业绩分析

青岛啤酒(A) (600600.SS)

中性

研究报告

利润率的下滑和非核心项目导致业绩低于预期；销量增长超出预期

与预测不一致的方面

青岛啤酒公布，2010 年三季度盈利人民币 6.95 亿元，同比增长 13%。公司一至三季度盈利人民币 15 亿元，同比增长 22%，低于我们 30%的全年预测。三季度盈利放缓的原因在于毛利率下降（同比下滑 1.2 个百分点至 35.6%）、营业外项目收入下降（政府补助）而营业外支出上升（资产处置损失）。**然而，销量增长高于我们的预期**，三季度销量同比增长 13%（一至三季度销量同比增长 7%至 528 万千升），较上半年 3%的同比增幅加速增长。2010 年一至三季度收入同比增长 11%至人民币 160 亿元。我们认为，为了达到全年销量目标（即超过行业增长率 2 个百分点，而 2010 年 1-8 月行业增长水平为 4%），三季度期间青岛啤酒加大了促销力度。在我们看来，提高销量的举措同时也是三季度利润率走软的原因。青岛啤酒品牌的销售继续迅速增长，三季度销量同比增长 22%（2010 年一至三季度同比增长 17%），对总销售收入的贡献为 52%，同时一至三季度高端产品的销量实现了 24%的同比增长，对总销售收入的贡献为 14%。

投资影响

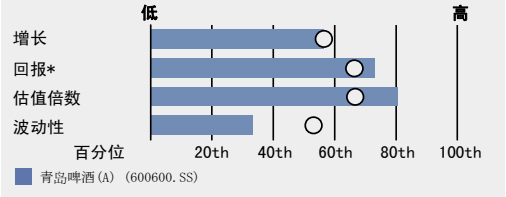
我们将 2010 年每股盈利预测下调 5.5%，以反映比预期更疲软的营业外收益，同时在三季度业绩公布后小幅调整了 2011-12 年预测。我们认为，青岛啤酒有望实现其全年销量增长目标。我们基于企业价值/总投资现金计算的 A 股和 H 股 12 个月目标价格仍为人民币 33.4 元和 38.8 港元。我们维持对该股的中性评级。下行风险：需求意外放缓、竞争加剧；上行风险：原材料成本意外波动、需求好于预期。

青岛啤酒 2010 年三季度业绩概要

(人民币百万元)	2009 1Q	2009 2Q	2009 3Q	2009 4Q	2010 1Q	2010 2Q	2010 3Q	2010 4QE	3Q 2010 同比 (%)	1-3Q 2010 同比 (%)
总收入	**3,813**	**5,292**	**5,630**	**3,292**	**4,141**	**5,787**	**6,420**	**3,036**	***14***	***11***
毛利	**1,202**	**1,858**	**2,070**	**1,063**	**1,471**	**2,097**	**2,285**	**1,014**	***10***	***14***
销售费用	-738	-1,119	-1,045	-583	-898	-1,237	-1,149	-506	*10*	*13*
管理费用	-182	-203	-231	-448	-193	-209	-250	-436	*8*	*6*
营业利润	**282**	**536**	**794**	**32**	**380**	**651**	**886**	**72**	***12***	***19***
税前利润	**280**	**556**	**823**	**81**	**418**	**694**	**906**	**107**	***10***	***22***
净利润	**199**	**440**	**615**	**-2**	**285**	**545**	**695**	**21**	***13***	***22***
毛利率 (%)	31.5	35.1	36.8	32.3	35.5	36.2	35.6	33.4		
营业利润率 (%)	7.4	10.1	14.1	1.0	9.2	11.2	13.8	2.4		
净利润率 (%)	5.2	8.3	10.9	(0.1)	6.9	9.4	10.8	0.7		

资料来源：公司数据、高盛研究预测

投资摘要

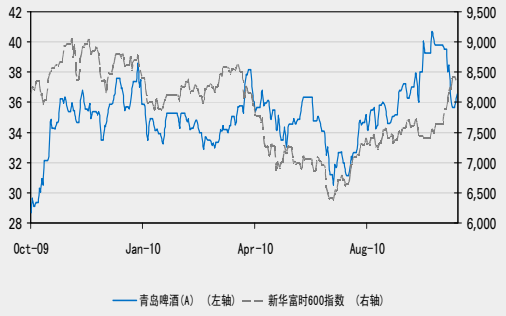


* 回报 - 资本回报率

投资摘要指标的全面描述请参见本报告的信息披露部分。

主要数据				当前
股价(Rmb)				36.55
12个月目标价格(Rmb)				33.40
0168.HK 股价(HK$)				43.00
0168.HK 12个月目标价格(HK$)				38.80
市值(Rmb mn / US$ mn)				47,815.4 / 7,196.7
外资持股比例(%)				--
	12/09	**12/10E**	**12/11E**	**12/12E**
每股盈利(Rmb) 新	**0.95**	**1.14**	**1.42**	**1.65**
每股盈利调整幅度(%)	0.0	(5.5)	(0.6)	(0.1)
每股盈利增长(%)	78.0	20.2	24.3	16.0
每股摊薄盈利(Rmb) 新	**0.92**	**1.14**	**1.42**	**1.65**
市盈率(X)	38.4	31.9	25.7	22.1
市净率(X)	6.0	5.2	4.4	3.8
EV/EBITDA(X)	13.3	16.7	13.4	11.3
股息收益率(%)	0.4	0.5	0.7	0.8
净资产回报率(%)	17.5	17.4	18.5	18.3
CROCI(%)	20.0	19.1	23.5	25.0

股价走势图



股价表现(%)	3个月	6个月	12个月
绝对	15.2	3.4	27.5
相对于新华富时600指数	(8.5)	5.2	21.1

资料来源：公司数据、高盛研究预测、FactSet（股价为10/19/2010收盘价）

所属投资名单

中性

行业评级： 中性

中国
饮料

高华证券感谢高盛分析师邓一凡在本报告中的贡献。

曾梓健 执业证书编号: S1420207070010
+86(10)6627-3129 joey.zeng@ghsl.cn 北京高华证券有限责任公司

北京高华证券有限责任公司及其关联机构与其研究报告所分析的企业存在业务关系，并且继续寻求发展这些关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。

青岛啤酒(A)：财务数据概要

损益表(Rmb mn)	12/09	12/10E	12/11E	12/12E
主营业务收入	**17,760.5**	**19,383.8**	**21,961.9**	**24,882.8**
主营业务成本	(11,655.1)	(12,516.8)	(14,093.7)	(15,918.4)
销售、一般及管理费用	(4,478.2)	(4,878.1)	(5,471.9)	(6,187.2)
研发费用	0.0	0.0	0.0	0.0
其它营业收入/（支出）	207.8	143.2	233.4	252.7
EBITDA	**2,383.4**	**2,664.5**	**3,186.2**	**3,613.3**
折旧和摊销	(548.3)	(532.4)	(556.6)	(583.4)
EBIT	**1,835.1**	**2,132.1**	**2,629.6**	**3,029.9**
利息收入	41.1	76.6	93.5	116.8
财务费用	(99.0)	(85.9)	(83.2)	(84.5)
联营公司	2.0	2.0	2.0	2.0
其它	(39.8)	0.0	0.0	0.0
税前利润	**1,739.3**	**2,124.7**	**2,642.0**	**3,064.2**
所得税	(440.2)	(522.9)	(650.2)	(754.1)
少数股东损益	(45.8)	(56.0)	(69.6)	(80.7)
优先股股息前净利润	**1,253.3**	**1,545.9**	**1,922.2**	**2,229.4**
优先股息	0.0	0.0	0.0	0.0
非经常性项目前净利润	**1,253.3**	**1,545.9**	**1,922.2**	**2,229.4**
税后非经常性损益	0.0	0.0	0.0	0.0
净利润	**1,253.3**	**1,545.9**	**1,922.2**	**2,229.4**
每股基本盈利（非经常性项目前）(Rmb)	0.95	1.14	1.42	1.65
每股基本盈利（非经常性项目后）(Rmb)	0.95	1.14	1.42	1.65
每股摊薄盈利（非经常性项目后）(Rmb)	0.92	1.14	1.42	1.65
每股股息(Rmb)	0.16	0.20	0.25	0.28
股息支付率(%)	16.8	17.2	17.2	17.2
自由现金流收益率(%)	7.3	2.5	3.9	4.5

资产负债表(Rmb mn)	12/09	12/10E	12/11E	12/12E
现金及等价物	5,307.6	6,206.7	7,859.7	9,707.8
应收账款	92.6	101.1	114.5	129.7
存货	1,877.4	1,981.9	2,231.6	2,520.5
其它流动资产	336.2	322.6	309.6	297.3
流动资产	**7,613.8**	**8,612.2**	**10,515.4**	**12,655.3**
固定资产净额	5,623.8	5,610.0	5,621.9	5,650.8
无形资产净额	424.9	606.9	787.1	964.3
长期投资	152.8	152.8	152.8	152.8
其它长期资产	1,052.2	1,261.2	1,261.2	1,261.2
资产合计	**14,867.5**	**16,243.1**	**18,338.4**	**20,684.5**
应付账款	1,057.8	1,067.5	1,163.3	1,270.3
短期贷款	271.6	113.3	83.3	53.3
其它流动负债	3,515.1	3,653.7	3,958.0	4,248.5
流动负债	**4,844.5**	**4,834.5**	**5,204.6**	**5,572.1**
长期贷款	1,227.2	1,227.2	1,227.2	1,227.2
其它长期负债	232.6	232.6	232.6	232.6
长期负债	1,459.8	1,459.8	1,459.8	1,459.8
负债合计	**6,304.3**	**6,294.3**	**6,664.4**	**7,031.9**
优先股	**0.0**	**0.0**	**0.0**	**0.0**
普通股权益	**8,220.6**	**9,550.3**	**11,205.9**	**13,103.8**
少数股东权益	342.6	398.5	468.1	548.9
负债及股东权益合计	**14,867.5**	**16,243.1**	**18,338.4**	**20,684.5**
每股净资产(Rmb)	**6.08**	**7.07**	**8.29**	**9.70**

增长率和利润率(%)	12/09	12/10E	12/11E	12/12E
主营业务收入增长率	12.5	9.1	13.3	13.3
EBITDA增长率	38.9	11.8	19.6	13.4
EBIT增长率	58.2	16.2	23.3	15.2
净利润增长率	79.2	23.3	24.3	16.0
每股盈利增长	78.0	20.2	24.3	16.0
毛利率	34.4	35.4	35.8	36.0
EBITDA利润率	13.4	13.7	14.5	14.5
EBIT利润率	10.3	11.0	12.0	12.2

比率	12/09	12/10E	12/11E	12/12E
CROCI(%)	20.0	19.1	23.5	25.0
净资产回报率(%)	17.5	17.4	18.5	18.3
总资产回报率(%)	9.1	9.9	11.1	11.4
平均运用资本回报率(%)	25.5	32.7	38.9	44.2
存货周转天数	72.6	56.3	54.6	54.5
应收账款周转天数	1.8	1.8	1.8	1.8
应付账款周转天数	35.5	31.0	28.9	27.9
净负债/股东权益(%)	(46.3)	(51.0)	(58.4)	(64.3)
EBIT利息保障倍数(X)	31.7	228.5	NM	NM

现金流量表(Rmb mn)	12/09	12/10E	12/11E	12/12E
优先股股息前净利润	1,253.3	1,545.9	1,922.2	2,229.4
折旧及摊销	548.3	532.4	556.6	583.4
少数股东权益	45.8	56.0	69.6	80.7
运营资本增减	1,331.7	19.0	119.9	75.6
其它	185.8	(170.0)	20.0	10.0
经营活动产生的现金流	**3,364.9**	**1,983.2**	**2,688.3**	**2,979.2**
资本开支	(720.4)	(739.6)	(768.8)	(799.5)
收购	(206.2)	0.0	0.0	0.0
剥离	0.0	0.0	0.0	0.0
其它	16.7	0.0	0.0	0.0
投资活动产生的现金流	**(909.9)**	**(739.6)**	**(768.8)**	**(799.5)**
支付股息的现金（普通股和优先股）	(327.0)	(216.2)	(266.6)	(331.5)
借款增减	(310.3)	(128.3)	0.0	0.0
普通股发行（回购）	1,187.1	0.0	0.0	0.0
其它	(78.3)	0.0	0.0	0.0
筹资活动产生的现金流	**471.6**	**(344.5)**	**(266.6)**	**(331.5)**
总现金流	**2,926.5**	**899.1**	**1,653.0**	**1,848.1**

估值	12/09	12/10E	12/11E	12/12E
基本市盈率(X)	38.4	31.9	25.7	22.1
市净率(X)	6.0	5.2	4.4	3.8
EV/EBITDA(X)	13.3	16.7	13.4	11.3
企业价值/总投资现金(X)	3.2	4.2	3.9	3.5
股息收益率(%)	0.4	0.5	0.7	0.8

注：最后一个实际年度数据可能包括已公布和预测数据。

资料来源：公司数据、高盛研究预测

对此报告有贡献的分析师

曾梓健
joey.zeng@ghsl.cn

分析师申明

本人，曾梓健，在此申明，本报告所表述的所有观点准确反映了本人对上述公司或其证券的个人看法。此外，本人薪金的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

投资摘要

投资摘要部分通过将一只股票的主要指标与其行业和市场相比较来评价该股的投资环境。所描述的四个主要指标包括增长、回报、估值倍数和波动性。增长、回报和估值倍数都是运用数种方法综合计算而成，以确定该股在地区研究行业内所处的百分位排名。

每项指标的准确计算方式可能随着财务年度、行业和所属地区的不同而有所变化，但标准方法如下：

增长是下一年预测与当前年度预测的综合比较，如每股盈利、EBITDA 和收入等。**回报**是各项资本回报指标一年预测的加总，如 CROCI、平均运用资本回报率和净资产回报率。**估值倍数**根据一年预期估值比率综合计算，如市盈率、股息收益率、EV/FCF、EV/EBITDA、EV/DACF、市净率。**波动性**根据 12 个月的历史波动性计算并经股息调整。

Quantum

Quantum 是提供具体财务报表数据历史、预测和比率的高盛专有数据库，它可以用于对单一公司的深入分析，或在不同行业和市场的公司之间进行比较。

信息披露

主要分析师负责的股票研究范围

曾梓健：中国食品及饮料行业

中国食品及饮料行业：光明乳业、中国粮油控股、中国食品、中国雨润、恒安国际、华宝国际、贵州茅台、蒙牛乳业、康师傅控股、青岛啤酒(A)、青岛啤酒(H)、中国旺旺、燕京啤酒、张裕 A、张裕 B、伊利股份

与公司有关的法定披露

以下信息披露了高盛高华证券有限责任公司（“高盛高华”）与北京高华证券有限责任公司（“高华证券”）投资研究部所研究的并在本研究报告中提及的公司之间的关系。

没有对下述公司的具体信息披露： 青岛啤酒(A) (Rmb36.55)、 青岛啤酒(H) (HK$43.00)

公司评级、研究行业及评级和相关定义

买入、中性、卖出：分析师建议将评为买入或卖出的股票纳入地区投资名单。一只股票在投资名单中评为买入或卖出由其相对于所属研究行业的潜在回报决定。任何未获得买入或卖出评级的股票均被视为中性评级。每个地区投资评估委员会根据 25-35%的股票评级为买入、10-15%的股票评级为卖出的全球指导原则来管理该地区的投资名单；但是，在某一特定行业买入和卖出评级的分布可能根据地区投资评估委员会的决定而有所不同。地区强力买入或卖出名单是以潜在回报规模或实现回报的可能性为主要依据的投资建议。

潜在回报：代表当前股价与一定时间范围内预测目标价格之差。分析师被要求对研究范围内的所有股票给出目标价格。潜在回报、目标价格及相关时间范围在每份加入投资名单或重申维持在投资名单的研究报告中都有注明。

研究行业及评级：分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及／或估值对研究对象的投资前景的看法。**具吸引力(A)：**未来 12 个月内投资前景优于研究范围的历史基本面及／或估值。**中性(N)：**未来 12 个月内投资前景相对研究范围的历史基本面及／或估值持平。**谨慎(C)：**未来 12 个月内投资前景劣于研究范围的历史基本面及／或估值。

暂无评级(NR)：在高盛高华于涉及该公司的一项合并交易或战略性交易中担任咨询顾问时并在某些其他情况下，投资评级和目标价格已经根据高华证券的政策予以除去。**暂停评级(RS)：**由于缺乏足够的基础去确定投资评级或价格目标，或在发表报告方面存在法律、监管或政策的限制，我们已经暂停对这种股票给予投资评级和价格目标。此前对这种股票作出的投资评级和价格目标(如有的话)将不再有效，因此投资者不应依赖该等资料。**暂停研究(CS)：**我们已经暂停对该公司的研究。**没有研究(NC)：**我们没有对该公司进行研究。**不存在或不适用(NA)：**此资料不存在或不适用。**无意义(NM)：**此资料无意义，因此不包括在报告内。

一般披露

本报告在中国由高华证券分发。

本研究报告仅供我们的客户使用。本研究报告是基于我们认为可靠的目前已公开的信息，但我们不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该依赖该信息是准确和完整的。我们会适时地更新我们的研究，但各种规定可能会阻止我们这样做。除了一些定期出版的行业报告之外，绝大多数报告是在分析师认为适当的时候不定期地出版。

高盛高华为高华证券的关联机构，从事投资银行业务。高华证券、高盛高华及它们的关联机构与本报告中涉及的大部分公司保持着投资银行业务和其它业务关系。

我们的销售人员、交易员和其它专业人员可能会向我们的客户及我们的自营交易部提供与本研究报告中的观点截然相反的口头或书面市场评论或交易策略。我们的自营交易部和投资业务部可能会做出与本报告的建议或表达的意见不一致的投资决策。

高华证券及其关联机构、高级职员、董事和雇员，不包括股票分析师和信贷分析师，将不时地对本研究报告所涉及的证券或衍生工具持有多头或空头头寸，担任上述证券或衍生工具的交易对手，或买卖上述证券或衍生工具。

在任何要约出售股票或征求购买股票要约的行为为非法的地区，本报告不构成该等出售要约或征求购买要约。本报告不构成个人投资建议，也没有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，以及(若有必要)寻求专家的意见，包括税务意见。本报告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。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。投资者可以向高华销售代表取得或通过 http://www.theocc.com/publications/risks/riskchap1.jsp 取得当前的期权披露文件。对于包含多重期权买卖的期权策略结构产品，例如，期权差价结构产品，其交易成本可能较高。与交易相关的文件将根据要求提供。

版权所有 2010 北京高华证券有限责任公司

未经北京高华证券有限责任公司事先书面同意，本材料的任何部分均不得(i)以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或(ii)再次分发。