

青岛啤酒 (600600)

销量略显增长乏力，主品牌占比持续提升

增持/ 维持评级

—青岛啤酒 2010 年中报点评

股价：RMB35.82

分析师

洪婷  
SAC 执业证书编号:S1000210080001  
021-68498639 hongting@lhqz.com

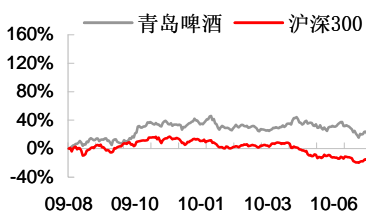
- **青岛啤酒 2010 年上半年实现每股收益 0.61 元，基本符合预期。**公司上半年营业收入为 99.28 亿元，同比增长 9.04%；营业利润为 10.07 亿元，同比增长 28.87%；归属于母公司的净利润为 8.30 亿元，同比增长 29.74%，基本符合我们之前的预期。
- **销量增长乏力导致收入增速下降，预计下半年将有所回升。**上半年收入增速较去年同期下降了 6 个百分点，主要原因是公司的总销量增速仅为 2.9%，其中青岛啤酒增长 14.9%，其他低档酒的销售出现了下降。今年入夏以来各地低温多雨的气候对啤酒销售产生较大的负面影响，啤酒行业上半年的产销量增速也下降到了 4.77%。我们预计随着 8 月份各地气温逐步升高；另一方面公司下半年年将加强对中低档产品销售的推动，公司全年的销量和收入的增速都会有所回升。
- **主品牌占比持续提升，推动公司盈利能力上升。**虽然公司的总销量增速较慢，但主品牌青岛啤酒的销售依然实现高增长，其占总销量的比重从去年同期的 48%提升到 53%。吨酒价格和毛利率较高的主品牌产品占比的提升推动了公司综合毛利率从 42.32%上升到 44.24%。预计未来公司将会继续推进青岛啤酒以及“1+3”品牌的销售，实现盈利能力的持续提升。
- **上半年啤麦成本保持稳定，下半年可能略有上升。**进口大麦价格自 2008 年下半年下跌以来一直处于相对稳定的水平，同时公司通过先期签订合同锁定了部分啤麦的成本，公司上半年成本保持稳定，吨酒成本同比仅上升 3%。下半年随着小麦等国际农产品价格的上升，进口大麦的价格可能也会有所上升，可能会对公司的盈利产生压力。
- **盈利预测和投资建议。**公司 2008 年发行可转债筹集资金的投资项目基本已经建成，总共约 120 万千升的新增产能陆续实现投产，同时公司对于河南等地区啤酒厂的收购事宜也在筹划之中。公司未来销售规模和市场占有率将持续增长，我们长期看好公司业绩的成长性和投资价值，预计公司 2010-2012 年的 EPS 分别为 1.23、1.60 和 2.03 元，对应的 PE 分别为 29、22、17 倍，处于较为合理的水平，维持公司增持评级。

相关研究

基础数据

总股本 (百万股)	1351
流通 A 股 (百万股)	279
流通 B 股 (百万股)	0.00
可转债 (百万元)	N/A
流通 A 股市值 (百万元)	9977

最近 52 周与沪深 300 对比股份走势图



资料来源：华泰联合证券

经营预测与估值

	2009A	2010H1	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	18026.1	9927.8	19926.5	22390.0	25162.2
(+/-%)	12.5	9.0	10.5	12.4	12.4
归属母公司净利润(百万元)	1253.3	830.0	1655.7	2151.4	2737.1
(+/-%)	79.2	29.7	32.1	29.9	27.2
EPS(元)	0.93	0.61	1.23	1.59	2.03
P/E(倍)	38.6	58.3	28.2	21.7	17.0

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				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
<b>流动资产</b>	7614	10031	12947	16441	<b>营业收入</b>	18026	19926	22390	25162
现金	5351	5915	8402	11739	营业成本	10285	11197	12416	13771
应收账款	93	482	492	541	营业税金及附加	1547	1594	1746	1912
其他应收款	133	336	352	361	营业费用	3484	3886	4254	4655
预付账款	139	503	590	446	管理费用	998	996	1075	1183
存货	1877	2784	3087	3338	财务费用	63	-17	-26	-51
其他流动资产	21	12	24	15	资产减值损失	68	0	0	0
<b>非流动资产</b>	7254	6428	5978	5461	公允价值变动收益	-2	0	0	0
长期投资	153	150	150	150	投资净收益	10	0	0	0
固定资产	5525	5064	4562	3976	<b>营业利润</b>	1589	2271	2924	3692
无形资产	1088	1132	1194	1271	营业外收入	213	119	138	156
其他非流动资产	488	82	72	63	营业外支出	63	101	90	65
<b>资产总计</b>	14867	16459	18925	21902	<b>利润总额</b>	1739	2288	2973	3782
<b>流动负债</b>	4845	5151	5384	5534	所得税	440	572	743	946
短期借款	153	368	201	211	<b>净利润</b>	1299	1716	2230	2837
应付账款	1058	1349	1507	1624	少数股东损益	46	60	78	100
其他流动负债	3633	3435	3676	3699	<b>归属母公司净利润</b>	1253	1656	2151	2737
<b>非流动负债</b>	1460	1251	1254	1244	EBITDA	2200	2969	3639	4401
长期借款	28	28	28	28	EPS (元)	0.93	1.23	1.59	2.03
其他非流动负债	1431	1223	1226	1216					
<b>负债合计</b>	6304	6403	6638	6779	<b>主要财务比率</b>				
少数股东权益	343	403	481	581	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
股本	1351	1351	1351	1351	<b>成长能力</b>				
资本公积	4195	4195	4195	4195	营业收入	12.5%	10.5%	12.4%	12.4%
留存收益	2669	4108	6260	8997	营业利润	60.7%	42.9%	28.8%	26.2%
归属母公司股东权益	8221	9654	11805	14542	归属于母公司净利润	79.2%	32.1%	29.9%	27.2%
<b>负债和股东权益</b>	14867	16459	18925	21902	<b>获利能力</b>				
					毛利率(%)	42.9%	43.8%	44.5%	45.3%
					净利率(%)	7.0%	8.3%	9.6%	10.9%
					ROE(%)	15.2%	17.2%	18.2%	18.8%
					ROIC(%)	27.8%	29.9%	41.6%	57.8%
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率(%)	42.4%	38.9%	35.1%	30.9%
					净负债比率(%)	3.33%	6.63%	3.88%	3.94%
					流动比率	1.57	1.95	2.40	2.97
					速动比率	1.18	1.41	1.83	2.37
					<b>营运能力</b>				
					总资产周转率	1.32	1.27	1.27	1.23
					应收账款周转率	53	48	46	49
					应付账款周转率	9.08	9.31	8.70	8.80
					<b>每股指标(元)</b>				
					每股收益(最新摊薄)	0.93	1.23	1.59	2.03
					每股经营现金流(最新摊薄)	2.49	0.50	2.16	2.61
					每股净资产(最新摊薄)	6.08	7.15	8.74	10.76
					<b>估值比率</b>				
					P/E	37.20	28.16	21.67	17.03
					P/B	5.67	4.83	3.95	3.21
					EV/EBITDA	19	14	12	10

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  $\pm 10\%$  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

#### 免责声明

本研究报告仅供华泰联合证券有限责任公司(以下简称“华泰联合证券”)客户内部交流使用。本报告是基于我们认为可靠且已公开的信息,我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更。我们会适时更新我们的研究,但可能会因某些规定而无法做到。

本报告所载信息均为个人观点,并不构成所涉及证券的个人投资建议,也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。某些交易,包括牵涉期货、期权及其它衍生工具的交易,有很大的风险,可能并不适合所有投资者。

华泰联合证券是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。我公司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,还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。

我们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。我们向所有客户同时分发电子版研究报告。

©版权所有 2010 年 华泰联合证券有限责任公司研究所

未经书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何形式复制、转发或公开传播。如欲引用或转载本文内容,务必联络华泰联合证券研究所客户服务部,并需注明出处为华泰联合证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

#### 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@lhzq.com

#### 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@lhzq.com