

分析师: 刘冉

执业证书编号: S0730516010001

liuran@ccnew.com 021-50588666-8036

规模效益增强, 投资价值突出

——青岛啤酒(600600)2019年中报点评

证券研究报告-公司点评报告

增持(调降)

市场数据(2019-08-21)

发布日期: 2019年08月21日

收盘价(元)	51.58
一年内最高/最低(元)	54.94/28.40
沪深300指数	3781.76
市净率(倍)	3.88
流通市值(亿元)	358.95

基础数据(2019-6-30)

每股净资产(元)	14.03
每股经营现金流(元)	2.83
毛利率(%)	40.11
净资产收益率-摊薄(%)	8.60
资产负债率(%)	47.33
总股本/流通股(万股)	135098.28/69591.36
B股/H股(万股)	0/65506.92

个股相对沪深300指数表现



资料来源: 贝格数据, 中原证券

相关报告

- 1 《青岛啤酒(600600)2017年报暨2018一季报点评: 一季度业绩进一步向好, 反转确立》 2018-05-25
- 2 《青岛啤酒(600600)公司深度分析: 领先于行业拐点, 显现出向好迹象》 2017-10-25

联系人: 李琳琳

电话: 021-50586983

传真: 021-50587779

地址: 上海浦东新区世纪大道1600号18楼

邮编: 200122

投资要点:

- **事件:** 公司发布2019年中报。20191H, 公司销售啤酒473万千升, 同比增3.6%; 实现啤酒收入164.06亿元, 同比增9.22%, 啤酒营业成本增7.98%, 低于收入增幅; 公司的啤酒毛利率达到40.15%, 同比提升0.69个百分点。20191H, 公司实现归母扣非净利润14.45亿元, 同比增30.6%, 净利率达到10.43%, 同比提升1.22个百分点。
- **早在2017年四季度, 我们曾率先预判了啤酒行业的拐点以及公司基本面的拐点, 并在股价低点时给予积极推介, 之后的行业基本面和二级市场走势均验证了我们的研判。** 我们于2017年10月25日发布报告《领先于行业拐点, 显现出向好迹象——青岛啤酒(600600)公司深度分析报告》, 报告中预判了国内啤酒行业的拐点即将出现, 而公司作为行业龙头将会率先受益。报告中, 我们向市场积极推介了公司的投资价值, 而之后公司的行情走势完全验证了我们的预判, 股价从推荐时的32.42元涨至51.65元(2019-8-19日收盘价), 期间涨幅59.32%。尽管期间在市场资金和情绪的影响下公司的二级市场表现有所反复, 但是公司股价始终以业绩增长为中枢而波动, 并最终充分反映了基本面的改观。在坚信公司业绩长期增长的基础上, 我们认为公司股价中枢仍将不断抬升。
- **量价齐升推动啤酒收入增长, 增长质量明显趋好。** 20191H, 公司的啤酒销量增3.6%、啤酒单价增5.53%, 量价齐增共同推动啤酒收入增9.22%, 啤酒收入的增长质量明显好转。啤酒行业在2000年至2010年期间经历了粗放增长: 由于市场需求放大, 行业规模快速扩张、收入和利润双收、市场参与者众多。2010至2016年期间, 行业格局转为产能过剩、市场竞争激烈, 企业经历了从量增价跌到量价齐跌的洗牌过程, 不少企业被淘汰出局。行业调整结束于2016年, 2017年行业出现好转迹象, 2018、2019年行业向好趋势进一步得以确认。在经过长时期的活跃兼并之后, 啤酒市场格局基本稳定, 龙头企业开始享有规模效益, 表现为投资支出和各项费用的边际减少, 现金净流入加大, 以及利润的大幅增长。
- **在经历了2015、2016、2017年同期负增长后, 山东和华北两大核心市场的增长得以持续修复, 上半年增幅扩大。** 山东和华北是公司的两大核心市场, 收入占比分别为60%和18%, 合计贡献近八成的收入。今年上半年, 山东和华北市场的收入增速分别达到11.8%和9.3%, 较上年同期增幅扩大, 核心市场的增长修复得到夯实。对于消费品行业, 核心市场或者核心产品往往是企业最主要的收入和利润来源, 做透核心市场或者做大单品是消费品企业通常的战略选项。此外, 公司的华南

市场上半年收入增 7.99%: 华南市场的收入占比 8%, 考虑到 2014 至 2018 年连续五年的同期负增长, 今年上半年华南市场的增长显得非常难得。

- **公司的几大市场中, 除了华北市场盈利水平下滑, 山东、华东、华南、东南等市场的毛利率均有不同幅度的提升。**
- **公司的啤酒毛利率微升。考虑到麦芽价格上半年大幅增长, 成本端并不具优势, 那么毛利率提升的主因应该是啤酒产品的提价和升级。** 20191H, 公司的啤酒毛利率达到 40.15%, 同比增 0.69 个百分点, 毛利率提升是由产品提价和升级所推动。今年 1 至 5 月, 进口麦芽价格指数同比上涨 20.5%, 国内啤酒企业以使用进口麦芽为主, 进口麦芽价格上涨导致上半年啤酒企业的成本承压。为了应对麦芽价格上升, 啤酒企业减少了麦芽进口: 今年 1 至 5 月, 国内进口麦芽数量指数同比下降 74.5%。进口麦芽价格在今年 4 月达到高点后于 5 月开始回落, 5 月环比跌幅达到 22.8%, 同时, 麦芽进口数量明显回升, 因而预计下半年啤酒企业的成本压力将减轻。我们的麦芽进口国主要有欧盟、东南亚、南非、日本、俄罗斯、阿联酋、伊朗和土耳其, 上半年从美国进口的麦芽金额在总量中的占比仅 0.58%, 进口麦芽价格的上涨与中美贸易摩擦关系并不大, 而更主要地受国际麦芽价格上涨的影响。
- **随着资本支出的递减, 公司的现金状况越来越好, 行业大规模并购期已经过去。** 自 2017 年以后, 公司用于购置固定资产等长期资产的现金支出已经持续大幅缩减, 相应地, 公司开始持有有一定规模的金融产品, 反映出公司的现金流极大地得到改善。从中也可以看出: 资产投入大的时候企业处于实体扩张期, 现金枯竭; 现金投资大的时候, 实体企业进入现金流丰水期, 行业中的新格局形成、竞争趋缓, 并购机会减少。
- **公司的市场份额持续提升, 产量增长和提价幅度远远高于行业整体水平, 公司的龙头红利刚刚显现, 这是我们看好公司长期投资价值的基本逻辑。** 20191H, 按照产销量口径, 公司的市占率达到 24.3%, 较上年同期又提升超过 2 个百分点。2017 年以后公司的啤酒市场占有率快速提升, 2017 年时公司的市占率是 18.11%, 此后一年半的时间内提升了 6.2 个百分点。20191H, 公司的产品单价提升 5.5%, 而全市场瓶装啤酒的单价提价幅度是 2.1%, 公司产品的提价幅度超出市场平均水平, 随着市占率提升, 公司对于市场的定价话语权在增强。啤酒市场经过长期激烈竞争之后, 行业格局趋于稳定, 龙头企业开始享有规模效益, 公司的市场利基和投资价值仍会不断的反映在未来的股价中。
- **公司的销售费用率下降很快, 并且将长期下行。因净利润对销售费用率较为敏感, 销售费用率下行对公司利润的释放力度很大。** 20191H, 公司的销售费用率为 18.06%, 较 2017 年同期下行了 2.35 个百分点。2017 年之后, 公司的销售费用率下降很快。随着公司市场占有率提升和销售规模扩大, 销售的边际投入在减少, 而投入效果在放大, 因而销售费用率在通过临界点后快速下降。净利润对销售费用率很敏感, 随着销售费用率长期下行, 公司净利润将会得以释放。由于费用控制良好, 20191H 公司的净利润率同比提升 1.22 个百分点, 达到 10.43%; 净资产收益率同比提升 1.47 个百分点, 达到 7.69%。公司目前的净利润率和股东回报率都达到了 2010 年以来的最高水平。

● 投资价值

我们预测公司 2019、2020、2021 年的每股收益分别为 1.49、1.65、1.83 元，对应 8 月 21 日收盘价 51.6 元，市盈率分别为 34.6、31.3、28.2 倍。给予公司 2020 年 35 倍市盈率，对应的目标价为 57.8 元，涨幅 11.9%，将公司由“买入”调降为“增持”评级。

● 风险提示：食品安全隐患；环保限产的潜在风险。

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	26277.1	26575.3	28985.7	31094.9	33135.6
增长比率	0.7%	1.1%	9.1%	7.3%	6.6%
净利润(百万元)	1263.0	1422.2	2008.5	2227.2	2475.6
增长比率	21.0%	12.6%	41.2%	10.9%	11.2%
每股收益(元)	0.93	1.05	1.49	1.65	1.83
市盈率(倍)	55.3	49.1	34.6	31.3	28.2

资料来源：贝格数据，中原证券

财务报表预测和估值数据汇总

利润表	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	财务指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	26277.1	26575.3	28985.7	31094.9	33135.6	成长性					
减: 营业成本	15,622.1	16,555.8	17,351.1	18,582.2	19,768.2	营业收入增长率	0.7%	1.1%	9.1%	7.3%	6.6%
营业税费	2,325.0	2,326.5	2,318.9	2,425.4	2,584.6	营业利润增长率	21.5%	19.3%	28.9%	9.1%	11.2%
销售费用	5,768.9	4,868.8	5,246.4	5,628.2	5,964.4	净利润增长率	21.0%	12.6%	41.2%	10.9%	11.2%
管理费用	1,244.3	1,386.4	1,478.3	1,523.6	1,590.5	EBITDA 增长率	0.3%	-0.8%	57.0%	10.2%	7.6%
财务费用	-370.0	-497.1	-369.0	-274.2	-345.8	EBIT 增长率	-1.4%	0.1%	97.5%	13.8%	9.8%
资产减值损失	10.7	147.0	14.5	15.5	16.6	NOPLAT 增长率	7.8%	15.8%	57.4%	17.0%	9.8%
加: 公允价值变动收益	0.1	54.2	60.0	70.0	80.0	投资资本增长率	-7.7%	-43.0%	-7.1%	273.6%	-92.9%
投资和汇兑收益	58.0	20.5	60.0	80.0	80.0	净资产增长率	5.3%	5.2%	6.1%	6.9%	7.1%
营业利润	1,992.2	2,377.6	3,065.5	3,344.1	3,717.1	利润率					
加: 营业外净收支	112.6	2.2	-	-	-	毛利率	40.5%	37.7%	40.1%	40.2%	40.3%
利润总额	2,104.8	2,379.8	3,065.5	3,344.1	3,717.1	营业利润率	7.6%	8.9%	10.6%	10.8%	11.2%
减: 所得税	722.6	818.8	858.3	869.5	966.5	净利润率	4.8%	5.4%	6.9%	7.2%	7.5%
净利润	1263.0	1422.2	2008.5	2227.2	2475.6	EBITDA/营业收入	9.6%	9.4%	13.6%	13.9%	14.1%
资产负债表	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	EBIT/营业收入	5.2%	5.1%	9.3%	9.9%	10.2%
货币资金	9,805.5	12,535.7	14,842.1	12,438.0	20,054.3	运营效率					
交易性金融资产	130.1	1,202.5	1,450.0	1,600.0	1,800.0	固定资产周转天数	154	144	126	110	94
应收帐款	403.2	-	257.7	18.7	275.8	流动营业资本周转天数	-82	-93	-113	-57	-57
应收票据	42.2	-	48.3	3.5	51.7	流动资产周转天数	183	216	237	224	243
预付帐款	116.4	173.6	19.2	187.2	32.4	应收帐款周转天数	5	3	2	2	2
存货	2,392.9	2,651.2	2,650.5	3,027.4	3,012.9	存货周转天数	33	34	33	33	33
其他流动资产	1,182.6	1,197.2	1,110.0	1,110.0	1,200.0	总资产周转天数	418	441	426	382	381
可供出售金融资产	0.6	-	0.6	0.6	0.6	投资资本周转天数	98	73	47	100	79
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	375.9	370.5	438.5	518.5	598.5	ROE	7.4%	7.9%	10.6%	11.1%	11.6%
投资性房地产	27.3	27.9	27.9	27.9	27.9	ROA	4.5%	4.6%	6.4%	7.9%	7.1%
固定资产	10,991.5	10,326.7	9,896.3	9,060.0	8,197.7	ROIC	14.3%	17.9%	49.6%	62.4%	18.3%
在建工程	200.1	379.9	-	-	-	费用率					
无形资产	2,776.2	2,599.7	2,375.5	2,151.3	1,927.1	销售费用率	22.0%	18.3%	18.1%	18.1%	18.0%
其他非流动资产	2,530.1	2,610.3	1,385.8	1,371.5	1,367.1	管理费用率	4.7%	5.2%	5.1%	4.9%	4.8%
资产总额	30,974.7	34,075.3	34,502.4	31,514.7	38,546.1	财务费用率	-1.4%	-1.9%	-1.3%	-0.9%	-1.0%
短期债务	282.5	296.2	200.0	6,528.8	200.0	三费/营业收入	25.3%	21.7%	21.9%	22.1%	21.8%
应付帐款	7,267.8	2,246.3	11,731.0	3,238.0	12,686.4	偿债能力					
应付票据	289.5	326.1	155.9	360.3	188.8	资产负债率	42.6%	45.2%	42.5%	32.7%	41.1%
其他流动负债	2,612.4	9,218.3	2,576.5	187.5	2,757.9	负债权益比	74.3%	82.3%	73.9%	48.7%	69.7%
长期借款	1.0	0.6	-	-	-	流动比率	1.35	1.47	1.39	1.78	1.67
其他非流动负债	2,746.9	3,297.8	-	-	-	速动比率	1.12	1.25	1.21	1.49	1.48
负债总额	13,200.2	15,385.3	14,663.4	10,314.5	15,833.1	利息保障倍数	-3.69	-2.75	-7.31	-11.20	-9.75
少数股东权益	629.3	719.5	918.1	1,165.6	1,440.7	分红指标					
股本	1,351.0	1,351.0	1,351.0	1,351.0	1,351.0	DPS(元)	0.42	0.48	0.67	0.82	0.92
留存收益	15,647.8	16,464.7	17,570.0	18,683.5	19,921.3	分红比率	44.9%	45.6%	45.0%	50.0%	50.0%
股东权益	17,774.5	18,690.0	19,839.1	21,200.1	22,713.0	股息收益率	0.8%	0.9%	1.3%	1.6%	1.8%
现金流量表	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	业绩和估值指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
净利润	1,382.3	1,561.0	2,008.5	2,227.2	2,475.6	EPS(元)	0.93	1.05	1.49	1.65	1.83
加: 折旧和摊销	1,178.6	1,153.4	1,234.5	1,260.5	1,286.5	BVPS(元)	12.69	13.30	14.01	14.83	15.75
资产减值准备	10.7	147.0	-	-	-	PE(X)	55.3	49.1	34.6	31.3	28.2
公允价值变动损失	-0.1	-54.2	60.0	70.0	80.0	PB(X)	4.1	3.9	3.7	3.5	3.3
财务费用	-395.0	-512.6	-369.0	-274.2	-345.8	P/FCF	38.5	15.9	31.9	-49.8	8.0
投资收益	-58.0	-20.5	-60.0	-80.0	-80.0	P/S	2.7	2.6	2.4	2.2	2.1
少数股东损益	119.2	138.8	198.6	247.5	275.1	EV/EBITDA	23.6	22.3	13.9	14.6	10.6
营运资金的变动	202.1	10,317.6	536.0	-10,924.4	11,625.8	CAGR(%)	21.4%	20.8%	41.2%	10.9%	11.2%
经营活动产生现金流量	2,223.5	3,992.0	3,608.7	-7,473.5	15,317.1	PEG	2.6	2.4	1.3	1.5	1.4
投资活动产生现金流量	-503.7	-816.7	-516.1	-420.0	-480.0	ROIC/WACC	1.4	1.7	4.7	6.0	1.8
融资活动产生现金流量	-533.2	-640.7	-786.3	5,489.4	-7,220.7	REP	6.3	8.3	3.2	0.8	29.2

资料来源: 贝格数据, 中原证券

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅-10%至10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券分析师执业资格，本人任职符合监管机构相关合规要求。本人基于认真审慎的职业态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑，独立、客观的制作本报告。本报告准确的反映了本人的研究观点，本人对报告内容和观点负责，保证报告信息来源合法合规。

重要声明

中原证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告由中原证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证所含的信息不会发生任何变更。本报告中的推测、预测、评估、建议均为报告发布日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收益可能会波动，过往的业绩表现也不应当作为未来证券或投资标的表现的依据和担保。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告所含观点和建议并未考虑投资者的具体投资目标、财务状况以及特殊需求，任何时候不应视为对特定投资者关于特定证券或投资标的的推荐。

本报告具有专业性，仅供专业投资者和合格投资者参考。根据《证券期货投资者适当性管理办法》相关规定，本报告作为资讯类服务属于低风险（R1）等级，普通投资者应在投资顾问指导下谨慎使用。

本报告版权归本公司所有，未经本公司书面授权，任何机构、个人不得刊载、转发本报告或本报告任何部分，不得以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的刊载、转发，本公司不承担任何刊载、转发责任。获得本公司书面授权的刊载、转发、引用，须在本公司允许的范围内使用，并注明报告出处、发布人、发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下简称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为其发送行为负责，提醒通过该种途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过该种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

特别声明

在合法合规的前提下，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头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问等各种服务。本公司资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或者建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到潜在的利益冲突，勿将本报告作为投资或者其他决定的唯一信赖依据。