青岛啤酒 600600.SS

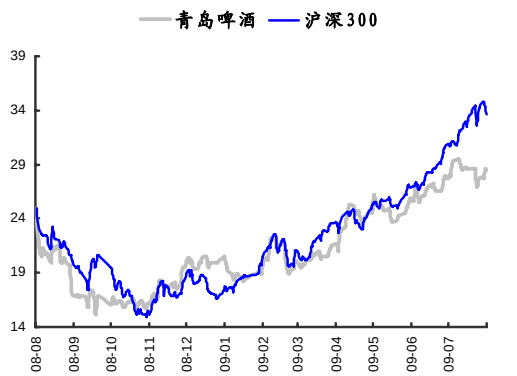
三季度高增长无悬念

林静 食品饮料行业分析师
8621－63325888×6077
linjing@orientsec.com.cn

邓宏光 denghg@orientsec.com.cn

投资评级	买入 **增持** 中性 减持 **（维持）**
股价（2009 年 8 月 6 日）	28.40 元
目标价格（6 个月）	32.6 元
总股本/A 股（万股）	130821/23576
A 股市值（百万元）	37153
国家/地区	中国
行业	食品饮料
报告日期	2009 年 8 月 7 日

股价表现



评价周期	1 个月	3 个月	12 个月
绝对表现（%）	3	14.4	14.2
相对表现（%）	-7.5	-18.6	-20.5

资料来源：WIND

事件： 09 年中期销量同比增长 12.4%；实现主营业务收入 89.7 亿元，同比增长 15.1%；实现利润总额 8.36 亿，同比增长 40%；净利润 6.4 亿元，同比增长 67.9%。中期每股收益 0.49 元。

研究结论

- **主品牌增速超预期**：上半年主品牌销量比例接近 48%，较 08 年中期同比提升了 6.4%，超出了全年提升 5 个百分点的目标。公司现五十多家生产企业中有接近一半具备青啤主品牌的生产能力，省外生产的主品牌已占到全部销量的 60%以上。
- **费用控制得力**：公司通过预算管理，对管理和营销费用进行考核，效果显著。中期吨管理费用同比下滑 5.3%；奥运结束后的广告和宣传开支均出现大幅下滑，但由于提前计提了 5.4 亿的市场费用，中期营业费用率仍同比持平；这亦为下半年的费用开支留有余地，09 年整体费用率将保持稳定。
- **有望加强省外布局**：公司近期的购并对象仍停留在山东本省，目前省内产能 10 万吨以上的竞争对手仅留有新银麦、泰山、燕京和雪花。省外的资本扩张步伐较省内迟缓；如三季度顺利融资 15 亿，按照原计划，权证募集资金将用于广东、江西、福建、山东等地建厂或同行购并项目，有望加强省外的布局。
- **三季度将迎来利润增速的高点**：受益于品牌优化和高端啤酒销量的高增长，中期吨酒收入同比提升 2.5%。吨酒成本同比下滑 2.34%，二季度毛利率同比上升 3.6%至 44%。公司 7 月份的销量增速达到 14%，8 月份由于奥运基数效应，预计销量增速将继续回升；结合加权啤麦成本的大幅下滑和权证行权激励，三季度将迎来利润增速的高点。
- **维持增持评级，目标价 32.6 元**：上半年共确认递延所得税 1.44 亿，税收筹划对利润增幅的贡献约 28%。目前的股价高于 27.82 元的行权价；不考虑账面计提，09、10 年 PE 预测值分别为 30x 和 23x；维持增持评级，目标价 32.6 元。

风险因素：

- 大宗农产品价格的上涨
- 以往年度所得税调整对现金流的影响

财务预测

	2008A	2009E	2010E	2011E
主营业务收入	13709	18617	20813	23214
主营业务利润	5090	6153	7306	8224
净利润（百万）	699.55	1149.40	1529.24	1873.87
EBITDA（百万）	143193	2,156.36	2,818.57	3,266.55
每股收益（元）	**0.53**	**0.88**	**1.17**	**1.43**
净资产收益率	12.1%	17.5%	20.4%	22.0%
每股经营现金	1.15	1.68	1.79	2.03
市盈率(X)	53.1	32.3	24.3	19.8
EV/EBITDA(X)	20.0	16.6	12.4	10.4

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的情况下可能与本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影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为投资决策的唯一因素。

敬请参阅最后一页之重要声明。

中报点评

【公司研究】

附表：财务报表预测与比率分析

损益表（人民币百万元）

	2008	2009E	2010E	2011E
主营业务收入	16023	18617	20813	23214
主营业务成本	(9509)	(10827)	(11697)	(13003)
主营业务税金及附加	(1424)	(1637)	(1810)	(1986)
主营业务利润	5090	6153	7306	8224
营业费用	(2972)	(3500)	(3913)	(4318)
管理费用	(902)	(987)	(1082)	(1184)
财务费用	(46)	(51)	(41)	(38)
资产减值准备	(179)	(100)	(80)	(70)
营业利润	988.88	1514.73	2190.15	2614.55
非经营性收益	119	80	60	40
税前利润	1108	1595	2250	2655
所得税	(374)	(399)	(664)	(717)
少数股东损益	(34)	(47)	(57)	(64)
净利润	699.55	1149.40	1529.24	1873.87
EPS（元/股）	**0.53**	**0.88**	**1.17**	**1.43**

资产负债表（人民币百万元）

	2008	2009E	2010E	2011E
货币资金	1873	2110	2966	3913
应收款项净额	406	246	269	290
存货净额	2545	2878	3117	3469
其他流动资产	5351	5548	6690	8049
长期投资	44	44	54	64
固定资产	6158	6418	6844	7238
无形资产及其他资产	929	1065	1047	1030
资产总计	**12691**	**13195**	**14754**	**16497**
循环贷款	415	0	0	0
应付款项	3457	3681	3942	4270
预收账款	391	451	504	562
流动负债	4847	4803	5220	5685
非流动负债	1279	1381	1426	1463
负债	**6126**	**6183**	**6646**	**7147**
少数股东权益	513	382	439	503
股本	1308	1358	1358	1358
储备	4913	5672	6609	7723
股东权益	**6734**	**7413**	**8407**	**9585**
负债和股东权益	**12691**	**13195**	**14754**	**16497**

现金流量表（人民币百万元）

	2008	2009E	2010E	2011E
税后利润	700	1,149	1,529	1,874
少数股东损益	34	47	57	64
非现金支出	796	606	637	682
非经营收益	84	80	(15)	(15)
营运资金变动	(4)	310	133	47
经营活动现金净流	**1,509**	**2,191**	**2,342**	**2,652**
资本开支	(886)	(1,178)	(936)	(946)
投资与投资收益	(148)	72	50	30
投资活动现金净流	**(854)**	**(1,115)**	**(886)**	**(924)**
募集资金	5	0	0	0
股息利息	(98)	(400)	(600)	(781)
银行贷款变动	492	(430)	0	0
其他	1	0	0	0
筹资活动现金净流	**441**	**(830)**	**(600)**	**(781)**
现金净流量	**1,096**	**246**	**856**	**947**

比率分析

	2008	2009E	2010E	2011E
增长率				
收入	16.9%	16.2%	11.8%	11.5%
息税前利润	15.2%	51.0%	42.4%	18.9%
净利润	25.3%	64.3%	33.0%	22.5%
边际率				
毛利率	40.7%	41.8%	43.8%	44.0%
息税前利润率	6.5%	8.4%	10.7%	11.4%
净利润率	6.2%	7.3%	8.1%	8.1%
收益率				
ROE	12.1%	17.5%	20.4%	22.0%
ROA	5.6%	8.7%	10.4%	11.4%
估值比率				
P/E	53.1	32.3	24.3	19.8
P/B	6.1	5.5	4.8	4.2
P/S	2.0	1.9	1.7	1.5
EV/EBITDA	20.0	16.6	12.4	10.4

资料来源：东方证券研究所

分析师承诺

林静：邓宏光

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

投资评级说明

- 报告发布日后的 6 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；
- 公司投资评级的量化标准

  买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

  增持：相对强于市场基准指数收益率 5%～15%；

  中性：相对于市场基准指数收益率在-5%～+5%之间波动；

  减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。
- 行业投资评级的量化标准

  看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

  中性：相对于市场基准指数收益率在-5%～+5%之间波动；

  看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

东方证券 ORIENT SECURITIES

免责声明

本报告仅供东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并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人作出邀请。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

客户应当考虑到本公司可能存在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惟一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用之证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址： 上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼
联系人： 寿岚
电话： 021-63325888*6252
传真： 021-63326786
网址： www.dfzq.com.cn
Email： shoulan@orientsec.com.cn