

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

解睿

投资咨询资格编号：S1060512070005
0755-22621631
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)

基地市场将加速联片开发

事项：近期我们参加了青岛啤酒的业绩交流会，主要观点如下：

- **人工成本大幅增加拉低毛利率水平。**我们在之前的点评中曾经指出，公司1H净利润增速较低的主要原因是毛利率回升幅度低于预期。毛利率的回升缓慢源于人工成本上涨的压力：上半年公司的人工薪酬费用同比增长21%，净增加2.4个亿。其中，现有人员的工资增幅约为10%，其余部分主要为新增员工的工资费用，新增人员可分为两部分：1、为了加大区域覆盖面，抢占市场份额，新增的销售人员较多；2、去年下半年以来新建工厂较多，新招募员工多。我们判断，人工费用的增长在2H会有所放缓，但是在下半年公司将会重新面临大麦价格上涨的威胁，近期国际市场大麦重拾涨势，预计在Q4左右会开始影响啤酒公司的毛利率，明年上半年啤酒行业或许会进行新一轮的提价来应对。
- **优势区域继续夯实，基地市场联片开发。**上半年的销量增长分地区来看：山东增长17%，华东增长19%，华南增长3%，华北增长3%；山东作为公司的利基市场，份额继续提升，地位进一步巩固。未来，公司将充分发挥区域协同效应，加快基地市场的联片开发，三大利基区域将逐步形成：第一片区为山东、陕西、山西等；第二片区为广东、海南等；第三片区为上海、江苏等。广东、山西、河北、上海、江苏等地均是公司未来重点培育的基地市场：揭阳、韶关地区的设厂大幅提升了公司在广东乃至华南片区的地位；与三得利的合作则颠覆了上海、江苏片区的行业格局，一举占据了该片区的龙头地位。
- **产品结构将继续优化。**上半年主品牌销量占比有所下降，主要是提价导致了去年同期的基数较高。主品牌附加值高，公司未来仍将致力于提高主品牌的占比，预计2H主品牌占比会有所回升。青啤近年来在产品方面不断创新，陆续推出了奥古特、逸品纯生等高端产品，市场反响很好，销售增长迅速。未来，公司仍将不断进行产品升级，持续优化产品结构，结构性的提升盈利能力。
- **维持“推荐”评级。**预计公司未来三年营收CAGR为15%，净利润CAGR为19%，2012-2014年EPS分别为1.46、1.75和2.17元，同比分别增13.3%、20.2%和23.7%；最新收盘价对应的动态PE分别为23、19和15倍。作为具备品牌优势的啤酒行业龙头，公司市场份额有望持续提升，平稳增长确定性高，维持“推荐”的评级。
- **风险提示。**大麦等原材料价格大幅上涨。

损益表 (百万元, 元/股)					现金流量表 (百万元)				
	2011A	2012E	2013E	2014E		2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	23,158	26,623	30,473	34,805	净利润	1,798	2,037	2,448	3,029
YoY	16.4%	15.0%	14.5%	14.2%	折旧摊销	698	997	977	992
营业成本	13,417	15,415	17,461	19,734	营运资金投资	-161	711	210	555
毛利率	42.1%	42.1%	42.7%	43.3%	经营活动现金净流量	1,872	3,885	3,793	4,738
营业税金及附加	2,024	2,327	2,651	3,028	资本开支	-585	-791	-1,127	-1,103
股权激励费用	0	0	0	0	投资活动现金净流量	-3,937	-791	-1,127	-1,103
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	-33	-35	-55	支付红利	-243	-278	-315	-379
投资净收益	4	4	4	5	融资活动现金净流量	-261	55	-245	-280
营业利润	2,142	2,518	3,137	3,879	当年现金净流量	-2,010	2,849	2,386	1,811
加: 营业外收入	470	282	282	282					
减: 营业外支出	156	94	94	94	资产负债表 (百万元)				
利润总额	2,455	2,706	3,325	4,067	货币资金	6,108	8,957	11,342	13,153
减: 所得税	657	669	877	1,038	应收款项	186	176	223	242
净利润	1,798	2,037	2,448	3,029	预付款项	273	191	286	284
减: 少数股东损益	60	68	81	101	存货	2,718	2,894	3,407	3,778
归属母公司所有者净利	1,738	1,969	2,367	2,928	其他流动资产	298	307	372	413
YoY	14.3%	13.3%	20.2%	23.7%	流动资产合计	9,583	12,524	15,631	17,870
销售净利率	7.8%	7.7%	8.0%	8.7%	长期股权投资	152	152	152	152
EPS (当年股本)	1.29	1.46	1.75	2.17	固定资产	7,829	7,705	7,818	7,904
EPS (最新股本摊薄)	1.29	1.46	1.75	2.17	无形资产	2,379	2,297	2,333	2,357
					其他非流动资产	1,691	1,691	1,692	1,692
					非流动资产合计	12,051	11,845	11,995	12,105
重要指标速览					资产总计				
	2011A	2012E	2013E	2014E		2011A	2012E	2013E	2014E
估值					资产总计	21,634	24,369	27,626	29,976
PE	25.9	22.9	19.0	15.4	短期借款	163	163	163	163
PEG	1.4	1.0	0.9	0.7	应付款项	1,746	1,918	2,222	2,483
PB	4.1	3.6	3.1	2.7	预收款项	751	951	1,038	1,214
PS	1.9	1.7	1.5	1.3	应付股利	2	317	381	471
EV/EBITDA	16.7	13.5	11.5	9.5	其他流动负债	4,494	5,098	5,830	6,594
股息收益率	0.6%	0.7%	0.8%	1.0%	流动负债合计	7,156	8,447	9,634	10,924
经营回报率					长期借款	454	454	454	454
ROE	16.8%	16.7%	17.6%	18.6%	应付债券	1,335	1,335	1,335	-165
ROA	7.4%	7.8%	8.6%	9.7%	其他非流动负债	1,412	1,412	1,412	1,412
资本结构及偿债能力					非流动负债合计	3,201	3,201	3,201	1,701
资产负债率	47.9%	47.8%	46.5%	42.1%	负债合计	10,357	11,648	12,836	12,626
速动比率	1.0	1.1	1.3	1.3	归属母公司所有者权益	11,110	12,486	14,475	16,934
运营效率					其中: 实收资本	1,351	1,351	1,351	1,351
存货周转率	5.8	5.5	5.5	5.5	少数股东权益	167	234	315	416
流动资产周转率	2.4	2.4	2.2	2.1	股东权益合计	11,277	12,721	14,790	17,350
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	24,369	27,626	29,976

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