

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）	461.90
流通市值（亿元）	95.23

公司股价走势图



相关报告

《业绩符合预期 双轮驱动布局全国——青岛啤酒(600600)半年报点评》

2011年8月15日

《啤酒迎夏遇热雨 白酒中报有惊喜》

2011年7月23日

《主品牌发力 业绩超预期——青岛啤酒一季报点评》

2011年4月10日

《“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

研发部

冉伶俐

SAC 执业证书编号：S1340510120003

联系电话：010-68858132

Email: ranlingli@cnpsec.com

天气影响旺季消费 成本侵蚀利润空间

——青岛啤酒（600600）三季度报点评

事件：

公司发布 2011 年三季度报。

点评：

- **业绩符合预期。**2011 年 1-9 月，公司实现销售收入 188.9 亿元，同比增长 17%；实现归属于上市公司股东的净利润 16.6 亿元，同比增长 11.4%；基本每股收益 1.23 元。
- **销量增速高于行业。**1-9 月，公司共实现啤酒销售量 604 万千升，同比增长 14.5%，增速快于行业的 8.9%，其中主品牌青岛啤酒实现销售 326 万千升，同比增长 17.7%。
- **多雨天气影响旺季销售，三季度单季业绩同比下滑。**今年夏天高温多雨，对啤酒消费造成影响。公司第三季度实现收入 71.23 亿元，同比增长 10.95%；归属于上市公司股东的净利润 6.74 亿元，同比下降 2.95%；每股收益 0.5 元。
- **成本上升使毛利率下降。**尽管公司上半年调整了中高端产品价格，主品牌提价幅度 5%—6%，但大麦价格持续上行，公司大麦成本在 350 美元/吨附近，在原材料成本压力下，公司综合毛利率下降 1.14 个百分点。我们认为，第四季度行业及公司原材料成本压力难降。
- **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。今年 3 月公司收购了杭州紫金滩酒业有限公司 80% 股权后，已启动年产 20 万千升啤酒的技改扩建项目。上半年还启动了在广东揭阳新建年产 25 万千升啤酒项目及武威公司、廊坊公司的搬迁扩建项目。双轮驱动推动公司产能扩张和全国化布局，为公司未来持续增长奠定基础，公司规划 2014 年力争实现啤酒销售 1000 万千升。
- **盈利预测和评级。**我们预计公司 2011 和 2012 年的 EPS 分别为 1.39 元和 1.65。以最新收盘价计算，对应的动态 PE 分别为 25X 和 21X，维持“谨慎推荐”的评级。
- **风险提示。**(1) 大麦价格上涨；(2) 异常气候的不利影响。

图表 1：公司毛利率和费用率情况

	2,008	2,009	2,010	2010年1-9月	2011年1-9月	变动
毛利率	40.66%	42.94%	43.54%	44.22%	43.08%	下降1.14个百分点
销售费用率	18.55%	19.33%	19.69%	20.09%	18.82%	下降1.26个百分点
管理费用率	5.63%	5.54%	5.42%	4.05%	4.14%	上升0.09个百分点
财务费用率	0.28%	0.35%	0.02%	0.19%	-0.11%	下降0.3个百分点
期间费用率	24.46%	25.22%	25.14%	24.33%	22.86%	下降1.47个百分点

数据来源：WIND，中邮证券研发部

图表 2：公司对外收购（2010 年以来）

	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 3：公司盈利预测表

单位：万元	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
营业收入	2,165,859	2,432,355	2,966,499	2,625,514	2,985,950
增长率	11.87%	12.30%	21.96%	-11.49%	13.73%
减：营业税金及附加	12,152	10,883	8,778	223,169	253,806
销售费用	553,239	649,609	680,707	511,975	576,288
管理费用	191,543	119,096	152,081	144,403	164,227
财务费用	1,445	2,240	(2,071)	525	597
期间费用率	34.45%	31.70%	28.00%	25.02%	24.82%
资产减值损失	29,568	7,690	(1,020)	0	0
加：公允价值变动净收益	0	0	0	0	0
投资净收益	2,001	1,513	1,177	0	0
营业利润	(205,001)	66,541	60,569	235,332	286,681
增长率(%)	-2520.83%	-132.46%	-8.98%	288.54%	21.82%
加：营业外收入	21,871	20,923	30,236	25,000	25,000
减：营业外支出	12,434	6,277	5,443	6,000	6,000
利润总额	(195,564)	81,188	85,362	254,332	305,681
增长率(%)	-1938.15%	-141.51%	5.14%	197.94%	20.19%
利润率(%)	-9.03%	3.34%	2.88%	9.69%	10.24%
减：所得税费用	(21,893)	14,661	5,786	63,583	76,420
实际税负比率(%)	11.19%	18.06%	6.78%	25.00%	25.00%
净利润	(173,671)	66,527	79,576	190,749	229,261
归属母公司所有者的净利润	(168,745)	64,766	77,720	187,315	222,383
增长率	8091.85%	-138.38%	20.00%	141.01%	18.72%
净利润率(%)	-8.02%	2.74%	2.68%	7.27%	7.68%
少数股东损益	(4,926)	1,761	1,857	3,433	6,878
总股本(万股)	135,098	135,098	135,098	135,098	135,098
每股收益(元)	(1.25)	0.48	0.58	1.39	1.65

数据来源：WIND，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；

可转债投资评级标准：

- 推荐： 预计未来 6 个月内，可转债涨幅高于中信标普可转债指数 10% 以上；
谨慎推荐： 预计未来 6 个月内，可转债涨幅高于中信标普可转债指数 5%—10%；
中性： 预计未来 6 个月内，可转债涨幅介于中信标普可转债指数-5%—5% 之间；
回避： 预计未来 6 个月内，可转债涨幅低于中信标普可转债指数 5% 以上；

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

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

中邮证券有限责任公司具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的业务资格。

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的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。