50
利润总额	1739	2175	2448	2794
所得税	440	544	612	698
净利润	1299	1631	1836	2095
少数股东损益	46	65	71	81
归属母公司净利	1253	1566	1765	2015
EPS (元)	0.93	1.16	1.31	1.49

主要财务比率

	2009	2010E	2011E	2012E
成长性(%)				
营业收入增长率	12.5%	6.6%	9.1%	9.5%
营业利润增长率	60.7%	32.5%	13.0%	14.5%
净利润增长率	79.2%	25.0%	12.7%	14.1%
盈利能力(%)				
毛利率	42.9%	44.3%	44.4%	44.6%
净利率	7.0%	8.1%	8.4%	8.8%
ROE	15.2%	16.4%	16.2%	16.1%

偿债能力(%)

资产负债率	42.4%	39.2%	35.4%	31.9%
流动比率	1.57	1.78	2.05	2.41
速动比率	1.17	1.39	1.62	1.94

营运能力(次)

资产周转率	131.6%	122.9%	123.1%	124.7%
应收帐款周转率	5337.2	4842.8	4403.3	4263.4

每股资料(元)

每股收益	0.93	1.16	1.31	1.49
每股经营现金	2.49	1.38	1.61	1.70
每股净资产	6.08	7.09	8.08	9.26

估值比率(倍)

PE	19.8	15.8	14.0	12.3
PB	3.0	2.6	2.3	2.0

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,

投资建议的评级标准为:

推 荐: 相对表现优于市场

中 性: 相对表现与市场持平

回 避: 相对表现弱于市场

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

强烈推荐: 相对大盘涨幅大于 15%

推 荐: 相对大盘涨幅在 5% ~ 15%之间

中 性: 相对大盘涨幅在-5%部 ~ 5%之间

回 避: 相对大盘涨幅小于-5%

机构客户部

上海地区销售经理

邓亚萍

电话: 021-38565916

Email: dengyp@xyzq.com.cn

盛英君

电话: 021-38565938

Email: shengyj@xyzq.com.cn

过 枫

电话: 021-38565966

Email: guofeng120@hotmail.com

姜 洋

电话: 021-38565910

Email: jydadao@sina.com

北京地区销售经理

韩吟华

电话: 021-38565933

Email: hanyh@xyzq.com.cn

广东地区销售经理

朱元戥

电话: 021-38565941

Email: zhuyy@xyzq.com.cn

重要声明

兴业证券系列报告的信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。