

食品饮料行业

报告原因：年报点评

2011 年 3 月 31 日

市场数据：2011 年 3 月 30 日

收盘价（元）	31.93
一年内最高/最低（元）	41.30/29.86
市净率	4.5
市盈率	28.4
流通 A 股市值（百万元）	8,893

基础数据：2010 年 12 月 31 日

每股收益（元）	1.13
营业收入（百万元）	19,897.83
净利润（百万元）	1,520.48
总股本/流通 A 股（百万）	1351/278
流通 B 股/H 股（百万）	-/655

公司近期市场表现（最近一年）：



分析师：

罗胤

执业证书编号：S0760511010012

Tel: 010-82190365

Email: luoyin@sxzq.com

MSN: luo_yin@hotmail.com

联系人：

张小玲

Tel: 0351-8686990

010-82190365

Email: zhangxiaoling@sxzq.com

孟军

Tel: 010-82190365

Email: mengjun@sxzq.com

青岛啤酒 (600600)

主品牌增长迅速，“双轮驱动”布局全国

买入

维持评级

公司研究/点评报告

盈利预测：

单位：百万元、元、%、倍

	营业收入	增长率	净利润	增长率	每股收益	销售利润率	净资产收益率	市盈率
2010A	19,898	10.4	1,520	21.3	1.13	8.0	16.3	28.4
2011E	23,097	16.1	1,846	21.4	1.37	8.3	16.5	23.4
2012E	26,972	16.8	2,155	16.7	1.60	8.3	16.2	20.0
2013E	31,672	17.4	2,510	16.5	1.86	8.3	15.8	17.2

注：“市盈率”是指目前股价除以各年业绩

投资要点：

● **业绩基本符合预期。**2010 年公司共销售啤酒 635 万千升，同比增长 7.4%；实现营业收入 1,989,782.78 万元，同比增长 10.38%；实现净利润 152,048.44 万元，同比增长 21.64%；每股收益 1.13 元，基本符合预期。

● **中高端增长迅速，促进结构升级与盈利能力提升。**2010 年公司中高端产品增长迅速，其中主品牌“青岛”系列啤酒销量 348 万千升，同比增长 18%，远高于整体增长水平，占公司总销售比重由上年的 49.92% 提升至今年的 54.8%，上升了近 5 个百分点。新推出的高端品种——奥古特、逸品纯生啤酒均取得了良好的市场反响，纯生、听装、小瓶青岛啤酒等高端品种共增长了 26%。公司产品结构得到进一步优化，盈利能力进一步提升，在成本压力逐增的情况下，全年平均毛利率 35.2%，比上年提高 0.6 个百分点。

● **优势地区再上新台阶，地位进一步巩固。**2010 年公司在山东、东南等传统优势地区均取得了较快增长，增速分别高达 15.85% 和 13.95%，销售再上新台阶，区域龙头地位得到进一步巩固，而 2011 年的山东银麦收购也将为公司的优势地位巩固再添一笔。

● **“双轮驱动”加速推进全国战略布局。**公司积极实施“双轮驱动”战略，一方面启动青岛、上海、福州、珠海、石家庄等扩建项目加强自建产能建设，另一方面通过兼并收购嘉禾啤酒太原厂、山东新银麦啤酒加速实现产能外延扩张，在此双轮驱动下，公司全国性的市场战略布局得到进一步完善。未来公司计划五年内向年产销 1000 万千升啤酒的目标迈进，将合年复合增长率 9.5%。

● **投资建议：**近期公司已陆续提高主品牌出厂价格，将从一定程度上抵销成本上行压力，我们预计 2011-2013 年的 EPS 分别为 1.37、1.60、1.86 元，对应的动态市盈率分别为 23.4、20.0、17.2 倍，维持“买入”评级。

● **风险提示：**大麦价格高企造成的成本压力。

公司或其关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。本公司在知晓范围内履行披露义务。客户可索取有关披露资料 sxzqyjfb@i618.com.cn。客户应全面理解本报告结尾处的“免责声明”。

表 1：青岛啤酒单季利润表

单位：百万元	09Q1	09Q2	09Q3	09Q4	10Q1	10Q2	10Q3	10Q4	同比变化
一、营业总收入	3,813	5,292	5,630	3,292	4,141	5,787	6,420	3,550	7.85
营业收入	3,813	5,292	5,630	3,292	4,141	5,787	6,420	3,550	7.85
二、营业总成本	3,551	4,778	4,853	3,264	3,778	5,149	5,536	3,509	7.52
营业成本	2,294	2,957	3,064	1,970	2,339	3,196	3,584	2,115	7.39
营业税金及附加	317	477	495	259	330	494	552	287	11.11
销售费用	738	1,119	1,045	583	898	1,237	1,149	634	8.81
管理费用	181	201	242	374	195	212	255	418	11.85
财务费用	20	22	18	3	17	12	3	-27	(1109.9)
资产减值损失	0	2	-11	76	-1	-3	-5	81	6.24
三、其他经营收益	-1	6	2	0	3	3	2	2	997.15
投资净收益	0	6	3	0	3	3	2	2	997.15
四、营业利润	262	520	779	28	366	642	886	42	50.46
加：营业外收入	20	41	56	96	61	57	39	88	(8.96)
减：营业外支出	2	5	11	44	8	5	19	25	(43.38)
五、利润总额	280	556	823	81	418	694	906	105	30.51
减：所得税	75	95	187	84	114	127	185	112	32.98
六、净利润	205	461	636	-4	304	566	721	-7	88.37
减：少数股东损益	6	21	21	-2	20	21	26	-2	28.02
归属于母公司所有者净利润	199	440	615	-2	285	545	695	-4	157.82
七、每股收益：	0.15	0.34	0.47	-0.00	0.21	0.40	0.51	-0.00	157.82
收入增长率(%)	6.43	22.46	8.90	11.60	8.59	9.36	14.04	7.85	(3.75)
毛利率(%)	39.83	44.12	45.57	40.16	43.50	44.77	44.18	40.42	0.25
营业利润率(%)	6.87	9.82	13.84	0.85	8.83	11.09	13.80	1.19	0.34
净利率(%)	5.38	8.71	11.30	-0.11	7.35	9.78	11.23	-0.19	(0.08)
销售费用率(%)	19.35	21.15	18.56	17.70	21.69	21.37	17.89	17.86	0.16
管理费用率(%)	4.74	3.80	4.31	11.35	4.70	3.66	3.96	11.77	0.42
归属于母公司净利润增长率(%)	53.83	75.10	93.03	531.19	42.72	23.86	12.94	157.82	(373.37)

资料来源：公司公告 山西证券研究所

► 盈利预测

表 2：盈利预测表

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
一、营业总收入	19,897.83	23,096.78	26,971.57	31,672.15
营业收入	19,897.83	23,096.78	26,971.57	31,672.15
二、营业总成本	17,971.77	20,699.33	24,144.95	28,352.91
营业成本	11,234.49	13,049.68	15,238.94	17,894.76
营业税金及附加	1,663.13	1,917.03	2,211.67	2,597.12
销售费用	3,917.92	4,457.68	5,205.51	6,112.72
管理费用	1,079.20	1,270.32	1,483.44	1,741.97
财务费用	4.87	4.62	5.39	6.33
资产减值损失	72.15	0.00	0.00	0.00
三、其他经营收益	9.65	8.00	8.00	8.00
投资净收益	9.65	8.00	8.00	8.00
四、营业利润	1,935.72	2,405.45	2,834.62	3,327.24
加：营业外收入	245.03	220.00	220.00	220.00
减：营业外支出	57.55	60.00	60.00	60.00
五、利润总额	2,123.20	2,565.45	2,994.62	3,487.24
减：所得税	538.78	641.36	748.66	871.81
六、净利润	1,584.42	1,924.08	2,245.97	2,615.43
减：少数股东损益	63.93	77.73	90.74	105.66
归属于母公司所有者的净利润	1,520.48	1,846.35	2,155.23	2,509.77
七、每股收益：	1.13	1.37	1.60	1.86
净利润增长率(%)	21.32	21.43	16.73	16.45

资料来源：山西证券研究所

投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20%以上
增持： 相对强于市场表现 5~20%
中性： 相对市场表现在-5%~+5%之间波动
减持： 相对弱于市场表现 5%以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现
中性： 行业与整体市场表现基本持平
看淡： 行业弱于整体市场表现

免责声明：

山西证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于山西证券股份有限公司研究所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。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。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期，本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。