

# 惠泉啤酒（600573）：毛利率改善提升公司业绩

中性（维持）

食品饮料行业/啤酒

当前股价：7.96 元

报告日期：2009 年 10 月 22 日

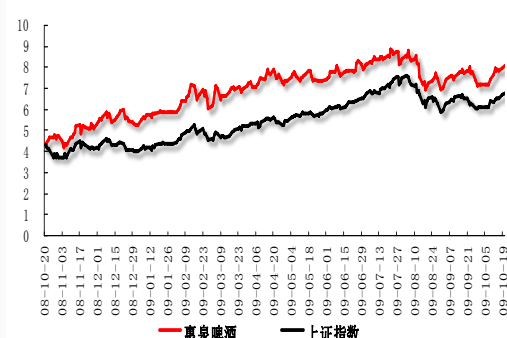
## 主要财务指标（单位：百万元）

|                | 2008A  | 2009E  | 2010E  | 2011E |
|----------------|--------|--------|--------|-------|
| 营业收入           | 1,029  | 1,127  | 1,231  | 1,342 |
| (+/-)          | -0.19% | 9.50%  | 9.20%  | 9.00% |
| 营业利润           | 73     | 105    | 116    | 122   |
| (+/-)          | 7.26%  | 44.14% | 10.41% | 5.23% |
| 归属于母公司<br>的净利润 | 68     | 83     | 90     | 97    |
| (+/-)          | 55.11% | 21.55% | 8.54%  | 7.39% |
| 每股收益（元）        | 0.27   | 0.33   | 0.36   | 0.39  |
| 市盈率（倍）         | 29     | 24     | 22     | 20    |

## 公司基本情况（2009 年 9 月 30 日止）

|              |             |
|--------------|-------------|
| 总股本/已流通股（万股） | 25000/12644 |
| 流通市值（亿元）     | 10.06       |
| 每股净资产（元）     | 4.40        |
| 资产负债率（%）     | 16.28       |

## 股价表现（最近一年）



## 天相消费品组

联系人—边海燕

021-58824282-894 [luhy@txsec.com](mailto:luhy@txsec.com)

服务热线 010-66045555

- 2009年1-9月，公司实现营业收入9.29亿元，同比增长9.4%，营业利润9213万元，同比增加43.6%，实现归属母公司净利润7364万元，同比增加26%，实现每股收益0.29元。其中，第三季度实现营业收入3.76亿元，同比增加5%，实现归属母公司净利润4112万元，同比增长29.2%，实现每股收益0.16元。
- 收入增速平稳，毛利率提升。三季度公司收入增速环比略有下降，啤酒销量情况基本与行业平均水平一致。第三季度公司毛利率35.9%，同比增加2.5个百分点，环比增加1.7个百分点。公司毛利率不断改善，主要是因为大麦价格下降，1-8月份进口大麦价格同比下降40%以上。
- 政府补助减少带来营业外收入大幅下降。前三季度营业外收入288万元，同比下降73.9%，主要是政府补助下降所致。前三季度期间费用率11.8%，同比基本持平。
- 未来仍将保持平稳增长。公司啤酒销售状况跟随行业变动，波幅比较平稳。同时，大麦价格全年低位运行，对公司毛利率产生有利影响。政府补助是另外一个重要因素，容易造成公司业绩的波动。
- 盈利预测和评级。我们上调公司盈利预测，预计2009-2011年的EPS分别为0.33元、0.36元和0.39元，当前公司的股价为7.96元，对应的动态PE分别为24X、22X和20X，公司的估值具有一定优势，但成长性不高，维持公司“中性”的投资评级。
- 风险提示。（1）大盘系统性风险；（2）与雪津的市场竞争风险；（3）食品安全风险。

附表1：季度报表比较

|                     | 2007Q3        | 2008Q3        | 2008Q4        | 2009Q1        | 2009Q2        | 2009Q3        |
|---------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| <b>营业收入</b>         | <b>33,644</b> | <b>35,824</b> | <b>18,047</b> | <b>21,839</b> | <b>33,404</b> | <b>37,613</b> |
| 增长率(%)              | <b>13.0%</b>  | <b>6.48%</b>  | <b>-8.20%</b> | <b>19.13%</b> | <b>8.70%</b>  | <b>4.99%</b>  |
| 减：营业成本              | 23,312        | 23,880        | 12,882        | 15,451        | 21,985        | 24,121        |
| 毛利率(%)              | 30.71%        | 33.34%        | 28.62%        | 29.25%        | 34.18%        | <b>35.87%</b> |
| 减：营业税金及附加           | 4,277         | 4,407         | 2,296         | 2,566         | 3,884         | 4,602         |
| 销售费用                | 1,356         | 2,419         | 822           | 1,720         | 2,408         | 2,204         |
| 管理费用                | 1,476         | 1,486         | 1,220         | 1,696         | 1,564         | 1,458         |
| 财务费用                | 50            | 10            | -53           | -8            | -29           | -38           |
| 期间费用率               | 8.57%         | 10.93%        | 11.02%        | 15.60%        | 11.81%        | <b>9.63%</b>  |
| 资产减值损失              | 0             | 0             | 55            | 0             | 0             | 0             |
| 加：公允价值变动净收益         | 0             | 0             | 0             | 0             | 0             | 0             |
| 投资净收益               | 13            | -3            | 60            | -22           | -64           | 27            |
| <b>营业利润</b>         | <b>3,186</b>  | <b>3,620</b>  | <b>885</b>    | <b>393</b>    | <b>3,527</b>  | <b>5,294</b>  |
| 增长率(%)              |               | 13.65%        | -25.74%       | 7.34%         | 45.23%        | 46.21%        |
| 加：营业外收入             | 88            | 401           | 375           | 76            | 77            | 136           |
| 减：营业外支出             | 10            | 7             | 59            | 3             | 2             | 23            |
| <b>利润总额</b>         | <b>3,264</b>  | <b>4,015</b>  | <b>1,202</b>  | <b>465</b>    | <b>3,602</b>  | <b>5,406</b>  |
| 增长率(%)              |               | 22.99%        | -0.54%        | -30.01%       | 27.80%        | 34.65%        |
| 利润率(%)              | 9.70%         | 11.21%        | 6.66%         | 2.13%         | 10.78%        | 14.37%        |
| 减：所得税               | 1,084         | 780           | 204           | 180           | 703           | 1,227         |
| 实际税负比率(%)           | 33.20%        | 19.43%        | 17.02%        | 38.59%        | 19.51%        | <b>22.70%</b> |
| <b>净利润</b>          | <b>2,180</b>  | <b>3,235</b>  | <b>997</b>    | <b>286</b>    | <b>2,899</b>  | <b>4,179</b>  |
| <b>归属于母公司所有者净利润</b> | <b>2,140</b>  | <b>3,182</b>  | <b>988</b>    | <b>341</b>    | <b>2,911</b>  | <b>4,112</b>  |
| 增长率(%)              |               | 48.72%        | 55.76%        | -27.82%       | 32.80%        | 29.22%        |
| 净利润率(%)             | 6.36%         | 8.88%         | 5.47%         | 1.56%         | 8.71%         | 10.93%        |
| 少数股东损益              | 41            | 53            | 10            | -56           | -11           | 67            |

资料来源：公司公告、天相投资顾问有限公司

附表 2：惠泉啤酒盈利预测

| 单位：万元      | 2007A   | 2008A   | 2009E   | 2010E   | 2011E   |
|------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入       | 103,127 | 102,933 | 112,712 | 123,082 | 134,159 |
| 增长率        | 4.81%   | -0.19%  | 9.50%   | 9.20%   | 9.00%   |
| 减：营业成本     | 72,618  | 70,420  | 74,503  | 82,465  | 90,155  |
| 综合毛利率      | 29.58%  | 31.59%  | 33.90%  | 33.00%  | 32.80%  |
| 营业税金及附加    | 12,639  | 12,638  | 14,089  | 14,770  | 16,099  |
| 销售费用       | 6,265   | 6,580   | 7,326   | 7,754   | 8,519   |
| 管理费用       | 4,980   | 6,019   | 6,199   | 6,400   | 6,708   |
| 财务费用       | 18      | 6,019   | 6,199   | 6,400   | 6,708   |
| 期间费用率      | 10.92%  | 12.19%  | 12.02%  | 11.52%  | 11.65%  |
| 资产减值损失     | 0       | 55      | 50      | 50      | 50      |
| 加：公允价值变动收益 | 0       | 0       | 0       | 0       | 0       |
| 投资收益       | 198     | 26      | 0       | 0       | 0       |
| 营业利润       | 6,806   | 7,300   | 10,522  | 11,618  | 12,226  |
| 增长率        | 27.23%  | 7.26%   | 44.14%  | 10.41%  | 5.23%   |
| 加：营业外收入    | 225     | 1,479   | 300     | 200     | 300     |
| 减：营业外支出    | 18      | 79      | 50      | 50      | 50      |
| 利润总额       | 7,013   | 8,700   | 10,772  | 11,768  | 12,476  |
| 减：所得税费用    | 2,580   | 1,870   | 2,424   | 2,707   | 2,745   |
| 净利润        | 4,433   | 6,830   | 8,349   | 9,061   | 9,731   |
| 归属母公司所有者的  |         |         |         |         |         |
| 净利润        | 4,406   | 6,834   | 8,307   | 9,016   | 9,682   |
| 增长率        | 25.13%  | 55.11%  | 21.55%  | 8.54%   | 7.39%   |
| 少数股东损益     | 27      | -5      | 42      | 45      | 49      |
| 每股收益       | 0.18    | 0.27    | 0.33    | 0.36    | 0.39    |

资料来源：公司公告、天相投资顾问有限公司

## 天相投资顾问有限公司投资评级说明

### 判断依据:

投资建议根据分析师对该股票在12个月内相对天相流通指数的预期涨幅为基准。

|   | 投资建议 | 预期个股相对天相流通指数涨幅    |
|---|------|-------------------|
| 1 | 买入   | >15%              |
| 2 | 增持   | 5---15%           |
| 3 | 中性   | (-) 5%--- (+) 5%  |
| 4 | 减持   | (-) 5%--- (-) 15% |
| 5 | 卖出   | < (-) 15%         |

## 重要免责声明

报告所引用信息和数据均来源于公开资料，天相投顾分析师力求报告内容和引用资料和数据客观与公正，但不对所引用资料和数据本身的准确性和完整性作出保证。报告中的任何观点与建议仅代表报告当日的判断和建议，仅供阅读者参考，不构成对证券买卖的出价或询价，也不保证对作出的任何建议不会发生任何变更。阅读者根据本报告作出投资所引致的任何后果，概与天相投资顾问有限公司及分析师无关。

本报告版权归天相投顾所有，为非公开资料，仅供天相投资顾问有限公司客户使用。未经天相投顾书面授权，任何人不得以任何形式传送、发布、复制本报告。天相投顾保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

## 天相投资顾问有限公司

|       |                                                                                     |
|-------|-------------------------------------------------------------------------------------|
| 北京富凯  | 地址：北京市西城区金融大街 19 号富凯大厦 B 座 701 室<br>电话：010-66045566 传真：010-66573918 邮编：100140       |
| 北京新盛  | 地址：北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 4 层<br>电话：010-66045566；66045577 传真：010-66045500 邮编：100140 |
| 北京德胜园 | 地址：北京市西城区新街口外大街 28 号 A 座五层<br>电话：010-66045566 传真：010-66045700 邮编：100088             |
| 上海天相  | 地址：上海浦东南路 379 号金穗大厦 12 楼 D 座<br>电话：021-58824282 传真：021-58824283 邮编：200120           |
| 深圳天相  | 地址：深圳市福田区振中路中航苑鼎诚国际大厦 2808 室<br>电话：0755-83234800 传真：0755-82709089 邮编：518041         |
| 山东天相  | 济南市高新区华龙路 1825 号嘉恒商务大厦 A 座 1005 室<br>电话：0531-88162375 传真：0531-88162317 邮编：250100    |