

青岛啤酒 (600600)

增持/维持评级

股价: RMB38.76

分析师

洪婷

SAC 执业证书编号:S1000510120012

(021)6849 8639

hongting@mail.htlhc.com.cn

逄海燕

SAC 执业证书编号:S1000510120030

(021)6849 8637

luhy@mail.htlhc.com.cn

蒋小东

SAC 执业证书编号:S1000510120031

(021)6849 8615

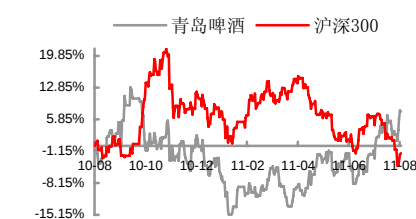
jiangxiaodong@mail.htlhc.com.cn

相关研究

基础数据

总股本 (百万股)	1,351
流通 A 股 (百万股)	696
流通 B 股 (百万股)	0
可转债 (百万元)	
流通 A 股市值 (百万元)	26,974

最近 52 周股价走势图



资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

销售平稳增长、成本压力加大

- 2011 年 1-6 月, 公司实现营业收入 120 亿元, 同比增长 21.4%; 归属母公司股东净利润 9.9 亿元, 同比增长 21.6%; 每股收益 0.73 元。其中, 二季度营业收入 68 亿元, 同比增长 17.6%; 归属母公司股东净利润 6 亿元, 同比增长 9.4%。
- 二季度销量平稳增长, 环比有所回落。**上半年, 公司啤酒销量 375 万千升, 同比增长 20.6%, 主品牌青岛啤酒销量 203 万千升, 同比增长 23%。二季度, 公司啤酒销量 225 万千升, 同比增长 19.4%, 主品牌青岛啤酒销量 109 万千升, 同比增长 14.3%。扣除收购的银麦啤酒并表因素, 二季度, 公司啤酒销量同比增长 11.5%, 与啤酒行业上半年产量增速 11.4%基本相当。二季度, 主品牌青岛啤酒销量增速环比下降, 主要是上半年部分产品提价, 经销商一季度有囤货行为。公司通过搬迁扩建、并购、新建等方式不断扩大规模, 下半年多个项目并进, 预计销量仍将保持平稳较快增长。
- 成本压力加大, 费用控制严格。**上半年, 公司啤酒毛利率 34.51%, 同比下降 1.6 个百分点。其中, 二季度综合毛利率 42.9%, 同比下降 1.9 个百分点。在上半年部分产品已经提价的背景下, 毛利率仍有下滑, 说明成本压力较大。进口大麦价格去年 11 月份触底反弹持续走高, 国内啤酒大麦价格高开, 下半年啤酒行业仍有可能集体提价以应对。上半年, 公司费用控制严格, 销售费用率 19.7%, 同比下降 1.8 个百分点; 二季度, 销售费用率同比下降 2.9 个百分点。
- 盈利预测与评级。**几年后啤酒行业战国竞争期结束, 行业利润将大幅提升, 这是我们长期看好公司的理由。我们预计, 2011-2013 年 EPS 分别为 1.44、1.91、2.39 元, 目前股价对应 2011-2013 年 PE 分别为 27X、20X、16X, 估值处于历史低位、短期成本压力较大, 维持“增持”评级。
- 风险提示。**食品安全风险; 大麦价格持续高位风险。

经营预测与估值	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	19897.8	24953.0	28236.0	31649.0
(+/-%)	10.4	25.4	13.2	12.1
归属母公司净利润(百万元)	1520.5	1949.0	2576.0	3223.0
(+/-%)	21.3	28.2	32.2	25.1
EPS(元)	1.13	1.44	1.91	2.39
P/E(倍)	34.4	26.9	20.3	16.3

资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

盈利预测

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	9895	11523	11057	13608	营业收入	19898	24953	28236	31649
现金	7598	4991	4235	6380	营业成本	11234	14080	15741	17295
应收账款	90	504	543	598	营业税金及附加	1663	1996	2202	2405
其他应收款	189	374	380	426	营业费用	3918	4991	5308	5887
预付账款	50	526	311	325	管理费用	1079	1347	1519	1696
存货	1942	3234	3443	3475	财务费用	5	0	0	0
其他流动资产	13	1895	2145	2404	资产减值损失	72	0	0	0
非流动资产	7882	6739	6351	5884	公允价值变动收	0	0	0	0
长期投资	153	0	0	0	投资净收益	10	0	0	0
固定资产	5511	5156	4705	4144	营业利润	1936	2539	3465	4366
无形资产	1319	1412	1530	1656	营业外收入	0	208	186	193
其他非流动资产	149	172	116	84	营业外支出	58	25	55	58
资产总计	17777	18262	17408	19492	利润总额	2123	2722	3597	4500
流动负债	6016	10253	6728	5451	所得税	539	691	913	1142
短期借款	196	5575	1814	211	净利润	1584	2031	2684	3358
应付账款	1263	1680	1817	1946	少数股东损益	64	82	108	136
其他流动负债	0	2998	3097	3295	归属母公司净利	1520	1949	2576	3223
非流动负债	2042	30	17	19	EBITDA	1941	3246	4204	5128
长期借款	11	11	11	11	EPS (元)	2.18	1.44	1.91	2.39
其他非流动负	549	19	6	8	主要财务比率				
负债合计	8057	10282	6745	5471	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
少数股东权益	117	199	307	442	成长能力				
股本	1351	1351	1351	1351	营业收入	10.4%	25.4%	13.2%	12.1%
资本公积	4017	494	494	494	营业利润	21.8%	31.2%	36.5%	26.0%
留存收益	4230	5935	8511	11734	归属母公司净利	21.3%	28.2%	32.1%	25.1%
归属母公司股	9603	7781	10356	13579	获利能力				
负债和股东权	17777	18262	17408	19492	毛利率(%)	0.0%	43.6%	44.3%	45.4%
现金流量表					净利率(%)	7.6%	7.8%	9.1%	10.2%
单位: 百万元					ROE(%)	15.8%	25.0%	24.9%	23.7%
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	ROIC(%)	14.3%	22.0%	31.3%	41.3%
经营活动现金	3284	-2881	3357	4044	偿债能力				
净利润	1584	2031	2684	3358	资产负债率(%)	45.3%	56.3%	38.7%	28.1%
折旧摊销	0	707	740	763	净负债比率(%)	77.23	54.32	27.05	4.05%
财务费用	85	0	0	0	流动比率	1.64	1.12	1.64	2.50
投资损失	-10	0	0	0	速动比率	1.32	0.81	1.13	1.86
营运资金变动	0	-5198	-53	-79	营运能力				
其他经营现金	3208	-422	-13	2	总资产周转率	1.22	1.38	1.58	1.72
投资活动现金	-765	-47	-352	-296	应收账款周转率	218	59	54	55
资本支出	1103	184	188	125	应付账款周转率	9.68	9.57	9.00	9.19
长期投资	0	-153	0	0	每股指标 (元)				
其他投资现金	0	-16	-164	-171	每股收益(最新	2.18	1.44	1.91	2.39
筹资活动现金	-261	321	-3761	-1603	每股经营现金流	4.72	-2.13	2.49	2.99
短期借款	43	5378	-3761	-1603	每股净资产(最	13.97	5.76	7.67	10.05
长期借款	-18	0	0	0	估值比率				
普通股增加	0	0	0	0	P/E	17.74	26.87	20.33	16.25
资本公积增加	-178	-3522	0	0	P/B	2.78	6.73	5.06	3.86
其他筹资现金	-108	-1535	0	0	EV/EBITDA	14	14	11	9
现金净增加额	0	-2607	-755	2145					

数据来源: 华泰联合证券研究所

华泰联合证券评级标准:

时间段 报告发布之日起 6 个月内
基准市场指数 沪深 300 (以下简称基准)

股票评级

买入 股价超越基准 20%以上
增持 股价超越基准 10%-20%
中性 股价相对基准波动在 $\pm 10\%$ 之间
减持 股价弱于基准 10%-20%
卖出 股价弱于基准 20%以上

行业评级

增持 行业股票指数超越基准
中性 行业股票指数基本与基准持平
减持 行业股票指数明显弱于基准

深圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 25 层
邮政编码: 518048
电话: 86 755 8249 3932
传真: 86 755 8249 2062
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn

上海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 45 层
邮政编码: 200120
电话: 86 21 5010 6028
传真: 86 21 6849 8501
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn

免责声明

本报告仅供华泰联合证券有限责任公司 (以下简称“华泰联合”) 签约客户使用。华泰联合不因接收到本报告而视其为华泰联合的客户。客户应当认识到有关本报告的短信、邮件提示及电话推荐仅为研究观点的简要沟通, 对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于华泰联合认为可靠的、已公开的信息编制, 但华泰联合不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断, 本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动, 涉及证券或投资标的的以往表现不应作为日后表现的保证。在不同时期, 或因使用不同假设和标准, 采用不同观点和分析方法, 致使华泰联合发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告, 对此华泰联合可不发出特别通知。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给华泰联合客户作参考之用, 在任何情况下并不构成私人咨询建议, 也没有考虑到个别客户的目标或财务状况; 同时并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的广告、要约或向人作出的要约邀请。

市场有风险, 投资需谨慎。本报告所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售, 投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估, 并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求, 必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下, 华泰联合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。

华泰联合是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资咨询、投资管理等多项业务的全国性综合类证券公司。在法律许可的情况下, 华泰联合投资业务部门可能会持有报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易, 可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务, 可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。华泰联合的投资顾问、销售人员、交易人员以及其他类别专业人士可能会依据不同的信息来源、不同假设和标准, 采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰联合没有将此意见及建议向本报告所有接收者进行更新的义务。华泰联合利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门、集团或关联机构间的信息流动。撰写本报告的证券分析师的薪酬由研究部门管理层和公司高级管理层全权决定, 分析师的薪酬不是基于华泰联合投资银行收入而定, 但是分析师的薪酬可能与投行整体收入有关, 其中包括投行、销售与交易业务。

华泰联合的研究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。华泰联合向所有客户同时分发电子版研究报告。华泰联合对本报告具有完全知识产权, 未经华泰联合事先书面授权, 本研究报告的任何部分均不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。若华泰联合以外的机构向其客户发放本报告, 则由该机构独自为此发送行为负责, 华泰联合对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华泰联合向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。