

青岛啤酒 (600600)

销售净利率超过 9%，明年规模扩张可见

——青岛啤酒 2010 年 3 季度报点评

胡春霞
021-38676186
huchunxia@gtjas.com
S0880208060347

本报告导读：

青岛啤酒三季度单季销量增长 13%，结构继续高档化，2 线品牌扭转了上半年销量下降的趋势，这使得销售费用率下降，销售净利率达到 9.33%，盈利能力大幅增长
投资要点：

- 青岛啤酒前三季度销售啤酒 528 万千升，同比增长 6.8%；实现主营业务收入、净利润分别为 163.48、15.25 亿元，分别同比增长 10.9%、21.5%。每股收益 0.13 元。
- 3 季度销售相当好，产品机构继续高档化将是未来几年推动盈利能力上升的主要因素。公司前三季度销量增长 6.8%，三季单季增长 13%，主品牌销量 277 万千升，增长 17%，高端品销售 74 万千升，增长 24%，产品结构继续高档化。其他品牌销量 3 季度单季仅增长 5%，但是扭转了上半年销量下降势头。预计全年销量 630 万千升左右，增速 6.6%。
- 前三季度吨酒均价 3057 元/千升，同比涨 3.6%，吨酒成本上升 2.6%，销售毛利率上升 0.65%。3 季度由于低档酒销量增长，均价与去年持平。预计在明年成本上升的压力下和产品结构继续高档化的推动下，价格增速将快于今年，应该能基本消化大麦涨价带来的成本增加。
- 规模扩大，销售净利率达到 9.33%，比上半年和去年同期分别增加 0.97，0.81 个百分点。单季度低档产品销量增长超预期导致单季的毛利率略降，但销售规模扩大也使销售费用率下降 1.42 个百分点。
- 收购嘉禾山西工厂，预计收购步伐加快。公司 9 月份以 1.7 亿元收购嘉禾山西工厂 18 万千升产能，价格低于预期。鉴于公司目前货币资金 83.7 亿元，及燕京啤酒正加快收购步伐，预计公司仍有收购计划。
- 继续看好青岛主品牌的销量扩张和吨酒价格上升带来的盈利增长，2 线品牌区域市场的扩张也将推动盈利能力上升。预计 2010、2011 年 Eps 分别为 1.14、1.41 元，目前估值不高，增持。

财务摘要 (百万元)	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	16,023	18,026	19,939	22,987	26,000
(+/-)%	16.9%	12.5%	10.6%	15.3%	13.1%
经营利润 (EBIT)	1,034	1,652	2,042	2,571	3,319
(+/-)%	17.5%	59.7%	23.7%	25.9%	29.1%
净利润	734	1,299	1,608	1,979	2,543
(+/-)%	25.3%	79.2%	23.2%	23.3%	28.7%
每股净收益 (元)	0.53	0.95	1.14	1.41	1.81
每股股利 (元)	0.25	0.16	0.23	0.28	0.73

利润率和估值指标	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
经营利润率 (%)	6.4%	6.5%	9.2%	10.2%	11.2%
净资产收益率 (%)	10.1%	11.5%	15.2%	16.3%	17.3%
投入资本回报率 (%)	9.0%	11.9%	27.9%	23.5%	25.4%
EV/EBITDA	31.0	30.1	19.9	16.7	13.7
市盈率	80.8	64.4	36.1	30.1	24.4
股息率 (%)	0.6%	0.7%	0.5%	0.7%	0.8%

请务必阅读正文之后的免责条款部分

评级：增持

上次评级：增持

目标价格：45.00

上次预测：45.00

当前价格：36.55

2010.10.20

交易数据

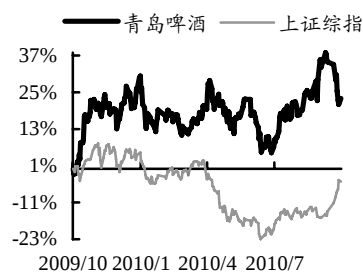
52 周内股价区间 (元)	27.80-41.30
总市值 (百万元)	48,973
总股本/流通 A 股 (百万股)	1,351/279
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/655
流通股比例	69%
日均成交量 (百万股)	5
日均成交值 (百万元)	161

资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	8,745
每股净资产	6.47
市净率	5.6
净负债率	17%

EPS (元)	2009	2010E
Q1	0.15	0.19
Q2	0.34	0.42
Q3	0.47	0.53
Q4	0.00	0.01
全年	0.95	1.15

52 周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	-5%	17%	27%
相对指数	-18%	-5%	30%

相关报告

《结构调整大幅推升均价和盈利能力》	2010.08.15
《凉夏影响销量带来买入机会》	2010.07.04
《毛利率上升推动业绩大涨》	2009.10.30
《销量快速增长，盈利能力提升》	2009.08.07
《成本下降尚未体现，部分税率下降可持...》	2009.04.30

模型更新时间: 2010.10.20

股票研究

必需消费

食品饮料

青岛啤酒 (600600)

评级: 增持

上次评级: 增持

目标价格: 45.00

上次预测: 45.00

当前价格: 36.55

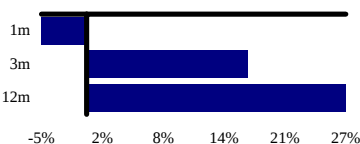
公司网址

www.tsingtao.com.cn

公司简介

公司前身青岛啤酒厂成立于 1903 年 8 月, 已具有百年历史。公司以“名牌带动”式的资产重组, 率先在全国掀起了购并浪潮, 成为中国啤酒业行业整合潮流的引导者。目前, 公司在国内 18 个省、市、自治区拥有 40 多家啤酒生产厂和麦芽生产厂, 构筑了遍布全国的营销网络, 基本完成了全国性的战略布局, 啤酒生产规模、品牌价值、产销量、市场占有率、出口及创汇等多项指标均居国内同行业首位。

绝对价格回报 (%)



52 周价格范围

27.80-41.30

市值 (百万)

48,973

财务预测 (单位: 百万元)

损益表	2004A	2005A	2006A	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E	2013E
营业收入	8,621	10,020	11,677	13,709	16,023	18,026	19,939	22,987	26,000	29,372
营业成本	5,027	5,944	6,805	8,002	9,509	10,285	11,267	12,948	14,406	15,961
税金及附加	918	1,035	1,172	1,322	1,424	1,547	1,645	1,816	1,989	2,174
营业费用	1,424	1,655	2,018	2,651	2,972	3,484	3,928	4,482	5,018	5,610
管理费用	698	773	897	667	902	998	1,057	1,149	1,248	1,351
财务费用	49	20	3	-6	46	63	18	32	37	23
资产减值损失	0	0	0	167	179	68	0	20	20	20
公允价值变动收益	0	0	0	-19	25	-2	0	0	0	0
投资收益	-42	-39	-102	-1	-27	10	0	0	0	0
营业利润	493	594	710	886	989	1,589	2,024	2,539	3,282	4,233
所得税	171	189	180	406	374	440	536	660	839	1,075
少数股东损益	22	36	0	40	34	46	64	75	94	121
净利润	280	304	435	558	700	1,253	1,544	1,904	2,449	3,138
资产负债表	2004A	2005A	2006A	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E	2013E
货币资金、交易性金融资产	999	1,363	1,266	1,233	1,335	2,394	5,351	4,687	5,091	5,356
其他流动资产	1,978	2,107	1,928	2,215	3,395	3,268	2,263	3,839	4,374	4,878
长期投资	-59	91	81	52	54	54	155	155	355	555
固定资产合计	5,340	5,531	5,516	5,120	5,640	5,649	5,624	6,261	6,974	7,640
无形资产及其他资产	745	785	798	940	1,106	1,162	1,462	1,636	1,892	2,180
资产合计	9,002	9,878	9,589	9,561	11,545	12,532	14,867	16,578	18,685	20,608
流动负债	3,720	4,246	3,854	3,636	5,326	4,713	4,845	5,233	5,713	6,072
长期负债	1,117	1,450	161	243	231	1,401	1,460	1,482	1,512	1,512
股东权益	4,166	4,182	5,573	5,681	5,988	6,418	8,563	9,862	11,461	13,024
投入资本(IC)	5,707	5,175	5,326	5,181	5,761	5,741	4,435	6,526	7,582	8,577
现金流量表	2004A	2005A	2006A	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E	2013E
NOPLAT	331	380	476	516	684	1,236	1,532	1,928	2,496	3,201
折旧与摊销	517	584	564	532	420	551	581	629	684	722
流动资金增量	381	211	-155	-4	164	1,434	-1,335	-156	-144	-151
资本支出	-765	-575	-167	-1,107	-565	-680	-1,337	-1,529	-1,535	-1,566
自由现金流	464	601	717	-64	704	2,541	-559	873	1,501	2,205
经营现金流	1,294	1,181	1,128	1,094	1,509	3,361	816	2,436	3,038	3,740
投资现金流	-307	-425	-529	-1,115	854	910	-1,337	-1,749	-1,755	-1,786
融资现金流	-510	-823	-635	102	442	472	-143	-283	-1,017	202
现金流净增加额										
财务指标	2004A	2005A	2006A	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E	2013E
成长性										
收入增长率	14.82%	16.23%	16.54%	17.40%	16.88%	12.50%	10.61%	15.29%	13.11%	12.97%
EBIT 增长率	2.45%	13.21%	16.29%	23.30%	17.55%	59.65%	23.66%	25.89%	29.11%	28.22%
净利润增长率	10.18%	8.66%	43.08%	28.34%	25.34%	79.16%	23.18%	23.31%	28.66%	28.11%
利润率										
毛利率	41.68%	40.68%	41.72%	41.63%	40.66%	42.94%	43.49%	43.67%	44.59%	45.66%
EBIT 率	6.29%	6.13%	6.11%	6.42%	6.46%	9.16%	10.24%	11.18%	12.77%	14.49%
净利润率	3.50%	3.39%	3.73%	4.36%	4.58%	7.21%	8.07%	8.61%	9.78%	11.09%
收益率										
净资产收益率(ROE)	7.80%	6.15%	8.32%	10.13%	11.50%	15.25%	16.33%	17.34%	19.68%	21.90%
总资产收益率(ROA)	3.05%	3.54%	4.55%	5.18%	5.86%	8.74%	9.70%	10.59%	12.34%	13.32%
投入资本回报率(ROIC)	6.39%	7.14%	9.18%	8.96%	11.92%	27.86%	23.47%	25.43%	29.10%	33.44%
运营能力										
存货周转天数	60	54	51	55	60	51	52	62	63	63
应收账款周转天数	18	13	9	8	6	5	5	5	5	5
总资产周转天数	418	349	299	307	285	301	303	297	289	304
净利润现金含量	4.3	3.5	2.6	1.8	2.1	2.6	0.5	1.2	1.2	1.1
资本支出/收入	8.88%	5.74%	1.43%	8.08%	3.52%	3.77%	6.71%	6.65%	5.90%	5.33%
偿债能力										
资产负债率	57.66%	41.88%	40.58%	48.13%	48.79%	42.40%	40.51%	38.67%	36.80%	38.59%
净负债率	34.57%	17.54%	11.53%	19.84%	8.47%	2.45%	3.95%	4.54%	3.99%	13.31%
估值比率										
PE	130.5	148.5	103.6	80.8	64.4	36.1	30.1	24.4	19.0	14.8
PB	130.5	148.5	103.6	80.8	64.4	36.1	30.1	24.4	19.0	14.8
EV/EBITDA	41.3	36.5	34.2	31.0	30.1	19.9	16.7	13.7	10.9	8.8
P/S	5.2	4.5	3.9	3.3	2.8	2.5	2.3	2.0	1.7	1.5
股息率	0.44%	0.46%	0.64%	0.64%	0.73%	0.46%	0.66%	0.82%	2.11%	2.70%

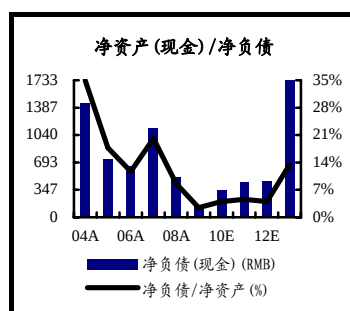
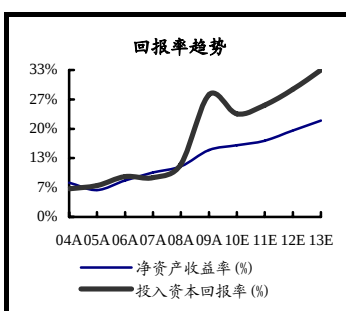
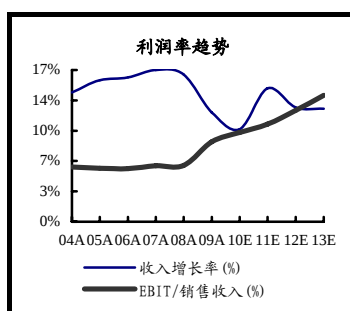
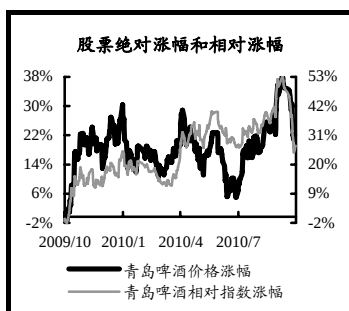
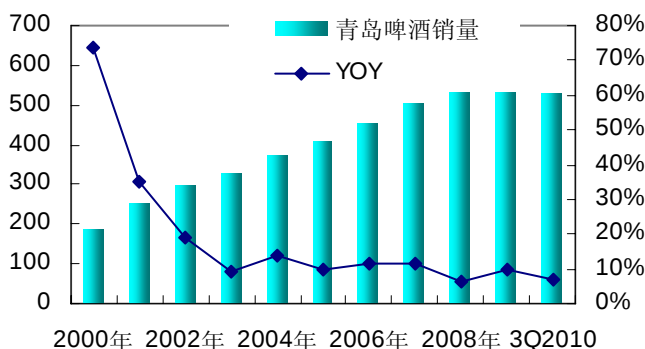
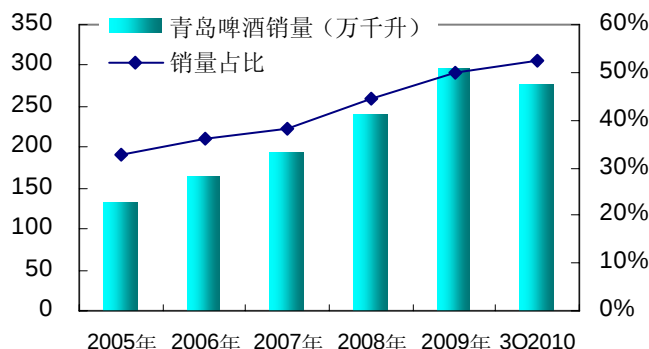


图 1: 青岛啤酒销量及增长变化



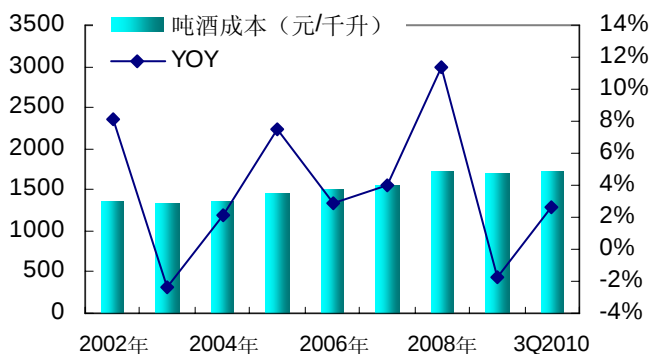
数据来源: 国泰君安证券

图 2: 青岛啤酒主品牌销量及占比变化



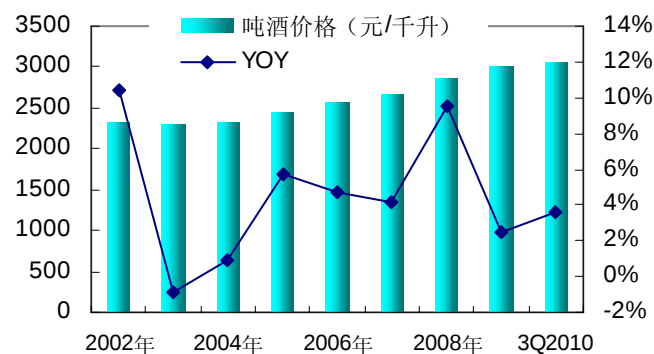
数据来源: 国泰君安证券

图 3: 青岛啤酒吨酒成本及增长变化



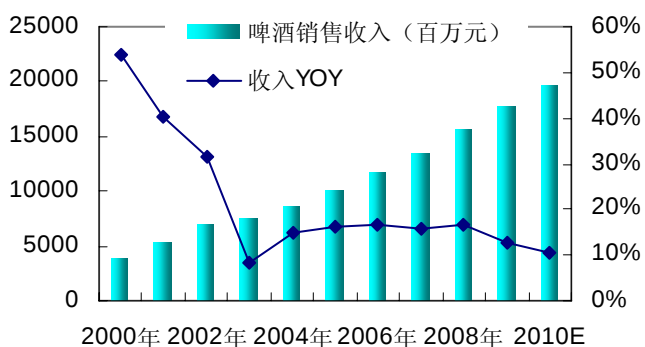
数据来源: 国泰君安证券

图 4: 青岛啤酒吨酒价格及增长变化



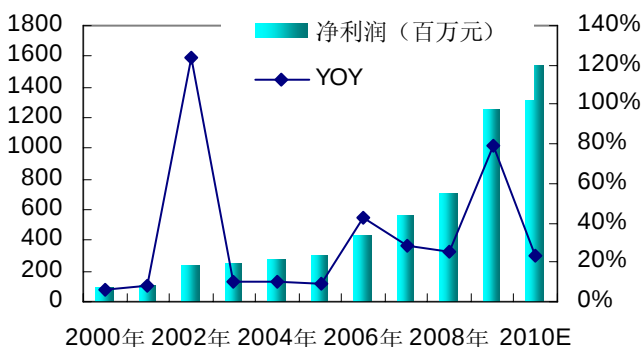
数据来源: 国泰君安证券

图 5: 青岛啤酒收入增长变化



数据来源: 国泰君安证券

图 6: 青岛啤酒净利润增长变化



数据来源: 国泰君安证券

作者简介:**胡春霞:**

武汉大学金融学硕士，国泰君安证券食品饮料行业研究员，从业六年。2007 年进入国泰君安，2008 年新财富食品饮料行业最佳分析师第五名。

分析师声明

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（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。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

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均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

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、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		