

青岛啤酒 (600600)

Q1小幅增长，全年增速前低后高

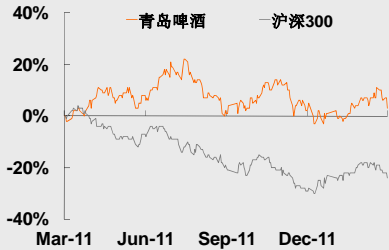
推荐 (维持)

现价: 34.77 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/1.08%
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)	696
流通 B/H 股(百万股)	655
总市值 (亿元)	457.98
流通 A 股市值(亿元)	235.91
每股净资产(元)	8.17
资产负债率(%)	48.9

行情走势图



相关研究报告

《坚实成长，2012有相对收益机会》——啤酒行业深度报告

证券分析师

文 献 CFA 食品饮料首席研究员

投资咨询资格编号: S1060209040123
0755-22627143
wenxian@pasc.com.cn
汤玮亮

投资咨询资格编号: S0260511020009
tangweiliang978@pasc.com.cn

丁芸洁

投资咨询资格编号: S1060512040003
dingyunjie640@pingan.com.cn

研究助理

解睿

一般证券从业资格编号: S1060110070210
0755-22621631
xierui097@pingan.com.cn

投资要点

事项: 青岛啤酒发布了 2012 年一季报。报告期内，公司实现营业收入 56.0 亿元，同比增长 6.8%；实现归属于母公司股东净利润 4.5 亿元，同比增长 14.5%；基本每股收益为 0.33 元，每股净资产为 8.56 元。

■ Q1 收入增速符合预期，利润增速略超预期

公司 Q1 收入增速符合我们的预期，净利润增速略超预期，主要原因是：1、尽管毛利率依然处于 39% 的低点，但是环比去年四季度大幅提升了 2 个百分点；2、费用率的下降超出我们预期，销售费用率同比下降 4 个百分点至 17%，财务费用率同比下降 0.8 个百分点至 -0.8%。我们认为，随着消费旺季及奥运会的到来，公司的销售费用投入将会大幅增长，全年来看销售费用率仍会维持在 19% 左右，所以依然维持对于公司年度业绩的预测。

■ 增长高于行业，市占率稳步提升

公司一季度的销量为 164 万千升，同比增长 9%，市场占有率进一步提升至 18.2%。数据显示，今年一季度我国啤酒行业总产量为 899 万千升，同比小幅下降 2%，气候因素导致的啤酒消费旺季延后是主要原因。我们判断，全年来看啤酒行业整体销量仍有望实现 5% 左右的稳定增长，季度增速将会表现出前高后低的特征。而公司凭借品牌和规模优势，将会享受内生自然增长和外延并购扩张的双重驱动，全年产量增速将高于行业，市占率有望进一步提升至 19% 左右。

■ 毛利率有望逐季提高

报告期内，公司的毛利率为 39.2%，同比下降了 4.5 个百分点，依然处于低位。未来公司毛利率将会逐季回升，主要原因是随着高成本大麦库存消化的接近尾声，大麦价格的回落开始传导至产品成本上。我们预测，公司全年的毛利率应为 43% 左右。

■ 维持“推荐”评级

我们预计未来三年公司营收 CAGR 为 14.5%，净利润 CAGR 为 22.5%。预计 2012-2014 年 EPS 分别为 1.59、1.93 和 2.37 元，同比分别增 24%、21% 和 22%；最新收盘价对应的动态 PE 分别为 22、18 和 15 倍，维持“推荐”的评级。

■ 风险提示：天气等不可控因素导致新产季大麦产量低于预期。

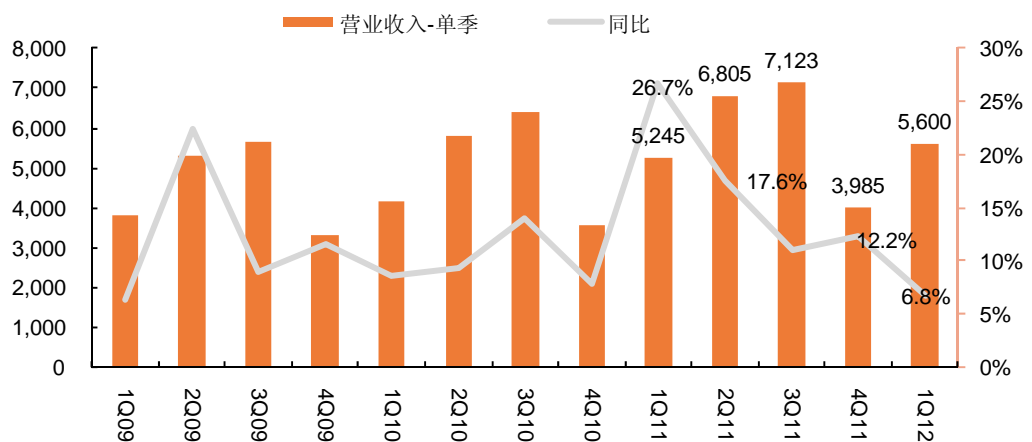
	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
主营收入 (百万元)	19,898	23,158	26,623	30,473	34,805
YoY(%)	10.4	16.4	15.0	14.5	14.2
净利润 (百万元)	1,520	1,738	2,148	2,603	3,203
YoY(%)	21.3	14.3	23.6	21.2	23.0
毛利率(%)	43.5	42.1	43.2	43.8	44.4
净利率(%)	8.0	7.8	8.3	8.8	9.5
ROE(%)	17.1	16.8	18.1	19.0	19.8
EPS(摊薄/元)	1.13	1.29	1.59	1.93	2.37
P/E(倍)	30.1	26.4	21.9	18.0	14.7
P/B(倍)	4.8	4.1	3.7	3.2	2.7

图表 1 费用率大幅下降导致利润超预期——净利润变化分析（单位：百万元）

	1Q11	1Q12	QoQ	
营业收入	5,245	5,600	6.8%	11年3月购买子公司股权后销售量增加；同比增长8.9%，高于行业
营业成本	2,953	3,403	15.2%	
毛利率	43.7%	39.2%	-4.5%	环比提升2个百分点
毛利	2,292	2,197	-4.2%	
营业税金及附加	417	453	8.7%	
销售费用	1,121	949	-15.3%	报告期内产品结构调整使得促销费减少所致
管理费用	235	269	14.7%	
财务费用	1	-41	-2841.2%	报告期内利率较高的存款增加使得利息收入增加所致
资产减值损失	0	1	663.2%	
公允价值变动收益	0	0	0.0%	
投资收益	4	2	-45.2%	被投资单位利润减少
营业利润	522	567	8.7%	
营业利润率	9.9%	10.1%	0.2%	费用率下降是主因
营业外收入	52	68	31.7%	
营业外支出	6	10	65.6%	
利润总额	567	625	10.2%	
所得税	143	167	16.6%	
所得税率	27.6%	29.5%	1.9%	
少数股东权益	31	8	-74.9%	
归属于母公司净利润	393	451	14.5%	
净利率	8.1%	8.2%	0.1%	
EPS	0.16	0.16	0.0%	

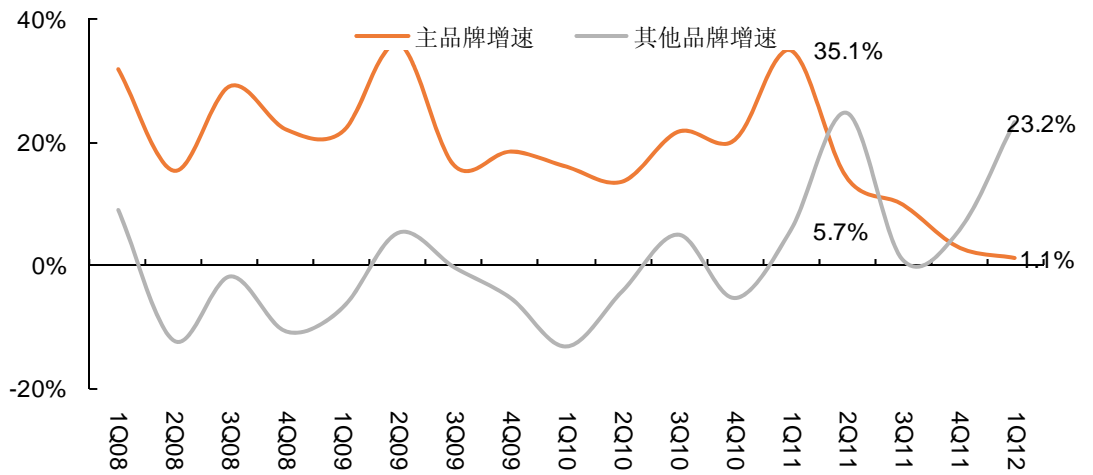
资料来源：公司公告，平安证券研究所，Wind

图表 2 1Q12收入小幅增长6.8%（百万元）



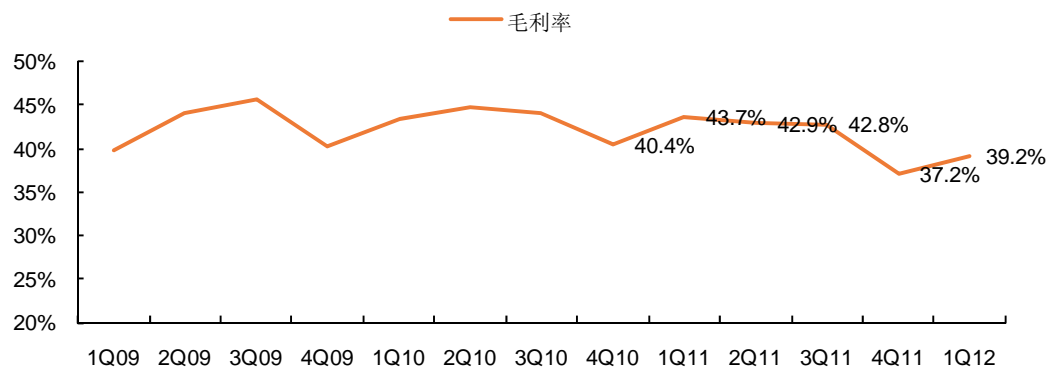
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表 3 主品牌之外产品产量增速较快



资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表4 2012Q1是毛利率的低点



资料来源：公司公告，平安证券研究所

损益表 (百万元, 元/股)	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E	现金流量表 (百万元)	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	19,898	23,158	26,623	30,473	34,805	净利润	1,584	1,798	2,222	2,692	3,313
YoY	10.4%	16.4%	15.0%	14.5%	14.2%	折旧摊销	559	698	997	977	992
营业成本	11,234	13,417	15,122	17,126	19,351	营运资金投资	1,020	-161	678	201	547
毛利率	43.5%	42.1%	43.2%	43.8%	44.4%	经营活动现金净流量	3,284	1,872	4,036	4,024	5,009
营业税金及附加	1,663	2,024	2,327	2,651	3,028	资本开支	-591	-577	-791	-1,127	-1,102
股权激励费用	0	0	0	0	0	投资活动现金净流量	-765	-3,937	-791	-1,127	-1,102
销售费用	3,918	4,415	5,075	5,809	6,635	债务融资	599	948	0	0	-1,500
管理费用	1,079	1,184	1,308	1,436	1,571	股权融资	0	0	0	0	0
财务费用	5	-36	-34	-39	-60	支付红利	-216	-243	-278	-344	-416
投资净收益	10	4	4	4	5	融资活动现金净流量	472	-261	55	-244	-305
营业利润	1,936	2,142	2,812	3,476	4,267	当年现金净流量	2,259	-2,010	3,002	2,592	2,050
加: 营业外收入	245	470	282	282	282						
减: 营业外支出	58	156	94	94	94						
利润总额	2,123	2,455	3,000	3,664	4,455	资产负债表 (百万元)	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
减: 所得税	539	657	778	972	1,142	货币资金	7,598	6,108	9,109	11,701	13,751
净利润	1,584	1,798	2,222	2,692	3,313	应收款项	102	186	176	223	242
减: 少数股东损益	64	60	74	89	110	预付款项	50	273	187	281	278
归属母公司所有者净利	1,520	1,738	2,148	2,603	3,203	存货	1,942	2,718	2,839	3,342	3,705
YoY	21.3%	14.3%	23.6%	21.2%	23.0%	其他流动资产	202	298	307	372	413
销售净利率	8.0%	7.8%	8.3%	8.8%	9.5%	流动资产合计	9,895	9,583	12,618	15,918	18,389
EPS (当年股本)	1.13	1.29	1.59	1.93	2.37	长期股权投资	153	152	152	152	152
EPS (最新股本摊薄)	1.13	1.29	1.59	1.93	2.37	固定资产	5,794	7,829	7,705	7,818	7,904
						无形资产	1,319	2,379	2,296	2,333	2,357
						其他非流动资产	617	1,691	1,691	1,692	1,692
						非流动资产合计	7,882	12,051	11,845	11,995	12,105
重要指标速览	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E	资产总计	17,777	21,634	24,463	27,913	30,494
估值						短期借款	196	163	163	163	163
PE	30.9	27.0	21.9	18.0	14.7	应付款项	1,333	1,746	1,881	2,180	2,435
PEG	1.6	1.2	1.0	0.8	0.7	预收款项	775	751	951	1,038	1,214
PB	4.9	4.2	3.7	3.2	2.7	应付股利	10	2	346	419	515
PS	2.4	2.0	1.8	1.5	1.3	其他流动负债	3,701	4,494	5,043	5,759	6,512
EV/EBITDA	19.1	17.4	13.0	11.1	9.2	流动负债合计	6,016	7,156	8,384	9,559	10,839
股息收益率	0.5%	0.6%	0.7%	0.9%	1.1%	长期借款	11	454	454	454	454
经营回报率						应付债券	1,265	1,335	1,335	1,335	-165
ROE	17.1%	16.8%	18.1%	19.0%	19.8%	其他非流动负债	766	1,412	1,412	1,412	1,412
ROA	8.6%	7.4%	8.6%	9.5%	10.5%	非流动负债合计	2,042	3,201	3,201	3,201	1,701
资本结构及偿债能力						负债合计	8,057	10,357	11,585	12,760	12,540
资产负债率	45.3%	47.9%	47.4%	45.7%	41.1%	归属母公司所有者权益	9,603	11,110	12,637	14,823	17,514
速动比率	1.3	1.0	1.2	1.3	1.4	其中: 实收资本	1,351	1,351	1,351	1,351	1,351
运营效率						少数股东权益	117	167	240	330	440
存货周转率	5.9	5.8	5.4	5.5	5.5	股东权益合计	9,720	11,277	12,877	15,153	17,953
流动资产周转率	2.3	2.4	2.4	2.1	2.0	负债及股东权益总计	17,777	21,634	24,462	27,913	30,493
固定资产周转率	3.5	3.4	3.4	3.9	4.4						

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 2012 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 4 层

邮编：518048

电话：4008866338

传真：(0755) 8244 9257