

公司研究/季报点评

2019年10月29日

食品饮料/饮料制造 II

投资评级: 买入 (维持评级)

当前价格(元): 47.90
合理价格区间(元): 57.35~58.90

贺琪 执业证书编号: S0570515050002
研究员 0755-22660839
heqi@htsc.com

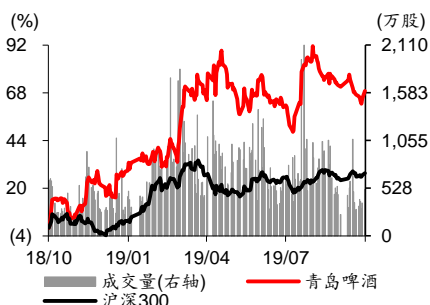
张晋溢 执业证书编号: S0570519030001
研究员 010-56793951
zhangjinyi@htsc.com

李晴 执业证书编号: S0570518110003
研究员 021-28972093
liqing3@htsc.com

相关研究

- 1 《青岛啤酒(600600 SH,买入): 业绩超预期, 二季度吨价提升明显》2019.08
- 2 《青岛啤酒(600600,买入): 销量增长超预期, 高端增长强劲》2019.04
- 3 《青岛啤酒(600600,买入): 推进产能整合, 调结构取得成效》2019.03

一年内股价走势图



资料来源: Wind

结构升级持续, 盈利能力提升

青岛啤酒(600600)

业绩符合预期, 收入+5.31%, 归母净利润+23.15%

青岛啤酒发布 2019 年三季报, 前三季度公司实现营业收入 248.97 亿元, 同比增长 5.31%; 实现归母净利润 25.86 亿元, 同比增长 23.15%; 实现扣非后归母净利润 22.98 亿元, 同比增长 27.55%。其中, 单三季度公司实现营业收入 83.46 亿元, 同比下滑 1.66%, 实现归母净利润 9.55 亿元, 同比增长 19.78%, 三季报收入增速低于预期, 净利润增速符合预期。我们预计 2019-2021 年 EPS 分别为 1.30 元、1.50 元和 1.79 元, 维持“买入”评级。

Q3 销量表现疲弱拖累收入增长

2019 年前三季度青岛啤酒实现销量 719.5 万千升, 同比增长 0.07%; Q3 单季实现销量 246.5 万千升, 同比下滑 5.92%。Q3 由于天气因素及啤酒行业夜场渠道整体表现疲软等原因影响, 公司单季销量出现下滑。Q4 啤酒消费进入淡季, 预计公司全年销量增速有望保持正增长。

持续推进产品结构升级, 吨价同比提升 5.24%

2019 年前三季度公司啤酒产品吨价为 3460 元, 同比提高 5.24%, 其中 Q3 吨价同比提升 4.52%。我们认为公司吨价提升主要受益于: 1) 18 年以来公司为应对原材料价格上涨而进行的产品直接提价在 18 年分阶段落实, 19 年提价效应逐步显现; 2) 产品结构升级继续推进, 19 年 1-9 月公司定位于中高端的青岛主品牌共实现销量 353.1 万千升, 同比增长 3.1%, 崂山等其他低端产品实现销量 366.4 万千升, 同比下滑 2.8%; 3) 增值税降税对收入、利润产生正向影响。

产能优化及结构升级助力盈利能力提升

报告期, 公司净利率为 10.4%, 较去年同期提高 1.50 pct。2019 年前三季度毛利率为 40.19%, 同比提高 0.94 个百分点, 主要系吨价提升及产能优化效果显现所致。前三季度公司销售费用率为 17.4%, 同比提升 0.52 个百分点; 管理费用率为 3.59%, 同比下降 0.24 个百分点。19Q3 由于去年同期个别子公司计提固定资产减值损失及处置固定资产, 资产减值损失减少 5187 万元, 资产处置收益减少 4550 万元。19Q3 公司所得税税率为 24.91%, 同比降低 4.73 个百分点。

受益于消费升级, 维持“买入”评级

啤酒企业今年受益于 4 月以来增值税降税措施的实施, 青岛啤酒具备较强的品牌影响力。我们预计未来 3 年公司将持续受益于行业产品结构加速升级及公司自身的产能优化, 盈利能力有望继续提升, 因此上调 2020 年、2021 年盈利预测。我们预计 19-21 年 EPS 分别为 1.30 元、1.55 元(前值 1.47 元)和 1.79 元(前值 1.69 元), YOY 分别为 23.50%、19.24%和 15.63%, 可比公司 2020 年平均 PE 估值水平为 44 倍, 结合公司实际业绩增长情况, 给予公司 2020 年 37-38 倍 PE 估值, 目标价 57.35-58.90 元, 维持“买入”评级。

风险提示: 食品安全问题, 原材料价格波动的风险, 产能消化风险。

公司基本资料

总股本(百万股)	1,351
流通 A 股(百万股)	695.91
52 周内股价区间(元)	28.69-54.30
总市值(百万元)	64,712
总资产(百万元)	36,578
每股净资产(元)	14.73

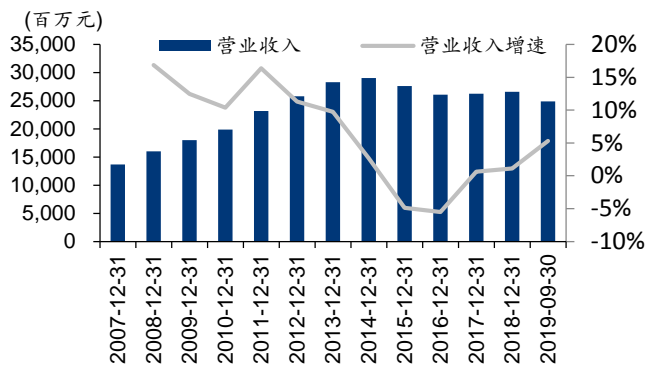
资料来源: 公司公告

经营预测指标与估值

会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	26,277	26,575	27,677	28,621	29,574
+/-%	0.65	1.13	4.14	3.41	3.33
归属母公司净利润(百万元)	1,263	1,422	1,756	2,094	2,422
+/-%	21.04	12.60	23.50	19.24	15.63
EPS(元, 最新摊薄)	0.93	1.05	1.30	1.55	1.79
PE(倍)	51.24	45.50	36.84	30.90	26.72

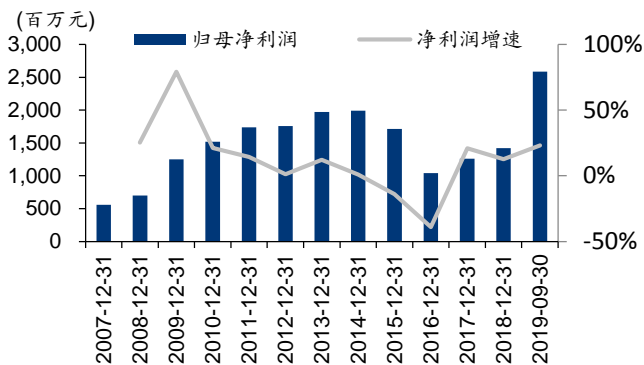
资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

图表1：2007-2019年前三季度青岛啤酒营业收入及增速（百万元）



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表2：2007-2019年前三季度青岛啤酒归母净利润及增速（百万元）



资料来源：Wind，华泰证券研究所

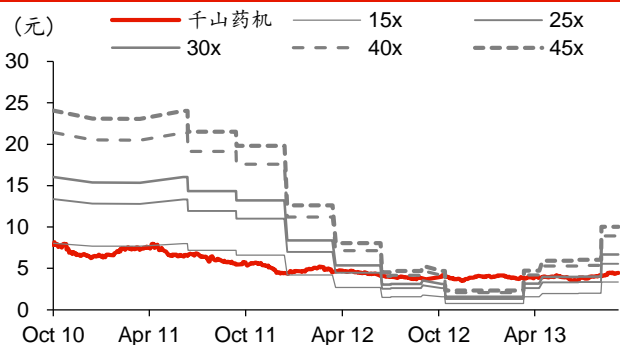
图表3：青岛啤酒可比公司估值表（截至2019/10/28，根据Wind一致预期）

股票简称	收盘价	EPS (元)			PE (倍)		
		2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E
华润啤酒	40.90	0.58	0.94	1.25	71	43	33
燕京啤酒	5.87	0.08	0.09	-	74	66	-
山西汾酒	83.85	2.21	2.76	3.33	38	30	25
海天味业	107.04	1.95	2.32	2.75	55	46	39
重庆啤酒	40.49	1.19	1.19	1.36	34	34	30
平均					54	44	32

资料来源：Wind，华泰证券研究所

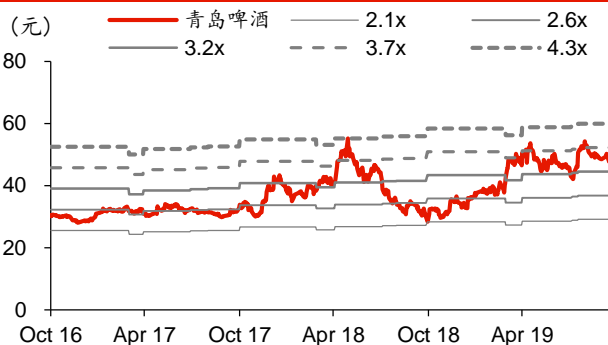
PE/PB – Bands

图表4：青岛啤酒历史 PE-Bands



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表5：青岛啤酒历史 PB-Bands



资料来源：Wind，华泰证券研究所

盈利预测

资产负债表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	14,073	17,760	15,111	18,397	22,269
现金	9,805	12,536	10,073	13,079	16,809
应收账款	0.00	110.71	49.68	52.43	55.75
其他应收账款	348.40	297.78	337.15	354.73	356.44
预付账款	116.39	173.56	117.24	106.80	121.95
存货	2,393	2,651	2,499	2,585	2,722
其他流动资产	1,410	1,991	2,035	2,219	2,204
非流动资产	16,902	16,315	15,410	14,478	13,534
长期投资	375.90	370.49	373.80	373.05	372.87
固定投资	10,994	10,327	9,970	9,315	8,619
无形资产	2,776	2,600	2,396	2,141	1,890
其他非流动资产	2,756	3,018	2,671	2,649	2,651
资产总计	30,975	34,075	30,521	32,875	35,802
流动负债	10,452	12,087	11,118	11,835	12,722
短期借款	282.53	296.16	296.16	296.16	296.16
应付账款	2,373	2,246	2,411	2,476	2,506
其他流动负债	7,796	9,544	8,411	9,063	9,920
非流动负债	2,748	3,298	2,904	2,932	3,023
长期借款	1.05	0.63	0.63	0.63	0.63
其他非流动负债	2,747	3,298	2,903	2,932	3,023
负债合计	13,200	15,385	14,021	14,768	15,746
少数股东权益	629.28	719.48	811.44	918.45	1,040
股本	1,351	1,351	1,351	1,351	1,351
资本公积	3,444	3,444	0.00	0.00	0.00
留存公积	12,204	13,020	14,283	15,729	17,502
归属母公司股东权益	17,145	17,970	15,688	17,188	19,016
负债和股东权益	30,975	34,075	30,521	32,875	35,802

现金流量表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金	2,312	3,992	1,674	3,283	3,899
净利润	1,382	1,561	1,848	2,201	2,544
折旧摊销	1,179	1,153	1,092	1,124	1,143
财务费用	(370.02)	(497.12)	(445.79)	(457.03)	(596.46)
投资损失	(57.99)	(20.52)	(38.00)	(40.00)	(39.33)
营运资金变动	489.13	2,081	(973.95)	461.80	779.65
其他经营现金	(309.81)	(285.67)	191.84	(7.42)	67.54
投资活动现金	(592.33)	(816.74)	(490.75)	(85.07)	(116.33)
资本支出	888.19	761.80	336.44	149.25	175.06
长期投资	69.99	425.00	4.41	0.89	(0.62)
其他投资现金	365.86	370.05	(149.90)	65.07	58.11
筹资活动现金	(533.17)	(640.73)	(3,646)	(191.67)	(52.06)
短期借款	(19.81)	13.62	0.00	0.00	0.00
长期借款	(0.33)	(0.42)	0.00	0.00	0.00
普通股增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	(0.01)	0.00	(3,444)	0.00	0.00
其他筹资现金	(513.03)	(653.94)	(202.25)	(191.67)	(52.06)
现金净增加额	1,172	2,551	(2,463)	3,006	3,730

利润表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	26,277	26,575	27,677	28,621	29,574
营业成本	15,622	16,556	16,933	17,319	17,716
营业税金及附加	2,325	2,327	2,408	2,490	2,576
营业费用	5,769	4,869	4,926	5,009	5,176
管理费用	1,226	1,386	1,384	1,374	1,390
财务费用	(370.02)	(497.12)	(445.79)	(457.03)	(596.46)
资产减值损失	10.72	147.03	50.00	40.00	43.33
公允价值变动收益	0.12	54.17	54.17	54.17	54.17
投资净收益	57.99	20.52	38.00	40.00	39.33
营业利润	2,115	2,378	2,623	3,054	3,481
营业外收入	22.88	15.92	18.24	17.47	17.73
营业外支出	33.03	13.72	13.72	13.72	13.72
利润总额	2,105	2,380	2,627	3,057	3,485
所得税	722.56	818.76	779.03	856.09	940.84
净利润	1,382	1,561	1,848	2,201	2,544
少数股东损益	119.24	138.81	91.96	107.01	121.96
归属母公司净利润	1,263	1,422	1,756	2,094	2,422
EBITDA	2,924	3,034	3,269	3,720	4,028
EPS (元, 基本)	0.93	1.05	1.30	1.55	1.79

主要财务比率

会计年度 (%)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入	0.65	1.13	4.14	3.41	3.33
营业利润	49.29	12.42	10.32	16.43	13.98
归属母公司净利润	21.04	12.60	23.50	19.24	15.63
获利能力 (%)					
毛利率	40.55	37.70	38.82	39.49	40.10
净利率	4.81	5.35	6.35	7.32	8.19
ROE	7.37	7.91	11.20	12.18	12.74
ROIC	13.28	19.72	23.97	37.54	65.55
偿债能力					
资产负债率 (%)	42.62	45.15	45.94	44.92	43.98
净负债比率 (%)	2.15	1.93	2.12	2.01	1.89
流动比率	1.35	1.47	1.36	1.55	1.75
速动比率	1.12	1.25	1.13	1.34	1.54
营运能力					
总资产周转率	0.86	0.82	0.86	0.90	0.86
应收账款周转率	102.84	174.99	244.93	244.08	243.98
应付账款周转率	7.06	7.17	7.27	7.09	7.11
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.93	1.05	1.30	1.55	1.79
每股经营现金流(最新摊薄)	1.71	2.95	1.24	2.43	2.89
每股净资产(最新摊薄)	12.69	13.30	11.61	12.72	14.08
估值比率					
PE (倍)	51.24	45.50	36.84	30.90	26.72
PB (倍)	3.77	3.60	4.12	3.76	3.40
EV_EBITDA (倍)	17.63	16.98	15.76	13.85	12.79

资料来源:公司公告,华泰证券研究所预测

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，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波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。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头寸并进行交易，也可能为之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。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门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。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2019 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一报告发布日后的6个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

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

公司评级体系

一报告发布日后的6个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准20%以上

增持股价超越基准5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准5%-20%

卖出股价弱于基准20%以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层
 邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com