

青岛啤酒 (600600)

增持/维持评级

股价: RMB34.19

分析师

洪婷

SAC 执业证书编号:S1000510120012

(021)6849 8639

hongting@mail.htlhsc.com.cn

蒋小东

SAC 执业证书编号:S1000510120031

(021)6849 8615

jiangxiaodong@mail.htlhsc.com.cn

逄海燕

SAC 执业证书编号:S1000510120030

(021)6849 8615

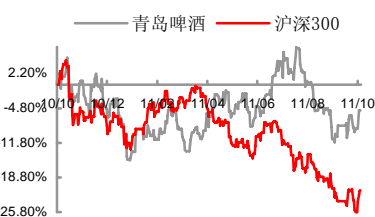
luhy@mail.htlhsc.com.cn

相关研究

基础数据

总股本(百万股)	1,351
流通 A 股(百万股)	696
流通 B 股(百万股)	0
可转债(百万元)	
流通 A 股市值(百万元)	23,793

最近 52 周股价走势图



资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

销量增速下降, 成本继续拖累业绩

———青岛啤酒 2011 年 3 季报点评

- 青岛啤酒 2011 年前 3 季度实现营业收入 191.73 亿元, 同比增长 17%, 利润总额为 21.84 亿元, 同比增长 15%, 归属于母公司的净利润为 16.64 亿元, 同比增长 11.38%, EPS 为 1.23 元, 业绩的增速较上半年出现下降, 低于我们之前的预期, 其中 3 季度单季度的营业收入为 71.23 亿元, 同比增长 11%, 利润总额为 9.63 亿元, 同比增长 6.28%, 归属于母公司净利润为 6.74 亿元, 同比略降 0.88%, 3 季度收入和利润增速的下降导致业绩低于预期。
- 啤酒销售量增速低于预期导致收入增速下降。公司 1-3 季度共销售啤酒 604 万千升, 同比增长 14.5%, 其中主品牌青岛啤酒实现销售 326 万千升, 同比增长 17.7%, 销售量增速略低于我们的预期, 我们认为主要原因有两点: 1、啤酒行业整体产销量增速仍然较低, 仅有 8.6%; 2、公司的扩张速度受啤酒行业激烈的市场竞争影响而慢于预期。
- 成本上升仍然是拖累业绩主因。自去年下半年以来进口和国内的大麦价格持续上升并保持高位, 另一方面国内通货膨胀加剧也使得公司其他的原材料价格上升, 公司 3 季度单季度的吨酒成本达到 1779 元, 较去年同期上升了 8%, 虽然公司也通过提升产品结构等手段将吨酒价格提升了 4%, 但仍不及成本的上升, 导致公司 3 季度单季度的毛利率下降到 42.82%, 较去年同期下降近 2 个百分点, 是 3 季度业绩增速下降主因。另一方面, 据我们了解目前进口大麦价格仍然未有明显回落迹象, 预计 4 季度公司毛利率在产品结构提升的推动下将会有所恢复, 但恢复速度将较慢。
- 期待明年销量增速上升, 成本下降可能仍需时日。自 2010 年开始啤酒行业内部的收购整合加速, 我们期待明年公司通过收购和扩建等手段实现啤酒销售量增速的提升推动业绩增速回升, 另一方面短期来看大麦价格大幅快速回落可能仍需等待, 但继续上升可能性很小, 未来公司成本压力将有所减缓, 毛利率逐步恢复, 我们下调公司 2011-2013 年的 EPS 到 1.30、1.60 和 2.00 元, 相对于目前股价的 PE 为 26、21 和 17 倍, 明年业绩增速将回升, 维持增持评级。
- 风险提示: 啤酒销量增长低于预期, 大麦价格持续上升。

经营预测与估值	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	19897.8	23898.0	26782.0	30017.0
(+/-%)	10.4	20.1	12.1	12.1
归属母公司净利润(百万元)	1520.5	1750.0	2161.0	2699.0
(+/-%)	21.3	15.1	23.5	24.9
EPS(元)	1.13	1.30	1.60	2.00
P/E(倍)	30.4	26.4	21.4	17.1

资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	9895	11089	10564	12314	营业收入	19898	23898	26782	30017
现金	7598	4780	4017	5382	营业成本	11234	13682	15251	16756
应收账款	90	482	515	567	营业税金及附加	1663	1912	2143	2401
其他应收款	189	358	360	404	营业费用	3918	4732	5035	5583
预付账款	50	511	301	315	管理费用	1079	1291	1441	1609
存货	1942	3142	3336	3367	财务费用	5	0	0	0
其他流动资产	26	1815	2034	2280	资产减值损失	72	0	0	0
非流动资产	7882	6739	6351	5884	公允价值变动收	0	0	0	0
长期投资	153	0	0	0	投资净收益	10	0	0	0
固定资产	5511	5156	4705	4144	营业利润	1936	2282	2912	3667
无形资产	1319	1412	1530	1656	营业外收入	245	208	186	193
其他非流动资产	900	172	116	84	营业外支出	58	25	55	58
资产总计	17777	17828	16915	18199	利润总额	2123	2465	3043	3802
流动负债	6016	10025	6873	5342	所得税	539	641	791	988
短期借款	196	5429	2059	211	净利润	1584	1824	2252	2813
应付账款	1263	1633	1760	1885	少数股东损益	64	74	92	114
其他流动负债	4557	2963	3054	3246	归属母公司净利	1520	1750	2161	2699
非流动负债	2042	30	17	19	EBITDA	2500	2990	3651	4430
长期借款	11	11	11	11	EPS (元)	1.13	1.30	1.60	2.00
其他非流动负	2031	19	6	8					
负债合计	8057	10055	6890	5361	主要财务比率				
少数股东权益	117	191	283	397	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
股本	1351	1351	1351	1351	成长能力				
资本公积	4017	494	494	494	营业收入	10.4%	20.1%	12.1%	12.1%
留存收益	4230	5736	7897	10596	营业利润	21.8%	17.9%	27.6%	26.0%
归属母公司股	9603	7582	9742	12441	归属母公司净利	21.3%	15.1%	23.5%	24.9%
负债和股东权	17777	17828	16915	18199	获利能力				
					毛利率(%)	43.5%	42.8%	43.1%	44.2%
					净利率(%)	7.6%	7.3%	8.1%	9.0%
					ROE(%)	15.8%	23.1%	22.2%	21.7%
					ROIC(%)	40.5%	20.0%	26.6%	35.3%
					偿债能力				
					资产负债率(%)	45.3%	56.4%	40.7%	29.5%
					净负债比率(%)	2.79%	54.10	30.03	4.13%
					流动比率	1.64	1.11	1.54	2.31
					速动比率	1.32	0.79	1.05	1.68
					营运能力				
					总资产周转率	1.22	1.34	1.54	1.71
					应收账款周转率	58	58	54	55
					应付账款周转率	9.68	9.45	8.99	9.19
					每股指标(元)				
					每股收益(最新)	1.13	1.30	1.60	2.00
					每股经营现金流	2.43	-2.18	2.19	2.60
					每股净资产(最	7.11	5.61	7.21	9.21
					估值比率				
					P/E	30.38	26.40	21.38	17.11
					P/B	4.81	6.09	4.74	3.71
					EV/EBITDA	16	13	11	9

数据来源: 华泰联合证券研究所



华泰联合证券评级标准:

时间段 报告发布之日起6个月内
基准市场指数 沪深300(以下简称基准)

股票评级

买入 股价超越基准20%以上
增持 股价超越基准10%-20%
中性 股价相对基准波动在±10%之间
减持 股价弱于基准10%-20%
卖出 股价弱于基准20%以上

行业评级

增持 行业股票指数超越基准
中性 行业股票指数基本与基准持平
减持 行业股票指数明显弱于基准

深圳

深圳市福田区深南大道4011号香港中旅大厦25层
邮政编码: 518048
电话: 86 755 8249 3932
传真: 86 755 8249 2062
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn

上海

上海浦东银城中路68号时代金融中心45层
邮政编码: 200120
电话: 86 21 5010 6028
传真: 86 21 6849 8501
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn

免责声明

本报告仅供华泰联合证券有限责任公司(以下简称“华泰联合”)签约客户使用。华泰联合不因接收到本报告而视其为华泰联合的客户。客户应当认识到有关本报告的短信、邮件提示及电话推荐仅为研究观点的简要沟通,对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于华泰联合认为可靠的、已公开的信息编制,但华泰联合不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断,本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动,涉及证券或投资标的的以往表现不应作为日后表现的保证。在不同时期,或因使用不同假设和标准,采用不同观点和分析方法,致使华泰联合发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告,对此华泰联合可不发出特别通知。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给了华泰联合客户作参考之用,在任何情况下并不构成私人咨询建议,也没有考虑到个别客户的投资目标或财务状况;同时并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的广告、要约或向人作出的要约邀请。

市场有风险,投资需谨慎。本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售,投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估,并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求,必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下,华泰联合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。

华泰联合是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资咨询、投资管理等多项业务的全国性综合类证券公司。在法律许可的情况下,华泰联合投资业务部门可能会持有报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易,可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务,可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。华泰联合的投资顾问、销售人员、交易人员以及其他类别专业人士可能会依据不同的信息来源、不同假设和标准,采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰联合没有将此意见及建议向本报告所有接收者进行更新的义务。华泰联合利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门、集团或关联机构间的信息流动。撰写本报告的证券分析师的薪酬由研究部门管理层和公司高级管理层全权决定,分析师的薪酬不是基于华泰联合投资银行收入而定,但是分析师的薪酬可能与投行整体收入有关,其中包括投行、销售与交易业务。

华泰联合的研究报告主要以电子版形式分发,间或也会辅以印刷品形式分发。华泰联合向所有客户同时分发电子版研究报告。华泰联合对本报告具有完全知识产权,未经华泰联合事先书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。若华泰联合以外的机构向其客户发放本报告,则由该机构独自为此发送行为负责,华泰联合对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华泰联合向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。