2012 年 8 月 16 日

刘荟
Liuhui@e-capital.com.cn

目标价(元) 30.00

公司基本资讯

产业别	食品饮料
A 股价(2012/8/16)	33.1
上证综合指数(2012/8/16)	2118.95
股价 12 个月高/低	40.5/30.9
总发行股数（百万）	1350.98
A 股数（百万）	695.91
A 市值（亿元）	230.35
主要股东	青岛啤酒集团有限公司(30.45%)
每股净值（元）	8.30
股价/账面净值	3.99

	一个月	三个月	一年
股价涨跌(%)	-9.38	-9.00	-13.74

近期评等

出刊日期	前日收盘	评等
2012-3-30	33.07	买入

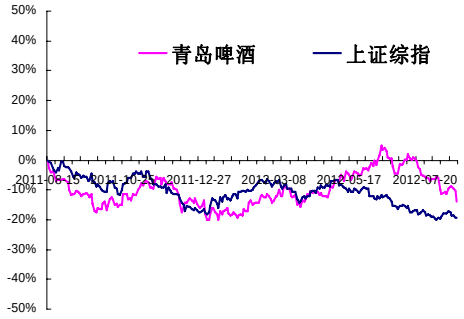
产品组合

啤酒	100%

机构投资者占流通 A 股比例

保险公司	3.88%
基金	5.85%
券商集合理财	0.54%
社保基金	1.24%
一般法人	3.83%

股价相对大盘走势



青岛啤酒(600600.SH/0168.HK) Neutral 中性

4Q 成本压力可能更加明显

结论与建议：

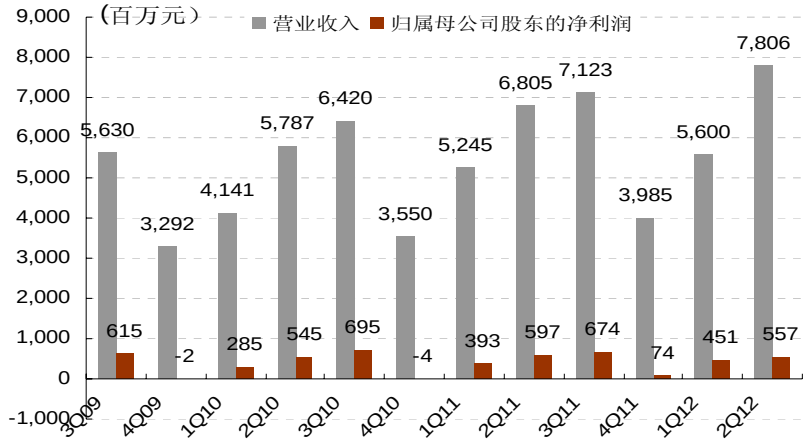
2012 年上半年公司营收同比增长 11%，净利润同比增长 2%，低于预期，下调公司盈利预测 15%。目前股价对应的 2012、2013 年 PE 为 26.23 倍和 22.69 倍，下调至中性的投资建议

- 2012 年上半年公司实现啤酒销量 418 万千升，同比增长 11.3%，公司实现营业收入 134.05 亿元，同比增长 11.25%，实现归属上市公司股东净利润 10.07 亿元，同比增长 1.77%，实现每股收益 0.75 元,低于我们的预期约 10%。
- 业绩低于预期，主要是新厂合并之后，员工费用大幅增加，人工成本增加 20%多，产品价格持平，使得上半年毛利率同比下降 2.75 个百分点。从 2Q 单季看，公司营收同比增长 14.7%，净利润同比下降 6.65%，毛利率同比下降 1.5 个百分点。
- 进入 3Q，虽然因北京等地连降暴雨，大部分地区气温偏低，对啤酒消费形成负面影响。但在奥运赛事的带动下，7 月的销售依然保持了 16%的增长，相对理想。我们预计随着比赛的结束，以及淡季来临，4Q 的销售增长可能放缓。
- 从原料看，上半年进口大麦价格累计下降 20%，进入 3Q，受美国大旱、国际粮价普涨的带动，8 月大麦价格较 7 月环比上涨 10%，出现强劲反弹。目前公司大麦库存依旧在 2-3 个月用量的低位，如果未来大麦价格持续上涨，预计公司 4Q 的成本压力将更加明显。
- 由于目前国内啤酒行业仍处于激烈竞争阶段，各家对于产品提价都十分谨慎，对于原料成本上涨在 15%以内，都很难通过提价向消费者传导，所以我们预计 4Q 业绩可能会有较压力。
- 对于 2013 年，我们认为公司最大的增长来自于与三得利的合作。合并后，上海及江苏产能合计达到近 90 万吨，占到华东地区的 30%以上。预计将增厚销售收入 5%左右。
- 基于对 4Q 销售及成本的判断，我们调低公司盈利预测约 15%，预计 2012、2013 年将分别实现净利润 17.05 亿元和 19.70 亿元，分别同比增长-1.9%和 15.57%，对应的 EPS 为 1.26 元和 1.46 元，目前股价对应的 2012、2013 年 PE 为 26.23 倍和 22.69 倍，下调至中性的投资建议。

..... 接续下页 .....

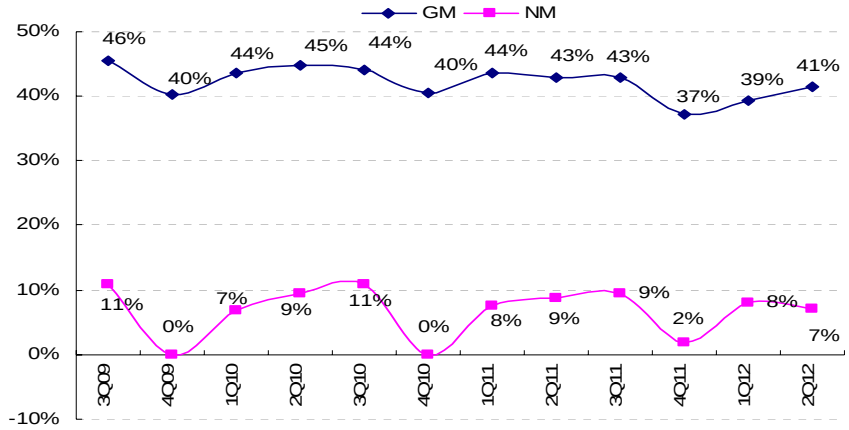
年度截止 12 月 31 日		2009	2010	2011	2012F	2013F
纯利（Net profit）	RMB 百万元	1253	1520	1738	1705	1970
同比增减	%	79.16	21.32	14.30	-1.90	15.57
每股盈余（EPS）	RMB 元	0.93	1.13	1.29	1.26	1.46
同比增减	%	79.16	21.32	14.30	-1.90	15.57
市盈率(P/E)	X	35.68	29.41	25.73	26.23	22.69
股利（DPS）	RMB 元	0.16	0.18	0.26	0.30	0.30
股息率（Yield）	%	-	-	0.79	0.91	0.91

图 1：公司分季营收及净利润情况 单位：百万元



资料来源：公司公告、群益证券

图 2：公司利润率情况 单位：%



资料来源：公司公告、群益证券

图 3：进口大麦价格 单位：美元/吨

资料来源：海关总署、群益证券

预期报酬(Expected Return；ER)为准，说明如下：

强力买入 Strong Buy (ER ≧ 30%)；买入 Buy (30% ＞ ER ≧ 10%)
中性 Neutral (10% ＞ ER ＞ -10%)
卖出 Sell (-30% ＜ER ≦ -10%)；强力卖出 Strong Sell (ER ≦ -30%)

附一：合并损益表

百万元	2009	2010	2011	2012F	2013F
营业收入	18026	19898	23158	25893	29211
经营成本	10285	11234	13417	15499	17330
营业税金及附加	1547	1663	2024	2255	2543
销售费用	3484	3918	4415	4720	5295
管理费用	998	1079	1184	1336	1475
财务费用	63	5	-36	-71	29
资产减值损失	68	72	17	18	15
投资收益	10	10	4	8	4
营业利润	1589	1936	2142	2144	2528
营业外收入	213	245	470	265	210
营业外支出	63	58	156	36	40
利润总额	1739	2123	2455	2373	2698
所得税	440	539	657	607	674
少数股东损益	46	64	60	61	53
归属于母公司所有者的净利润	1253	1520	1738	1705	1970

附二：合并资产负债表

百万元	2009	2010	2011	2012F	2013F
货币资金	5351	7598	6108	6581	7769
应收账款	93	90	88	88	88
存货	1877	1942	2718	2989	3288
流动资产合计	7614	9895	9583	10542	11596
长期股权投资	153	153	152	152	152
固定资产	5525	5511	7205	8286	9529
在建工程	99	283	624	437	306
非流动资产合计	7254	7882	12051	13858	15937
资产总计	14867	17777	21634	24400	27533
流动负债合计	4845	6016	7156	7872	8659
非流动负债合计	1460	2042	3201	3521	3873
负债合计	6304	8057	10357	11393	12532
少数股东权益	343	117	166	166	166
股东权益合计	8221	9603	11110	12841	14834
负债及股东权益合计	14867	17777	21634	24400	27533

附三：合并现金流量表

百万元	2009	2010	2011	2012F	2013F
经营活动产生的现金流量净额	3361	3284	1872	1654	1911
投资活动产生的现金流量净额	-910	-765	-3937	-1247	-808
筹资活动产生的现金流量净额	472	-261	55	67	84
现金及现金等价物净增加额	2927	2255	-2013	474	1187

此份报告由群益证券(香港)有限公司编写，群益证券(香港)有限公司的投资和由群证益券(香港)有限公司提供的投资服务.不是.个人客户而设。此份报告不能复制或再分发或印刷报告之全部或部份内容以作任何用途。群益证券(香港)有限公司相信用以编写此份报告之资料可靠，但此报告之资料没有被独立核实审计。群益证券(香港)有限公司.不对此报告之准确性及完整性作任何保证，或代表或作出任何书面保证，而且不会对此报告之准确性及完整性负任何责任或义务。群益证券(香港)有限公司，及其分公司及其联营公司或许在阁下收到此份报告前使用或根据此份报告之资料或研究推荐作出任何行动。群益证券(香港)有限公司及其任何之一位董事或其代表或雇员不会对使用此份报告后招致之任何损失负任何责任。此份报告内容之资料和意见可能会或会在没有事前通知前变更。群益证券(香港)有限公司及其任何之一位董事或其代表或雇员或会对此份报告内描述之证¡@持意见或立场，或会买入，沽出或提供销售或出价此份报告内描述之证券。群益证券(香港)有限公司及其分公司及其联营公司可能以其户口，或代他人之户口买卖此份报告内描述之证¡@。此份报告.不是用作推销或促使客人交易此报告内所提及之证券。