

市价(人民币)：35.82元
目标(人民币)：42.20-45.21元

品牌力持续提升 未来业绩仍值得期待

长期竞争力评级：高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通A股(百万股)	278.52
流通港股(百万股)	655.07
总市值(百万元)	48,392.20
年内股价最高最低(元)	38.21/26.80
沪深300指数	2855.55
上证指数	2606.70



相关报告

1. 《品牌力提升对业绩拉动效果持续显著》，2010.4.30
2. 《品牌力突出 业绩稳步提升》，2010.4.12
3. 《业绩增长仍具持续性》，2009.10.30

公司基本情况(人民币)

项目	2008	2009	2010E	2011E	2012E
摊薄每股收益(元)	0.535	0.958	1.230	1.507	1.817
每股净资产(元)	4.65	6.08	7.04	7.76	9.17
每股经营性现金流(元)	1.15	2.49	0.97	2.08	2.44
市盈率(倍)	73.19	20.87	29.26	23.88	19.81
行业优化市盈率(倍)	68.75	40.43	40.43	40.43	40.43
净利润增长率(%)	25.34%	79.16%	28.40%	22.51%	20.57%
净资产收益率(%)	11.50%	15.25%	16.92%	18.80%	19.19%
总股本(百万股)	1,308.22	1,308.22	1,308.22	1,308.22	1,308.22

来源：公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 上半年公司实现啤酒销售量 311 万千升，同比增长 2.9%；实现销售净收入 98.05 亿元，同比增长 9.3%；实现净利润 8.30 亿元人民币，同比增长 29.74%，实现每股收益为 0.614 元/股。

经营分析

- 2010 年上半年，全行业共完成啤酒产量 2,118 万千升，较去年同期增长 4.77%。2010 年上半年公司完成啤酒销售 311 万千升，同比增长 2.9%，其中青岛啤酒销售 165 万千升，同比增长 14.9%，高端品种“青岛”纯生、小瓶、易拉罐啤酒销售增长 26.7%，新开发的“青岛”冰醇系列新产品销量激增，上半年达 14.9 万千升。
- 公司一直在致力于推进“大客户+微观运营”营销体系建设，使青啤主品牌销售保持了较快增长。由于公司中、高端产品继续保持快速增长，公司的产品结构继续优化，盈利能力得以进一步提升。从公司财报来看，仍继续呈现净利润增幅高于销售收入、销售收入增幅高于销量的良好发展态势。
- 公司上半年销量增长低于行业最主要的原因在于副品牌销量下降所致，公司近几年一直在加强对主品牌增长的投入，使得各项资源对副品牌投入不够，但我们认为公司仍应抓住强推主品牌不放松的策略。
- 公司下半年仍将继续实施“1+3”品牌战略，积极扩大市场销售份额。在发挥主品牌青岛啤酒的影响力及带动作用的基础上，充分重视并加快第二品牌的发展，努力争取实现年度啤酒销量增长目标。公司也将会通过技术改造和新建扩建等方式，扩大自身产能，并积极寻找合适的并购机会，进一步完善公司的战略布局和扩大市场份额。

盈利调整

- 我们维持之前盈利预测，我们预测公司 2010 年、2011、2012 年每股收益分别为 1.230、1.507、1.817 元/股，对应的市盈率为 29.26、23.88、19.81 倍。

投资建议

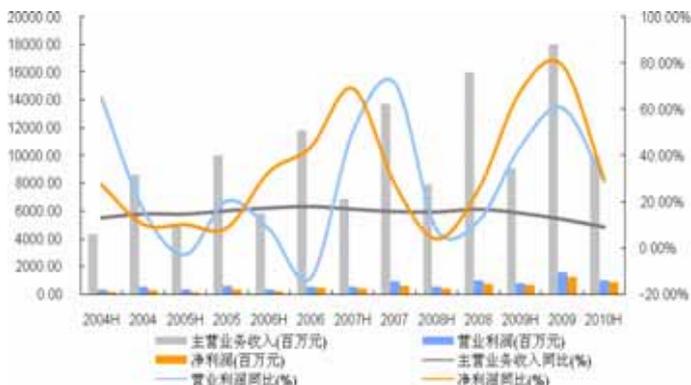
- 我们认为青岛啤酒主品牌仍具有提升空间，看好公司长期发展趋势，继续维持公司买入评级，按 2011 年 28-30 倍估值确定目标价 42.20-45.21 元。

陈钢

分析师 SAC 执业编号：S1130209030281
(8621)61038215
cheng@gjzq.com.cn

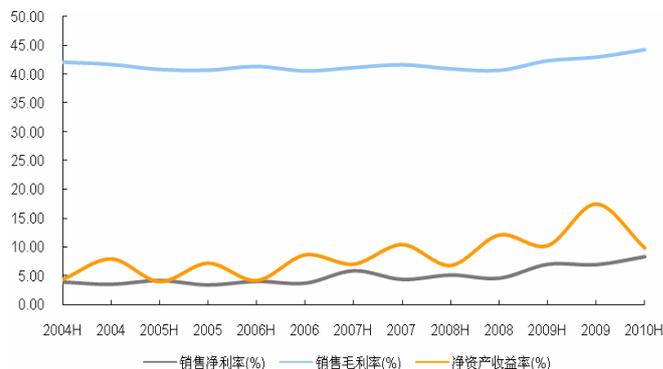
公司主要经营数据分析

图表1：公司近几年半年报主营收入等数据

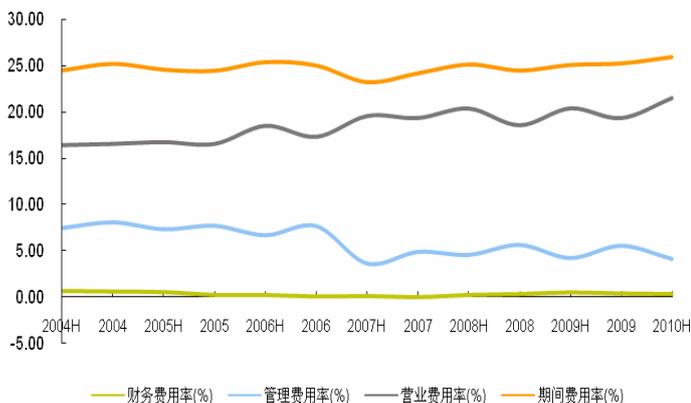


来源：国金证券研究所

图表2：公司近几年半年盈利能力数据



图表3：公司近几年半年报三项费用数据



来源：国金证券研究所

图表4：公司近几年半年报预收帐款数据



图表5：公司近几年半年报存货数据



来源：国金证券研究所

图表6：我国海关大麦进口量和价数据



图表7：公司一季度单季、半年报利润简表

单位:百万元	2009Q1	2010Q1	2009Q2	2010Q2	2009H	2010H	同比	变动分析
销售收入	3813.18	4140.66	5291.81	5787.16	9104.99	9927.82	9.04%	产品结构优化, 主品牌
毛利率	39.83	43.50	44.12	44.77	42.32	44.24	4.53%	比增加; 主营产品销售
毛利	1518.82	1801.26	2334.69	2590.98	3853.51	4392.24	13.98%	增加
税金及附加	316.99	329.76	476.56	494.31	793.55	824.07	3.85%	
税金及附加占比	8.31	7.96	9.01	8.54	8.72	8.30	-4.76%	
营业费用	737.96	898.15	1118.98	1237.00	1856.93	2135.15	14.98%	产品结构优化, 高端产
营业费用率	19.35	21.69	21.15	21.37	20.39	21.51	5.45%	销售量增长较高, 促销
管理费用	180.79	194.81	201.34	212.05	382.13	406.86	6.47%	用增长
管理费用率	4.74	4.70	3.80	3.66	4.20	4.10	-2.35%	销量增长, 运行支出增
财务费用	20.44	16.94	22.03	11.99	42.48	28.93	31.89%	及利息
财务费用率	0.54	0.41	0.42	0.21	0.47	0.29	37.54%	出减少
营业利润	261.97	365.72	519.77	641.75	781.74	1007.46	28.87%	主要受益于销售收入增
营业利润率	6.87	8.83	9.82	11.09	8.59	10.15	18.19%	
税前利润	280.09	418.29	555.55	693.55	835.63	1111.84	33.05%	
税前利润率	7.35	10.10	10.50	11.98	9.18	11.20	22.03%	
所得税率	26.69	27.26	17.02	18.35	20.26	21.71	7.14%	
净利润	199.42	284.63	440.36	545.41	639.78	830.04	29.74%	
净利率	5.23	6.87	8.32	9.42	7.03	8.36	18.98%	
EPS	0.15	0.21	0.34	0.40	0.49	0.61	25.56%	

来源：国金证券研究所

图表8：公司第二季度单季利润变化

单位:百万元	2009Q2	2010Q2	同比变化
销售收入	5291.81	5787.16	9.36%
毛利率	4411.90%	4477.13%	1.48%
毛利	2334.69	2590.98	10.98%
主营业务税金及 附加	476.56	494.31	3.72%
税金及附加占比	900.57%	854.15%	-5.15%
营业费用	1118.98	1237.00	10.55%
营业费用率	2114.54%	2137.50%	1.09%
管理费用	201.34	212.05	5.32%
管理费用率	380.47%	366.41%	-3.70%
财务费用	22.03	11.99	-45.56%
财务费用率	0.42	0.21	-50.22%
营业利润	519.77	641.75	23.47%
营业利润率	982.21%	1108.92%	12.90%
税前利润	555.55	693.55	24.84%
税前利润率	1049.83%	1198.43%	14.15%
所得税率	1701.79%	1835.36%	7.85%
净利润	440.36	545.41	23.86%
净利率	832.15%	942.45%	-18.20%
EPS	0.34	0.40	19.82%

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
强买	0	0	5	9	17
买入	1	2	6	8	23
持有	0	0	0	0	3
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	2.00	2.00	1.64	1.55	1.62

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

日期	评级	市价	目标价
1 2008-08-20	买入	21.80	N/A
2 2008-10-29	买入	16.86	N/A
3 2009-10-30	买入	32.14	36.00 ~ 37.65
4 2010-04-12	买入	34.38	N/A
5 2010-04-30	买入	35.48	45.21 ~ 45.21

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“强买”得1分，为“买入”得2分，为“持有”得3分，为“减持”得4分，为“卖出”得5分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =强买； 1.01~2.0=买入； 2.01~3.0=持有
3.01~4.0=减持； 4.01~5.0=卖出



长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

- 强买：预期未来6 - 12个月内上涨幅度在20%以上；
- 买入：预期未来6 - 12个月内上涨幅度在10% - 20%；
- 持有：预期未来6 - 12个月内变动幅度在-10% - 10%；
- 减持：预期未来6 - 12个月内下跌幅度在10% - 20%；
- 卖出：预期未来6 - 12个月内下跌幅度在20%以上。

特别声明：

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向任何人作出邀请。国金证券未有采取行动以确保于此报告中所指的证券适合个别的投资者。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。国金证券及其关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息、所载资料或意见。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载的观点并不代表国金证券的立场，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

上海

电话：(8621)-61038311

传真：(8621)-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：200011

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹
国际大厦 7 楼**北京**

电话：(8610)-66215599-8832

传真：(8610)-61038200

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100032

地址：中国北京西城区金融街 27 号
投资广场 B 座 4 层**深圳**

电话：(86755)-82805115

传真：(86755)-61038200

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区金田路 3037 号
金中环商务大厦 2805 室