

惠泉啤酒：增长质量提升 销售拐点将现

——惠泉啤酒（600573）09 年报点评

2010 年 2 月 25 日

强烈推荐/维持

惠泉啤酒

财报点评

食品饮料行业分析师

刘家伟

010-66507309

Email: liujw@dxzq.net.cn

MSN: ynynljw999@hotmail.com

王昕

010-66507312

Email: wangxin@dxzq.net.cn

MSN: wangxin200810@hotmail.com

事件：

惠泉啤酒 2 月 25 日公布 09 年报：全年销售啤酒 53.38 万吨、主营收入 10.88 亿元、利润总额 9931.31 万元，净利润 7684.81 万元、扣除非经常性损益净利润 7310.3 万元，同比增长 4.65%、6.48%、14.15%、12.45%和 35.59%；每股收益 0.31 元，毛利率、销售净利率、净资产收益率等均有一定提升；分配预案：每 10 股派现 1.5 元（含税）。

表 1 公司分季度财务指标

指标	08Q1	08Q2	08Q3	08Q4	09Q1	09Q2	09Q3	09Q4
营业收入（百万元）	183.32	307.29	358.24	180.47	218.39	334.04	376.13	166.86
增长率（%）	-12.13	6.11	6.48	-8.20	19.13	8.70	4.99	-7.54
毛利率（%）	29.51	32.52	33.34	28.62	29.25	34.18	35.87	25.88
期间费用率（%）	15.08	12.62	10.93	11.02	15.60	11.81	9.63	11.22
营业利润率（%）	1.99	7.90	10.11	4.91	1.80	10.56	14.07	2.40
净利润（百万元）	4.15	21.83	32.35	9.97	2.86	28.99	41.79	3.12
增长率（%）	-0.28	78.91	48.35	61.84	-31.06	32.81	29.19	-68.70
每股盈利（季度，元）	0.02	0.09	0.12	0.04	0.01	0.12	0.16	0.02
资产负债率（%）	18.12	17.11	15.94	11.14	13.00	15.16	16.28	10.75
存货周转率（%）	0.84	2.32	3.65	4.14	0.78	1.98	0.00	0.00
应收账款周转率（%）	25.35	71.71	153.79	780.20	38.41	123.16	0.00	0.00

资料来源：公司 09 年报，东兴证券研究所

评论：

积极因素：

- **以内修促业绩增长。**09年公司进一步优化产品结构，中高档、低浓度、小容量产品销量继续大幅攀升，吨酒平均销售价格同比上升144元；公司通过内部组织机构改革、考核体系完善和技术改造升级等工作，提高了管理效率、控制了物质采购成本。2009年公司啤酒销量、收入、利润总额和扣除非经常性损益后的净利润增速分别达到4.65%、6.42%、14.15%和35.59%，实现了净利润增速大于利润总额增速、利润总额增速大于收入增速，收入增速大于销量增速的良性循环。
- **收益质量改善。**09年毛利率、销售净利率、净资产收益率（加权）三项指标分别为32.51%、7.01%和7.16%，08年同期为31.59%、6.64%和6.68%，升幅为3%—8%之间。09年公司期间费用率为11.73%，同比下降0.46个百分点。收益质量的优化主要得益于管理内耗的减少、挖潜降耗（物耗、能耗创历史最好水平）、产能升级、技改减排（废品转化创造效益1109万元）等。

➤ **分销网络建设初具规模。**09年公司初步建立了重点市场分销网络体系，形成了适合惠泉特点的“策略导向”模式，在挖掘市场潜力和抵御对手竞争方面发挥了独特的营销魅力。

消极因素：

- 行业竞争激烈造成公司主营利润率难以形成较大增长，销售突破面临不少压力。
- 原材料大麦进口较多，价格变动对业绩影响较大。

业务展望：

1. **公司将在2010年提升产品的中高端比例，提升利润空间。**作为大众消费品，啤酒行业竞争激烈，为了避免低价竞争提高公司产品水平和收益，新的一年公司将更加关注差异化、高附加值的新品种，集中资源做好高端啤酒，促进主力产品由中档向中高档的转变，从而提升产品利润空间。

2. **重点打造具有燕京惠泉特色的营销模式，建立若干标杆市场并复制推广。**公司将在09年销售网络建设的基础上，结合东南沿海地域市场特性，选择性的建设若干标杆市场，并加以复制推广。用稳定的原有产品来巩固优势市场，通过地域分析和新产品开发突破弱势市场，占领中高档市场，从而提高各区域市场的覆盖面和占有率，实现总体销量和经济效益的稳定增长。

3. **结合“燕京”和“惠泉”双品牌资源，加大品牌建设力度。**公司将借助燕京优势，强化自身品牌情感诉求，提升发展后劲，稳定传统地区老客户、以品牌形象和美誉吸引新客户，结合区域销售，促进品牌氛围营造。

4. **结合国家与福建省加大有关海西经济区政策的扶持力度，进一步拓展市场。**随着海西经济区建设不断升级，福建地区受到中央及各部委的支持逐步加大，公司作为省内突出的食品饮料品牌将更多受益。另外两岸经济合作架构协议（ECFA）将有望在2010年5月签订，由此给公司带来进一步开拓东南沿海乃至台湾市场的预期。

5. **公司董事会制定了2010年年度计划：**预计收入约为11亿元，费用成本约为10亿元；争取实现生产销售啤酒总量在2009年的基础上增长10%；争取实现基地市场占有率提升至相对垄断地位；争取实现主营业务收入和净利润继续保持稳定增长。

盈利预测及投资建议

我们认为，2010年公司将迎来业绩拐点，提升增速，董事会的业绩指标计划相对保守。主要理由是：来自大股东燕京啤酒及公司自身等层面的压力较大，如09年公司啤酒销量增速低于全国平均水平和大股东燕啤；但公司有很多机遇——产品有进一步调整和创新空间，品牌与品质过硬，强化直销重塑销售体系并建设和复制推广若干标杆市场、海西政策扶持力度加大、ECFA框架下的台湾市场开拓潜力较大，竞争对手的市场腾让和挤占以及推出新产品黑啤创造新市场等，这些因素将促使公司化压力为动力，推动业绩全面较快增长。我们预计10年EPS可达0.45元，目前PE25.6倍，维持强推评级。

表 2 2009 年公司主要财务数据同比发生重大变化的情况及主要原因

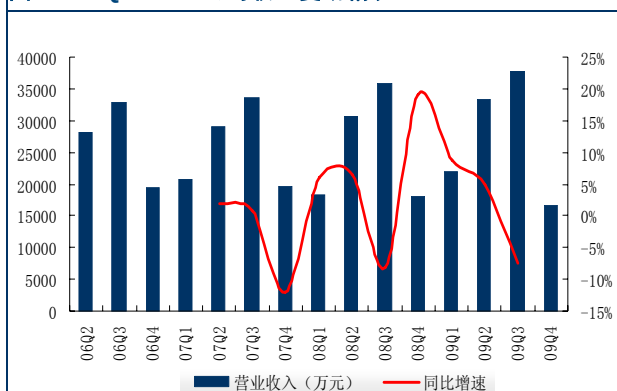
序号	指标变动情况	主要原因
1	货币资金较期初增加 145.44%	本期经营活动产生的现金流量净额大幅增加
2	应收账款较期初减少 100%	本期补提坏账准备
3	预付款项较期初减少 42.3%	预付材料款减少
4	其他应收款较期初增加 657.74%	本期备用金增加
5	长期股权投资较期初减少 100%	处置联营企业股权投资
6	在建工程较期初增加 100%	本期开工的零星工程期末未完工
7	应付票据较期初减少 100%	本期资金充裕，应付票据的结算减少
8	应付职工薪酬较期初减少 53.77%	本期职工教育经费支出金额大于本期计提金额
9	应交税费较期初增加 150.53%	期末原料采购减少，进项税额减少导致应交增值税增加
10	财务费用较上年同期增加 154.47%	本期银行存款平均余额增加导致的存款利息增加
11	资产减值损失较上年同期增加 67.37%	本期补提坏账准备
12	投资收益较上年同期增加 82.51%	本期银行理财产品收益增加
13	营业外收入较上年同期减少 74.82%	子公司抚州公司本期收到的政府补助减少
14	经营活动产生的现金流量净额增加 144.98%	经营活动产生的现金流入大幅增加

资料来源：公司 09 年报，东兴证券研究所

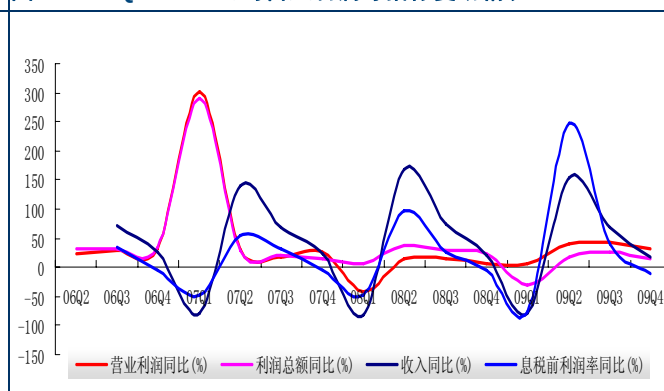
表 3 公司业绩预测表

百万元	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	102,933.47	109,542.11	132,326.86	160,909.47	193,895.91
(+/-)%	-0.19%	6.42%	20.80%	21.60%	20.50%
经营利润（EBIT）	7,299.93	9,613.97	11,219.93	15,280.65	20,622.77
(+/-)%	7.26%	31.70%	16.70%	36.19%	34.96%
净利润	6,829.59	7,684.81	11,219.93	15,280.65	20,622.77
(+/-)%	55.11%	12.45%	46.17%	36.19%	34.96%
每股净收益（元）	0.27	0.31	0.45	0.61	0.82

资料来源：公司年报，东兴证券研究所

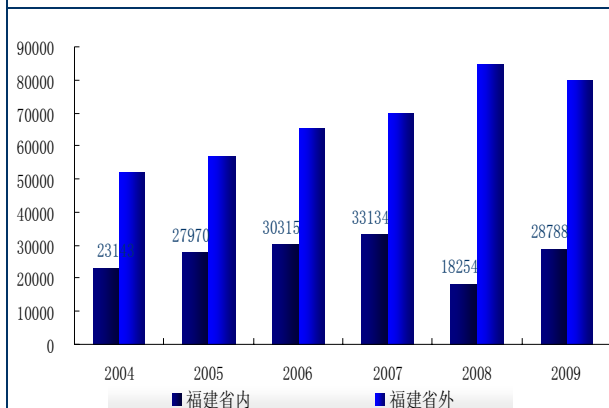
图 1：06Q2-2009 公司收入变动情况


资料来源：公司披露，东兴证券研究所

图 2：06Q2-2009 公司营业利润等指标变动情况


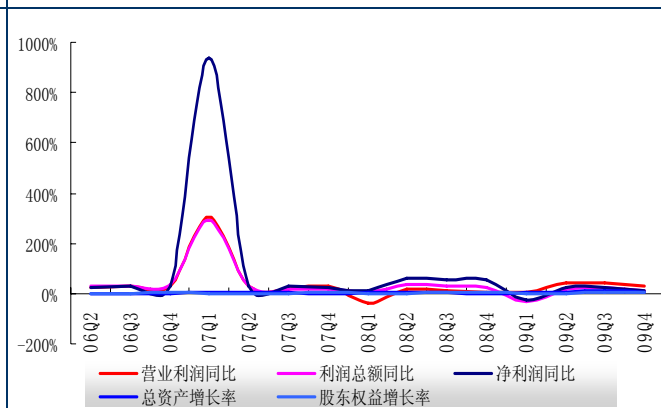
资料来源：公司披露，东兴证券研究所

图 3：2004-2009 公司产品与地区收入结构变化情况



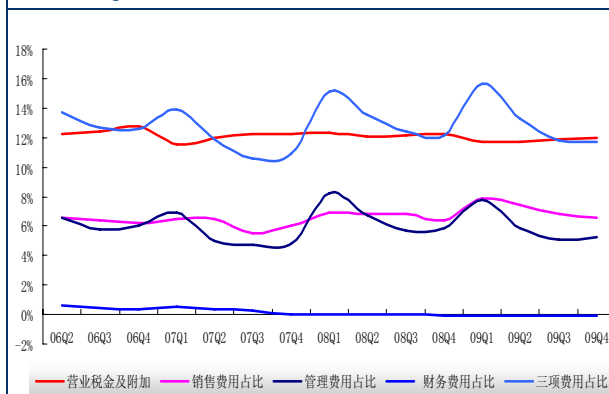
资料来源：公司披露，东兴证券研究所

图 4：06Q2-2009 公司成长能力变动情况



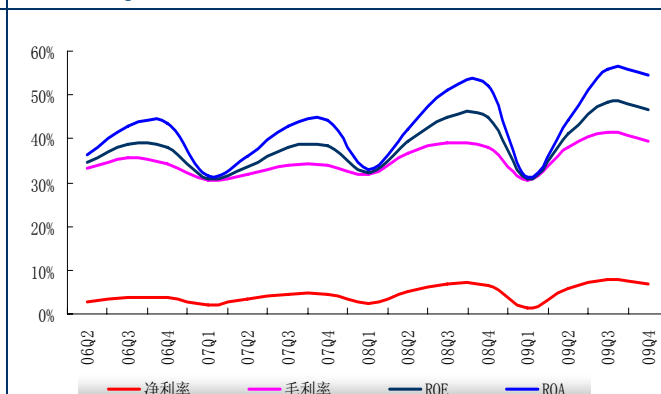
资料来源：公司披露，东兴证券研究所

图 5：06Q2-2009 公司税金及各项费用占比变化情况



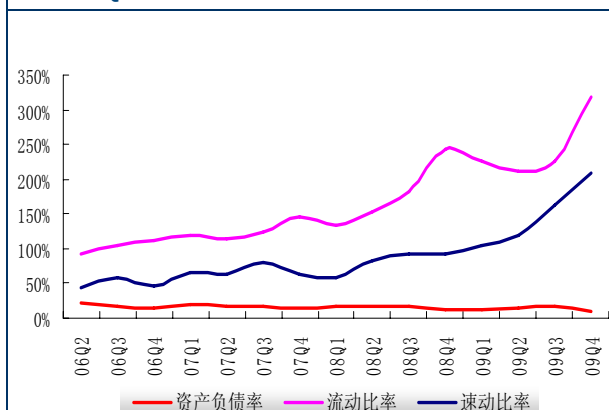
资料来源：公司披露，东兴证券研究所

图 6：06Q2-2009 公司盈利质量与盈利能力变动情况



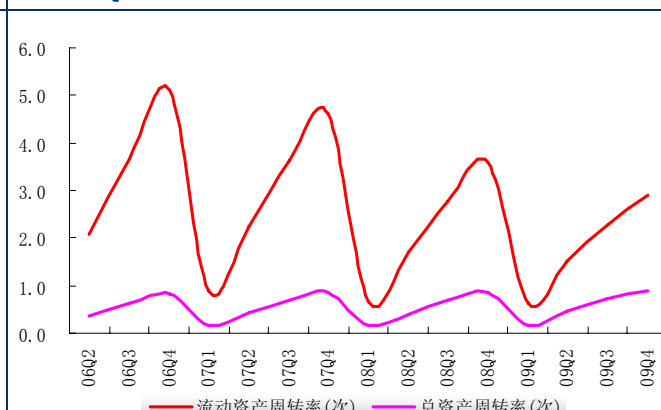
资料来源：公司披露，东兴证券研究所

图 7：06Q2-2009 公司资本结构与偿债能力变化情况

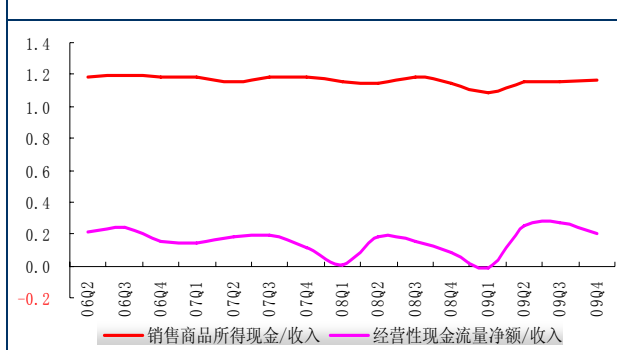


资料来源：公司披露，东兴证券研究所

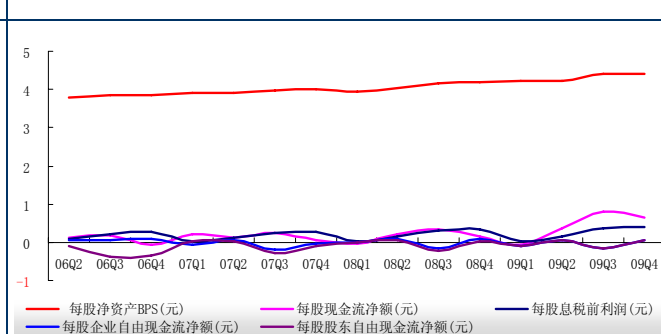
图 8：06Q2-2009 公司运营能力变化情况



资料来源：公司披露，东兴证券研究所

图 9：06Q2-2009 公司现金流变动情况


资料来源：公司披露，东兴证券研究所

图 10：06Q2-2009 公司每股财务指标变动情况


资料来源：公司披露，东兴证券研究所

附：近期研究报告一览

研究报告	评级	时间
稳粮增收，统筹强基-关于中央农村工作会议的点评	看好	2010-1-01
普京”涨价引发多重预期 首次推荐评级——1 月 12 日媒体报道普通燕啤涨价点评	推荐	2010-1-13
播“种”正当时，涨声响起-农林牧渔 1，2 月投资策略	看好	2010-1-15
继续推荐燕京啤酒的五大理由——燕京啤酒（000729）调研快报	推荐	2010-1-19
五粮液涨价 高增长因素增至六个——五粮液（000858）1 月 15 日提价公告点评	强烈推荐	2010-1-19
自培增加提高毛利率，绿化工程推进加快-绿大地(002200)调研报告	推荐	2010-1-19
五粮液 09 年增长近 80% EPS0.856 元 维持“强推”——五粮液（000858）09 年业绩快报点评	强烈推荐	2010-2-02
净利润下降 27.34%，白酒种猪增发或是新机会——顺鑫农业（000860）09 年报点评	推荐	2010-2-02
干旱影响 09 业绩，工程助力 10 发展，长期高成长性不改-绿大地（002200）业绩修正点评	推荐	2010-2-03
安琪酵母：出口增速与业绩质量“双高”——安琪酵母（600298）09 年报点评	推荐	2010-2-08
种业农化展翅齐飞——丰乐种业（000713）年报点评	推荐	2010-2-10
玉米种子力挺公司增长——敦煌种业（600354）年报点评	推荐	2010-2-10
老窖股权激励：业内之先 骨干更受益——泸州老窖（000568）股权激励授权公告点评	推荐	2010-2-11
食品饮料：1 月涨价未超预期 2 月继续看好	看好	2010-2-22
稻谷收购价上调对食品饮料行业影响不大-发改委提高 2010 年稻谷最低收购价政策点评	看好	2010-2-22
中外大股东深入合作有望提升积极面-水井坊(600779)中外大股东二度深谈合作公告点评	强烈推荐	2010-2-23
内外兼得推动青啤净利润大增约八成——青岛啤酒(600600)业绩预增公告点评	推荐	2010-2-23
第七周食用农产品与生资价格小涨 ——商务部 36 个大中城市价格监测一周数据点评	看好	2010-2-24

分析师简介

刘家伟

经济学博士，食品饮料行业研究员，消费品行业研究小组负责人，2007 年加盟东兴证券研究所。

王昕

英国伯明翰大学经济学硕士，从事食品饮料和农林牧渔行业研究，2009 年加盟东兴证券研究所。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，研究报告中所引用信息均来自公开资料，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。

本研究报告内容及观点仅供参考，不构成任何投资建议。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。

本研究报告版权仅为东兴证券股份有限公司研究所所有，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。如引用发布，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。东兴证券股份有限公司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。

行业评级体系

公司投资评级：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

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介于-5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

本报告体系采用沪深 300 指数为基准指数。