

公司评级

谨慎推荐（维持）

公司基本情况

总股本（万股）	135,098
流通股本（万股）	27,852
总市值（亿元）	431.37
流通市值（亿元）	88.93

公司股价走势图



相关报告

《“双轮驱动”推进全国化——青岛啤酒（600600）年报点评》
《通胀&升级 酒香四溢》

2010 年 12 月 28 日
《行业估值略显压力 白酒涨价预期持续——食品饮料 4 季度投资策略》

2010 年 10 月 8 日
《白酒业绩喜人 旺季消费将启——食品饮料 9 月投资策略》

2010 年 9 月 1 日
《看好中端白酒和功能保健食品——食品饮料行业 2010 年中期投资策略》
2010 年 7 月 12 日

研发部

冉伶俐

SAC 执业证书编号：S1340510120003

联系电话：010-68858132

Email: ranlingli@cnpsec.com

主品牌发力 业绩超预期

——青岛啤酒（600600）一季报点评

事件：

公司发布 2011 年 1 季报。

点评：

- **业绩超预期。**2011 年 1 季度，公司实现营业收入 52.45 亿元，同比增长 26.7%；归属于上市公司股东净利润 3.93 亿元，同比增长 40%；每股收益 0.29 元。
- **公司销量增速远高于行业。**1-3 月，公司啤酒销量 150 万吨，同比增加 27.4 万吨，同比增长 22.3%；全国啤酒产量 915.47 万吨，同比增长 7.75%。
- **主品牌销量大增带动业绩超预期。**1-3 月，公司主品牌青岛啤酒实现销量 94 万千升，同比增长 36%，高端品种“青岛”纯生、听装、小瓶啤酒实现销量 28 万千升，同比增长 28%。主品牌销量增长促进公司产品结构升级，公司综合毛利率保持稳定，由 43.5% 到 43.7%。
- **毛利率有望保持稳定。**4 月份，大麦价格涨幅在 20% 以上，但考虑到（1）公司主品牌已在今年 2 月至 4 月整体提价 5-6%；（2）主品牌占比提升，转嫁能力变强，我们认为公司全年毛利率有望保持稳定。
- **双轮驱动提升公司产能，推进全国化。**公司通过自建、扩建和对外收购来扩充公司产能。2010 年，公司收购山东新银麦啤酒有限公司和嘉禾啤酒公司太原啤酒厂，新增产能 73 万千升，收购同时，公司在石家庄兴建新啤酒厂，在青岛、上海、福州、珠海等地启动扩建。今年 3 月，公司收购新安江啤酒并兴建 40 万千升的生产基地。银麦的收入第二季度将并入公司报表。
- **啤酒行业整合加快，消费升级是趋势。**目前是啤酒行业整合加速的时期，行业竞争不仅聚焦市场层面还延伸至资本运作、并购等层面，2010 年，全国四大啤酒企业都积极进行了对外收购等资本运作，前四大企业的市场份额接近 60%。啤酒国内市场消费升级趋势明显，中高端产品的消费和占有率有望进一步提升。

	2009A	2010A	2011E	2012E
营业收入	18,026	19,898	26,255	29,860
(+/-)	12.50%	10.38%	31.95%	13.73%
营业利润	1,589	1,936	2,353	2,867
(+/-)	60.66%	21.84%	21.57%	21.82%
归属于母公司的净利润	1,253	1,520	1,850	2,224
(+/-)	79.16%	21.32%	21.69%	20.19%
每股收益（元）	0.93	1.13	1.37	1.65
市盈率（倍）	36	29	24	20

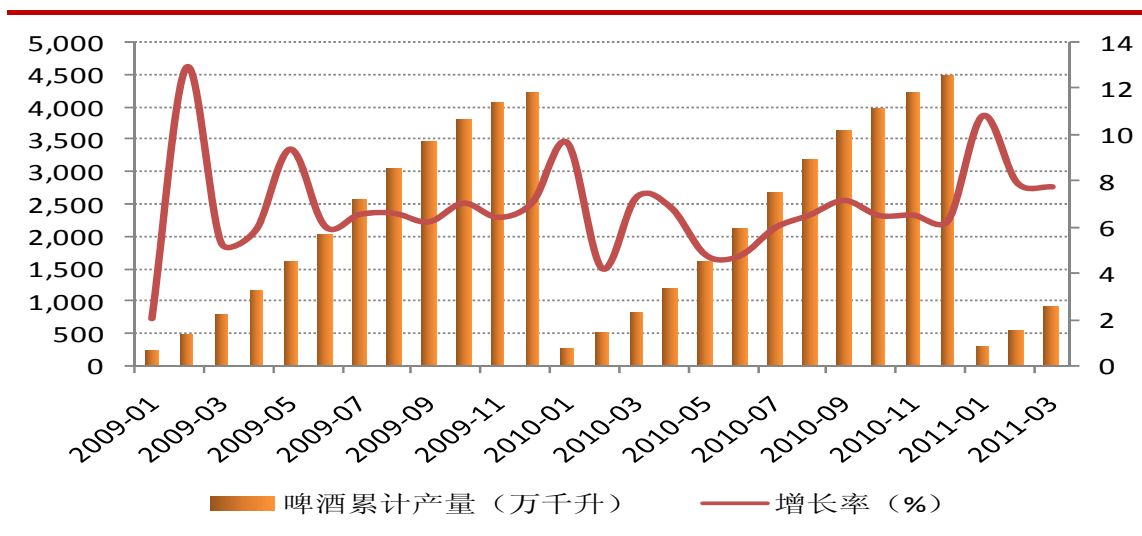
- **盈利预测和评级。**我们上调公司盈利预测，调整后预计公司 2011 和 2012 年的 EPS 分别为 1.37 元和 1.65。以最新收盘价计算，对应的 PE 分别为 24X 和 20X，维持“谨慎推荐”的评级。
- **风险提示。**(1) 大麦价格上涨加大公司成本压力；(2) 异常气候的不利影响。
- **股价催化剂：**啤酒消费旺季；公司 A-H 股折价 5%。

图表 1：公司对外收购（2010 年）

	日期	收购标的	收购价格（亿元）	持股比例	收购产能（万吨）
青岛啤酒	Nov-08	烟台啤酒		39%	25
	Mar-10	济南趵突泉	1.74	100%	30
	Sep-10	嘉禾啤酒	1.7	100%	18
	Dec-10	新银麦啤酒	18.7	100%	55
	Nov-10	西湖啤酒	-	55%	受托持有 55% 股份（朝日啤酒股份）
	Mar-11	新安江啤酒		80%	技改和扩建后产能达 40

数据来源：公司公告，中邮证券研发部

图表 2：全国啤酒产量



数据来源：公司网站，中邮证券研发部

图表 3：公司盈利预测表

单位：万元	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
营业收入	1,602,344	1,802,611	1,989,783	2,625,514	2,985,950
增长率	16.88%	12.50%	10.38%	31.95%	13.73%
减：营业税金及附加	142,415	154,731	166,313	223,169	253,806
销售费用	297,203	348,440	391,792	511,975	576,288
管理费用	90,213	99,814	107,920	144,403	164,227
财务费用	4,561	6,285	487	525	597
期间费用率	24.46%	25.22%	25.14%	25.02%	24.82%
资产减值损失	17,909	6,785	7,215	0	0
加：公允价值变动净收益	2,456	(176)	0	0	0
投资净收益	(2,710)	1,007	965	0	0
营业利润	98,887	158,873	193,572	235,332	286,681
增长率(%)	11.62%	60.66%	21.84%	21.57%	21.82%
加：营业外收入	15,466	21,333	24,503	25,000	25,000
减：营业外支出	3,545	6,272	5,755	6,000	6,000
利润总额	110,809	173,933	212,320	254,332	305,681
增长率(%)	10.35%	56.97%	22.07%	19.79%	20.19%
利润率(%)	6.92%	9.65%	10.67%	9.69%	10.24%
减：所得税费用	37,432	44,022	53,878	63,583	76,420
实际税负比率(%)	33.78%	25.31%	25.38%	25.00%	25.00%
净利润	73,377	129,911	158,442	190,749	229,261
归属母公司所有者的净利润	69,955	125,329	152,048	185,026	222,383
增长率	25.34%	79.16%	21.32%	21.69%	20.19%
净利润率(%)	4.58%	7.21%	7.96%	7.27%	7.68%
少数股东损益	3,422	4,582	6,393	5,722	6,878
总股本(万股)	135,098	135,098	135,098	135,098	135,098
每股收益(元)	0.52	0.93	1.13	1.37	1.65

数据来源：公司网站，中邮证券研发部

中邮证券投资评级标准

股票投资评级标准：

- 推荐： 预计未来 6 个月内，股票涨幅高于沪深 300 指数 20%以上；
- 谨慎推荐： 预计未来 6 个月内，股票涨幅高于沪深 300 指数 10%—20%；
- 中性： 预计未来 6 个月内，股票涨幅介于沪深 300 指数-10%—10%之间；
- 回避： 预计未来 6 个月内，股票涨幅低于沪深 300 指数 10%以上；

行业投资评级标准：

- 强于大市： 预计未来 6 个月内，行业指数涨幅高于沪深 300 指数 5%以上；
- 中性： 预计未来 6 个月内，行业指数涨幅介于沪深 300 指数-5%—5%之间；
- 弱于大市： 预计未来 6 个月内，行业指数涨幅低于沪深 300 指数 5%以上；

分析师声明

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券有限责任公司不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券有限责任公司可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮证券有限责任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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

本报告旨在发送给中邮证券有限责任公司的特定客户及其他专业人士。报告版权仅为中邮证券有限责任公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用发布，需注明出处为中邮证券有限责任公司研发部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

中邮证券有限责任公司对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司（以下简称“公司”）是经中国证券监督管理委员会批准设立，注册地及公司总部设在西安，目前主要从事证券经纪、证券自营、证券投资咨询、证券投资基金销售业务的一家正处于稳健成长中的证券公司。公司股东为：中国邮政集团公司、北京市邮政公司、中国集邮总公司、西安市财政局、西安市莲湖区财政局、西安市阎良区财政局，公司注册资本金为 5.6 亿元人民币。

公司的前身“西安华弘证券经纪有限责任公司”成立于 2002 年，从事单一经纪业务。2006 年 4 月，公司完成了第一次增资扩股，引进中国邮政集团公司、北京市邮政公司、中国集邮总公司三家股东；2009 年 3 月，公司新增证券自营和证券投资咨询业务资格，完成了由单一业务范围向多元化经营的突破；2009 年 10 月，经中国证监会和国家工商总局审批同意后，公司在西安市工商局办理了登记注册手续，正式更名为“中邮证券有限责任公司”；2009 年 10 月 21 日，西安市工商局为公司换发了新的《经营证券业务许可证》；2010 年 11 月，公司取得证券投资基金销售业务资格，使得公司经营业务种类更趋多元化。

公司现下设四个证券营业部，分别为西安南大街证券营业部、西安电子二路证券营业部、阎良人民路证券营业部和北京西直门北大街证券营业部。公司现有员工 200 余名，保有客户数量 5 万余人，管理客户资产逾 50 亿元。

业务简介

■ 证券经纪业务

公司经中国证监会批准，开展证券经纪业务。业务内容包括：证券的代理买卖；代理证券的还本付息、分红派息；证券代保管、鉴证；代理登记开户；

公司为投资者提供现场、自助终端、电话、互联网、手机等多种委托通道。公司开展网上交易业务已经中国证券监督管理委员会核准。

公司全面实行客户交易资金第三方存管。目前存管银行有：中国工商银行、中国建设银行、中国银行、民生银行、兴业银行、招商银行、北京银行、华夏银行。

■ 证券自营业务

公司经中国证监会批准，开展证券自营业务。使用自有资金和依法筹集的资金，以公司的名义开设证券账户买卖依法公开发行或中国证监会认可的其他有价证券的自营业务。自营业务内容包括权益类投资和固定收益类投资。

■ 证券投资咨询业务

公司经中国证监会批准开展证券投资咨询业务。为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议。