



食品饮料/必需消费

青岛啤酒 (600600)

青岛啤酒大手笔收购布局山东市场 增持

——青岛啤酒收购山东新银麦点评



胡春霞

021-38676186

huchunxia@gtjas.com

S0880208060347

张楷湜

021-38674752

zhangkaixi008735@gtjas.com

S0880110090037

本报告导读：

青啤收购银麦将巩固在山东市场的地位，打通胶东与鲁南的渠道，期待行业整合进程中的盈利能力提升。公司目前估值不贵，建议积极布局，静待未来持续收购和进入销售旺季的利好刺激。

事件：

- 青岛啤酒 2010 年 12 月 7 日发布公告，宣布以 18.73 亿元收购山东新银麦啤酒有限公司 100% 股权。

评级：增持

上次评级：增持

目标价格：47.00

上次预测：45.00

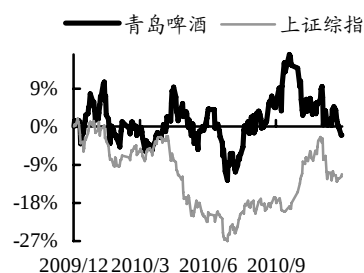
当前价格：36.01

2010.12.09

交易数据

52 周内股价区间 (元)	29.86-41.30
总市值 (百万元)	48,649
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)	6
日均成交值 (百万元)	222

52 周内股价走势图



相关报告

《销售净利率超过 9%，明年规模扩张可...》	2010.10.20
《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

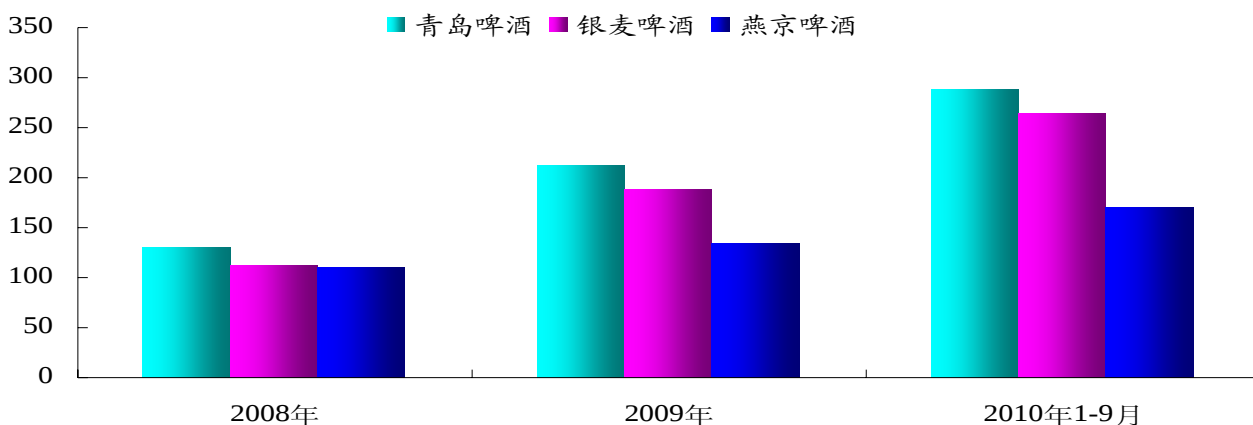
评论：

- **收购标的在山东省南部市场占有率高，资产质地良好：**新银麦公司（以下简称为“银麦”）坐落于山东省蒙阴县（隶属临沂市），成立于 2006 年 4 月，现有产能 55 万千升。在竞争激烈的山东市场，银麦啤酒多年销量、收入居山东省第二名，销售主要集中于以临沂为中心的鲁南市场，占据临沂一半的市场份额，在区域市场中占有率高。新银麦公司的吨酒盈利能力略低于青岛啤酒，但显著优于燕京啤酒；且近三年总体销量稳定增长，公司资产质地良好。

表 1: 新银麦公司近三年销量、利润情况

时间区间	销量 (万千升)	除税及少数股东损益之前 净利润 (万元)	除税及少数股东损益之后净利润 (万元)
2008 年	31	4,021	3,470
2009 年	37	7,936	6,929
2010 年 1-10 月	40	12,095	-

数据来源: 公司公告, 国泰君安证券

图 1: 青岛啤酒、银麦、燕啤吨酒净利润 (元)


数据来源: 公司公告, 国泰君安证券研究

注: 新银麦销量为 2010 年 1-10 月数据

- **收购对价基本合理:** 目前青岛啤酒 09、10 年 PE 分别为 39、32 倍, 燕京啤酒为 36、29 倍, 公司本次收购银麦对应于 09、10 年 PE 为 27、17 倍, 收购 PE 不高。青岛啤酒这次的吨产能收购价为 3405 元, 高于华润雪花收购西湖啤酒的吨产能价格 (2000 元), 但银麦在产能利用率、区域市场占有率、盈利状况等方面还有一定优势; 国内目前吨新建产能的投资额大概在 2000 元左右, 收购拥有一定品牌知名度与渠道优势的产能可以享受一定的溢价; 目前国内寻找盈利状况较好的潜在收购标的并不容易, 英博 06 年初收购雪津啤酒的吨价超过 8000 元, AB 收购哈啤的吨价也在 6000 元以上, 从这个角度来看, 青岛啤酒此次的收购价并不贵。

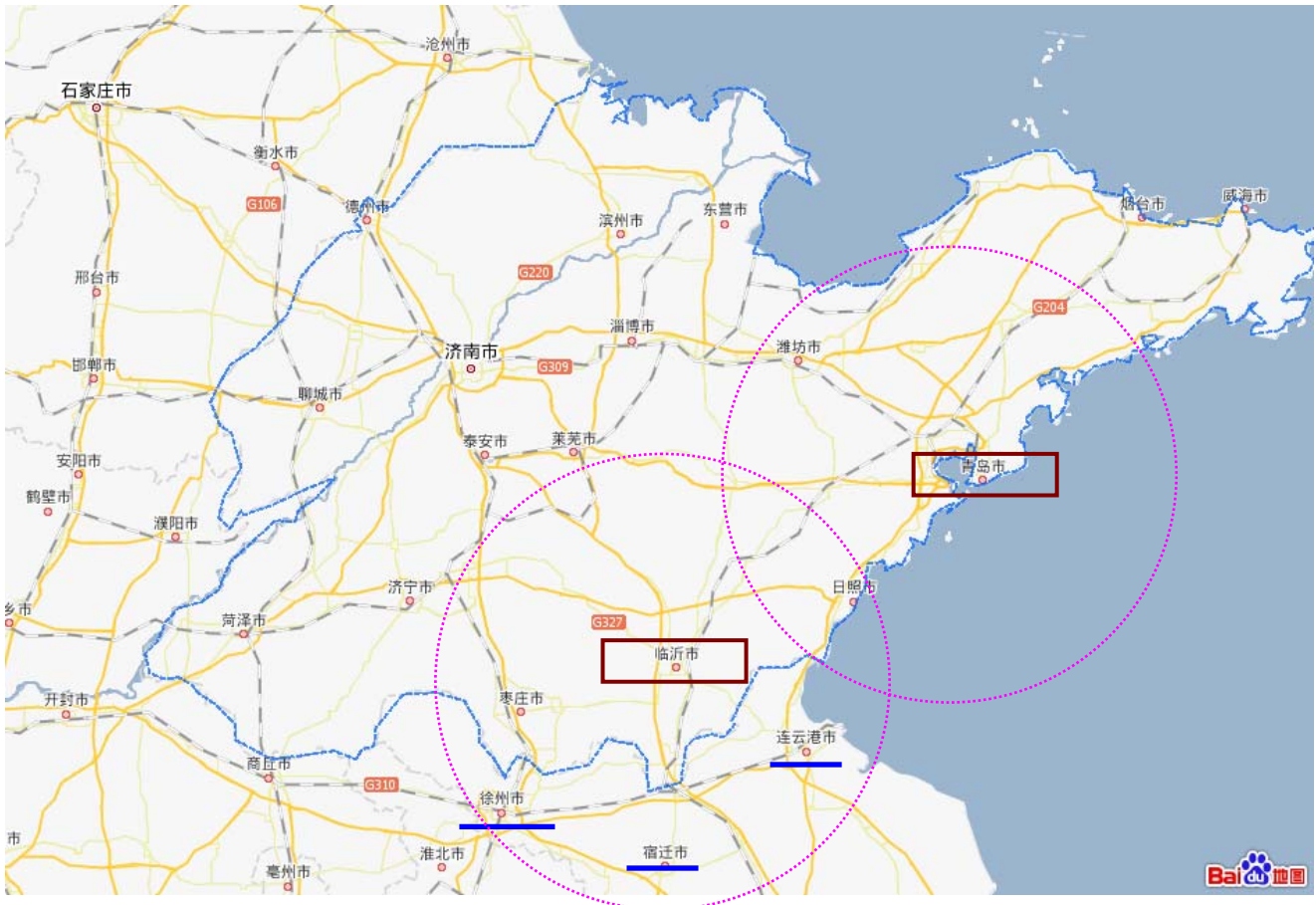
表 2: 燕京啤酒、青岛啤酒吨新建产能投资额

项目	新增产能 (万千升)	项目总投资 (亿)	吨新建产能价格 (元)
燕京啤酒	广东燕京年产 15 万千升啤酒工程	15	3.00
	江西燕京增资扩建工程	5	0.89
	北京燕京年产 20 万千升一期工程	10	2.50
	昆明燕京年产 40 万千升啤酒一期工程	20	3.60
青岛啤酒	徐州彭城新建年产 20 万千升项目	20	2.40
	济南公司新建年产 30 万千升项目	30	5.60
	第三公司新建年产 30 万千升项目	30	2.94
	日照公司新建年产 20 万千升项目	20	2.80
	成都公司新建年产 10 万千升项目	10	2.50

数据来源: 公司公告, 国泰君安证券

- **加固山东市场, 打通鲁南通道:** 根据我们的测算, 在山东市场青岛啤酒和银麦 09 年的市场占有率分别为 55%、7%。青岛啤酒收购银麦后, 可以提高其在山东市场上的占有率, 巩固其在省内市场的地位。随

着青岛啤酒在省内市场份额的提高，其在山东市场上所面临的竞争会趋于缓和，未来青岛啤酒在省内的盈利能力有望获得一定提升。此外，银麦啤酒集中销售于以临沂为中心的山东南部市场，在局部市场上的占有率很高，青岛啤酒收购完成后，可以利用原有银麦的通路打通胶东与鲁南的连接渠道，为公司进军以徐州为中心的苏北市场搭好跳板。



- **预计行业内收购兼并将进入新一轮的高潮：**今年以来青岛啤酒收购了趵突泉、嘉禾、银麦，燕京啤酒收购了河南月山，华润雪花收购了河南悦泉、西湖啤酒。虽然华润雪花的收购速度比之前几年略有放缓，但是青岛啤酒、燕京啤酒今年都加快了其收购兼并的步伐。截止三季报披露的数据，青岛啤酒账面现金 83.70 亿，扣除本次收购所需 18.73 亿，仍有 65 亿左右的现金资产，未来可用于收购的资金充裕，公司继续寻求合适标的进行收购的可能性很大。行业内收购兼并正进入新一轮的高潮，整合加速将推动啤酒行业加速形成最终的市场格局，等待市场集中度达到一定水平、竞争格局基本形成后，行业盈利能力将进一步提升。
- **盈利预测与投资建议：**考虑收购资金的机会成本，且假定明年是银麦的内部调整理顺年，期待 2012 年银麦的业绩增速加快，我们预计此次收购将增厚公司 11、12 年 Eps 分别为 0.05、0.09 元，因此将我们对于青岛啤酒 10-12 年 Eps 预测调整至 1.14、1.46、1.90 元，对应于 10-12 年 PE 分别为 32、25、19 倍。我们长期看好啤酒行业整合后的利润释放，短期而言，青岛啤酒估值已经基本处于历史最低水平，建议开始布局，等待持续收购和进入销售旺季的利好刺激。调高 2011 年目标价至 47 元，维持增持评级。

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。

张楷滢:

武汉大学金融学硕士，2010 年进入国泰君安，现从事食品饮料行业研究。

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		