

业绩略低于市场预期不改长期成长趋势

推荐 维持评级

分析师: 董俊峰 邮箱: dongjunfeng@chinastock.com.cn 电话: 010-6656 8780

1. 事件

23日公司发布2009年年度业绩预增公告。

报告期内公司及其附属公司归属于母公司股东的净利润比上年同期增长约75%至85%之间。

2. 我们的分析与判断

业绩略低于市场预期,但仍然延续良好趋势。通过品牌整合进行促使吨酒价格稳步提升、深耕基地市场、销售量随着规模扩张快速提高等驱动因素,促使公司利润导向型情况下的业绩稳步提高;

主要假设条件:2009年公司“1+3”品牌销量占比达到96%,主品牌销量近300万吨,占比为48%;2010年“1+3”品牌销量占比达到100%,同时完成区域销售“1+1”品牌的整合,即“青岛啤酒+一个第二品牌”的品牌区域销售格局。2009年考虑到销售价格变化后,成本下降贡献的毛利率提高3个百分点左右,2010年产品结构调整因素促使吨酒名义价格提高3.7%,考虑到各项成本变化后,综合起来毛利率降低0.5个百分点。

品牌和结构调整促高增长,全年业绩增速有望再上新台阶。公司前三季度完成啤酒销量494万千升,同比增长了10.2%,其中主品牌销量236万千升,同比增长23.4%,前四大品牌销量466万千升,占比已经达到94.3%,比去年全年略高。前述因素力促吨产品价格提高到2949元,同比提高了近3%,也是毛利率提高的关键影响因素,品牌和结构调整对公司业绩的提高贡献度较大。预计全年上述比率维持在相当水平。

随着15亿元人民币的分离交易可转债项目的实施,济南、成都、徐州等地的新建、扩建项目已相继竣工投产,使公司产能新增近100万千升,总的年生产能力达到800万千升左右,为公司的可持续发展奠定了坚实的基础。

我们认为2010年公司啤酒大麦成本压力将稳定,全年利润增速决定于销售增长幅度和市场费用的投入水平。

坚定认为公司是食品饮料行业最具长期投资价值的A股上市公司。(1)品牌战略;(2)公司发展战略;(3)组织结构;(4)经营管理等中长期影响因素是公司长期投资价值的基础,也是我们认为公司是快速消费品行业中最具长期投资价值的上市公司的关键依据,具体可参看公司深度报告2007年8月8日《青岛啤酒(600600)深度研究报告:投资价值基础确定 业绩拐点渐行渐近》和2009年10月26日《青岛啤酒(600600)深度研究报告:长期投资价值确定 内外双修力促再超预期》。2007年以来公司进行了以优化价值链为主的组织变革和业务流程再造,将公司总部和原有的七个区域营销公司依据公司总体价值链进行专业化分工,成立投资、营销和制造三大中心的一体化运营的管理架构,建立了“结构一体化、资源集约化、分工专业化和执行一致性”的组织体系,同时采取了与变革相配套的团队建设、财务控制、风险防范等措施,确保变革稳步推进。

3. 投资建议

我们维持2009年10月26日《青岛啤酒(600600)深度研究报告:长期投资价值确定 内外双修力促再超预期》对公司的“推荐”评级,2009、2010和2011年EPS调整为0.93、1.19和1.45元的测算,合理价位区间维持2009年12月31日《2010年食品饮料行业报告:个人消费品判断题 政商务消费品选择题》给出的39-23元(与大盘判断相关)。

表 1: 财务季度分析 (百万元)

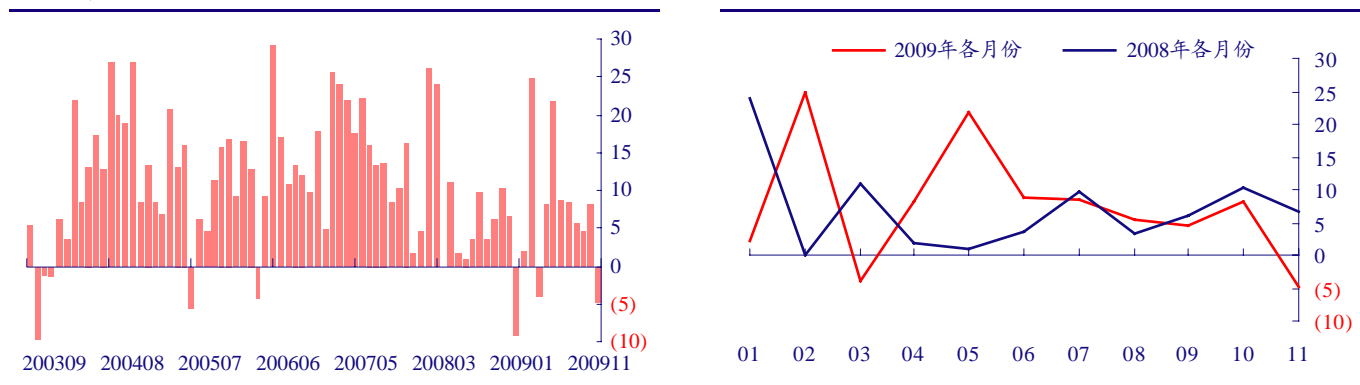
	2007Q1	2007Q2	2007Q3	2007Q4	2008Q1	2008Q2	2008Q3	2008Q4	2009Q1	2009Q2	2009Q3
主营业务收入	2,856.46	3,977.06	4,279.79	2,595.91	3,582.89	4,321.42	5,169.58	2,949.56	3,813.18	5,291.81	5,629.56
YoY	16%	18%	16%	14%	25%	9%	21%	14%	6%	22%	9%
主营业务成本	1,695.33	2,327.38	2,380.09	1,598.84	2,096.72	2,573.01	2,991.28	1,848.00	2,294.36	2,957.11	3,064.09
YoY	14%	19%	13%	7%	24%	11%	26%	16%	9%	15%	2%
主营业务税金	255.64	410.16	427.84	228.37	306.88	397.62	472.51	247.14	316.99	476.56	495.14
YoY	16%	15%	11%	9%	20%	-3%	10%	8%	3%	20%	5%
营业费用	597.95	738.32	851.82	463.21	771.37	839.10	1,061.68	299.88	737.96	1,118.98	1,044.71
YoY	41%	15%	24%	55%	29%	14%	25%	-35%	-4%	33%	-2%
管理费用	144.35	101.52	208.92	212.47	178.89	180.03	202.15	341.06	180.79	201.34	242.48
YoY	-18%	-45%	-5%	73%	24%	77%	-3%	61%	1%	12%	20%
财务费用	5.04	(0.01)	(4.12)	(6.80)	(4.61)	19.73	18.33	12.16	20.44	22.03	17.75
YoY	-48%	-100%	-18%	-354%	-191%					12%	-3%
营业利润	158.38	345.16	407.82	(25.41)	226.92	316.29	425.29	20.37	261.97	519.77	778.86
YoY	36%	58%	58%	-67%	43%	-8%	4%	-180%	15%	64%	83%
投资收益	(0.26)	1.86	(3.48)	0.72	(4.18)	1.12	(20.93)	(3.11)	0.06	6.47	3.40
YoY	-107%	-73%	14%	-74%	1484%	-40%	501%	-529%	-101%	480%	-116%
利润总额	175.13	370.60	448.71	9.67	252.79	343.29	451.58	60.42	280.09	555.55	823.03
YoY	37%	60%	43%	-117%	44%	-7%	1%	525%	11%	62%	82%
所得税	73.84	69.72	93.21	169.35	118.40	72.13	113.25	70.54	74.76	94.54	186.66
YoY	39%	16%	20%	-1560%	60%	3%	21%	-58%	-37%	31%	65%
少数股东损益	13.07	22.30	26.87	(22.38)	4.76	19.67	19.64	(9.85)	5.91	20.65	21.19
YoY	34876%	126%	65%	155%	164%	112%	127%	156%	76%	95%	92%
归属母公司净利润	88.22	278.58	328.63	(137.30)	129.64	251.49	318.69	(0.26)	199.42	440.36	615.18
YoY	18%	96%	52%	-3148%	47%	-10%	-3%	-100%	54%	75%	93%
占第一季度比例	100%	316%	373%	-156%	100%	194%	246%	0%	100%	221%	308%
毛利率	41%	41%	44%	38%	41%	40%	42%	37%	40%	44%	46%
主营业务税金率	9%	10%	10%	9%	9%	9%	9%	8%	8%	9%	9%
营业费用率	21%	19%	20%	18%	22%	19%	21%	10%	19%	21%	19%
管理费用率	5%	3%	5%	8%	5%	4%	4%	12%	5%	4%	4%
财务费用率	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	1%	0%	0%
营业利润率	6%	9%	10%	-1%	6%	7%	8%	1%	7%	10%	14%
利润率	6%	9%	10%	0%	7%	8%	9%	2%	7%	10%	15%
所得税率	42%	19%	21%	1750%	47%	21%	25%	117%	27%	17%	23%
净利率	3%	7%	8%	-5%	4%	6%	6%	0%	5%	8%	11%

资料来源: 中国银河证券研究所

啤酒：消费增速表现较好 啤麦价格继续反弹

进入 2009 年后，啤酒行业增速保持了稳定，产量方面表现较好。5 月份当月产量增速喜人，我们对比右图可看出除了基数因素，还存在着内生消费增长良好趋势，当然随着严查酒后架车的进展，9 月份增速走低。

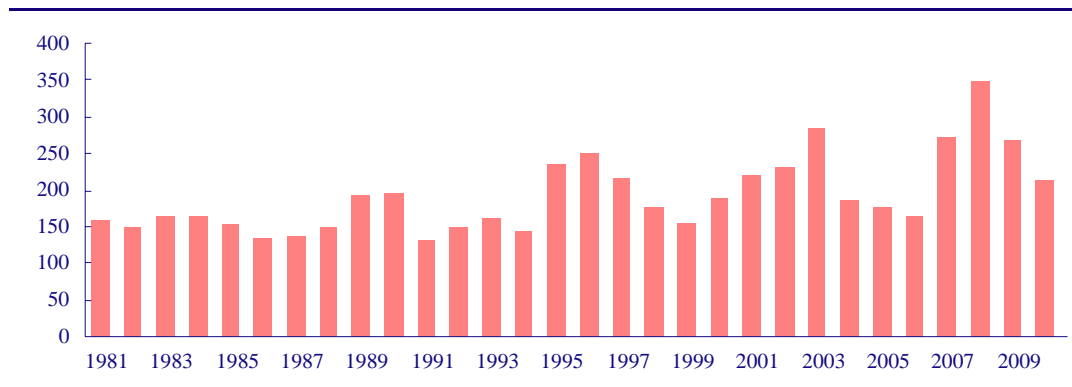
图 1：啤酒当月产量增速平稳（%）



资料来源：中国银河证券研究所，WIND

随着商品牛市开始调整引发的农产品市场调整，啤酒大麦价格持续回落，近期已经下降到 2006 年的水平，预计此后即使商品市场持续反弹，啤酒大麦价格持续反弹到 260 美元/吨以上，也能够直接释放行业成本压力，如图所示。

图 2：啤麦价格从高点回落（中间值：美元/吨）



资料来源：中国银河证券研究所，Bloomberg

评级标准

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20% 及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10% - 20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10% 及以上。该评级由分析师给出。

食品饮料行业分析师（或分析师团队）覆盖股票范围：

A 股： 青岛啤酒（600600.SH）、张裕（000869.SZ、200869.SZ）、双汇发展（000895.SZ）、泸州老窖（000568.SZ）、三全食品（002216.SZ）、贵州茅台（600519.SH）、五粮液（000858.SZ）

港股： 青岛啤酒股份（0168.HK）、汇源果汁（1886.HK）、中国食品（0506.HK）

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

银河证券有权在发送本报告前使用本报告所涉及的研究或分析内容。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究所

北京市西城区金融街35号国际企业大厦C座 100032

电话：010-66568888

传真：010-66568641

网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

北京地区联系：010-66568849

上海地区联系：010-66568281

深圳广州地区联系：010-66568908