

青岛啤酒 (600600)

增持/维持评级

股价: RMB33.07

分析师

洪婷

SAC 执业证书编号:S1000510120012

(021)6849 8639

hongting@mail.htlhsc.com.cn

蒋小东

SAC 执业证书编号:S1000510120031

(021)6849 8615

jiangxiaodong@mail.htlhsc.com.cn

逄海燕

SAC 执业证书编号:S1000510120030

(021)6849 8615

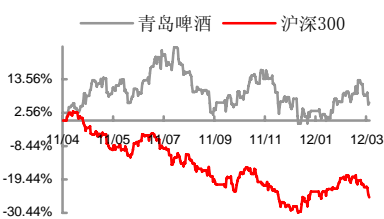
luhy@mail.htlhsc.com.cn

相关研究

基础数据

总股本(百万股)	1,351
流通 A 股(百万股)	696
流通 B 股(百万股)	0
可转债(百万元)	
流通 A 股市值(百万元)	23,014

最近 52 周股价走势图



资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

业绩符合预期, 静待成本下降

——青岛啤酒 2011 年年报点评

- 公司 2011 年全年实现营业收入 231.58 亿元, 同比增长 16.38%, 实现利润总额 24.55 亿元, 同比增长 15.62%, 实现归属于母公司净利润 17.38 亿元, 同比增长 14.30%, 每股收益 1.28 元, 基本符合我们之前 1.30 元的盈利预测。公司公告利润分配方案: 每 10 股派 2.6 元现金。
- 公司啤酒销量略好于行业平均水平推动公司收入稳定增长。公司 2011 年实现啤酒销售 715 万千升, 同比增长 12.6%, 略高于行业 10.67% 的行业平均水平。其中主品牌销量 399 万升, 销售占比继续提升, 从 54.8% 上升到 55.8%, 部分主产品价格的提升以及产品结构的上升推动公司收入增速超过销售量的增速。
- 原材料价格及人工成本的提升影响公司毛利率, 2012 年或能逐步恢复。2011 年上半年开始公司的主要原材料大麦的价格出现较大幅度的上升, 进口价格上升了将近 40%, 另一方面随着国内 CPI 的上升, 其他原材料的价格以及人工成本也出现一定幅度的上升, 使得公司的吨酒成本从 2010 年的 1739 元/千升上升到 1840 元/千升, 提升了 5.82%, 虽然吨酒价格也上升了 3.21%, 但是公司啤酒的毛利率还是下降 1.8 个百分点到 33.4%。但是我们也看到 2011 年下半年大麦价格出现下行, 而公司的吨酒成本从 2011 年中期开始并未出现明显上升, 我们预计 2012 年随着公司对产品结构及价格的调整, 公司的毛利率将有恢复可能, 助推业绩提升。
- “大客户+微观运营”的营销模式以及公司的新建、扩建和并购产能将持续推动公司收入和业绩持续稳定增长。目前啤酒行业接近饱和, 行业整体增长空间较小, 公司的营销模式将帮助公司做深做透现有市场, 同时其新建扩建及收购产能将帮助公司实现市场占有率的提升, 我们认为这些政策将帮助公司实现收入和业绩的稳定增长。
- 盈利预测和投资建议。公司 2014 年的销量目标为 1000 万千升, 为实现该目标公司 2012-2014 年销量的复合增速至少在 12%, 另一方面随着公司产品结构及价格的稳步提升, 以及原料价格的下降, 公司 2012 业绩的增速将有望实现提升, 我们预计公司 2012-2014 年的 EPS 分别为 1.60、1.97 和 2.38 元, PE 为 20、17、14 倍, 估值较为安全, 维持增持。
- 风险提示: 原材料价格下降幅度低于预期。

经营预测与估值	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入(百万元)	23158.1	26403.0	30111.0	34193.0
(+/-%)	16.4	14.0	14.0	13.6
归属母公司净利润(百万元)	1737.9	2164.0	2657.0	3221.0
(+/-%)	14.3	24.5	22.8	21.2
EPS(元)	1.29	1.60	1.97	2.38
P/E(倍)	25.7	20.4	16.6	13.7

资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2011	2012E	2013E	2014E	会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
流动资产	9583	11402	11033	13831	营业收入	23158	26403	30111	34193
现金	6108	5281	4517	6480	营业成本	13417	15070	17013	19126
应收账款	88	400	414	425	营业税金及附加	2024	2112	2409	2735
其他应收款	114	289	311	343	营业费用	4415	5030	5661	6360
预付账款	273	234	229	257	管理费用	1184	1347	1506	1675
存货	2718	3194	3275	3729	财务费用	-36	0	0	0
其他流动资产	282	2005	2287	2597	资产减值损失	17	0	0	0
非流动资产	12051	9813	9429	9028	公允价值变动收	0	0	0	0
长期投资	152	0	0	0	投资净收益	4	0	0	0
固定资产	7205	6820	6241	5501	营业利润	2142	2845	3523	4297
无形资产	2379	2651	2987	3400	营业外收入	470	247	266	288
其他非流动资产	2315	0	201	127	营业外支出	156	70	76	85
资产总计	21634	21216	20461	22859	利润总额	2455	3023	3712	4500
流动负债	7156	10788	7287	6354	所得税	657	786	965	1170
短期借款	163	5723	1764	211	净利润	1798	2237	2747	3330
应付账款	1662	1756	1938	2232	少数股东损益	60	73	90	109
其他流动负债	5331	3309	3585	3912	归属母公司净利	1738	2164	2657	3221
非流动负债	3201	454	454	454	EBITDA	2803	3830	4554	5358
长期借款	454	454	454	454	EPS (元)	1.29	1.60	1.97	2.38
其他非流动负	2747	0	0	0					
负债合计	10357	11243	7741	6808	主要财务比率				
少数股东权益	166	240	330	440	会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
股本	1351	1351	1351	1351	成长能力				
资本公积	4018	494	494	494	营业收入	16.4%	14.0%	14.0%	13.6%
留存收益	5724	7888	10545	13766	营业利润	10.6%	32.9%	23.8%	22.0%
归属母公司股	11110	9733	12390	15611	归属母公司净利	14.3%	24.5%	22.8%	21.2%
负债和股东权	21634	21216	20461	22859	获利能力				
					毛利率(%)	42.1%	42.9%	43.5%	44.1%
					净利率(%)	7.5%	8.2%	8.8%	9.4%
					ROE(%)	15.6%	22.2%	21.4%	20.6%
					ROIC(%)	20.3%	19.4%	25.0%	31.0%
					偿债能力				
					资产负债率(%)	47.9%	53.0%	37.8%	29.8%
					净负债比率(%)	5.98%	54.94	28.65	9.77%
					流动比率	1.34	1.06	1.51	2.18
					速动比率	0.96	0.76	1.06	1.59
					营运能力				
					总资产周转率	1.18	1.23	1.44	1.58
					应收账款周转率	109	108	74	82
					应付账款周转率	9.17	8.82	9.21	9.17
					每股指标(元)				
					每股收益(最新)	1.29	1.60	1.97	2.38
					每股经营现金流	1.39	-1.62	2.84	3.09
					每股净资产(最	8.22	7.20	9.17	11.56
					估值比率				
					P/E	25.36	20.37	16.59	13.68
					P/B	3.97	4.53	3.56	2.82
					EV/EBITDA	14	10	9	7

数据来源: 华泰联合证券研究所



华泰联合证券评级标准:

时间段 报告发布之日起6个月内
基准市场指数 沪深300(以下简称基准)

股票评级

买入 股价超越基准20%以上
增持 股价超越基准10%-20%
中性 股价相对基准波动在±10%之间
减持 股价弱于基准10%-20%
卖出 股价弱于基准20%以上

行业评级

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

深圳

深圳市福田区深南大道4011号香港中旅大厦25层
邮政编码: 518048

电话: 86 755 8249 3932
传真: 86 755 8249 2062
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn

上海

上海浦东银城中路68号时代金融中心45层
邮政编码: 200120

电话: 86 21 5010 6028
传真: 86 21 6849 8501
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn

免责声明

本报告仅供华泰联合证券有限责任公司(以下简称“华泰联合”)签约客户使用。华泰联合不因接收到本报告而视其为华泰联合的客户。客户应当认识到有关本报告的短信、邮件提示及电话推荐仅为研究观点的简要沟通,对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于华泰联合认为可靠的、已公开的信息编制,但华泰联合不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断,本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动,涉及证券或投资标的的以往表现不应作为日后表现的保证。在不同时期,或因使用不同假设和标准,采用不同观点和分析方法,致使华泰联合发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告,对此华泰联合可不发出特别通知。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给了华泰联合客户作参考之用,在任何情况下并不构成私人咨询建议,也没有考虑到个别客户的投资目标或财务状况;同时并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的广告、要约或向人作出的要约邀请。

市场有风险,投资需谨慎。本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售,投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估,并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求,必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下,华泰联合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。

华泰联合是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资咨询、投资管理等多项业务的全国性综合类证券公司。在法律许可的情况下,华泰联合投资业务部门可能会持有报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易,可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务,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。华泰联合的投资顾问、销售人员、交易人员以及其他类别专业人士可能会依据不同的信息来源、不同假设和标准,采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰联合没有将此意见及建议向本报告所有接收者进行更新的义务。华泰联合利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门、集团或关联机构间的信息流动。撰写本报告的证券分析师的薪酬由研究部门管理层和公司高级管理层全权决定,分析师的薪酬不是基于华泰联合投资银行收入而定,但是分析师的薪酬可能与投行整体收入有关,其中包括投行、销售与交易业务。

华泰联合的研究报告主要以电子版形式分发,间或也会辅以印刷品形式分发。华泰联合向所有客户同时分发电子版研究报告。华泰联合对本报告具有完全知识产权,未经华泰联合事先书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。若华泰联合以外的机构向其客户发放本报告,则由该机构独自为此发送行为负责,华泰联合对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华泰联合向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

©版权所有 2012年 华泰联合证券有限责任公司