

青岛啤酒：营销战略转变

青岛啤酒公告点评

报告关键点：

- 加大二线品牌的支持力度；
- 从“1+3”到“1+X”；
- 开启新一轮并购

报告摘要：

- 加大二线品牌的支持力度：**2010年11月的投资者见面活动中，公司预计2010年全年销量约630万吨，同比增长6%-7%，略低于行业7%的水平，二线品牌“汉斯”、“崂山”和“山水”的销量基本没有增长。公司总结销量增速低主要是对二线品牌的关注不够，而提升中低档啤酒市场份额最有效的措施就是加大市场投入，即增加终端促销和经销商回报。我们认为这样一方面能够迅速提高市场份额，但同时也加大了公司的营销费用，侵蚀公司的利润。预计未来几年销售费用率在22%左右，比目前水平高2个百分点。
- 从“1+3”到“1+X”：**之前青啤所采取的“1+3”品牌战略具体说就是以“青岛”牌为主，以“山水”、“崂山”和“汉斯”为副品牌，收购的地方性品牌要被“山水”替换。但目前公司的品牌策略转变为“1+X”，也就是公司新收购当地品牌后，在原品牌的基础上升级而不是再以“山水”取代，如近期收购的趵突泉、烟台啤酒等。这种策略与燕京啤酒和英博百威的品牌战略比较相似。我们认为这种“入乡随俗”策略是明智的，因为以一个并不知名的二线品牌强行替代在当地很有基础的品牌的不见得好。
- 开启新一轮并购：**公司管理层考虑到青岛啤酒把市场份额迅速做上去、赶超华润雪花最直接有效的方式就是并购。但我们认为当前可选的标的公司（10万吨以上、有品牌）已经很有限了，因此并购的价格不菲。另一方面，其他啤酒行业龙头公司也会出来“搅局”。例如，尽管2010年公司收购了趵突泉、嘉禾和银麦，但本来志在必得的西湖啤酒（有30%的控制权）被华润雪花抢走，要收购的河南维雪也被英博百威插足。
- 总结：**我们认为：由于公司感受到市场份额与华润雪花较大的差距（2009年华润雪花销量为837万吨，公司为591万吨），因而改变了近年的营销策略，从之前追求“质”的增长转变为向“量”上倾斜。随着公司对二线品牌加大市场投入力度、并购地方知名啤酒企业，我们相信公司未来几年的销量增长较快（高于行业平均2%左右），同时伴随着销售收入大幅增长，但利润的增速并不能与之匹配。预计公司未来3年的业绩增长能够保持在20%左右，维持公司增持-A的投资评级，6个月40元的目标价。
- 风险提示（必须具备）：**市场竞争激烈

财务和估值数据摘要

(百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	16,023.4	18,026.1	20,831.0	23,053.6	25,513.5
Growth(%)	16.9%	12.5%	15.6%	10.7%	10.7%
净利润	733.8	1,299.1	1,632.4	2,058.5	2,457.9
Growth(%)	25.3%	79.2%	25.0%	26.1%	19.4%
毛利率(%)	40.7%	42.9%	44.9%	46.7%	47.9%
净利润率(%)	4.4%	7.0%	7.5%	8.6%	9.2%
每股收益(元)	0.52	0.93	1.16	1.46	1.75
每股净资产(元)	4.75	6.34	7.55	9.07	10.89
市盈率	65.6	36.6	29.3	23.2	19.5
市净率	7.2	5.4	4.5	3.7	3.1
净资产收益率(%)	11.4%	15.2%	16.0%	16.8%	16.7%
ROIC(%)	11.1%	19.4%	25.2%	27.1%	31.7%
EV/EBITDA	20.1	20.2	18.5	14.2	11.6

敬请阅读本报告正文后各项声明

评级：

增持-A

上次评级： 增持-A

目标价格：

40.00 元

期限： 6个月 上次预测： 40.00 元

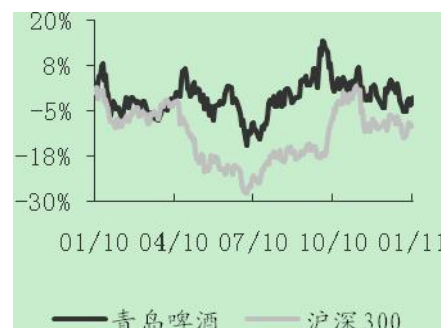
现价（2011年01月12日）： 33.39 元

报告日期：

2011-01-12

总市值(百万元)	47,365.46
流通市值(百万元)	9,764.88
总股本(百万股)	1,350.98
流通股本(百万股)	278.52
12个月最低/最高	29.86/41.30 元
十大流通股(%)	77.09%
股东户数	20,093

12个月股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	(2.60)	(15.36)	7.58
绝对收益	(2.45)	(11.34)	(1.43)

李铁

010-66581633

执业证书编号

行业分析师

litie2@essence.com.cn

S1450210010314

1. 营销总监换帅

公司发布公告，营销总裁严旭女士辞职，由公司总裁孙明波先生兼任，聘任营销中心总裁助理王瑞勇先生担任常务副总裁。严旭女士在青岛啤酒期间，致力于推行“1+3”的品牌整合和体育营销等市场推广活动，大力提升青岛啤酒的品牌形象，为近年青岛啤酒业绩的大幅增长做出了巨大贡献。近期市场也感受到青岛啤酒营销策略已经发生明显的变化。

2. 加大二线品牌的支持力度

2010年11月的投资者见面活动中，公司预计2010年全年销量约630万吨，同比增长6%-7%，略低于行业7%的水平，二线品牌“汉斯”、“崂山”和“山水”的销量基本没有增长。公司总结销量增速低主要是对二线品牌的关注不够，而提升中低档啤酒市场份额最有效的措施就是加大市场投入，即增加终端促销和经销商回报。我们认为这样一方面能够迅速提高市场份额，但同时也加大了公司的营销费用，侵蚀公司的利润。预计未来几年销售费用率在22%左右，比目前水平高2个百分点。

3. 从“1+3”到“1+X”

之前青啤所采取的“1+3”品牌战略具体说就是以“青岛”牌为主，以“山水”、“崂山”和“汉斯”为副品牌，收购的地方性品牌要被“山水”替换。但目前公司的品牌策略转变为“1+X”，也就是公司新收购当地品牌后，在原品牌的基础上升级而不是再以“山水”取代，如近期收购的趵突泉、烟台啤酒等。这种策略与燕京啤酒和英博百威的品牌战略比较相似。我们认为这种“入乡随俗”策略是明智的，因为以一个并不知名的二线品牌强行替代在当地很有基础的品牌的效果不见得好。

4. 开启新一轮并购

公司管理层认为青岛啤酒把市场份额迅速做上去、赶超华润雪花一个最直接有效的方式就是并购。但我们认为当前可选的标的公司（10万吨以上、有品牌）已经很有限了，因此并购的价格不菲。另一方面，其他啤酒行业龙头公司也会出来“搅局”。例如，尽管2010年公司收购了趵突泉、嘉禾和银麦，但本来志在必得的西湖啤酒（有30%的控制权）被华润雪花抢走，要收购的河南维雪也被英博百威插足。

5. 总结

我们认为：由于公司感受到市场份额与华润雪花较大的差距（2009年华润雪花销量为837万吨，公司为591万吨），因而改变了近年的营销策略，从之前追求“质”的增长转变为向“量”上倾斜。随着公司对二线品牌加大市场投入力度、并购地方知名啤酒企业，我们相信公司未来几年的销量增长较快（高于行业平均2%左右），同时伴随着销售收入大幅增长，但利润的增速并不能够与之匹配。预计公司未来3年的业绩增长能够保持在20%左右，维持公司增持-A的投资评级，6个月的目标价为40元。

财务报表预测和估值数据汇总						单位	百万元	模型更新时间	2011-1-10		
利润表	2008	2009	2010E	2011E	2012E	财务指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	16,023.4	18,026.1	20,831.0	23,053.6	25,513.5	成长性					
减: 营业成本	9,509.0	10,285.1	11,469.5	12,278.4	13,282.3	营业收入增长率	16.9%	12.5%	15.6%	10.7%	10.7%
营业税费	1,424.1	1,547.3	1,787.3	1,978.0	2,189.1	营业利润增长率	11.6%	60.7%	34.7%	26.7%	19.8%
销售费用	2,972.0	3,484.4	4,166.2	5,071.8	5,613.0	净利润增长率	25.3%	79.2%	25.0%	26.1%	19.4%
管理费用	902.1	998.1	937.4	1,244.9	1,428.8	EBITDA 增长率	12.5%	38.4%	8.4%	23.6%	16.2%
财务费用	45.6	62.9	-142.5	-166.7	-238.4	EBIT 增长率	17.5%	59.7%	21.0%	27.4%	18.2%
资产减值损失	179.1	67.9	482.9	-55.0	0.7	NOPLAT 增长率	28.5%	76.2%	13.4%	26.7%	17.9%
加: 公允价值变动收益	24.6	-1.8	-	-	-	投资资本增长率	0.8%	-13.0%	18.0%	0.6%	0.3%
投资和汇兑收益	-27.1	10.1	10.0	10.0	10.0	净资产增长率	7.2%	33.4%	19.0%	20.2%	20.1%
营业利润	988.9	1,588.7	2,140.1	2,712.2	3,248.1	利润率					
加: 营业外净收支	119.2	150.6	51.0	49.0	51.0	毛利率	40.7%	42.9%	44.9%	46.7%	47.9%
利润总额	1,108.1	1,739.3	2,191.1	2,761.2	3,299.1	营业利润率	6.2%	8.8%	10.3%	11.8%	12.7%
减: 所得税	374.3	440.2	558.7	702.7	841.3	净利润率	4.4%	7.0%	7.5%	8.6%	9.2%
净利润	733.8	1,299.1	1,632.4	2,058.5	2,457.9	EBITDA/营业收入	9.7%	12.0%	11.2%	12.5%	13.2%
资产负债表	2008	2009	2010E	2011E	2012E	EBIT/营业收入	6.5%	9.2%	9.6%	11.0%	11.8%
货币资金	2,393.5	5,350.6	5,035.1	7,207.3	9,819.3	运营效率					
交易性金融资产	1.8	-	-	-	-	固定资产周转天数	123	110	89	73	63
应收帐款	219.8	225.8	106.9	118.3	131.0	流动营业资本周转天数	7	-6	0	16	17
应收票据	9.1	10.8	12.6	13.9	15.4	流动资产周转天数	117	133	130	136	163
预付帐款	225.5	139.2	42.9	-60.2	-171.8	应收帐款周转天数	7	7	4	2	2
存货	2,756.3	1,877.4	2,042.2	2,186.2	2,365.0	存货周转天数	56	46	34	34	33
其他流动资产	55.3	10.0	157.7	533.4	949.1	总资产周转天数	270	274	248	235	250
可供出售金融资产	4.4	-	4.4	4.4	4.4	投资资本周转天数	156	130	114	112	102
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	34.4	152.8	145.5	145.5	145.5	ROE	11.4%	15.2%	16.0%	16.8%	16.7%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROA	5.9%	8.7%	11.8%	12.6%	12.8%
固定资产	5,540.4	5,524.6	4,737.1	4,596.1	4,391.0	ROIC	11.1%	19.4%	25.2%	27.1%	31.7%
在建工程	108.2	99.3	58.6	35.2	21.4	费用率					
无形资产	937.5	1,088.2	1,088.3	1,088.4	1,088.5	销售费用率	18.5%	19.3%	20.0%	22.0%	22.0%
其他非流动资产	246.2	388.8	405.2	425.3	447.4	管理费用率	5.6%	5.5%	4.5%	5.4%	5.6%
资产总额	12,532.2	14,867.5	13,836.6	16,293.8	19,206.1	财务费用率	0.3%	0.3%	-0.7%	-0.7%	-0.9%
短期债务	414.9	153.5	300.0	300.0	300.0	三费/营业收入	24.5%	25.2%	23.8%	26.7%	26.7%
应付帐款	3,095.6	3,310.7	1,278.9	1,369.1	1,481.1	偿债能力					
应付票据	147.0	89.8	100.2	107.3	116.1	资产负债率	48.8%	42.4%	26.3%	24.8%	23.4%
其他流动负债	1,055.8	1,290.6	1,753.4	2,094.9	2,472.9	资产负债权益比	95.3%	73.6%	35.7%	33.0%	30.6%
长期借款	15.9	28.3	28.3	28.3	28.3	流动比率	1.20	1.57	2.16	2.58	3.00
其他非流动负债	1,385.5	1,431.5	181.8	141.8	97.5	速动比率	0.62	1.18	1.54	2.00	2.44
负债总额	6,114.6	6,304.3	3,642.7	4,041.4	4,495.8	利息保障倍数	22.68	26.28	-14.02	-15.27	-12.62
少数股东权益	335.4	342.6	407.9	490.2	588.5	分红指标					
股本	1,308.2	1,351.0	1,351.0	1,351.0	1,351.0	DPS(元)	-	0.24	-	-	-
留存收益	4,768.2	6,863.6	8,435.1	10,411.2	12,770.7	分红比率	0.0%	26.1%	0.0%	0.0%	0.0%
股东权益	6,417.6	8,563.2	10,193.9	12,252.4	14,710.2	股息收益率	0.0%	0.7%	0.0%	0.0%	0.0%
现金流量表	2008	2009	2010E	2011E	2012E	业绩和估值指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	733.8	1,299.1	1,632.4	2,058.5	2,457.9	EPS(元)	0.52	0.93	1.16	1.46	1.75
加: 折旧和摊销	556.5	548.3	339.4	342.9	345.8	BVPS(元)	4.75	6.34	7.55	9.07	10.89
资产减值准备	179.1	67.9	482.9	-55.0	0.7	PE(X)	65.6	36.6	29.3	23.2	19.5
公允价值变动损失	-24.6	1.8	-	-	-	PB(X)	7.2	5.4	4.5	3.7	3.1
财务费用	8.8	60.2	93.5	-142.5	-166.7	P/FCF	-	24.4	-80.0	23.8	19.6
投资收益	27.1	-10.1	-10.0	-10.0	-10.0	P/S	2.9	2.5	2.2	2.0	1.8
少数股东损益	34.2	45.8	65.3	82.3	98.3	EV/EBITDA	29.1	20.3	18.5	14.3	11.6
营运资金的变动	-29.9	1,737.0	-1,949.2	-71.2	-88.2	CAGR(%)	41.0%	23.7%	22.0%	-100.0%	-100.0%
经营活动产生现金流量	1,509.5	3,361.0	418.3	2,180.9	2,566.0	PEG	1.6	1.5	1.3	-0.2	-0.2
投资活动产生现金流量	-854.0	-909.9	-23.7	-22.1	-22.1	ROIC/WACC	1.1	2.0	2.6	2.8	3.3
融资活动产生现金流量	442.0	471.6	-905.8	166.7	238.4	REP	5.7	3.6	2.3	2.1	1.7

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

分析师简介

李铁，食品饮料行业分析师。经济学学士，格拉斯哥大学 (Glasgow University) 会计和财务管理硕士，中国注册会计师、中国注册税务师。曾就职于德勤华永会计师事务所，2008 年 1 月加盟安信证券研究中心。

分析师声明

李铁声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。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，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。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“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
- 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
- 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
- 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

销售联系人

梁涛	上海联系人	凌洁	上海联系人
021-68766067	liangtao@essence.com.cn	021-68765237	lingjie@essence.com.cn
黄方禅	上海联系人	朱贤	上海联系人
021-68765913	huangfc@essence.com.cn	021-68765293	zhuxian@essence.com.cn
张勤	上海联系人	周蓉	北京联系人
021-68763879	zhangqin@essence.com.cn	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
潘冬亮	北京联系人	李昕	北京联系人
010-59113590	pandl@essence.com.cn	010-59113565	lixin@essence.com.cn
马正南	北京联系人	李国瑞	深圳联系人
010-59113593	mazn@essence.com.cn	0755-82558084	ligr@essence.com.cn
胡珍	深圳联系人		
0755-82558073	huzhen@essence.com.cn		

安信证券研究中心

深圳

深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层
邮编: 518026

上海

上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层
邮编: 200122

北京

北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层
邮编: 100034