

青岛啤酒 (600600)

等待成本压力释缓后的行情

——青岛啤酒中报点评

	胡春霞	林园远
	021-38676186	021-38676654
	huchunxia@gtjas.com	linyuan yuan@gtjas.com
编号	S0880511010015	S0880511010018

本报告导读:

青岛啤酒 11 年中期收入、净利同比增 21.4%、21.6%，Eps0.73 元。大麦成本上升短期影响公司盈利，预计 11、12EPS 为 1.38、1.83 元。等待下半年成本压力预期缓解后的行情，维持增持评级，目标价 47 元。

投资要点:

- 青岛啤酒 2011 年中期销售收入 120.5 亿元，同比增长 21.4%；实现净利润 9.9 亿元，同比增长 21.6%，Eps 0.73 元。
- 总销量增 20.6%，主品牌销量增 23%，产品高端化放缓：上半年公司共完成啤酒销售 375 万千升，增 20.6%。其中二季度并表的银麦销售 15 万千升，增 23%，剔除后啤酒销量同比增 15.8%，比行业的 11.4% 增速高 4.4 个百分点；主品牌青岛啤酒销量 203 万千升，增 23%，占总销量的 54.1%，上升 1.1 个百分点，高端化进程趋缓源于公司全国化战略布局，抢占市场份额的导向。
- 成本压力逐步体现：中期吨成本 1792 元/千升，增 2.4%，吨酒价 3166 元/千升，微涨 0.4%，吨酒毛利率同比下降 1 个百分点至 43.4%。二季度大麦进口成本均值 345 美元/吨，同环比分别增 52%、12%是毛利率下降的主因。期待明年大麦下降。
- 费用率下降，化解成本压力：二季度单季公司费用率 22%，其中销售费用率 18.4%，同环比均下降了 2.9 个百分点，化解了部分成本压力。
- 产能扩张仍在继续：公司在 3 月收购紫金滩酒业 80% 股权后，现已启动年产 20 万千升的技改扩建，石家庄、广东揭阳等项目也在进行中。而近期华润雪花并购密集，期待市占率战略下，下半年青啤扩张加速。
- 维持增持评级：大麦成本上升短期影响公司盈利，预计 11、12EPS 为 1.38、1.83 元。等待下半年成本压力预期缓解后的行情，维持增持评级，目标价 47 元。

财务摘要 (百万元)	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	18,026	19,898	25,406	29,613	34,423
(+/-)%	12.5%	10.4%	27.7%	16.6%	16.2%
经营利润 (EBIT)	1,652	1,941	2,460	3,335	4,301
(+/-)%	59.7%	17.5%	26.8%	35.6%	29.0%
净利润	1,299	1,584	1,936	2,564	3,284
(+/-)%	79.2%	21.3%	22.2%	32.9%	28.1%
每股净收益 (元)	0.95	1.13	1.38	1.83	2.34
每股股利 (元)	0.16	0.18	0.28	0.37	0.47

利润率和估值指标	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
经营利润率 (%)	9.2%	9.8%	9.7%	11.3%	12.5%
净资产收益率 (%)	15.2%	15.8%	16.8%	18.9%	20.3%
投入资本回报率 (%)	27.9%	37.4%	28.2%	33.5%	38.3%
EV/EBITDA	22.5	19.8	15.9	12.2	9.8
市盈率	40.7	34.5	28.2	21.2	16.6
股息率 (%)	0.4%	0.5%	0.7%	0.9%	1.2%

评级: 增持

上次评级: 增持

目标价格: 47.00

上次预测: 47.00

当前价格: 38.76

2011.08.15

交易数据

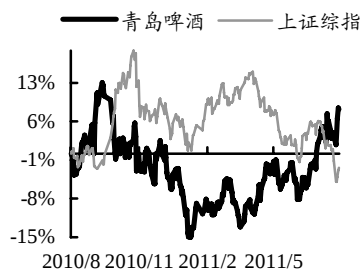
52 周内股价区间 (元)	30.25-41.30
总市值 (百万元)	52,364
总股本/流通 A 股 (百万股)	1,351/279
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/655
流通股比例	69%
日均成交量 (百万股)	3
日均成交值 (百万元)	121

资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	9,996
每股净资产	7.40
市净率	5.2
净负债率	15%

EPS (元)	2010	2011E
Q1	0.21	0.29
Q2	0.40	0.44
Q3	0.51	0.63
Q4	0.00	0.02
全年	1.13	1.38

52周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	11%	11%	9%
相对指数	17%	20%	9%

相关报告

- 《销量增速创十年新高，成本毋需过分担...》 2011.04.28
- 《产品结构不断上移 提价有望覆盖成本...》 2011.03.31
- 《青岛啤酒大手笔收购布局山东市场 增...》 2010.12.09
- 《销售净利率超过 9%，明年规模扩张可...》 2010.10.20
- 《结构调整大幅推升均价和盈利能力》 2010.08.15

模型更新时间: 2011.08.13

股票研究

必需消费

食品饮料

青岛啤酒 (600600)

评级: 增持

上次评级: 增持

目标价格: 47.00

上次预测: 47.00

当前价格: 38.76

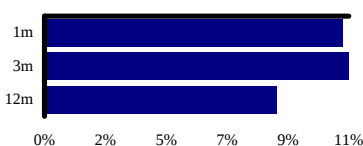
公司网址

www.tsingtao.com.cn

公司简介

公司前身青岛啤酒厂成立于 1903 年 8 月, 已具有百年历史。公司以“名牌带动”式的资产重组, 率先在全国掀起了购并浪潮, 成为中国啤酒业行业整合潮流的引导者。目前, 公司在国内 18 个省、市、自治区拥有 40 多家啤酒生产厂和麦芽生产厂, 构筑了遍布全国的营销网络, 基本完成了全国性的战略布局, 啤酒生产规模、品牌价值、产销量、市场占有率、出口及创汇等多项指标均居国内同行业首位。

绝对价格回报 (%)



52 周价格范围

30.25-41.30

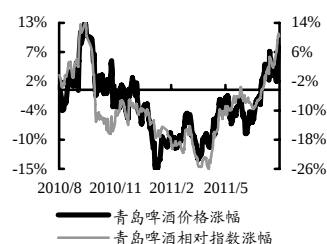
市值 (百万)

52,364

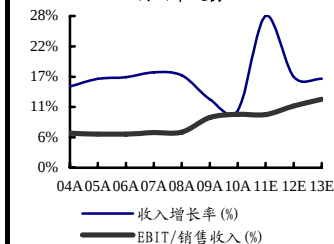
财务预测 (单位: 百万元)

损益表	2004A	2005A	2006A	2007A	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	8,621	10,020	11,677	13,709	16,023	18,026	19,898	25,406	29,613	34,423
营业成本	5,027	5,944	6,805	8,002	9,509	10,285	11,234	14,563	16,697	19,221
税金及附加	918	1,035	1,172	1,322	1,424	1,547	1,663	2,007	2,280	2,565
营业费用	1,424	1,655	2,018	2,651	2,972	3,484	3,918	4,954	5,715	6,575
管理费用	698	773	897	667	902	998	1,079	1,347	1,510	1,687
财务费用	49	20	3	-6	46	63	5	-1	17	23
资产减值损失	0	0	0	167	179	68	72	75	75	75
公允价值变动收益	0	0	0	-19	25	-2	0	0	0	0
投资收益	-42	-39	-102	-1	-27	10	10	0	0	0
营业利润	493	594	710	886	989	1,589	1,936	2,461	3,319	4,278
所得税	171	189	180	406	374	440	539	645	855	1,095
少数股东损益	22	36	0	40	34	46	64	77	95	121
净利润	280	304	435	558	700	1,253	1,520	1,858	2,469	3,162
资产负债表	2004A	2005A	2006A	2007A	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
货币资金、交易性金融资产	999	1,363	1,266	1,233	1,335	2,394	5,351	7,598	6,056	6,888
其他流动资产	1,978	2,107	1,928	2,215	3,395	3,268	2,263	2,297	4,501	5,174
长期投资	-59	91	81	52	54	54	155	155	355	555
固定资产合计	5,340	5,531	5,516	5,120	5,640	5,649	5,624	5,794	6,879	7,490
无形资产及其他资产	745	785	798	940	1,106	1,162	1,462	1,931	2,221	2,634
资产合计	9,002	9,878	9,589	9,561	11,545	12,532	14,867	17,777	20,013	22,741
流动负债	3,720	4,246	3,854	3,636	5,326	4,713	4,845	6,016	6,848	7,506
长期负债	1,117	1,450	161	243	231	1,401	1,460	2,042	1,880	1,880
股东权益	4,166	4,182	5,573	5,681	5,988	6,418	8,563	9,720	11,284	13,354
投入资本(IC)	5,707	5,175	5,326	5,181	5,761	5,741	4,435	3,874	6,245	7,463
现金流量表	2004A	2005A	2006A	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E	2013E
NOPLAT	331	380	476	516	684	1,236	1,451	1,845	2,502	3,226
折旧与摊销	517	584	564	532	557	548	559	639	698	740
流动资金增量	381	211	-155	-4	164	1,434	1,109	-1,366	-25	-54
资本支出	-765	-575	-167	-1,107	-701	-677	-958	-2,093	-1,591	-1,645
自由现金流	464	601	717	-64	704	2,541	2,161	-975	1,584	2,267
经营现金流	1,294	1,181	1,128	1,094	1,509	3,361	3,284	1,211	3,198	3,918
投资现金流	-307	-425	-529	-1,115	854	910	-765	-2,368	-1,866	-1,920
融资现金流	-510	-823	-635	102	442	472	-261	-386	-500	819
现金流净增加额										
财务指标	2004A	2005A	2006A	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E	2013E
成长性										
收入增长率	14.82%	16.23%	16.54%	17.40%	16.88%	12.50%	10.38%	27.68%	16.56%	16.25%
EBIT 增长率	2.45%	13.21%	16.29%	23.30%	17.55%	59.65%	17.50%	26.79%	35.56%	28.96%
净利润增长率	10.18%	8.66%	43.08%	28.34%	25.34%	79.16%	21.32%	22.22%	32.86%	28.08%
利润率										
毛利率	41.68%	40.68%	41.72%	41.63%	40.66%	42.94%	43.54%	42.68%	43.62%	44.16%
EBIT 率	6.29%	6.13%	6.11%	6.42%	6.46%	9.16%	9.75%	9.68%	11.26%	12.50%
净利润率	3.24%	3.03%	3.72%	4.07%	4.37%	6.95%	7.64%	7.31%	8.34%	9.19%
收益率										
净资产收益率(ROE)	7.80%	6.15%	8.32%	10.13%	11.50%	15.25%	15.83%	16.76%	18.90%	20.28%
总资产收益率(ROA)	3.05%	3.54%	4.55%	5.18%	5.86%	8.74%	8.91%	9.67%	11.27%	11.91%
投入资本回报率(ROIC)	6.39%	7.14%	9.18%	8.96%	11.92%	27.86%	37.44%	28.19%	33.52%	38.31%
运营能力										
存货周转天数	60	54	51	55	60	51	39	48	61	61
应收账款周转天数	18	13	9	8	6	5	5	5	5	5
总资产周转天数	418	349	299	307	285	301	326	288	280	292
净利润现金含量	4.3	3.5	2.6	1.8	2.1	2.6	2.1	0.6	1.2	1.2
资本支出/收入	8.88%	5.74%	1.43%	8.08%	4.37%	3.75%	4.81%	8.24%	5.37%	4.78%
偿债能力										
资产负债率	57.66%	41.88%	40.58%	48.13%	48.79%	42.40%	45.32%	43.61%	41.28%	41.96%
净负债率	34.57%	17.54%	11.53%	19.84%	8.47%	2.45%	2.31%	1.83%	1.63%	10.57%
估值比率										
PE	146.9	167.1	116.6	90.9	72.5	40.7	34.5	28.2	21.2	16.6
PB	146.9	167.1	116.6	90.9	72.5	40.7	34.5	28.2	21.2	16.6
EV/EBITDA	46.7	41.2	38.7	35.0	31.0	22.5	19.8	15.9	12.2	9.8
P/S	5.9	5.1	4.3	3.7	3.2	2.8	2.5	2.0	1.7	1.5
股息率	0.39%	0.41%	0.57%	0.57%	0.64%	0.41%	0.46%	0.71%	0.94%	1.21%

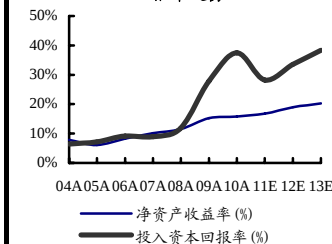
股票绝对涨幅和相对涨幅



利润率趋势



回报率趋势



净资产(现金)/净负债

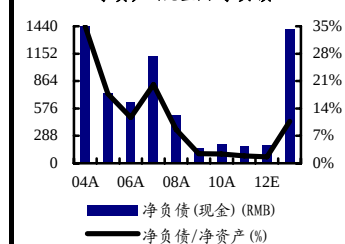
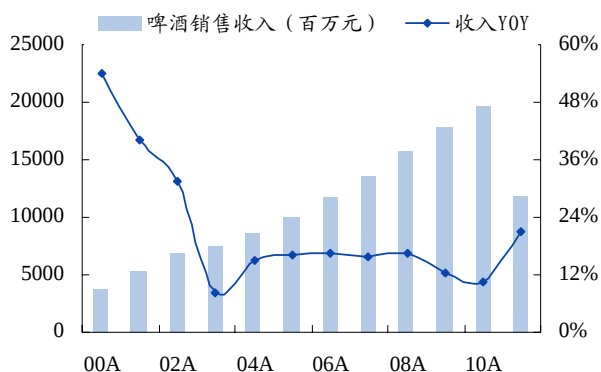
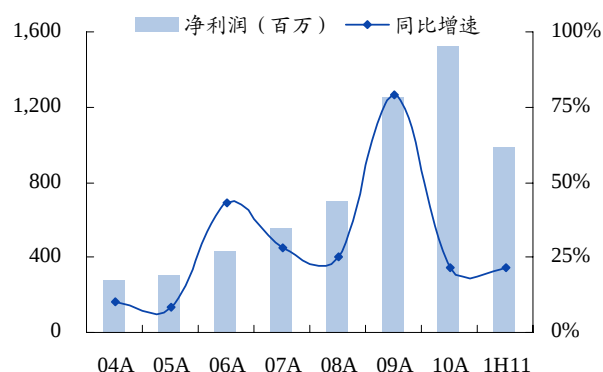


图 1: 青岛啤酒收入及增速



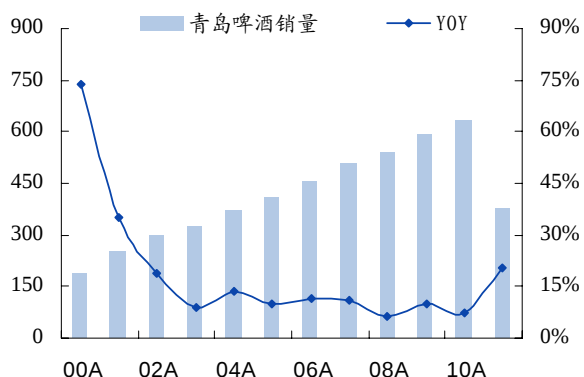
数据来源: 国泰君安证券研究

图 2: 净利润及增速



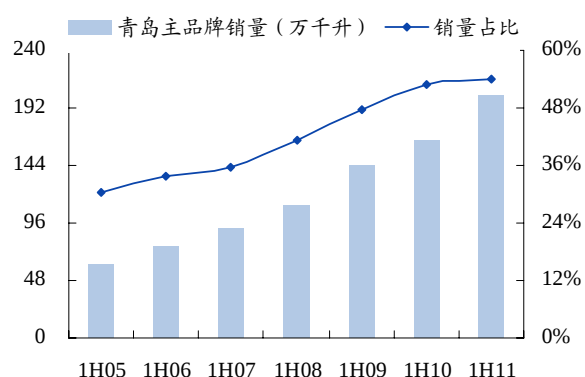
数据来源: 国泰君安证券研究

图 3: 青岛啤酒销售及增速



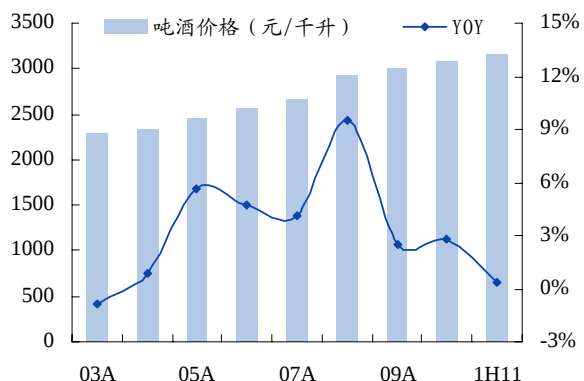
数据来源: 国泰君安证券研究

图 4: 青岛主品牌啤酒销量及占比变化



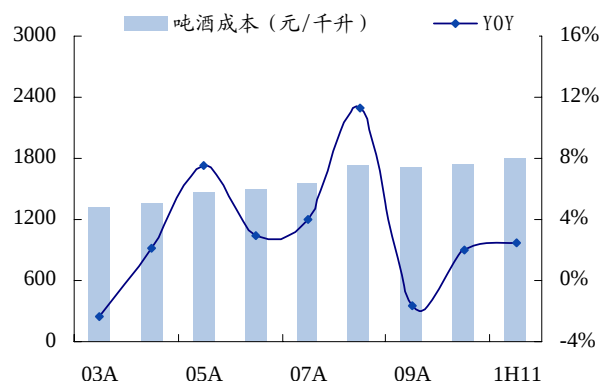
数据来源: 国泰君安证券研究

图 5: 吨酒价格及增速



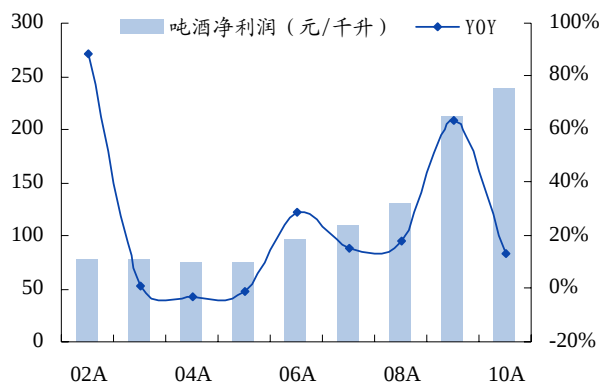
数据来源: 国泰君安证券研究

图 6: 吨酒成本及增速



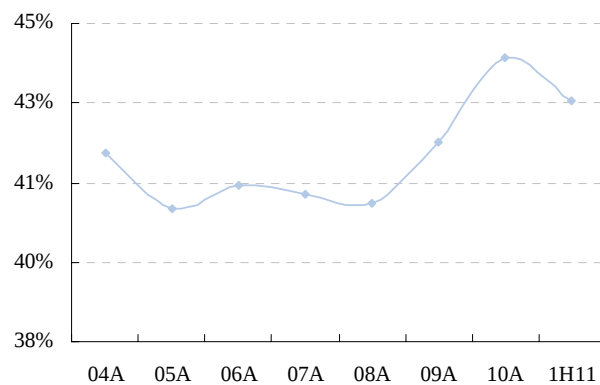
数据来源: 国泰君安证券研究

图 7: 吨酒净利润及增速



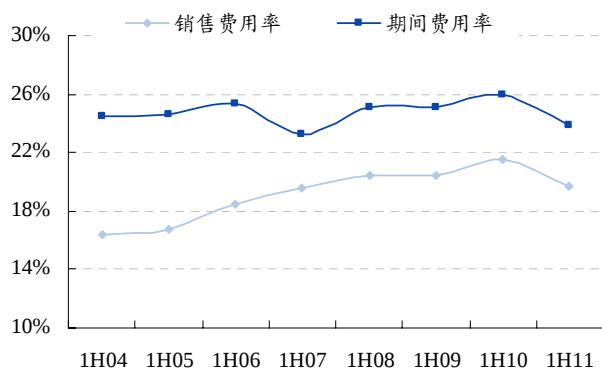
数据来源: 国泰君安证券研究

图 8: 成本压力导致毛利率下行



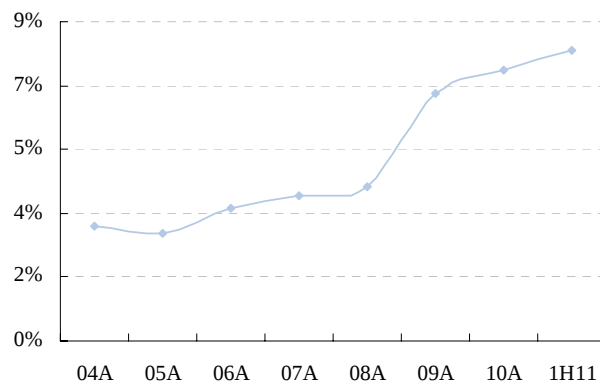
数据来源: 国泰君安证券研究

图 9: 费用下降, 化解成本压力



数据来源: 国泰君安证券研究

图 10: 销售净利率



数据来源: 国泰君安证券研究

作者简介:**胡春霞:**

执业资格证书编号: S0880511010015

电话: 021-38676186

邮箱: huchunxia@gtjas.com

武汉大学金融学硕士, 国泰君安证券食品饮料行业研究员, 从业七年。2007 年进入国泰君安, 2008 年新财富食品饮料行业最佳分析师第五名, 2010 年新财富食品饮料行业最佳分析师第五名。

林园远:

执业资格证书编号: S0880511010018

电话: 021-38676654

邮箱: linyuanyuan@gtjas.com

上海财经大学会计学硕士, 国泰君安证券食品饮料行业研究员。2007 年进入国泰君安, 2009 年新财富交运行业最佳分析师第四名, 2011 年加盟食品饮料行业。

本公司具有中国证监会核准的的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“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。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		