

动态报告

食品饮料

饮料

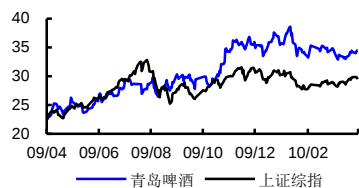
青岛啤酒(600600)
谨慎推荐

09 年年报点评

(维持评级)

2010 年 4 月 9 日

一年该股与上证综指走势比较



股票数据

昨收盘(元)	34.45
总股本/流通 A 股(百万股)	1,350.98/278.52
流通 B 股/H 股(百万股)	0.00/0.00
总市值/流通市值(百万元)	46,541.36/32,162.12
上证综指/深圳成指	3,118.71/12,427.00
12 个月最高/最低(元)	38.59/20.94

财务数据

净资产值(百万元)	8,220.58
每股净资产(元)	6.08
市净率	5.66
资产负债率	42.40%
息率	0.46%

相关研究报告:

《青岛啤酒 09 年三季报点评: 高毛利率与低费用率仍将维持》——2009-11-2

《青岛啤酒中报点评: 毛利率与所得税驱动业绩提升》——2009-8-11

《青岛啤酒: 群雄并起 逐鹿中原》——2009-2-2

分析师: 黄茂

电话: 0755-82138922

E-mail: huangmao@guosen.com.cn

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

财报点评

资产计提见底 投入将显著加强

●09 年 EPS0.93 元

青岛啤酒 09 年销售啤酒 591 万千升, 增长 9.8%; 实现净利润 12.5 亿元, 增长 79%; EPS0.93 元, 同比增长 74%。公司 09 年业绩略低于我们和市场的预期, 主要是 4 季度销售费用出现了大幅增长。

●主品牌快速增长 吨酒成本同比下降

09 年公司主品牌同比增长 23%, 达到 295 万千升, 占到全部销量的一半。单价较高的主品牌销量的提升, 使得公司销售单价有 2.5% 的提升。由于 09 年吨酒包装物、麦芽和制造费用分别同比下降了 11 元、8 元和 8 元, 带动吨酒成本小幅下降了 1.6%。

●外来计提将会显著减少

青啤的资产减值准备计提金额从 06 年的 3.5 亿回落到 09 年的 6800 万, 是公司利润释放的另外一个重要原因。目前青啤机械设备的帐面值/原值比率仅有 35%, 远低于燕啤 46% 和重啤的 55%, 未来进一步计提的空间已经很小。

●行业寡头垄断格局形成 青啤或将加大投入

09 年行业四大巨头的市场份额已经达到 55%, 寡头垄断格局基本形成。09 年青啤和雪花的销量差距进一步扩大到近 250 万吨, 雪花 10 年 35 个亿的资本开支计划也远超青啤的 10 个亿。给青啤带来强大压力。因此我们预计青啤将会在 10 年加大销售投入, 提升市场份额。

●风险提示

公司追求市场份额的冲动, 可能会影响短期的盈利能力。

●目标价 34.7 元, 维持“谨慎推荐”评级

我们认为 10-12 年公司的 EPS 分别为 1.16、1.43 和 1.73 元, 其中 10 和 11 年 EPS 分别上调了 5% 和 10%。未来 6 个月目标价 34.7 元, 我们看好公司的长期增长空间, 维持“谨慎推荐”评级。

盈利预测和财务指标

	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	16,023.44	18,026.11	20,706	23,886	27,067
(+/-%)	16.88%	12.50%	14.9%	15.4%	13.3%
净利润(百万元)	699.55	1,253.29	1560	1932	2339
(+/-%)	25.34%	79.16%	24.5%	23.8%	21.1%
每股收益(元)	0.53	0.93	1.16	1.43	1.73
EBIT Margin	7.53%	10.18%	10.19%	10.92%	11.58%
净资产收益率 (ROE)	11.50%	15.25%	16.76%	18.12%	19.01%
市盈率 (PE)	64.42	37.14	29.8	24.1	19.9
EV/EBITDA	26.46	20.10	20.3	16.8	14.2
市净率 (PB)	7.41	5.66	5.0	4.4	3.8

附表 1: 财务预测与估值

资产负债表 (百万元)	2009	2010E	2011E	2012E	利润表 (百万元)	2009	2010E	2011E	2012E
现金及现金等价物	5351	5662	6817	7962	营业收入	18026	20706	23886	27067
应收款项	237	284	304	321	营业成本	10285	11742	13529	15283
存货净额	1877	2830	3044	3418	营业税金及附加	1547	1719	1935	2127
其他流动资产	149	414	478	541	销售费用	3484	4038	4562	5118
流动资产合计	7614	9190	10643	12242	管理费用	998	1134	1290	1442
固定资产	5637	6240	6908	7704	财务费用	63	(31)	(27)	(41)
无形资产及其他	1088	1052	1016	979	投资收益	10	0	0	0
投资性房地产	375	375	375	375	资产减值及公允价值变动	(70)	(70)	(60)	(50)
长期股权投资	153	271	390	508	其他收入	0	0	0	0
资产总计	14867	17129	19332	21810	营业利润	1589	2035	2538	3088
短期借款及交易性金融负债	182	662	662	662	营业外净收支	151	120	120	120
应付款项	1148	1663	1908	2142	利润总额	1739	2155	2658	3208
其他流动负债	3515	3609	4126	4632	所得税费用	440	523	639	766
流动负债合计	4845	5935	6696	7436	少数股东损益	46	72	87	103
长期借款及应付债券	1227	1227	1227	1227	归属于母公司净利润	1253	1560	1932	2339
其他长期负债	233	263	293	323					
长期负债合计	1460	1490	1520	1550					
负债合计	6304	7424	8216	8986	现金流量表 (百万元)	2009	2010E	2011E	2012E
少数股东权益	343	392	451	521	净利润	1253	1560	1932	2339
股东权益	8221	9313	10665	12303	资产减值准备	(111)	(68)	0	0
负债和股东权益总计	14867	17129	19332	21810	折旧摊销	545	585	686	811
					公允价值变动损失	70	70	60	50
					财务费用	63	(31)	(27)	(41)
					营运资本变动	1214	(666)	493	316
					其它	143	117	59	70
					经营活动现金流	3113	1598	3230	3587
					资本开支	(299)	(1180)	(1378)	(1621)
					其它投资现金流	2	0	0	0
					投资活动现金流	(415)	(1298)	(1496)	(1740)
					权益性融资	1188	0	0	0
					负债净变化	12	0	0	0
					支付股利、利息	(398)	(468)	(580)	(702)
					其它融资现金流	(157)	481	0	0
					融资活动现金流	259	12	(580)	(702)
					现金净变动	2957	312	1155	1145
					货币资金的期初余额	2394	5351	5662	6817
					货币资金的期末余额	5351	5662	6817	7962
					企业自由现金流	3025	325	1768	1875
					权益自由现金流	2880	830	1789	1906

资料来源: 国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10 % 之间
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

免责声明

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的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业务服务。本报告版权归国信证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。

国信证券经济研究所研究团队

宏观		策略		交通运输	
周炳林	0755-82133339	赵 谦	021-60933153	郑 武	0755-82130422
林松立	010-82254212	崔 嵘	021-60933159	陈建生	0755-82130422
		廖 喆	021-60933162	岳 鑫	0755-82130422
		黄学军	021-60933142	高 健	0755-82130678
银行		房地产		机械	
邱志承	021-68864597	方 焱	0755-82130648	余爱斌	0755-82133400
黄 飙	0755-82133476	区瑞明	0755-82130678	李筱筠	010-82254205
谈 煊	010-82254212	黄道立	0755-82130833	黄海培	021-60933150
				陈 玲	0755-82133400
				杨 森	0755-82133343
汽车及零配件		钢铁		商业贸易	
李 君	021-60933156	郑 东	010-82254160	孙菲菲	0755-82133400
左 涛	021-60933164	秦 波	010-82252922	吴美玉	010-82252911
基础化工		医药		石油与石化	
邱 伟	0755-82133263	贺平鸽	0755-82133396	李 晨	021-60875160
张栋梁	0755-82130532	丁 丹	0755-82130678	严蓓娜	021-60933165
		陈 栋	021-60933147		
电力设备与新能源		传媒		有色金属	
皮家银	021-60933160	陈财茂	021-60933163	彭 波	0755-82133909
电力与公用事业		非银行金融		通信	
徐颖真	021-60875162	邵子钦	0755-82130468	严 平	021-60875165
谢达成	021-60933161	田 良	0755-82130513	程 峰	021-60933167
		童成敦	0755-82130513		
造纸		家电		计算机	
李世新	0755-82130565	王念春	0755-82130407	凌 晨	021-60933157
电子元器件		纺织服装		农业	
		方军平	021-60933158	张 如	021-60933151
旅游		食品饮料		建材	
廖绪发	021-60875168	黄 茂	0755-82133476	杨 昕	021-60933168
刘智景	021-60933148	谢鸿鹤	0755-82130646		
煤炭		建筑		中小股票	
李 然	0755-82130681	邱 波	0755-82133390	陈 健	0755-82133476
苏绍许	021-60933144	李遵庆	0755-82133343	陈爱华	0755-82133397
				祝 彬	0755-82132518
				王一峰	010-82250828
				邵 达	0755-82132098
固定收益		投资基金		量化投资	
李怀定	021-60933152	杨 涛	0755-82133339	葛新元	0755-82133332
张 旭	010-82254210	黄志文	0755-82133928	董艺婷	021-60933155
高 宇	0755-82133528	刘舒宇	0755-82131822	戴 军	021-60933166
蔺晓熠	021-60933146	彭怡萍		林晓明	021-60933154
侯慧娣	021-60875161			秦国文	0755-82133528
				程景佳	021-60933166
				赵斯尘	021-60875174
指数与产品设计					
焦 健	0755-82131822				
赵学昂	0755-82131822				
王军清	0755-82133297				
阳 瑾	0755-82131822				
周 琦	0755-82131822				
彭甘霖					

国信证券机构销售团队

华南区			华东区			华北区		
万成水	0755-82133147 13923401205 wanacs@guosen.com.cn		盛建平	021-60875169 15821778133 shengjp@guosen.com.cn		王立法	010-82252236 13910524551 wanglf@guosen.com.cn	
邵燕芳	0755-82133148 13480668226 shaoyf@guosen.com.cn		马小丹	021-60875172 13801832154 maxd@guosen.com.cn		王晓建	010-82252615 13701099132 wangxj@guosen.com.cn	
林莉	0755-82133197 13824397011 Linli2@guosen.com.cn		郑毅	021-60875171 13795229060 zhengyi@guosen.com.cn		谭春元	010-82254209 13810118116 tancy@guosen.com.cn	
王昊文	0755-82130818 18925287888 wanghaow@guosen.com.cn		黄胜蓝	021-60875173 13761873797 huangsl@guosen.com.cn		焦戡	010-82254202 13601094018 jiaojian@guosen.com.cn	
甘墨	0755-82133456 15013851021 ganmo@guosen.com.cn		刘塑	021-60875177 13817906789 liusu@guosen.com.cn		李锐	010-82254212 13691229417 lirui2@guosen.com.cn	
			叶琳菲	021-60875178 13817758288 yelf@guosen.com.cn		徐文琪	010-82254210 13811271758 xuwq@guosen.com.cn	
			许娅	021-60875176 13482495069				
			江智俊	021-60875175 15221772073				
			孔华强	021-60875170 13681669123				