

青岛啤酒 (600600)

销量回升但盈利低于预期

—青岛啤酒 2010 年 3 季报点评

增持/ 维持评级

股价: RMB36.55

分析师

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

分析师

蒋小东
SAC 执业证书编号:S0930208020141
021-68498615 jiangxiaodong@lhqz.com

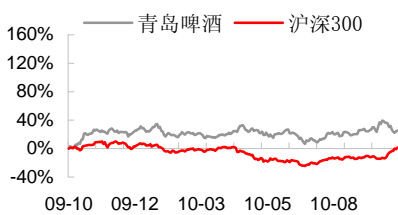
- 青岛啤酒今年前三季度实现营业收入 163.47 亿元，归属于母公司的净利润 15.24 亿元，分别同比增长 10.95%和 21.50%，每股每股收益 1.13 元；其中三季度单季度的收入和净利润分别为 64.20 亿元和 6.94 亿元，同比增长 14.04%和 12.94%，净利润增长略低于预期。
- **3 季度销量增速回升。**公司前 3 季度啤酒总销量为 528 万千升，同比增长 6.8%，其中 7-9 月啤酒销量为 217 万千升，同比增长 13.02%，增速较今年上半年提升 10 个百分点；较去年同期提升 6 个百分点。啤酒销量增速提升的主因有两点：一方面 8 月随着气温的上升，啤酒行业和公司的销量增速回升；另一方面公司对销售市场进行改革，加强青岛主品牌销售的同时，也注重非主品牌产品的销售，非主品牌产品销售的增长推动 3 季度销量增速的回升。
- **吨酒价格下降导致毛利率下降使得净利润增长低于预期，预计未来将回升。**由于非主品牌产品销售的上升，3 季度单季度青岛啤酒主品牌的占比从上半年的 53.05%下降到 51.61%，主品牌产品占比的下降使得公司的吨酒价格从 3071.74 元/千升下降到 2958.57 元/千升，公司 3 季度单季度的毛利率也从今年上半年的 45.57%下降到 44.18%。毛利率下降是 3 季度业绩低于预期的主因。我们认为公司产品结构的提升长期的发展趋势，3 季度主品牌占比的下降是短期的变化，预计 4 季度毛利率将回升。
- **扩建和收购步伐加快，行业集中度提升将推升公司未来盈利水平的提升。**3 季度公司加快产能扩充，启动了珠海、厦门、福州、石家庄等地的新建项目并完成对嘉禾啤酒下属公司的收购。扩建和收购在增加公司啤酒产能的同时也推动了行业集中度的提升，对公司未来销售规模和盈利能力的提升都有较大的推动作用。
- **盈利预测和投资建议：**我们预计公司明年啤酒的销量增速将继续回升，同时主品牌青岛啤酒的销售也将继续提高，公司的毛利率回升，业绩增速保持稳定。我们维持公司 2010-2012 年的 EPS 分别为 1.23、1.59 和 2.03 元，经过前期股价的下调，公司的 2011 年 PE 回落到 20 倍左右，处于历史较低水平，维持增持评级。
- **风险：**明年进口大麦价格可能上涨对公司盈利形成一定压力。

相关研究

基础数据

总股本 (百万股)	1350.98
流通 A 股 (百万股)	278.52
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)	10179.87

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)	39.4	59.5	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
流动资产	7614	10031	12947	16441	营业收入	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
非流动资产	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	营业利润	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
资产总计	14867	16459	18925	21902	利润总额	1739	2288	2973	3782
流动负债	4845	5151	5384	5534	所得税	440	572	743	946
短期借款	153	368	201	211	净利润	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	归属母公司净利润	1253	1656	2151	2737
非流动负债	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					
负债合计	6304	6403	6638	6779	主要财务比率				
少数股东权益	343	403	481	581	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
股本	1351	1351	1351	1351	成长能力				
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%
负债和股东权益	14867	16459	18925	21902	获利能力				
					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%
					偿债能力				
					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
					营运能力				
					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
					每股指标(元)				
					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
					估值比率				
					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