

兰州黄河（000929）：啤酒销量下滑，麦芽业务好转

中性（维持）

食品饮料行业/啤酒

当前股价：10.32 元

报告日期：2011 年 8 月 6 日

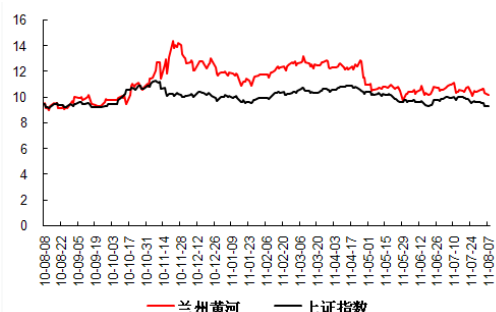
主要财务指标（单位：百万元）

	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	771	930	1052	1204
(+/-)	-9%	21%	13%	14%
营业利润	155	75	87	103
(+/-)	114%	-52%	16%	18%
归属于母公司的净利润	102	32	40	49
(+/-)	234%	-69%	24%	24%
每股收益（元）	0.55	0.17	0.21	0.26
市盈率（倍）	19	60	48	39

公司基本情况（2011 年 6 月 30 日止）

总股本/已流通股（万股）	18577/18559
流通市值（亿元）	19.15
每股净资产（元）	3.09
资产负债率（%）	32.16

股价表现（最近一年）



证券分析师：仇彦英
执业证书编号：A0140511010003

联系人：周磊
【电话】021-58824282*859
【邮箱】zhoul@txsec.com
服务热线 010-66045555
服务邮箱 service@txsec.com

- 2011 年 1-6 月，公司实现营业收入 4.02 亿元，同比下降 4.56%，营业利润 2974 万元，同比下降 77.42%，实现归属母公司净利润 1379 万元，同比下降 84.97%，实现每股收益 0.074 元。
- 啤酒销售收入下降，麦芽业务好转。**报告期内，公司营业收入同比下降 4.56 个百分点，主要是由于公司啤酒业务受到低温和竞品进行大范围排他性促销的冲击，销售收入同比下降 12.2% 的缘故。公司针对啤酒销量下滑的情况及时调整营销策略，并适时推出营销整合措施，细化市场，经销、直销相结合，实施积极的营销大纲，加大促销力度，强化终端控制，加强与客户沟通协作，实施“双赢”政策，建立牢固的战略合作伙伴关系等一系列措施，有效遏制了啤酒销量下滑的势头，六月份啤酒销售已开始逐步回升。而受到局部地区大麦种植面积减少，大麦和麦芽总库存减少，啤酒辅料价格大幅上涨和国际大麦价格持续走高的影响，公司麦芽业务较去年同期有较大好转，营业收入同比增长 36.77%，同时带动公司综合毛利率上涨 0.41 个百分点，涨至 39.1%。
- 业绩大幅下降源于一次性收益减少。**报告期内公司归属母公司净利润同比下降 84.97%。主要是由于去年同期公司控股子公司将闽发证券破产清算案冻结的账户中的股票卖出，获一次性投资收益 1.107 亿元，合并报表后增加上市公司利润 8300 万元。而本期没有该项收入，使得投资收益同比下降 85.85% 的缘故。
- 施行集团化运营、统筹管理。**公司于去年底成立了啤酒业务的统筹管理部门“黄河啤酒集团”，进行以资源整合、统一管理、区域联动、渠道联动、终端联动为主攻方向的啤酒集团化改革。目的是充分依托兰州、青海、天水、酒泉四个啤酒公司的优势，统一战略与品牌，统一产品与销售，统一采购与供应，统一技术与开发，统一财务与管理，统一人力资源与调配，统一策划与宣传，整合营运与职能支持，以积聚优势资源建设品牌与优秀团队，打造核心竞争力。同时，整合品牌，推进品牌建设，在产品线梳理和精简品种的基础上，调整优化产品结构，统一产品价格体系，跨区整合优势产品，提高企业的盈利水平。

- **产能扩张带来新的增长。**公司计划在未来1-3年内搬迁控股子公司兰州黄河嘉酿啤酒有限公司和参股企业兰州黄河源食品饮料有限公司等子公司进入黄河工业园，搬迁后黄河嘉酿啤酒有限公司啤酒产能将由目前的23万吨/年增至50万吨/年，黄河源食品饮料有限公司纯净水产能将由目前的2.5万吨/年增至15万吨/年，并扩建其他配套生产线。在搬迁后，公司产能将大幅增长，未来公司将享受由于产能大幅扩张带来的高速增长。
- **盈利预测与投资评级。**我们预计公司2011年-2013年EPS为0.17元、0.21元和0.26元，根据最新收盘价10.32元计算，对应动态市盈率为60X、48X和39X，维持公司“中性”的投资评级。
- **风险提示。**1) 大盘波动对公司股价的影响；2) 原材料价格波动风险。

兰州黄河盈利预测（单位：万元）

单位：万元	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	85,144	77,090	93,048	105,237	120,422
增长率	-15.60%	-9.46%	20.70%	13.10%	14.43%
减:营业成本	55,840	48,218	57,910	65,265	74,376
毛利率	34.42%	37.45%	37.76%	37.98%	38.24%
减:营业税金及附加	6,798	6,954	8,207	9,261	10,597
销售费用	9,446	10,389	11,910	13,470	15,414
管理费用	4,884	5,568	6,606	7,472	8,550
财务费用	804	843	930	1,052	1,204
期间费用率	17.77%	21.79%	20.90%	20.90%	20.90%
资产减值损失	136	523	0	0	0
加:公允价值变动收益	0	-1,010	0	0	0
投资净收益	5	11,894	0	0	0
营业利润	7,241	15,480	7,484	8,717	10,281
增长率	3.04%	113.77%	-51.66%	16.48%	17.95%
加:营业外收入	576	466	605	684	723
补贴收入	0	0	0	0	0
占比	0	0	0	0	0
减:营业外支出	74	408	372	368	421
利润总额	7,743	15,538	7,716	9,032	10,582
增长率	74.23%	100.66%	-50.34%	17.06%	17.16%
利润率	9.09%	20.16%	8.29%	8.58%	8.79%
减:所得税费用	1,047	2,370	1,235	1,445	1,693
实际税负比率	13.53%	15.25%	16.00%	16.00%	16.00%
净利润	6,696	13,169	6,482	7,587	8,889
归属母公司所有者的净利润	3,042	10,172	3,186	3,962	4,901
增长率	1.06%	234.41%	-68.68%	24.36%	23.71%
净利润率	3.57%	13.20%	3.42%	3.76%	4.07%
少数股东损益	3,654	2,996	3,296	3,626	3,988
总股本（万股）	18,577	18,577	18,577	18,577	18,577
每股收益（元）	0.16	0.55	0.17	0.21	0.26

数据来源：上市公司定期报告 天相预测

天相投资顾问有限公司投资评级说明

判断依据:

投资评级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。

	投资评级	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

天相投资顾问有限公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格(业务许可证编号: ZX0157)。

报告所引用信息和数据均来源于公开资料和合法渠道,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真实性、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对上市公司价值的判断,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判断不会发生任何变更。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 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 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 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 电话: 021-58824282 传真: 021-58824283 邮编: 200120
深圳天相	地址: 深圳市福田区深南大道 6033 号金运世纪大厦 22A 电话: 0755-83234800 传真: 0755-83234800 邮编: 518041