

证券研究报告—动态报告

食品饮料

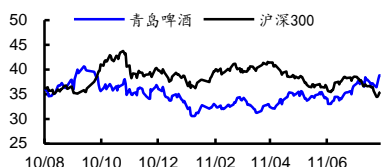
饮料

青岛啤酒(600600)
推荐

2011 年半年报点评

(维持评级)

2011 年 8 月 15 日

一年该股与沪深 300 走势比较

股票数据

总股本(百万股)	1,351.0/278.5
总市值(百万元)	52,364.1/36,185.9
沪深 300/深圳成指	2,593.17/11,651.29
12 个月最高/最低(元)	40.67/30.57

相关研究报告:

《青岛啤酒-600600-成本见顶估值见底, 销量给力 12 年发力》——2011-7-19

《青岛啤酒-600600-行业整合破冰, 提价窗口迫近》——2010-12-8

《青岛啤酒-600600-中报点评: 销量稍逊, 产能扩张预期加强》——2010-8-15

《青岛啤酒 09 年报点评: 资产计提见底, 投入将显著加强》——2010-4-9

证券分析师: 黄茂

电话: 0755-82138922

E-mail: huangmao@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编号: S0980510120030

半年报点评

高成本无压力, 低费用急扩张

●上半年净利润增长 22%

公司上半年实现收入 120 亿元, 产量 375 万千升, 均增长 21%。实现净利润 9.9 亿元, 合 EPS0.73 元, 增长 22%。销售费用率的大幅下降抵消了毛利率的下降和所得税的上升, 盈利略低于我们早前的预期, 主要是二季度所得税偏高。

●成本压力并未超出控制, 提价效应尚未体现

虽然大麦成本从去年的 230 美元上升到 350 美元/吨, 但二季度吨酒综合成本同比仅上升了 3-3.5% (扣除新粮麦后, 下同), 明显低于 5-6% 的理论值, 显示公司良好的成本控制能力。二季度公司销售单价同比微降, 而同期主品牌占比上升, 加上已经提价, 公司未来单价应有提升空间。

●低成本扩张模式, EBIT 利润率不降反升

公司新一轮的产能扩张主要依赖既有产能扩建, 充分利用既有渠道, 营销费用率预计下降。上半年公司的广告和促销费用增长均不到 6%, 并使得二季度公司 EBIT 利润率不降反升。

●短期看成本和放量, 长线看渠道利润压缩

14 年销量超 1000 万千升的规划及美债危机带动国际农产品价格回落预期, 是短期业绩的支撑点。但是我们注意到啤酒餐饮终端价格通常是出厂价的 2-4 倍, 商超终端也有 2 倍左右, 远大于白酒, 行业利润基本被渠道所蚕食。随着啤酒行业整合进入后期, 丰厚的渠道差距才是行业中长期的利润来源。

●风险提示

大麦价格易受国际大宗农产品价格波动影响, 公司业绩释放动力。

●所得税影响有限, 维持“推荐”

09 年以来公司损失计提已大幅减少, 短期的所得税率上升难以持续。我们预计公司 11-13 年 EPS 分别为 1.40、1.87 和 2.40 元, 目前股价对应 PE 分别为 28、21 和 16 倍, 目前估值处于公司历史低位, 维持“推荐”评级。

盈利预测和财务指标

	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	18,026.11	19,897.83	24,439	28,808	33,849
(+/-%)	12.50%	10.38%	22.8%	17.9%	17.5%
净利润(百万元)	1,250.01	1,520.48	1889	2531	3239
(+/-%)	78.69%	21.64%	24.2%	34.0%	28.0%
每股收益(元)	0.93	1.13	1.40	1.87	2.40
EBIT Margin	10.18%	11.09%	10.22%	11.89%	12.98%
净资产收益率 (ROE)	14.90%	15.83%	17.29%	19.93%	21.88%
市盈率 (PE)	41.89	34.44	27.7	20.7	16.2
EV/EBITDA	22.55	19.47	19.9	14.7	11.5
市净率 (PB)	6.24	5.45	4.8	4.1	3.5

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

附表 1: 财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2010	2011E	2012E	2013E		2010	2011E	2012E	2013E
现金及现金等价物	7598	7409	6881	6669	营业收入	19898	24439	28808	33849
应收款项	291	335	395	464	营业成本	11234	13973	16077	18657
存货净额	1942	2538	2903	3340	营业税金及附加	1663	2077	2449	2877
其他流动资产	63	489	576	677	销售费用	3918	4643	5416	6262
流动资产合计	9895	10770	10754	11150	管理费用	1079	1290	1484	1703
固定资产	5797	7970	10903	14119	财务费用	5	(35)	(40)	(44)
无形资产及其他	1319	1275	1231	1187	投资收益	10	10	10	10
投资性房地产	614	614	614	614	资产减值及公允价值变动	(72)	(60)	(55)	(50)
长期股权投资	153	153	153	153	其他收入	(0)	0	0	0
资产总计	17777	20782	23655	27223	营业利润	1936	2440	3377	4354
短期借款及交易性金融负债	214	200	0	0	营业外净收支	187	200	150	150
应付款项	1333	1692	1935	2227	利润总额	2123	2640	3527	4504
其他流动负债	4468	5545	6374	7342	所得税费用	539	675	896	1138
流动负债合计	6016	7437	8309	9569	少数股东损益	64	77	101	126
长期借款及应付债券	1275	1275	1275	1275	归属于母公司净利润	1520	1889	2531	3239
其他长期负债	766	966	1116	1216					
长期负债合计	2042	2242	2392	2492	现金流量表 (百万元)				
负债合计	8057	9679	10700	12061	净利润	1520	1889	2531	3239
少数股东权益	117	178	258	359	资产减值准备	4	(72)	0	0
股东权益	9603	10925	12697	14802	折旧摊销	556	656	912	1259
负债和股东权益总计	17777	20782	23655	27223	公允价值变动损失	72	60	55	50
					财务费用	5	(35)	(40)	(44)
					营运资本变动	1415	505	709	753
					其它	49	133	80	101
					经营活动现金流	3616	3171	4288	5402
					资本开支	(612)	(2779)	(3857)	(4480)
					其它投资现金流	0	0	0	0
					投资活动现金流	(612)	(2779)	(3857)	(4480)
					权益性融资	0	0	0	0
					负债净变化	(18)	0	0	0
					支付股利、利息	(262)	(567)	(759)	(1134)
					其它融资现金流	(198)	(14)	(200)	0
					融资活动现金流	(757)	(581)	(959)	(1134)
					现金净变动	2247	(189)	(528)	(212)
					货币资金的期初余额	5351	7598	7409	6881
					货币资金的期末余额	7598	7409	6881	6669
					企业自由现金流	3195	223	301	794
					权益自由现金流	2979	235	131	827

关键财务与估值指标				
	2010	2011E	2012E	2013E
每股收益	1.13	1.40	1.87	2.40
每股红利	0.19	0.42	0.56	0.84
每股净资产	7.11	8.09	9.40	10.96
ROS	8%	8%	9%	10%
ROE	16%	17%	20%	22%
毛利率	44%	43%	44%	45%
EBIT Margin	10%	10%	12%	13%
EBITDA Margin	13%	13%	15%	17%
收入增长	10%	23%	18%	17%
净利润增长率	21%	24%	34%	28%
资产负债率	46%	47%	46%	46%
息率	0.5%	1.1%	1.5%	2.2%
P/E	34.4	27.7	20.7	16.2
P/B	5.5	4.8	4.1	3.5
EV/EBITDA	23.6	19.9	14.7	11.5

资料来源: 国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10%之间
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

风险提示

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所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业务服务。本报告版权归国信证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。

证券投资咨询业务的说明

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所团队成员

宏观		固定收益		策略	
周炳林	0755-82130638	李怀定	021-60933152	黄学军	021-60933142
林松立	010-66026312	侯慧娣	021-60875161	林丽梅	021-60933157
崔嵘	021-60933159	张旭	010-66026340		
				技术分析	
				闫莉	010-88005316
交通运输		银行		房地产	
郑武	0755-82130422	邱志承	021-60875167	方焱	0755-82130648
陈建生	0755-82133766	黄飙	0755-82133476	区瑞明	0755-82130678
岳鑫	0755-82130432	谈焯	010-66025229	黄道立	0755-82133397
周俊	0755-82130833-6215				
糜怀清					
商业贸易		汽车及零配件		钢铁及新材料	
孙菲菲	0755-82130722	左涛	021-60933164	郑东	010-66025270
祝彬	021-60933156			秦波	010-66026317
常伟				郭莹	010-88005303
机械		基础化工		医药	
郑武	0755-82130422	刘旭明	010-66025272	贺平鸽	0755-82133396
陈玲	0755-82130646	张栋梁	0755-82130532	丁丹	0755-82139908
杨森	0755-82133343	罗洋	0755-82150633	杜佐远	0755-82130473
后立尧	010-88005327	吴琳琳	0755-82130833-1867	谭权胜	0755-82136019
		梁丹	0755-82134323	胡博新	0755-82133263
				刘勃	0755-82130833-1845
电力设备与新能源		传媒		有色金属	
杨敬梅	021-60933160	陈财茂	010-88005322	彭波	0755-82133909
张弢	010-88005311	刘明	010-88005319	谢鸿鹤	0755-82130646
				龙飞	
电力与公用事业		非银行金融		通信	
徐颖真	021-60875162	邵子钦	0755-82130468	严平	021-60875165
谢达成	021-60933161	田良	0755-82130513	唐俊杰	021-60875160
		童成敦	0755-82130513		
造纸		家电		计算机	
李世新	0755-82130565	王念春	0755-82130407	段迎晟	0755-82130761
邵达	0755-82130706	黄海培	021-60933150	欧阳仕华	0755-82151833
电子元器件		纺织服装		农业	
段迎晟	0755-82130761	方军平	021-60933158	张如	021-60933151
高耀华	0755-82130771				
熊丹					
建材		旅游		食品饮料	
郑东	010-66025270	曾光	0755-82150809	黄茂	0755-82138922
马彦	010-88005304				
建筑		新兴产业		研究支持	
邱波	0755-82133390	陈健	010-66022025	沈瑞	0755-82132998
刘萍	0755-82130678	李筱筠	010-66026326	雷达	0755-82132098
		孙伟	010-66026320	余辉	0755-82130741
				王越明	0755-82130478
量化投资产品		基金评价与研究		量化投资策略	
焦健	0755-82133928	杨涛	0755-82133339	葛新元	0755-82133332
阳瑾	0755-82133538	康亢	010-66026337	董艺婷	021-60933155
周琦	0755-82133568	刘舒宇	0755-82133568	程景佳	010-88005326
邓岳	0755-82150533	李腾	0755-82130833-6223	郑云	021-60875163
		刘洋	0755-82150566	毛甜	021-60933154
		潘小果	0755-82130843	李荣兴	021-60933165
		蔡乐祥	0755-82130833-1368	郑亚斌	
		钱晶	0755-82130833-1367		
量化交易策略与技术		数据与系统支持			

戴 军	0755-82133129	赵斯尘	021-60875174
黄志文	0755-82133928	徐左乾	0755-82133090
彭甘霖	0755-82133259	李扬之	0755-82136165
秦国文	0755-82133528	陈爱华	0755-82133397
韦 敏	0755-82130833-3772	袁 剑	0755-82139918
张璐楠	0755-82130833- 1379		

国信证券机构销售团队

华北区 (机构销售一部)	华东区 (机构销售二部)	华南区 (机构销售三部)
王立法 010-66026352 13910524551 wanglf@guosen.com.cn	盛建平 021-60875169 15821778133 shengjp@guosen.com.cn	魏 宁 0755-82133492 13823515980 weining@guosen.com.cn
王晓建 010-66026342 13701099132 wangxj@guosen.com.cn	马小丹 021-60875172 13801832154 maxd@guosen.com.cn	邵燕芳 0755-82133148 13480668226 shaoyf@guosen.com.cn
焦 戡 010-66026343 13601094018 jiaojian@guosen.com.cn	郑 毅 021-60875171 13795229060 zhengyi@guosen.com.cn	林 莉 0755-82133197 13824397011 linli2@guosen.com.cn
李文英 010-88005334 13910793700 liwying@guosen.com.cn	黄胜蓝 021-60875166 13761873797 huangsl@guosen.com.cn	王昊文 0755-82130818 18925287888 wanghaow@guosen.com.cn
赵海英 010-66025249 13810917275 zhaohy@guosen.com.cn	刘 塑 021-60875177 13817906789 liusu@guosen.com.cn	甘 墨 0755-82133456 15013851021 ganmo@guosen.com.cn
原 祎 010-88005332 15910551936 yuanyi@guosen.com.cn	叶琳菲 021-60875178 13817758288 yelf@guosen.com.cn	段莉娟 0755-82130509 18675575010 duanlj@guosen.com.cn
	孔华强 021-60875170 13681669123 konghq@guosen.com.cn	徐 冉 0755-82130655 13632580795 xuran1@guosen.com.cn
		颜小燕 0755-82133147 13590436977 yanxy@guosen.com.cn
		赵晓曦 0755-82134356 15999667170 zhaoxxi@guosen.com.cn
		郑 灿 0755-82133043 13421837630 zhengcan@guosen.com.cn