

证券研究报告

食品饮料行业

推荐 (维持)

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: S1060512040001  
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  
xierui097@pingan.com.cn

请通过合法途径获取本公司研究报告，  
如经由未经许可的渠道获得研究报告，  
请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的  
声明内容。

## 青岛啤酒(600600)

### 短期看毛利回升，长期看基地市场扩张

- **毛利率逐步回升，销售费用略有压力。**目前公司对大麦采取滚动采购的方式，每年采购三次左右，能够在一定程度上平滑大麦价格的波动。大麦价格的下降预计在二季度的报表中会开始体现，但是由于人工和运输等其他成本上升较快，所以毛利的上升幅度不会太大，预计 2012 全年毛利率水平为 43%，同比提升 1 个百分点左右。费用投入方面，2012 年夏天先后有欧洲杯和奥运会，公司肯定会抓住机会打广告，做品牌，预计销售费用率同比会有所提高，而且主要在二、三季度体现。
- **基地市场扩张稳步推进。**一般来说，可以按照市场份额的高低将啤酒公司的区域市场划分为三类：低于 30% 的市场处于培育期，高投入，亏损较多；30%-50% 的市场处于维护成长期，基本实现盈亏平衡；50% 以上的市场处于相对垄断状态，可以大幅贡献利润，也就是俗称的“利基市场”。目前，山东、广东、陕西是青啤的利基市场，三个市场贡献利润占比超过 100%；河南、山西正在培育。未来，公司的布局策略是“三河一岸”，即珠江三角、长江三角、黄河环渤海、沿海岸地区。越来越多基地市场的培育成熟是未来青啤业绩稳定增长的重要保证。
- **与三得利的合作对 2012 业绩影响偏正面。**这次合作是模式上的创新，预计整个交易完成的时间点在下半年，所以 2012 年并表的时间会比较短，在考虑了一次性商誉影响后，对于 2012 年净利润影响应该是正面的；但是，预计新成立的合资公司两年之内很难贡献利润，更多的贡献体现在江苏和上海区域市场份额的提升上；同时，两个品牌的合作方式仍不明确，双方都想大力发展自己的品牌，但是很难兼顾，最终还是要看市场的接受度。
- **维持“推荐”评级。**预计青啤未来三年营收 CAGR 为 15%，净利润 CAGR 为 23%，2012-2014 年 EPS 分别为 1.59、1.93 和 2.37 元，同比分别增 24%、21%和 23%；最新收盘价对应的动态 PE 分别为 23、19 和 16 倍。啤酒行业的整合仍在继续，集中度提升将增强龙头企业的议价能力，行业利润率有望持续提升；而公司作为具备品牌优势的行业龙头，是 A 股啤酒行业最优秀的标的，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。

损益表 (百万元, 元/股)	2011A	2012E	2013E	2014E	现金流量表 (百万元)	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	23,158	26,623	30,473	34,805	净利润	1,798	2,222	2,692	3,313
YoY	16.4%	15.0%	14.5%	14.2%	折旧摊销	698	997	977	992
营业成本	13,417	15,122	17,126	19,351	营运资金投资	-161	678	201	547
毛利率	42.1%	43.2%	43.8%	44.4%	经营活动现金净流量	1,872	4,036	4,024	5,009
营业税金及附加	2,024	2,327	2,651	3,028	资本开支	-577	-791	-1,127	-1,102
股权激励费用	0	0	0	0	投资活动现金净流量	-3,937	-791	-1,127	-1,102
销售费用	4,415	5,075	5,809	6,635	债务融资	948	0	0	-1,500
管理费用	1,184	1,308	1,436	1,571	股权融资	0	0	0	0
财务费用	-36	-34	-39	-60	支付红利	-243	-278	-344	-416
投资净收益	4	4	4	5	融资活动现金净流量	-261	55	-244	-305
营业利润	2,142	2,812	3,476	4,267	当年现金净流量	-2,010	3,001	2,591	2,049
加: 营业外收入	470	282	282	282	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
减: 营业外支出	156	94	94	94	资产负债表 (百万元)	2011A	2012E	2013E	2014E
利润总额	2,455	3,000	3,664	4,455	货币资金	6,108	9,109	11,700	13,750
减: 所得税	657	778	972	1,142	应收款项	186	176	223	242
净利润	1,798	2,222	2,692	3,313	预付款项	273	187	281	278
减: 少数股东损益	60	74	89	110	存货	2,718	2,839	3,342	3,705
归属母公司所有者净利	1,738	2,148	2,603	3,203	其他流动资产	298	307	372	413
YoY	14.3%	23.6%	21.2%	23.0%	流动资产合计	9,583	12,618	15,918	18,388
销售净利率	7.8%	8.3%	8.8%	9.5%	长期股权投资	152	152	152	152
EPS (当年股本)	1.29	1.59	1.93	2.37	固定资产	7,829	7,705	7,818	7,904
EPS (最新股本摊薄)	1.29	1.59	1.93	2.37	无形资产	2,379	2,296	2,333	2,357
					其他非流动资产	1,691	1,691	1,692	1,692
重要指标速览	2011A	2012E	2013E	2014E	非流动资产合计	12,051	11,845	11,995	12,105
估值					资产总计	21,634	24,462	27,913	30,493
PE	28.7	23.2	19.2	15.6	短期借款	163	163	163	163
PEG	1.3	1.1	0.9	0.8	应付款项	1,746	1,881	2,180	2,435
PB	4.5	4.0	3.4	2.9	预收款项	751	951	1,038	1,214
PS	2.2	1.9	1.6	1.4	应付股利	2	346	419	515
EV/EBITDA	18.5	13.8	11.8	9.7	其他流动负债	4,494	5,043	5,759	6,512
股息收益率	0.6%	0.7%	0.8%	1.0%	流动负债合计	7,156	8,384	9,559	10,839
经营回报率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	长期借款	454	454	454	454
ROE	16.8%	18.1%	19.0%	19.8%	应付债券	1,335	1,335	1,335	-165
ROA	7.4%	8.6%	9.5%	10.5%	其他非流动负债	1,412	1,412	1,412	1,412
资本结构及偿债能力	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	非流动负债合计	3,201	3,201	3,201	1,701
资产负债率	47.9%	47.4%	45.7%	41.1%	负债合计	10,357	11,585	12,760	12,540
速动比率	1.0	1.2	1.3	1.4	归属母公司所有者权益	11,110	12,637	14,823	17,514
运营效率	0.00	0.00	0.00	0.00	其中: 实收资本	1,351	1,351	1,351	1,351
存货周转率	5.8	5.4	5.5	5.5	少数股东权益	167	240	330	440
流动资产周转率	2.4	2.4	2.1	2.0	股东权益合计	11,277	12,877	15,153	17,953
固定资产周转率	3.4	3.4	3.9	4.4	负债及股东权益总计	21,634	24,462	27,913	30,493

---

## 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替行使独立判断。

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