

青岛啤酒 (600600)

短期利润受压，未来规模与盈利双升仍可期待

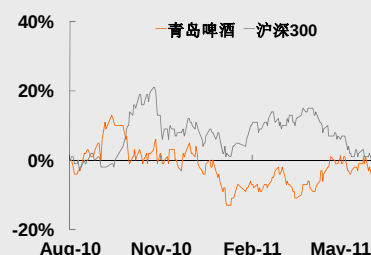
推荐 (维持)

现价：38.65 元

主要数据

行业	食品饮料
公司网址	www.tsingtao.com.cn
大股东/持股	青岛啤酒集团 /30.45%
实际控制人/持股	青岛市国资委 /30.45%
总股本(百万股)	1,351
流通 A 股(百万股)	279
流通 B/H 股(百万股)	655
总市值(亿元)	523.64
流通 A 股市值(亿元)	107.95
每股净资产(元)	7.4
资产负债率(%)	46.8

行情走势图



相关研究报告

《青岛啤酒 (600600) 10 年年报点评：收购、扩产助力 2011 营收增长 15%-20%》2011 年 3 月 31 日

《青岛啤酒 (600600) 11 年一季报点评：中高端产品量价齐升带动净利增长 40%》2011 年 4 月 29 日

证券分析师

文献 CFA 食品饮料首席研究员
S1060209040123
0755-22627143
wenxian@pasc.com.cn

投资要点

■ 1H11 净利同比增长 19%

8 月 15 日青岛啤酒公告了中报。1H11 实现销售收入 120 亿元，同比增长 21%，归属母公司净利润 9.9 亿，同比增长 19%，每股收益 0.73 元。其中，2Q11 销售收入和归属母公司净利分别为 68 亿和 6 亿元，同比增长 17.6%和 9.4%，每股收益 0.44 元，符合市场预期。

■ 剔除银麦，主品牌销量增速快于非主品牌

受银麦并表影响，主品牌占比下降，均价同比降 1.5%。2Q11 主品牌青岛啤酒销量 109 万千升，占比同比下降 3 个百分点至 48%，2Q11 均价仅为 3024 元/千升，同比降 1.5%。如果剔除银麦影响，2Q11 主品牌增速 14.3%，快于非主品牌 8.6%的增速。

■ 三项费用率齐降缓解成本压力

三项费用率下降带动 1H11 营业利润率超出毛利增速 8.6 个百分点。2Q11 进口大麦价格同比上涨 52%，受此影响，2Q11 毛利率下降约 2 个百分点。毛利增速低于营收增速 2.8 个百分点。受规模经济和区域市占率提升影响，2Q11 销售费用率同比下降 2.9 个百分点，降幅达 09 年以来新高。由于利息收入增加使得财务费用同比下降九成。同时，1H11 管理费用率微幅下降 0.2 个百分点。三项费用率下降，带动 1H11 营业利润率超出毛利增速 8.6 个百分点。

■ 规模扩张奠定增长基础

新收购的新银麦协同作用初显，2Q11 实现销量 15 万千升，同比增长 23%，杭州、广东等扩产项目正在进行当中，共同奠定未来增长基础。

■ 维持“推荐”评级。

董事会 6 月已完成换届，未来青岛啤酒可携资金实力继续开展并购，新建和扩张产能。考虑到公司规模和利润率双升战略的指引，我们预计 2011 年公司营收有望增长 20-25%，主品牌与中低档产品同步增长。预计 11-13 年 EPS 分别为 1.38、1.79 和 2.19 元，同比分别增 22%、30%和 22%。以 8 月 15 日 38.65 元收盘价计算，动态 PE 分别为 28、22 和 18 倍，维持“推荐”评级。

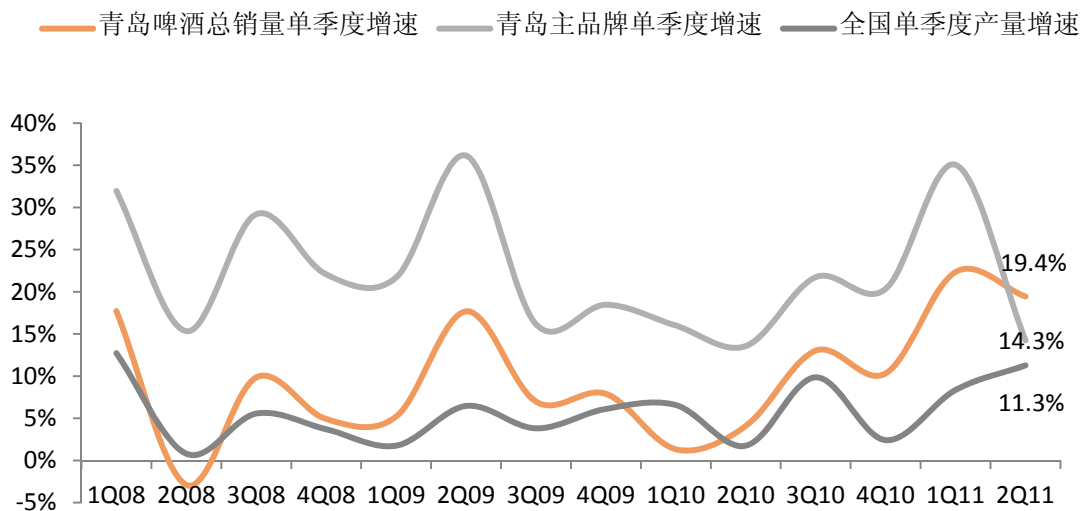
	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	19,898	24,076	28,651	33,808
YoY(%)	10	21	19	18
净利润(百万元)	1,520	1,858	2,419	2,957
YoY(%)	21	22	30	22
毛利率(%)	43.5	42.0	42.5	42.5
净利率(%)	8.0	8.0	8.8	9.1
ROE(%)	17.1	18.2	20.5	21.2
EPS(摊薄/元)	1.13	1.38	1.79	2.19
P/E(倍)	34.3	28.1	21.6	17.7
P/B(倍)	5.4	4.8	4.1	3.4

图表 1 半年报快读

	2Q10	2Q11	QoQ	1H10	1H11	HoH	
营业收入	5,787	6,805	17.6%	9,928	12,050	21.4%	2Q11 行业增速为 12.4%；青啤销量增 20%，均价下降 1.5%；
营业成本	3,196	3,887	21.6%	5,536	6,840	23.6%	2Q11 进口大麦价格同比上涨 52%；
毛利率	44.8%	42.9%	-1.9%	44.2%	43.2%	-1.0%	2Q11 毛利率下降约 2 个百分点；
毛利	2,591	2,918	12.6%	4,392	5,210	18.6%	
营业税金及附加	494	639	29.3%	824	1,056	28.1%	
销售费用	1,237	1,255	1.4%	2,135	2,376	11.3%	2Q11 销售费用率下降 2.9 个百分点，下降幅度创 09 年来新高；
管理费用	212	260	22.6%	407	495	21.6%	2Q11 管理费用率也下降 2.9 个百分点；
财务费用	12	1	-92.6%	29	2	-91.8%	利息收入增长所致
资产减值损失	-3	1	145.8%	-4	1	132.7%	收回已计提坏账准备的应收账款和重新使用已计提准备的原材料同比减少所致；
公允价值变动收益	0	0	0.0%	0	0	0.0%	
投资收益	3	-2	-151.3%	6	2	-65.9%	对烟啤朝日和辽宁沈青的投资收益降低
营业利润	642	760	18.4%	1,007	1,282	27.2%	
营业利润率	11.1%	11.2%	0.1%	10.1%	10.6%	0.5%	三项费用率的降低提升营业利润 0.5 个百分点
营业外收入	57	73	27.3%	118	125	5.5%	
营业外支出	5	8	60.6%	14	15	7.2%	
利润总额	694	824	18.8%	1,112	1,391	25.1%	
所得税	127	202	58.3%	241	345	42.8%	1H11 当期所得税增速 22%
所得税率	18.4%	24.5%	6.1%	21.7%	24.8%	3.1%	所得税率上升主要是递延所得税费用增加
少数股东权益	21	26	25.0%	40	57	40.7%	
归属母公司净利润	545	597	9.4%	830	990	19.3%	2Q11 净利增速仅为 9.4%，将 1H11 净利增速拉低至 19%；
净利率	9.8%	9.1%	-0.6%	8.8%	8.7%	-0.1%	
EPS	0.40	0.44	9.4%	0.61	0.73	19.3%	

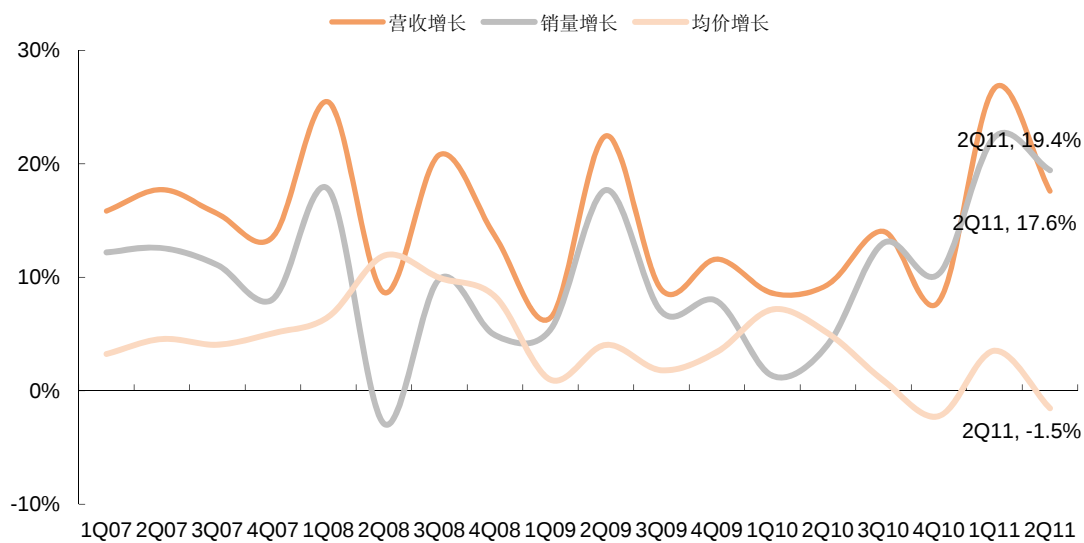
资料来源：公司公告、平安证券研究所、Wind

图表 2 2Q11青岛啤酒销量增速高于全国产量增速 8.2 个百分点



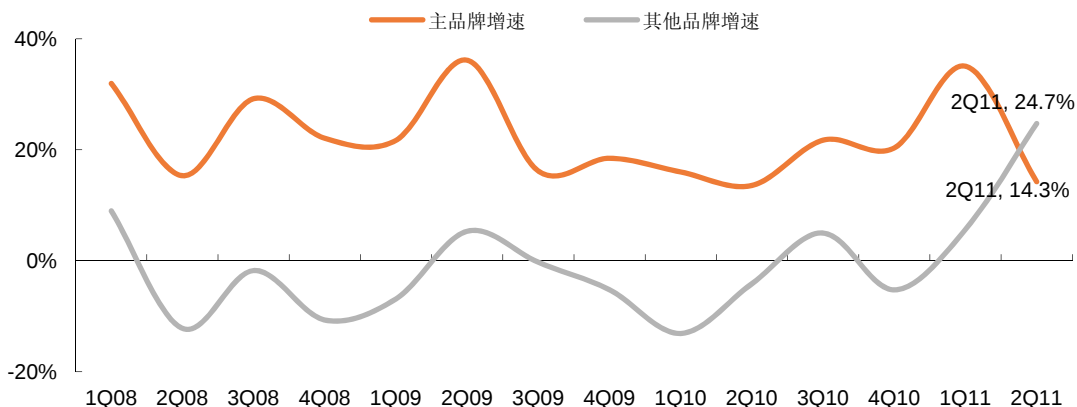
资料来源：公司公告、平安证券研究所

图表 3 2Q11均价降1.5%，销量升19.4%，营收升17.6%



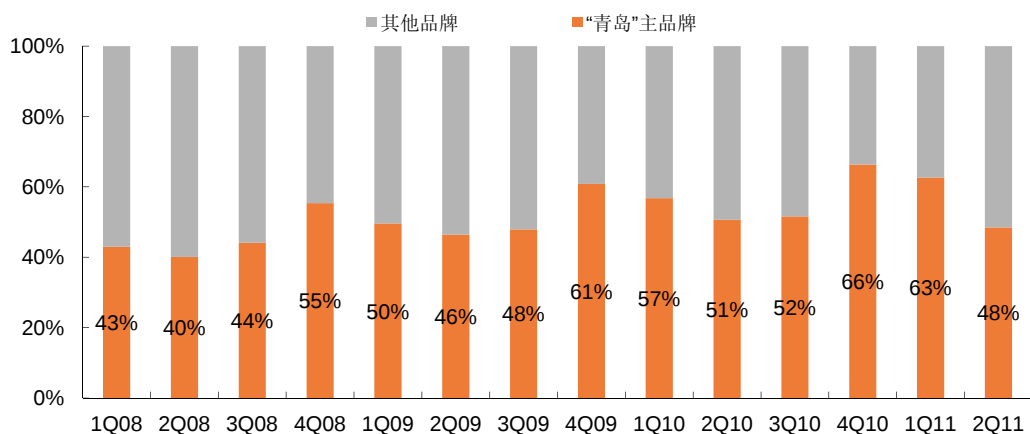
资料来源：公司公告、平安证券研究所

图表 4 2Q11 “青岛”主品牌销量增长14%，其他品牌增长25%



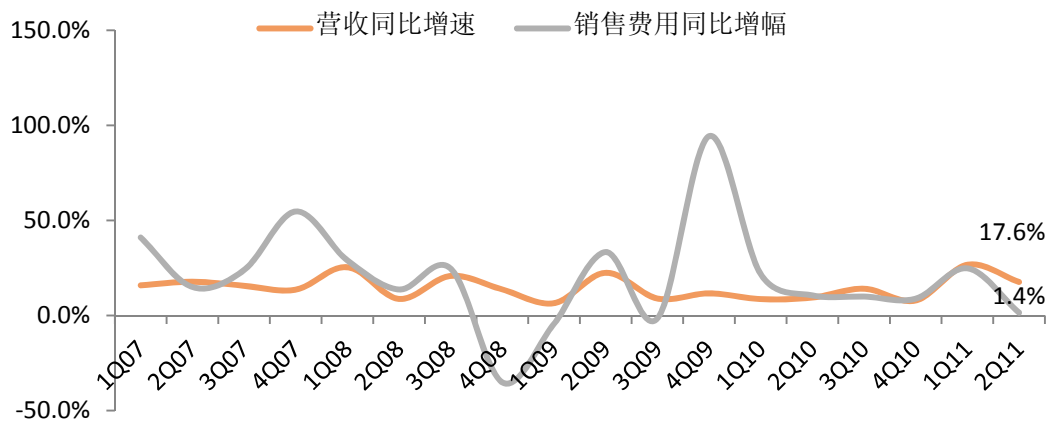
资料来源：公司公告、平安证券研究所

图表 5 2Q11 “青岛”主品牌销量占比同比下降 3个百分点



资料来源：公司公告、平安证券研究所

图表 6 2Q11营收增速高于销售费用增速16个百分点



资料来源：公司公告、平安证券研究所

损益表（百万元，元/股）	2010E	2011E	2012E	2013E
营业收入	19,898	24,076	28,651	33,808
YoY	10.4%	21.0%	19.0%	18.0%
营业成本	11,234	13,964	16,463	19,426
毛利率	43.5%	42.0%	42.5%	42.5%
营业税金及附加	1,663	1,802	1,953	2,116
股权激励费用	0	0	0	0
销售费用	3,918	4,506	5,362	6,327
管理费用	1,079	1,306	1,554	1,834
财务费用	5	12	21	28
投资净收益	10	10	10	10
营业利润	1,936	2,424	3,236	4,015
加：营业外收入	245	245	245	245
减：营业外支出	58	58	58	58
利润总额	2,123	2,611	3,424	4,203
减：所得税	539	675	903	1,120
净利润	1,584	1,936	2,521	3,082
减：少数股东损益	64	78	102	125
归属母公司所有者净利	1,520	1,858	2,419	2,957
YoY	21.3%	22.2%	30.2%	22.3%
销售净利率	8.0%	8.0%	8.8%	9.1%
EPS（当年股本）	1.13	1.38	1.79	2.19
EPS（最新股本摊薄）	1.13	1.38	1.79	2.19

重要指标速览	2010E	2011E	2012E	2013E
估值				
PE	34.3	28.1	21.6	17.7
PEG	1.4	1.2	1.1	1.0
PB	5.4	4.8	4.1	3.4
PS	2.6	2.2	1.8	1.5
EV/EBITDA	21.3	17.6	13.9	11.5
股息收益率	0.5%	0.7%	0.9%	1.1%
经营回报率				
ROE	17.1%	18.2%	20.5%	21.2%
ROA	8.6%	9.2%	10.6%	11.2%
资本结构及偿债能力				
资产负债率	45.3%	45.7%	45.4%	44.1%
速动比率	1.3	1.4	1.5	1.6
运营效率				
存货周转率	5.9	6.3	6.1	6.2
流动资产周转率	2.3	2.2	2.0	1.9
固定资产周转率	3.5	4.1	4.8	5.6

现金流量表（百万元）	2010E	2011E	2012E	2013E
净利润	1,584	1,936	2,521	3,082
折旧摊销	548	571	579	587
营运资金投资	1,020	13	750	371
经营活动现金净流量	3,284	2,742	4,099	4,325
资本开支	-614	-648	-674	-666
投资活动现金净流量	-765	-648	-674	-666
债务融资	599	0	0	0
股权融资	0	0	0	0
支付红利	-216	-243	-372	-484
融资活动现金净流量	472	-261	-255	-392
当年现金净流量	2,259	1,838	3,032	3,148

资产负债表（百万元）	2010E	2011E	2012E	2013E
货币资金	7,598	9,436	12,468	15,617
应收款项	102	131	152	181
预付款项	50	125	110	152
存货	1,942	2,482	2,886	3,429
其他流动资产	202	218	275	315
流动资产合计	9,895	12,392	15,892	19,695
长期股权投资	153	153	153	153
固定资产	5,794	5,870	5,957	6,028
无形资产	1,319	1,318	1,326	1,334
其他非流动资产	617	618	618	619
非流动资产合计	7,882	7,959	8,055	8,133
资产总计	17,777	20,351	23,947	27,829
短期借款	196	196	196	196
应付款项	1,333	1,608	1,925	2,254
预收款项	775	650	945	1,014
应付股利	10	381	493	601
其他流动负债	3,701	4,433	5,267	6,153
流动负债合计	6,016	7,269	8,827	10,218
长期借款	11	11	11	11
应付债券	1,265	1,265	1,265	1,265
其他非流动负债	766	766	766	766
非流动负债合计	2,042	2,042	2,042	2,042
负债合计	8,057	9,310	10,868	12,260
归属母公司所有者权益	9,603	10,846	12,782	15,148
其中：实收资本	1,351	1,351	1,351	1,351
少数股东权益	117	195	297	422
股东权益合计	9,720	11,041	13,078	15,569
负债及股东权益总计	17,777	20,351	23,947	27,829

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在 $\pm 10\%$ 之间）
回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

强烈推荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 10%以上）
推 荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%至 10%之间）
中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在 $\pm 5\%$ 之间）
回 避（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能尽依靠此报告而取代替行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司 2011 版权所有。保留一切权利。

中国平安 PINGAN

平安证券综合研究所

地址：深圳市福田区金田路大中华国际交易广场 8 层

邮编：518048

电话：4008866338

传真：(0755) 8244 9257