

青岛啤酒 (600600.sh)

未来3-4个月经营压力不减，但不影响公司长期发展

胡鸿 分析师

电话: 0755-82739763

eMail: hh6@gf.com.cn

执业编号: S0260511010017

公司投资要点: 成本下降, 主品牌提价能力较强, 行业格局未定

1) 行业竞争压力仍然比较大, 具体表现为: 今年外资如英博比较迅猛, 已将燕京啤酒挤下, 挺进国内销量第三名, 在此格局下, 公司仍然是内生增长+外延扩张“双轮驱动”战略, 即主品牌量价齐升的同时, 二、三线品牌仍需要扩张, 公司现签张涵予为二线品牌形象代言人。

2) 当前经营情况: 四季度收入预计零增长, 但全年增速15%左右问题不大, 我们认为, 公司最困难时候还没到, 明年一季度业绩将不太理想, 未来3-4个月经营形势不太乐观原因为: 一方面, 今年一季度提价原因导致基数高, 一季度收入同比增长26.67%, 根据历史经验, 当年增速较高, 下一年的收入增速将会下降; 另一方面, 明年一季度成本高, 锁定了350-360美元的成本, 而今年一季度成本约为260美元/吨。考虑到外在因素: 如经济放缓对高端消费影响不太明显, 但是低收入人群反而会更加敏感, 这将导致低收入的人对啤酒消费放缓。此外, 外资和雪花仍给予公司较强竞争压力。因此, 结合公司自身及外部环境情况, 公司未来3-4个月经营压力较大。

3) 公司的看点: A、虽然目前大麦价格报价仍然为350美元/吨, 但是预计300美元/吨概率较大, 成本压力环比下降趋势明显; B、根据公司规划, 2014年前达到1000万吨销量, 则未来3年复合增速12%以上, 看好公司主品牌增长以及提价能力, 同时二、三线品牌销量的增长; C、啤酒行业格局未定, 未来公司市场份额仍能稳定提升, 且费用率存在下降空间。

盈利预测与投资评级: 维持“买入”评级

我们预计2011-2013年收入分别为230亿元、266亿元和302亿元, EPS分别为1.24元、1.55元和1.95元, 对应当前股价33.64元的PE分别为27倍、22倍和17倍, 维持“买入”评级。

风险提示: 原料成本下降幅度低于预期。

预测及评估

	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	18026.11	19897.83	23023.86	26620.44	30237.32
增长率(%)	12.50%	10.38%	15.71%	15.62%	13.59%
EBITDA(百万元)	2259.40	2562.39	2808.31	3475.86	4330.58
净利润(百万元)	1253.29	1520.48	1674.94	2094.44	2631.88
增长率(%)	79.16%	21.32%	10.16%	25.05%	25.66%
每股收益(元)	0.93	1.13	1.24	1.55	1.95
市盈率	40.54	30.81	27.11	21.68	17.25
市净率	6.18	4.88	4.03	3.40	2.84
EV/EBITDA	20.74	15.90	13.06	9.71	6.98

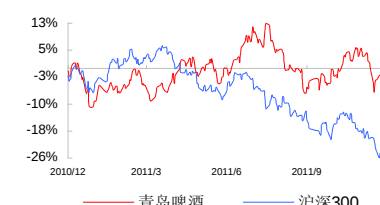
数据来源: 青岛啤酒股份有限公司财务报表, 广发证券发展研究中心

公司评级

买入

当前价格	33.64
合理价值	45.00元
前次评级	买入

股价走势



市场表现	1个月	3个月	12个月
股价涨幅	-7.23	4.83	-3.31
沪深300	-8.7	-11.62	-26.01

股票数据

总股本/流通A股(百万股)

1350982795/695913617

主要股东:

青岛啤酒集团有限公司

主要股东持股比例 30.45

流通A股比例 51.51%

财务比率

ROE	15.83
ROA	9.3154
资产负债率	45.3244

2010年报数据

大麦成本短期未下降，预计明年下降幅度为10%以上

目前大麦报价仍在350-360美元/吨，采购频率据未来价格趋势判断而定

公司主品牌生产的原料大麦主要依赖进口，且主要向澳洲进口，曾试图从加拿大进口，但由于进口规模偏小满足不了公司需求，故目前只能主要从澳洲进口，而公司副品牌原料大麦主要是国内采购，根据 2011 年 3 季报数据，公司主品牌销量占比为 54%，即公司约一半原料采取进口。

根据了解，澳麦价格仍没有下降，现在报价还是 350 美元/吨，预计明年大麦价仍在至少 300 美元/吨以上，尽管澳洲大麦丰收。但是，我们认为，澳麦不会再继续涨，去年这个时候一个月涨 100 多美金。此外，虽然澳洲大麦约 70%出口到中国，而公司每年大麦采购大概 10 多万吨，但公司仍然不能拥有大麦定价权。

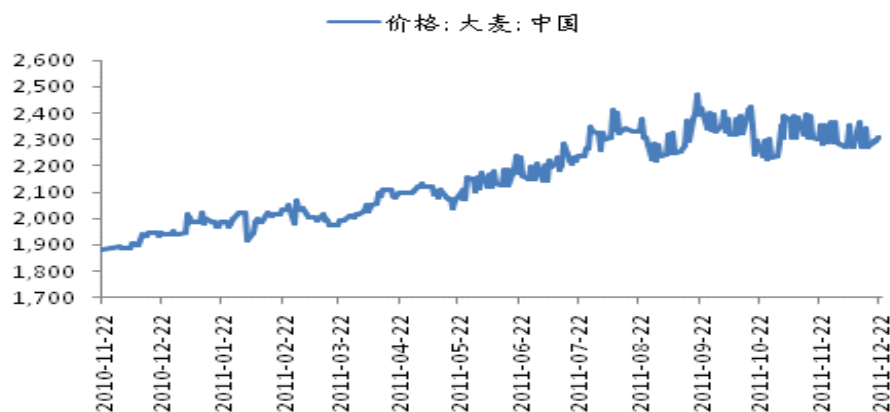
公司的采购频率是结合对大麦价格涨跌趋势来决定，原因为：08 年公司将全年大麦需求量选择一次性采购，但后来大麦价格结果暴跌，使得公司平均采购价格 40 美元/吨，而于是公司 09 年、10 年按季度采购，如今年 7、8 月采购量较多，其可以使用到明年 3、4 月份，因此，对于价格趋势不明朗的情况下，公司则按季度采购，若对价格趋势比较明朗会上涨情况下，则一次性采购 2 个季度的使用量。这与国内其他啤酒厂商策略稍显不同，如燕京啤酒一般是一年采购 2 次，即年底和年中采购，因为大麦也是 1 年收割 2 次。

国内的大麦价格也在 2300 元/吨附近震荡，因此，公司目前并没有大量采购原料大麦，目前的原料可以使用到明年 3、4 月份，成本基本锁定在 350-360 美元/吨。

包装材料的成本占比高的原因是母公司销售带瓶出售

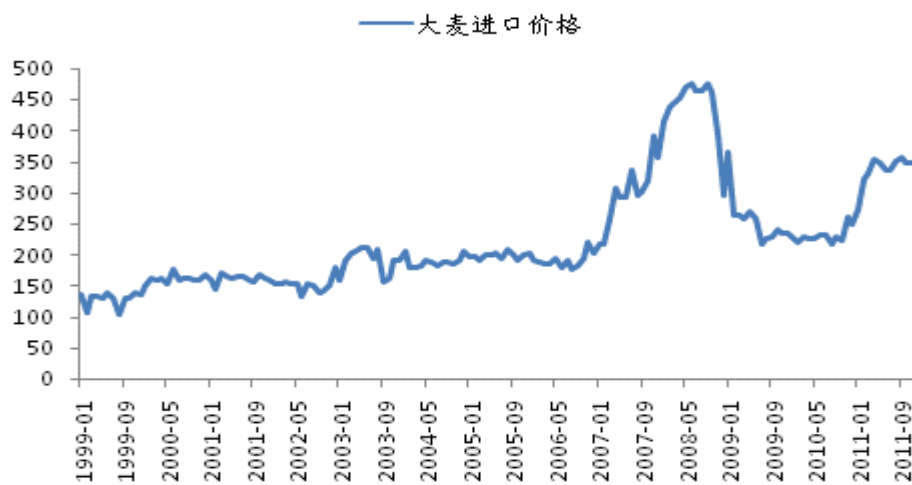
根据公司成本结构，2010 年麦芽占成本比重为 12.4%，而包装占比为 51.2%，原因为：青岛母公司每年生产 80 万吨啤酒，而当地只能销售 20 万吨，很多需要运到其它地区，因此，每年需要大量采购新瓶，新瓶比旧瓶回收大约高 15-20%，因此，公司销售是带瓶出售，而外地子公司很多不含瓶销售，比如燕京啤酒很多销在当地，不含瓶，级瓶不计入成本。虽然未来产能扩建，但一些高端酒，还是需要青岛产，因此，包装占比较难明显降低。

图1：国内大麦价格近期徘徊



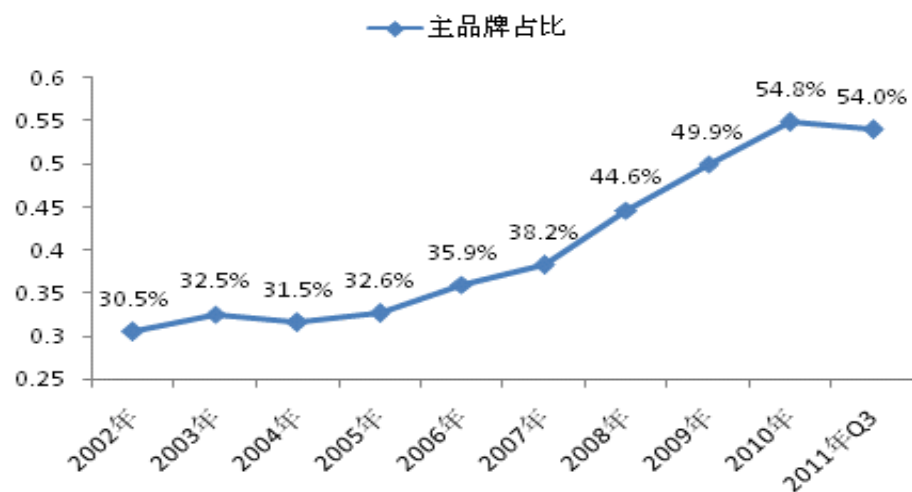
数据来源：Wind资讯

图2：进口大麦价格徘徊在350美元/吨左右（单位：美元/吨）



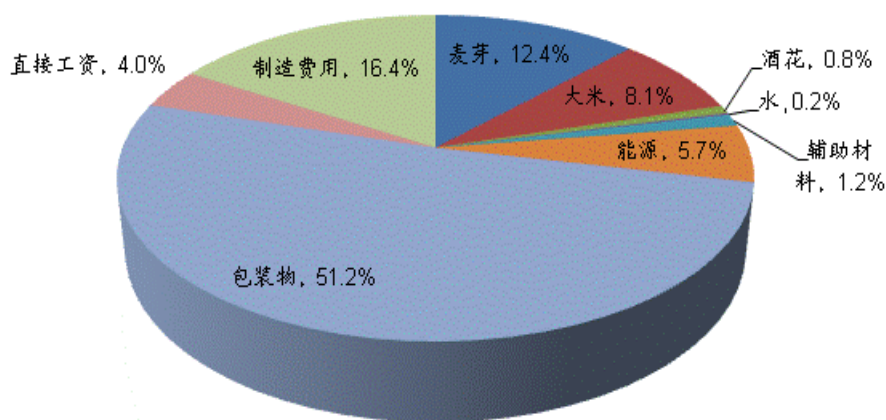
数据来源：Wind资讯，广发证券发展研究中心

图3：公司主品牌销量占总销量比重



数据来源：Wind资讯，广发证券发展研究中心

图4：2010年公司主要成本结构



数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

未来3-4个月经营压力比较大，双轮驱动战略不变

四季度及明年一季度盈利情况不太乐观

根据我们判断，公司四季度整体盈利不太乐观，收入估计无增长，我们预计公司今年15%左右的收入增长。

利润方面：目前不能判断公司具体有哪些亏损的子公司，需要明年审计完后才能确定，我们认为，规模小的工厂还是有可能亏损，原因：收购来的公司发生亏损概率较大。一般来讲，第一年、第二年不盈利，第三年若仍然不盈利，那么公司需要结合其未来发展来决定是否提资产减值准备。

我们认为，公司最困难时候还没到，明年一季度业绩不太理想，原因：一方面，今年一季度提价原因导致基数高，今年一季度收入同比增长26.67%，根据历史经验，当年增速较高，下一年的收入增速将会下降；另一方面，明年一季度成本高，锁定了350-360美元的成本，而今年一季度成本约为260美元/吨。

考虑到外在因素：如经济放缓对高端消费影响不太明显，但是低收入人群反而会更加敏感，这将导致低收入的人对啤酒消费放缓。此外，还有就是竞争对手的表现，目前行业格局仍为充分竞争，当地政府愿意引进外资，外资和雪花仍是对公司竞争压力比较大。

因此，结合公司自身及外部环境情况，我们认为，公司未来3-4个月经营形势不太乐观。

主品牌全年预计15%左右，公司未来的战略是双轮驱动

我们预计，今年公司主品牌增长15%左右，较去年有所放缓，分阶段看，上半年增长20%，下半年增长主要来自新收购的其他品牌，如银麦、千岛湖等。

而副品牌方面：预计山水、汉斯全年仍为负增长，山水这两年都是负增长，主要原因是替代范围最大，替代了除山东、华北、华南以外的所有区域的其它品牌。

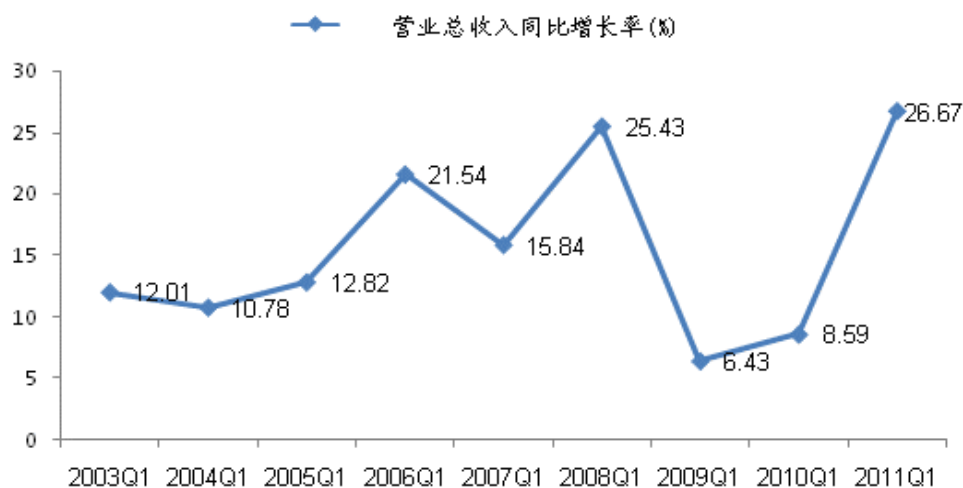
未来公司发展战略为双轮驱动：品牌提升+外延扩张，即中、高、低品牌都发展，且张涵予为公司二线品牌的代言人，因为仅靠主品牌要实现 2014 年销量过 1000 万吨存在一定难度。目前公司现在中高端占比 20%，公司产品结构是倒金字塔，未来低端市场的潜力更大。

今年主品牌2、3月提价幅度为4-5%，二、三线品牌没有提价

根据我们推测：公司去年主品牌是售价 3500 元/吨左右，而公司今年 2、3 月份对大概 40%的产品价格进行了提价，幅度为 4-5%左右。尽管出厂价提价幅度不大，但是反映终端销售价格和外资差不多，意味着经销商提价幅度比公司提价幅度大很多。

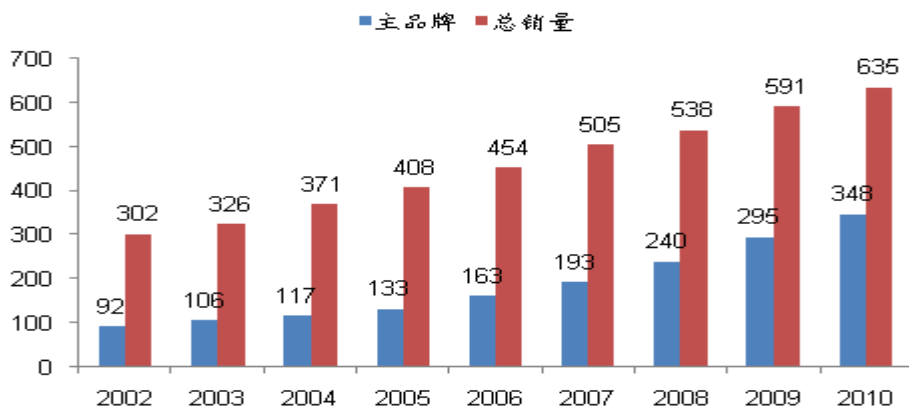
二、三线品牌今年售价 2400 元/吨左右，今年没有提价，主要是出于行业格局考虑，由于 09-10 年啤酒行业利润不错，很多小企业都能生存的不错，不利于公司收购，所以公司策略是不提价，即使亏损也不提价。

图5：公司历年1季度营业收入同比增速（%）



数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

图6：公司历年1季度营业收入同比增速（%）



数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

收购和新建的步伐仍然不变

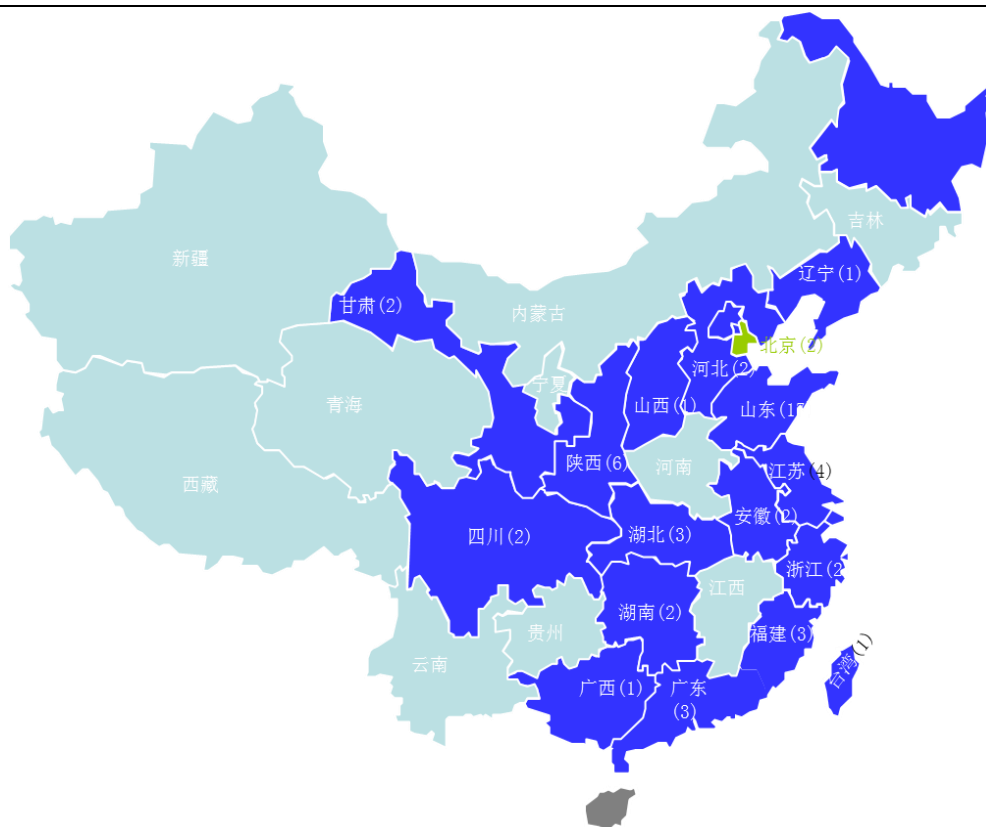
今年是公司产能扩产最快的一年，包括收购、新建、搬迁厂区，总产能预计已达1000万吨，由于搬迁的优惠政策，公司目前1/3的工厂都做了搬迁，且青岛、上海、深圳大规模扩建，同时新建揭阳、石家庄、海南，总产能，今年新增200多万吨，预计明年年底部分厂区投产后，公司总产能预计达1100万吨。

海南工厂明年年底估计可以建成，泰国工厂还没签合同，预计最早13年实现投产，国外保护比较明显。

今年收购的广东韶关活力啤酒公司，根据媒体报道，其前身为韶关啤酒厂，创建于1987年，年产啤酒能力已经达到15万千升，曾经是粤北、湘南、赣南一带规模最大的现代化啤酒企业。但是考虑其是一个快破产企业，公司接管不久，预计明年实现投产还有一定困难。

一般而言，新建一个1万吨工厂对应成本是2000万元，但后期需要投入到市场的费用大，而收购成本是4000万元，其资本性开支大，但后期费用小。因此，公司一般先考虑收购，后考虑新建。

图7：公司工厂分布及数量图示



数据来源：青岛啤酒博物馆资料整理

区域市场：山东省占率已较高，不同区域竞争策略不同

青啤在山东的市场占有率未来上升的空间越来越难

公司收购山东银麦等后，今年在山东地区市占率已经超过 60%，占比已经较高，我们认为，未来公司未来市占率进一步上升存在一定困难，原因为：

第一、山东地区如德州、泰安、淄博等地方仍存在 20 万吨规模的啤酒企业，另外，小一些的也有几家，这些企业经历了 2009 和 2010 年行业利润不错的情况，目前生存的不错，公司很难收购他们，但他们却占有一定的市场份额。

第二、其他竞争对手在山东地区产能情况：燕京啤酒 100 多万吨，华润雪花啤酒大概 100 多万吨，而英博在莱芜地区 50 万吨产能，且在山东附近的徐州地区也有 50 万吨产能，而山东省总消费量为 500 多万吨。

华南地区毛利率高于山东地区的原因是产能利用率高和产品结构好

从公司披露的信息看，公司华南地区高于山东等其它地区，我们认为，其原因为：

第一、南方由于季节性原因，其产能利用率高，则降低公司成本低，如深圳工厂的产能利用率基本是 100%，而青岛地区平均为 70%，而外地子公司和行业产能利用率很多仅有 50%。

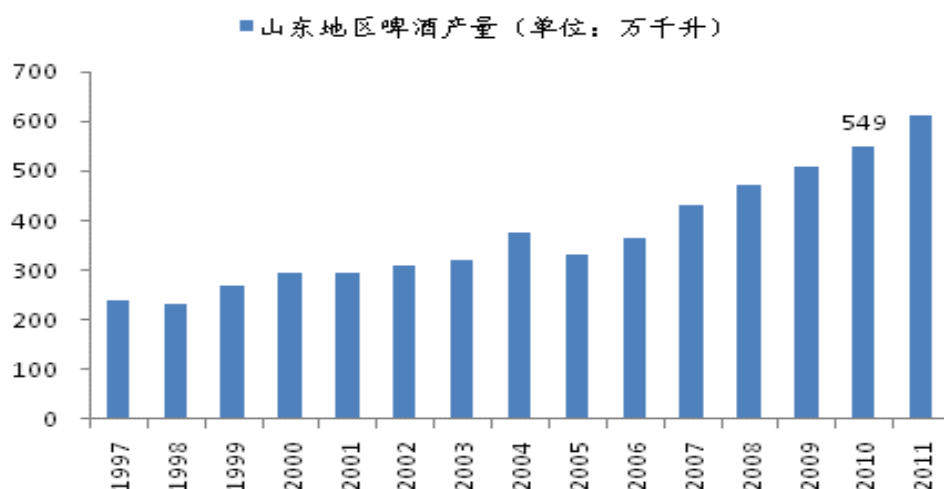
第二、华南当地消费水平高的因素，其产品结构比别的区域好，如中高端比例高，如约 70% 产品是主品牌啤酒。

山东、华南、西北区域市占率相对较高，不同区域采取不同的产品战略

根据可获得信息整理，目前，山东地区市占率超过 60%，陕西省市占率为 80% 左右，广东地区公司市占率为 30%，福建地区市占率为 30%，而其它地区相对低，如广西仅有 10% 左右，别的甘肃、青海等地区也比较低。

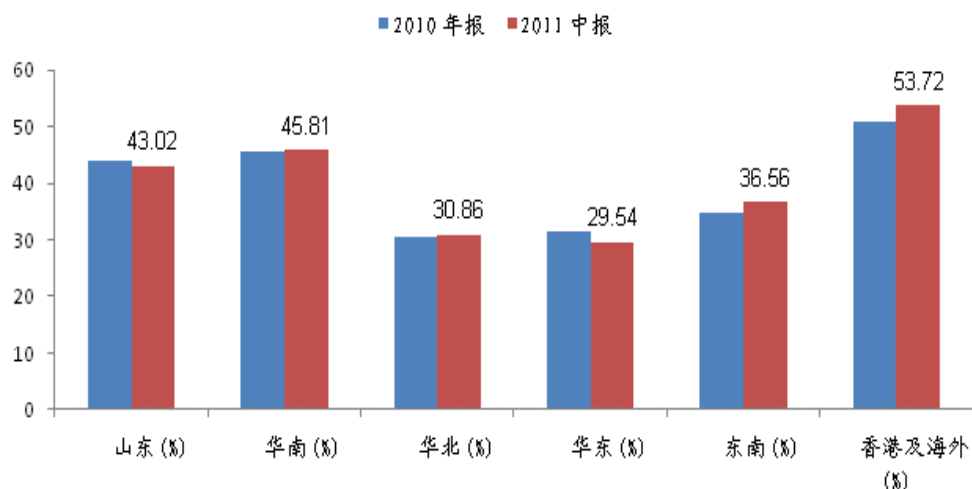
公司在不同的区域采取不同的产品战略：没有工厂的地方公司仅销售中高端产品，有工厂则中、高、低产品则都覆盖，由于低端产品一般有 250 公里运输半径，而高端则运输半径不明显，如高端产品吨酒价格在 5000 元以上，其可承担较多运输费用。

图8： 山东地区啤酒产量



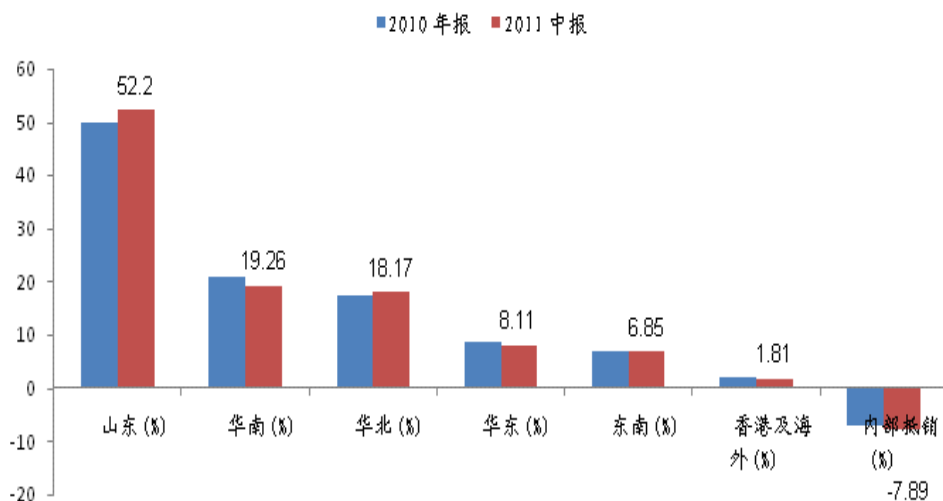
数据来源：Wind资讯，广发证券发展研究中心

图9： 不同地区毛利率情况



数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

图10： 不同地区收入占比情况



数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

公司盈利预测与估值：给予“买入”评级

盈利预测假设条件：1) 主品牌每年小幅提价，副品牌近两年保持价格不变；2) 原料成本明年有小幅下降；3) 2014 年公司销量可达到 1000 万吨以上；4) 公司费用率近两年难下降。

我们预计 2011-2013 年收入分别为 230 亿元、266 亿元和 302 亿元，同比增长 15.7%、15.6%和 13.65%，11-13 年 EPS 分别为 1.24 元、1.55 元和 1.95 元，对应

当前股价 33.64 元的 PE 分别为 27 倍、22 倍和 17 倍，维持“买入”评级。

风险提示

原料成本下降幅度低于预期

资产负债表

单位：百万元

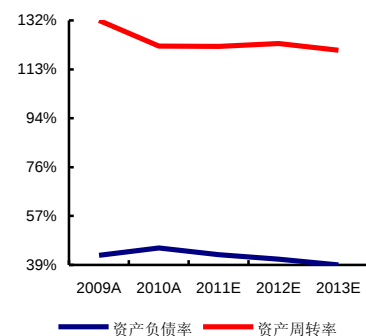
至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
流动资产	7,614	9,895	12,795	16,075	19,947
货币资金	5,351	7,598	10,190	13,127	16,666
应收及预付	376	341	429	495	560
存货	1,877	1,942	2,176	2,454	2,720
其他流动资产	10	13	0	0	0
非流动资产	7,254	7,882	7,256	7,194	7,074
长期股权投资	153	153	81	13	-55
固定资产	5,538	5,514	5,622	5,672	5,662
在建工程	99	283	283	283	283
无形资产	1,221	1,450	1,269	1,225	1,182
其他长期资产	243	483	2	2	2
资产总计	14,867	17,777	20,051	23,269	27,021
流动负债	4,845	6,016	7,280	8,270	9,221
短期借款	153	196	196	196	196
应付及预收	4,663	5,802	7,084	8,074	9,025
其他流动负债	28	18	0	0	0
非流动负债	1,460	2,042	1,275	1,275	1,275
长期借款	28	11	11	11	11
应付债券	1,199	1,265	1,265	1,265	1,265
其他非流动负债	233	766	0	0	0
负债合计	6,304	8,057	8,555	9,545	10,497
股本	1,351	1,351	1,351	1,351	1,351
资本公积	4,195	4,017	4,017	4,017	4,017
留存收益	2,669	4,230	5,905	7,999	10,631
归属母公司股东权益	8,221	9,603	11,272	13,367	15,999
少数股东权益	343	117	224	357	525
负债和股东权益	14,867	17,777	20,051	23,269	27,021

利润表

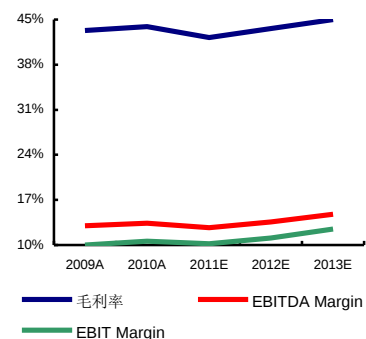
单位：百万元

至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	18026	19898	23024	26620	30237
营业成本	10285	11234	13408	15121	16764
营业税金及附加	1547	1663	1925	2225	2528
销售费用	3484	3918	4271	5058	5745
管理费用	998	1079	1197	1384	1572
财务费用	63	5	9	20	50
资产减值损失	68	72	68	68	68
公允价值变动收益	-2	0	0	0	0
投资净收益	10	10	5	5	5
营业利润	1589	1936	2151	2749	3515
营业外收入	213	245	294	294	294
营业外支出	63	58	58	58	58
利润总额	1739	2123	2388	2986	3752
所得税	440	539	606	758	952
净利润	1299	1584	1782	2228	2800
少数股东损益	46	64	107	134	168
归属母公司净利润	1253	1520	1675	2094	2632
EBITDA	2259	2562	2808	3476	4331
EPS (元)	0.93	1.13	1.24	1.55	1.95

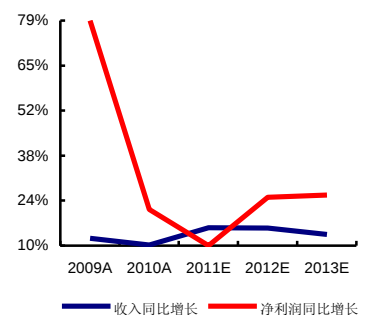
资产负债率趋势



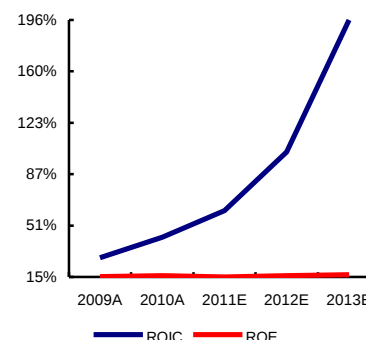
经营利润率趋势



收入与利润增长趋势



投资回报率趋势



现金流量表

单位：百万元

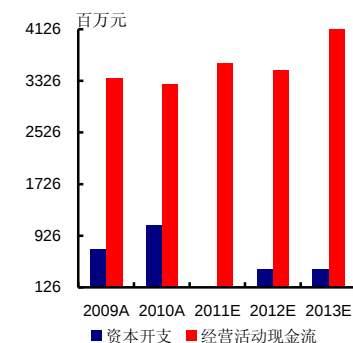
至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	3,361	3,284	3,487	3,355	3,958
净利润	1,299	1,584	1,782	2,228	2,800
折旧摊销	548	559	585	644	702
营运资金变动	1,470	1,052	983	647	619
其它	43	88	137	-164	-164
投资活动现金流	-910	-765	-117	-409	-409
资本支出	-713	-1,086	-126	-414	-414
投资变动	-192	-173	9	5	5
其他	-5	494	0	0	0
筹资活动现金流	475	-264	-778	-10	-10
银行借款	452	309	0	0	0
债券融资	-763	-309	-753	0	0
股权融资	1,188	0	0	0	0
其他	-402	-264	-25	-10	-10
现金净增加额	2,927	2,255	2,592	2,937	3,539
期初现金余额	2,394	5,351	7,598	10,190	13,127
期末现金余额	5,320	7,606	10,190	13,127	16,666

主要财务比率

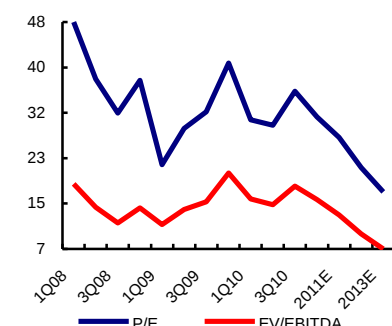
单位：%

至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
成长能力					
营业收入	12.5%	10.4%	15.7%	15.6%	13.6%
营业利润	60.7%	21.8%	11.1%	27.8%	27.9%
归属于母公司净利润	79.2%	21.3%	10.2%	25.0%	25.7%
获利能力					
毛利率	42.9%	43.5%	41.8%	43.2%	44.6%
净利率	7.2%	8.0%	7.7%	8.4%	9.3%
ROE	15.2%	15.8%	14.9%	15.7%	16.5%
ROIC	28.4%	42.9%	61.6%	102.9%	195.8%
偿债能力					
资产负债率	42.4%	45.3%	42.7%	41.0%	38.8%
净负债比率	-46.0%	-62.8%	-75.8%	-84.9%	-92.0%
流动比率	1.57	1.64	1.76	1.94	2.16
速动比率	1.16	1.31	1.45	1.64	1.86
营运能力					
总资产周转率	1.32	1.22	1.22	1.23	1.20
应收账款周转率	207.14	218.17	136.15	136.15	136.15
存货周转率	4.44	5.88	6.16	6.16	6.16
每股指标 (元)					
每股收益	0.93	1.13	1.24	1.55	1.95
每股经营现金流	2.49	2.43	2.58	2.48	2.93
每股净资产	6.08	7.11	8.34	9.89	11.84
估值比率					
P/E	40.5	30.8	27.1	21.7	17.3
P/B	6.2	4.9	4.0	3.4	2.8
EV/EBITDA	20.7	15.9	13.1	9.7	7.0

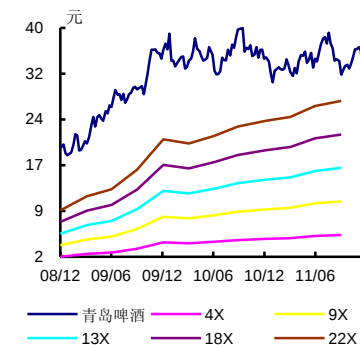
资本支出与经营活动现金流



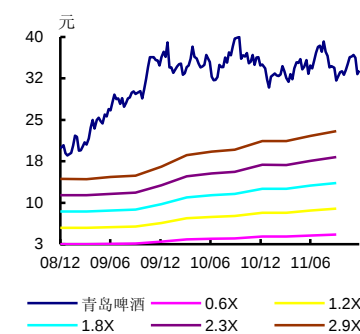
相对估值



PE BAND



PB BAND



广发食品饮料行业研究小组

胡鸿，分析师，中山大学金融学硕士，2009 年进入广发证券发展研究中心。

相关研究报告

青岛啤酒（600600.sh）：原料成本压力较大

汤玮亮

2011-10-28

广发证券—公司投资评级说明

买入(Buy): 预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。

持有(Hold): 预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。

卖出(Sell): 预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

	广州市	深圳市	北京市	上海市
地址	广州市天河北路 183 号 大都会广场 5 楼	深圳市福田区民田路 178 号华融大厦 9 楼	北京市西城区月坛北街 2 号 月坛大厦 18 层	上海市浦东南路 528 号 上海证券大厦北塔 17 楼
邮政编码	510075	518026	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线	020-87555888-8612			

免责声明

广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。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。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。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。

广发证券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。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。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。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。