

前三季度业绩增两成

事件:

2010年1-9月,公司实现营业收入163.48亿元,同比增长10.95%,营业利润18.93亿元,同比增长21.33%,实现归属母公司净利润15.25亿元,同比增长21.50%,实现每股收益1.13元。第三季度,公司实现收入和归属母公司净利润分别为64.20亿元和6.95亿元,同比分别增长14.04%和12.94%,单季实现每股收益为0.51元。

研究结论

- **三季度销量回升较快,增速与行业持平,主品牌继续保持两位数增长。**
2010年1-9月,公司共完成啤酒销售528万千升,同比增长6.8%,要好于上半年2.9%的增速,其中,“青岛”主品牌啤酒销售277万千升,同比增长17%,也要好于上半年增速,8、9月增速达到20%左右,高端品种“青岛”纯生、小瓶、易拉罐啤酒销售74万千升,同比增长24%。报告期内,公司产品销售结构继续优化,其主品牌所占比重继续增加,二线品牌在公司的努力下,销量在三季度表现较好,8、9月份分别增长18%和15%。在啤酒销量增速上,公司目标是高于行业增速2个百分点,我们认为全年实现该目标的概率较大。
- **二线品牌销量快速提升拉低公司综合毛利率水平,预计明年啤麦成本上涨20%左右。**报告期内,公司“1+3”的品牌发展战略进一步推进,中、高端产品继续保持快速增长,二线品牌在公司努力下销量有较大幅度的回升,第三季度公司综合毛利率同比下降了1.39个百分点,为44.18%,前三季度毛利率为44.22%,同比提高0.65个百分点,预计全年毛利率水平仍将保持上升。国内啤麦及进口啤麦价格上涨的势头已定,公司10月份左右基本可以锁定明年全年的啤麦购入成本,我们预计2011年公司啤麦价格将会有20%左右的上升,对毛利率会产生已定的影响,但如果产品销售结构继续深化,2011年毛利率将会保持稳定,不会出现大幅波动。
- **维持盈利预测和评级。**根据季报的情况,我们略微下调公司的盈利预测,预计2010-2012年EPS分别为1.15(下降6%)、1.41(下降4.26%)和1.70元(下降3.53%)。今年9月10日,公司收购太原嘉禾啤酒有限公司,嘉禾啤酒太原工厂目前的产能为18万千升。这对公司完善全国市场的战略布局具有重要意义。虽然公司意识到大量资金存放银行效率低下的问题(将筹建财务公司),但公司认为在保证一定业绩增长的情况下,提高市场份额应该优先考虑。就长期而言,公司已经具备一定的行业整合能力。我们维持公司“增持”评级。
- **风险因素:**天气和温度的变化;食品安全事件的发生;原料成本上升的不利影响。



东方证券
ORIENT SECURITIES

施剑刚

食品饮料、农业高级分析师

8621-63325888×6075

shijiangang@orientsec.com.cn

执业证书编号: S0860210020003

投资评级 买入 **增持** 中性 减持 (维持)

股价(2010年10月19日) 36.55元

目标价格 39元

总股本/A股(亿股) 13.51/13.51

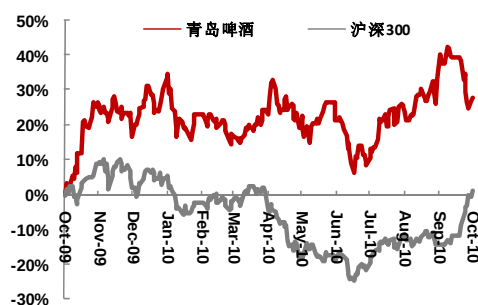
A股市值(亿元) 494

国家/地区 中国

行业 啤酒

报告日期 2010年10月20日

股价表现



评价周期 1个月 3个月 12个月

绝对表现(%)

相对表现(%)

资料来源: WIND

财务预测

(单位: 百万元)	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	18026	19706	21582	23861
同比%	12.5%	9.3%	9.5%	10.6%
归属母公司净利润	1253	1550	1902	2294
同比%	79.2%	23.7%	22.8%	20.6%
毛利率%	42.9%	44.4%	45.2%	45.8%
ROE%	15.2%	17.0%	19.3%	21.3%
EPS(元)	0.93	1.15	1.41	1.70
PE(X)	39	32	26	22

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范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此,投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突,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。并请阅读报告最后一页的免责声明。

附表 1：公司分季度数据

单位：亿元	1-9 月	091-9 月	10 同比	3Q09	3Q10	同比	1Q09	1Q10	同比	2Q09	2Q10	同比
一、营业总收入	147.35	163.48	10.95%	56.30	64.20	14.04%	38.13	41.41	8.59%	52.92	57.87	9.36%
其中：营业收入	147.35	163.48	10.95%	56.30	64.20	14.04%	38.13	41.41	8.59%	52.92	57.87	9.36%
二、营业总成本	131.92	144.63	9.63%	48.56	55.31	13.88%	35.51	37.80	6.46%	47.85	51.52	7.67%
其中：营业成本	83.16	91.19	9.67%	30.64	35.84	16.96%	22.94	23.39	1.96%	29.57	31.96	8.08%
毛利率	43.56%	44.22%	0.65	45.57%	44.18%	-1.39	39.83%	43.50%	3.67	44.12%	44.77%	0.65
营业税金及附加	12.89	13.76	6.76%	4.95	5.52	11.43%	3.17	3.30	4.03%	4.77	4.94	3.72%
销售费用	29.02	32.84	13.17%	10.45	11.49	9.95%	7.38	8.98	21.71%	11.19	12.37	10.55%
管理费用	6.25	6.61	5.89%	2.42	2.55	4.98%	1.81	1.95	7.76%	2.01	2.12	5.32%
财务费用	0.60	0.31	-47.79%	0.18	0.03	-85.84%	0.20	0.17	-17.15%	0.22	0.12	-45.56%
三项费用	35.86	39.77	10.88%	13.05	14.06	7.72%	9.39	11.10	18.18%	13.42	14.61	8.84%
三项费用率	24.34%	24.33%	-0.02	0.23	0.22	-1.28	24.63%	26.80%	2.17	25.37%	25.25%	-0.12
资产减值损失	-0.09	-0.09		-0.11	-0.05		0.00	-0.01		0.02	-0.03	
投资收益	0.10	0.08		0.03	0.02		0.00	0.03		0.06	0.03	
三、营业利润	15.61	18.93	21.33%	7.79	8.86	13.75%	2.62	3.66	39.60%	5.20	6.42	23.47%
加：营业外收入	1.17	1.57	34.52%	0.56	0.39	-29.68%	0.20	0.61	201.65%	0.41	0.57	39.12%
减：营业外支出	0.19	0.33	73.93%	0.11	0.19	65.58%	0.02	0.08	298.35%	0.05	0.05	0.13%
四、利润总额	16.59	20.18	21.66%	8.23	9.06	10.09%	2.80	4.18	49.34%	5.56	6.94	24.84%
减：所得税费用	3.56	4.27	19.88%	1.87	1.85	-0.68%	0.75	1.14	52.55%	0.95	1.27	34.64%
所得税率	21.46%	21.15%	0.00	1.20%	-0.56%	0.00	26.69%	27.26%	0.01	17.02%	18.35%	0.01
五、净利润	13.03	15.91	22.14%	6.36	7.21	13.25%	2.05	3.04	48.18%	4.61	5.66	22.83%
归属于母公司所有者的净利润	12.55	15.25	21.50%	6.15	6.95	12.94%	1.99	2.85	42.72%	4.40	5.45	23.86%
少数股东损益	0.48	0.66	39.07%	0.21	0.26	22.32%	0.06	0.20	232.31%	0.21	0.21	0.98%
六、每股收益：												
基本每股收益	0.93	1.13	21.50%	0.46	0.51	12.94%	0.15	0.21	42.72%	0.33	0.40	23.86%

资料来源：东方证券研究所

附表 2：财务报表预测与比率分析

资产负债表					利润表				
	2009	2010E	2011E	2012E		2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	7614	9000	10394	11968	营业收入	18026	19706	21582	23861
现金	5351	6620	7819	9152	营业成本	10285	10953	11836	12933
应收账款	93	98	107	118	营业税金及附加	1547	1695	1834	2028
其他应收款	133	137	150	166	营业费用	3484	3872	4187	4581
预付账款	139	148	160	175	管理费用	998	1084	1165	1265
存货	1877	1971	2130	2327	财务费用	63	60	50	40
其他流动资产	21	27	28	29	资产减值损失	68	50	30	15
非流动资产	7254	6809	6377	5942	公允价值变动收益	-2	-2	-2	-2
长期投资	153	150	150	150	投资净收益	10	10	10	10
固定资产	5525	5046	4538	4016	营业利润	1589	2001	2488	3007
无形资产	1088	1188	1288	1388	营业外收入	213	200	200	200
其他非流动资产	488	425	400	388	营业外支出	63	60	60	60
资产总计	14867	15809	16770	17909	利润总额	1739	2141	2628	3147
流动负债	4845	4688	4812	4966	所得税	440	535	657	771
短期借款	1	0	0	0	净利润	1299	1605	1971	2376
应付账款	1058	1095	1184	1293	少数股东损益	46	56	68	82
其他流动负债	3786	3593	3629	3672	归属母公司净利润	1253	1550	1902	2294
非流动负债	1460	1458	1458	1458	EBITDA	2200	2645	3127	3640
长期借款	28	28	28	28	EPS (元)	0.93	1.15	1.41	1.70
其他非流动负债	1431	1430	1430	1430					
负债合计	6304	6146	6271	6424	主要财务比率				
少数股东权益	343	398	467	548		2009	2010E	2011E	2012E
股本	1351	1351	1351	1351	成长能力				
资本公积	4195	4195	4195	4195	营业收入	12.5%	9.3%	9.5%	10.6%
留存收益	2669	3543	4314	5220	营业利润	60.7%	25.9%	24.3%	20.9%
归属母公司股东权益	8221	9094	9863	10766	归属于母公司净利润	79.2%	23.7%	22.8%	20.6%
负债和股东权益	14867	15639	16600	17739	获利能力				
					毛利率(%)	42.9%	44.4%	45.2%	45.8%
现金流量表					净利率(%)	7.0%	7.9%	8.8%	9.6%
	2009	2010E	2011E	2012E	ROE(%)	15.2%	17.0%	19.3%	21.3%
经营活动现金流	3361	2150	2529	2910	ROIC(%)	27.9%	37.8%	51.1%	68.1%
净利润	1299	1605	1971	2376	偿债能力				
折旧摊销	548	585	589	593	资产负债率(%)	42.4%	39.3%	37.8%	36.2%
财务费用	63	60	50	40	净负债比率(%)	0.48%	0.48%	0.47%	0.46%
投资损失	-10	-10	-10	-10	流动比率	1.57	1.92	2.16	2.41
营运资金变动	1470	-87	-69	-87	速动比率	1.18	1.50	1.72	1.94
其他经营现金流	-9	-3	-2	-2	营运能力				
投资活动现金流	-910	-144	-149	-149	总资产周转率	1.32	1.28	1.32	1.38
资本支出	720	15	15	15	应收账款周转率	206	205	209	210
长期投资	-203	-3	0	0	应付账款周转率	9.08	10.17	10.39	10.44
其他投资现金流	-393	-132	-134	-134	每股指标 (元)				
筹资活动现金流	472	-736	-1181	-1429	每股收益(最新摊薄)	0.93	1.15	1.41	1.70
短期借款	1	-1	0	0	每股经营现金流(最新摊薄)	2.49	1.59	1.87	2.15
长期借款	12	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	6.08	6.73	7.30	7.97
普通股增加	43	0	0	0	估值比率				
资本公积增加	1169	0	0	0	P/E	39.40	31.86	25.96	21.52
其他筹资现金流	-754	-735	-1181	-1429	P/B	6.01	5.43	5.01	4.59
现金净增加额	2927	1270	1199	1333	EV/EBITDA	21	17	15	12

资料来源：东方证券研究所

附图：相关上市公司近期资金流向



注： 超级资金(>50 万股或 100 万元)：体现了超大户或者机构当日的净买卖方向；
 散户资金(<1 万股或 5 万元)：体现了散户当日的净买卖方向；
 当日净量：红柱为净买入，绿柱为净卖出，数值为当日净量占流通盘的百分比；
 60 日累计：当日净量的 60 日累计值；
 10 日均值：60 日累计线的 10 日平滑。

资料来源：益盟，东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 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。

未评级：由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

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。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本报告由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。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。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，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，若有必要应寻求专家意见。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。

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，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、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：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn