

2010年08月16日

丘栋荣 刘荟

Dolon.Qiu@e-capital.com.cn

Liuhui@e-capital.com.cn

目标价(元) 34.00

公司基本信息

产业别	食品饮料
A 股价 (10/08/13)	35.82
上证综合指数 (10/08/13)	2606.70
股价 12 个月高/低	38.59/26.45
总发行股数 (百万)	1350.98
A 股数 (百万)	278.52
A 市值 (亿元)	99.76
主要股东	青岛啤酒集团有限公司(30.45%)
每股净值 (元)	6.47
股价/账面净值	5.54
	一个月 三个月 一年
股价涨跌 (%)	12.08 2.78 27.34

近期评等

出刊日期	前日收盘	评等
2010-04-09	34.29	中性
2010-01-27	33.99	持有
2009-12-31	37.45	持有
2009-5-30	23.86	持有

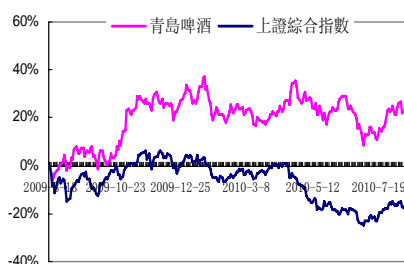
产品组合

啤酒 100%

机构投资者占流通 A 股比例

基金	24.47%
社保基金	7.28%
信托	2.33%

股价相对大盘走势



青岛啤酒(600600.SH)

Neutral 中性

销量增速放缓，大麦价格上涨加剧成本压力，维持“中性”评级

结论与建议：

受益于产品结构的持续优化及成本下降的翘尾因素，公司上半年毛利率继续明显，推动公司业绩 3 成；**但大麦等粮食价格上涨趋势明显，公司将面临较大成本上升压力，下半年业绩增速将可能因此放缓。**我们预计公司 2010-11 年实现净利润 15.61 亿元、18.77 亿元，同比增长 24%、20%，每股收益 1.155、1.389 元，目前 A 股价对应 PE 为 31 倍、26 倍，“中性”的投资建议，目标价 34 人民币；公司 H 股股价对应 PE 为 30 倍、25 倍，“中性”投资评级，目标价 39 港币。

- 公司上半年实现销售量公司全年实现啤酒销售 311 万千升，同比增长 2.9%；实现销售收入 98.05 亿元，同比增长 14.9%，实现净利润 8.30 亿元，同比增长 29.74%，每股收益 0.614 元，略高于预期 5%左右。
- 公司上半年啤酒销售仅增长 2.9%，主要受上半年全国气温偏低的负面影响，而公司产量在全国相对较分散，受影响较大，销售增速较行业增速低 1.9 个百分点。但主品牌青岛啤酒依然快速增长，实现销量 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；产品结构的优化带动吨酒价格大幅提升 6%，好于我们预期，这是公司上半年业绩略高于预期的主要原因。
- 三季度开始全国普遍出现连续高温天气，预计三季度销售增速将明显提升；同时，高端产品、公司产品结构优化进程仍将延续，预计吨酒价格仍将继续提升。
- 由于公司产品结构优化和大麦价格下降的翘尾因素，上半年全年公司营业利润率达 36.1%，同比继续提高 2.2 个百分点。
- 09 年公司销售费用 34.84 亿元，同比增长 15%，销售费用率小幅上升；由于上半年市场需求相对疲弱，公司促销活动增加以稳定市场份额，销售费用有所增加；由于公司致力于产品结构优化，中高端产品推广费用较高，预计未来销售费用仍将维持较高水平。
- 中国啤酒大麦主要进口国是澳大利亚及加拿大。受水灾影响，日前加拿大官方将 2010-11 年大麦产量预计下调 15%至 780 万吨，出口量预计仅为 100 万吨，而来自中国方面的需求就将达 40 万吨左右。加上去年下半年基期较低的翘尾因素，预计下半年国际大麦价格仍将可能明显上涨。
- 目前粮食价格上涨压力较大，尤其是大麦价格的大幅上涨将给公司未来带来较大的成本压力，这将吞噬公司产品结构优化、吨酒价格提升的效果。我们预计公司下半年及 2011 年毛利率将面临较大下降的压力；未来一年公司业绩增速将可能因此放缓。

..... 接续下页

年度截止 12 月 31 日		2007	2008	2009F	2010F	2011F
纯利 (Net profit)	RMB 百万元	558	700	1,253	1,561	1,877
同比增减	%	28.59%	25.35%	79.16%	24.53%	20.24%
每股盈余 (EPS)	RMB 元	0.427	0.535	0.958	1.155	1.389
同比增减	%	28.59%	25.35%	79.16%	20.58%	20.24%
A 股市盈率 (P/E)	X	83.96	66.99	37.39	31.01	25.79
股利 (DPS)	RMB 元	0.22	0.25	0.3	0.35	0.4
股息率 (Yield)	%	0.61%	0.70%	0.84%	0.98%	1.12%

附一：合并损益表

百万元	2007	2008	2009	2010F	2011F
营业收入	13,709	16,023	18,026	19,513	22,256
经营成本	8,002	9,509	10,285	10,961	12,569
营业税金及附加	1,322	1,424	1,547	1,776	2,079
销售费用	2,651	2,972	3,484	3,700	4,034
管理费用	667	902	998	915	996
财务费用	-6	46	63	47	40
资产减值损失	348	179	68	49	50
投资收益	-1	-27	10	3	-
营业利润	886	989	1,589	2,067	2,489
营业外收入	154	155	213	166	140
营业外支出	36	35	63	53	60
利润总额	1,004	1,108	1,739	2,180	2,569
所得税	406	374	440	554	642
少数股东损益	40	34	46	65	50
归属于母公司所有者的净利润	558	700	1,253	1,561	1,877

附二：合并资产负债表

百万元	2007	2008	2009	2010F	2011F
货币资金	1,335	2,394	5,351	7,674	10,395
应收账款	131	91	103	176	177
存货	2,187	2,756	1,877	2,087	2,297
流动资产合计	4,730	5,661	7,614	10,137	13,070
长期股权投资	54	54	155	59	60
固定资产	5,415	5,540	5,525	5,890	6,255
在建工程	226	109	113	136	145
非流动资产合计	6,800	6,867	5,792	7,285	7,660
资产总计	11,545	12,532	14,867	17,422	20,729
流动负债合计	5,326	4,713	4,845	6,426	8,189
非流动负债合计	231	1,401	1,460	1,260	1,460
负债合计	5,557	6,115	6,304	7,686	9,649
少数股东权益	479	335	343	368	393
股东权益合计	5,509	6,082	8,221	9,368	10,688
负债及股东权益合计	11,545	12,532	14,867	17,422	20,729

附三：合并现金流量表

百万元	2007	2008	2009	2010F	2011F
经营活动产生的现金流量净额	1,094	1,509	3,361	4,173	4,824
投资活动产生的现金流量净额	-1,115	-854	-910	-900	-900
筹资活动产生的现金流量净额	102	442	472	-892	-973
现金及现金等价物净增加额	82	1,097	2,923	2,381	2,951

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益证券(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此份报告后招致之任何损失负任何责任。此份报告内容之数据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j @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j @。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。