

## 青岛啤酒 (600600)

### 量增依然强劲，但毛利率回升幅度低于预期

#### 推荐 (维持)

现价: 30.68 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/30.45%
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)	414
流通 A 股市值(亿元)	214
每股净资产(元)	9.19
资产负债率(%)	47.1

#### 行情走势图



#### 证券分析师

##### 解 睿

投资咨询资格编号: S1060512070005  
0755-22621631  
xierui097@pingan.com.cn

##### 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  
0755-22624571  
tangweiliang978@pasc.com.cn

##### 丁芸洁

投资咨询资格编号: S1060110040054  
0755-22625697  
dingyunjie640@pingan.com.cn

#### 投资要点

**事项:** 青岛啤酒发布了 2012 年三季报。报告期内，公司实现营业收入 217.95 亿元，同比增长 13.7%；实现归属于母公司股东净利润 16.83 亿元，同比增长 1.1%；基本每股收益为 1.25 元，期末每股净资产为 9.19 元。

#### ■ 业绩略低于预期

公司销量和收入增幅符合我们的预期，但净利润增长略低于预期，主要原因是毛利率回升幅度低于之前的预测：Q3 单季收入为 83.9 亿元，同比增长 17.8%；Q3 单季净利润为 6.75 亿元，同比仅增 0.1%。收入增长主要由销量增加驱动：1-3Q 累计销量为 682 万千升，同比增 12.8%，Q3 单季销量为 264 万千升，同比增 15.3%；其中，主品牌青岛啤酒 1-3Q 累计销量为 360 万千升，同比增 10.2%。Q3 单季毛利率为 42.1%，同比下滑 0.7 个百分点，低于预期，主要是主品牌占比继续下滑。

#### ■ 预计全年量增 12%左右，但主品牌占比下滑

2012 年 1-9 月，我国啤酒行业累计销量增长 3.3%，公司销量增速明显高于行业总体水平，市占率已经提升至 17.1%。我们预计公司全年销量增速为 12%左右，但是销量增长的结构与我们之前的预期略有差异，主品牌占比在 1-3Q 有所下滑：Q3 单季主品牌销量为 140 万千升，同比增长 13.8%，而同期崂山、汉斯等其它二线品牌的销量增长更快，达到了 17%，尽管增速差环比 Q2 有所收窄，但是主品牌占比同比依然下降了 1.2 个百分点至 52.8%。

#### ■ Q3 毛利率低于预期，预计全年销售费用率持平

公司 1-3Q 的毛利率为 41.1%，同比下降 2 个百分点；Q3 单季为 42.1%，同比下降 0.7 个百分点，环比上升 0.7 个百分点，低于我们之前的预期。我们认为，由于主品牌产品的盈利能力要显著高于副品牌，所以主品牌销量增速持续低于副品牌所导致的产品结构退化是导致公司毛利率回升幅度低于预期的主要原因。全年来看，毛利率的同比下滑已成定局。费用率方面，1-3Q 销售费用率基本持平，为 18.9%，Q3 单季销售费用率大幅提高了 2.3 个百分点至 19.6%，这主要与营销费用投入节奏有关，预计全年销售费用率水平仍将持平。

#### ■ 下调全年业绩，维持“推荐”评级

下调全年毛利率至 41%，相应下调 2012 年 EPS 至 1.32 元。调整后，预计公司未来三年营收 CAGR 为 15%，净利润 CAGR 为 11%，2012-2014 年 EPS 分别为 1.32、1.49 和 1.74 元，同比分别增 2.5%、12.9%和 17.1%；最新收盘价对应的动态 PE 分别为 23、21 和 18 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”评级。

#### ■ 风险提示。极端天气等因素导致大麦价格大涨。

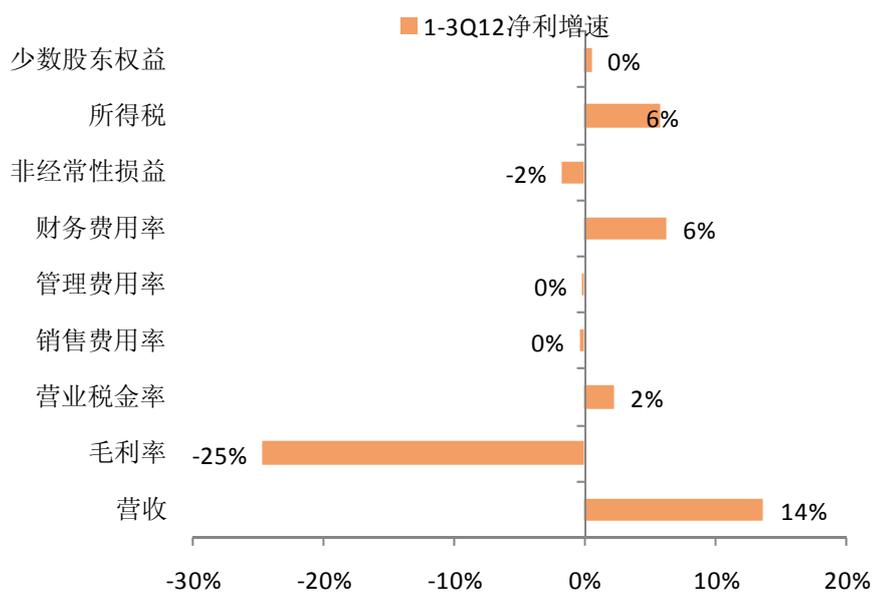
	2011A	2012E	2013E	2014E
主营收入 (百万元)	23,158	26,623	30,473	34,805
YoY(%)	16.4	15.0	14.5	14.2
净利润 (百万元)	1,738	1,781	2,011	2,354
YoY(%)	14.3	2.5	12.9	17.1
毛利率(%)	42.1	41.0	41.0	41.0
净利率(%)	7.8	6.9	6.8	7.0
ROE(%)	16.8	15.2	15.3	15.7
EPS(当年股本)	1.29	1.32	1.49	1.74
P/E(倍)	23.8	23.3	20.6	17.6
P/B(倍)	3.7	3.4	3.0	2.6

图表 1 三季报快读：毛利下降导致净利增幅小于收入增幅（单位：百万元）

	3Q11	3Q12	QoQ	(1-3)Q11	(1-3)Q12	YoY	
营业收入	7,123	8,390	17.8%	19,173	21,795	13.7%	主要由量增驱动，1-3Q 销量增长 12.8%
营业成本	4,073	4,857	19.2%	10,913	12,836	17.6%	
毛利率	42.8%	42.1%	-0.7%	43.1%	41.1%	-2.0%	主品牌占比同比下滑
毛利	3,050	3,533	15.8%	8,260	8,959	8.5%	
营业税金及附加	641	723	12.9%	1,697	1,889	11.4%	
销售费用	1,233	1,647	33.6%	3,609	4,109	13.9%	
管理费用	299	340	13.6%	794	905	14.0%	
财务费用	-23	-49	-114.6%	-20	-132	-554.0%	银行利息收入增加
资产减值损失	0	2	1030.6%	2	6	246.0%	计提的其他应收款坏账损失增加
公允价值变动收益	0	0	0.0%	0	0	0.0%	
投资收益	3	8	125.3%	5	14	151.9%	联营企业净利润增加所致
营业利润	903	876	-2.9%	2,184	2,197	0.6%	
营业利润率	12.7%	10.4%	-2.2%	11.4%	10.1%	-1.3%	
营业外收入	75	84	11.4%	200	198	-0.7%	
营业外支出	15	22	47.9%	30	38	28.7%	
利润总额	963	938	-2.6%	2,354	2,357	0.1%	
所得税	268	226	-15.7%	613	595	-2.9%	
所得税率	29.8%	26.0%	-3.8%	28.1%	27.3%	-0.9%	
少数股东损益	20	36	79.0%	77	79	2.5%	
归属于母公司净利润	674	675	0.14%	1,664	1,683	1.1%	销量增长
净利率	9.8%	8.5%	-1.3%	9.1%	8.1%	-1.0%	毛利率下降
EPS	0.50	0.50	0.1%	1.23	1.25	1.1%	

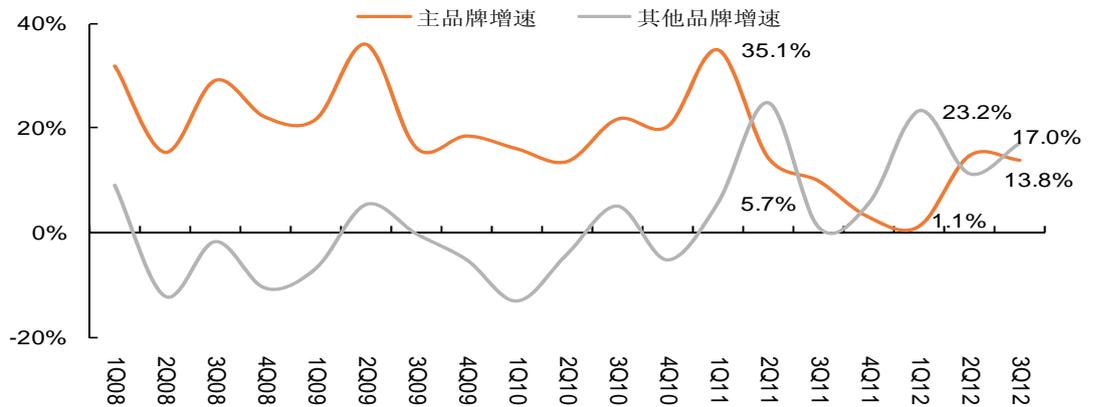
资料来源：公司公告，平安证券研究所，Wind

图表2 1-3Q12净利增幅较小主要受毛利率下降拖累



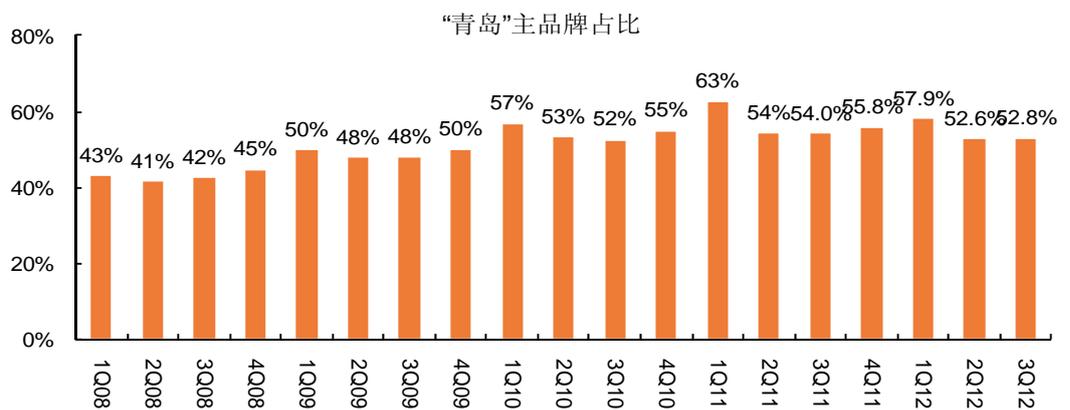
资料来源：公司公告，平安证券研究所，Wind

图表3 Q3单季主品牌增速为13.8%，副品牌为17.0%



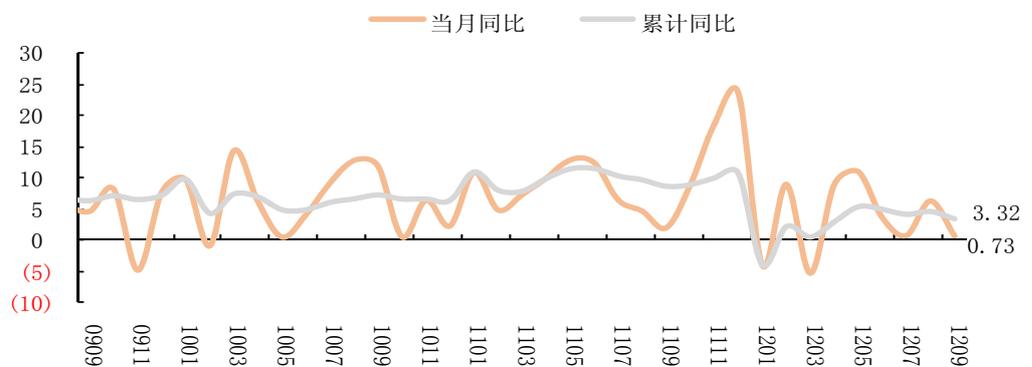
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表4 Q3单季主品牌占比为52.8%，同比下滑1.2个百分点



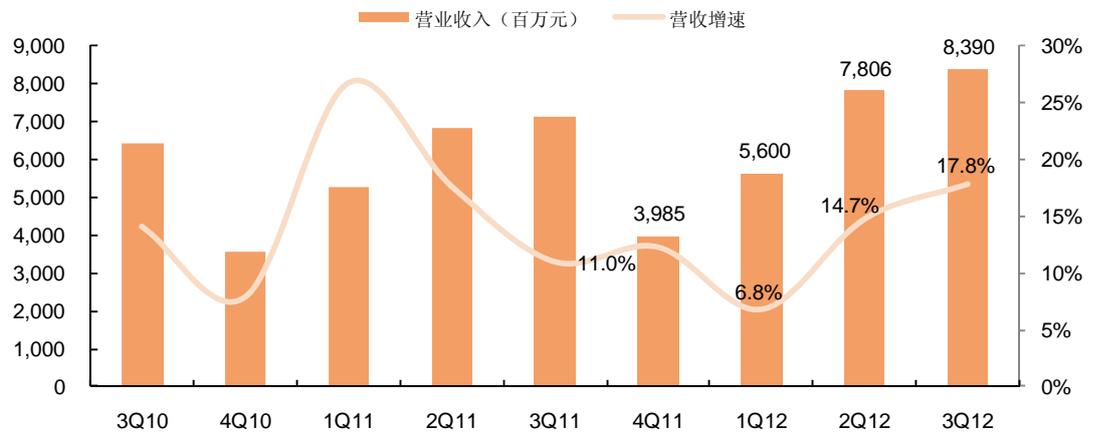
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表5 1-9月啤酒行业产量累计增速为3.32%



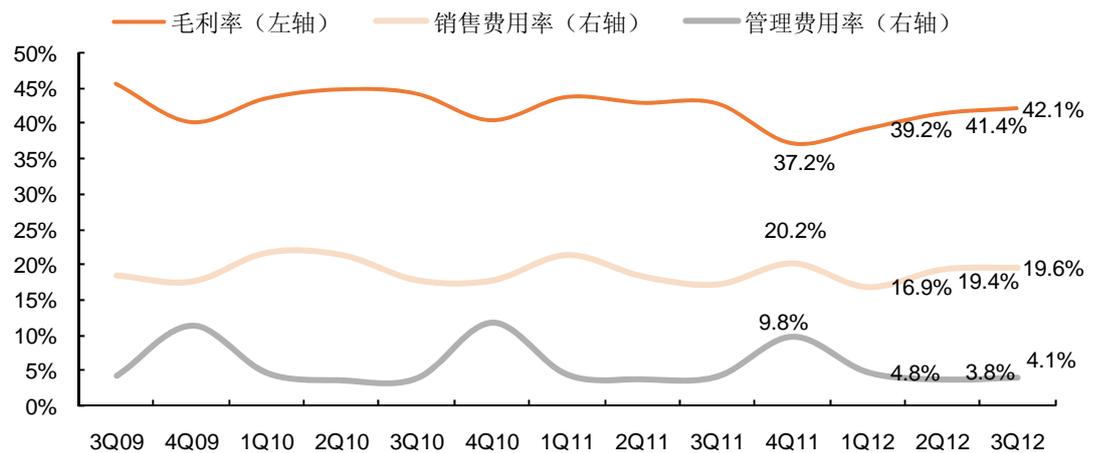
资料来源：公司公告，平安证券研究所、Wind

图表6 Q3单季营收增速回升至17.8%



资料来源：公司公告，平安证券研究所、Wind

图表7 Q3单季毛利率回升至42.1%



资料来源：公司公告，平安证券研究所、Wind

图表8 食品饮料重点公司估值对比

股票名称	股价 (元)	EPS (元/股)			PE (倍)			评级
	10月30日	2011A	2012E	2013E	2011A	2012E	2013E	
泸州老窖	39.03	2.08	3.22	4.24	18.7	12.1	9.2	强烈推荐
五粮液	33.70	1.63	2.53	3.15	20.7	13.3	10.7	强烈推荐
贵州茅台	244.58	8.44	13.67	18.33	29.0	17.9	13.3	强烈推荐
沱牌舍得	30.33	0.58	1.12	1.66	52.4	27.1	18.3	强烈推荐
山西汾酒	44.81	0.90	1.57	2.38	49.7	28.5	18.8	强烈推荐
洋河股份	119.80	3.72	6.07	7.86	32.2	19.7	15.2	强烈推荐
古井贡酒	37.20	1.12	1.67	2.23	33.1	22.2	16.7	推荐
酒鬼酒	55.70	0.59	2.00	2.86	94.0	27.9	19.5	推荐

股票名称	股价(元)	EPS(元/股)			PE(倍)			评级
	10月30日	2011A	2012E	2013E	2011A	2012E	2013E	
张裕A	43.32	2.78	2.49	2.77	15.6	17.4	15.7	强烈推荐
安琪酵母	17.16	0.91	0.86	1.01	19.0	20.0	17.0	推荐
双汇发展	58.30	1.23	2.73	3.40	47.4	21.4	17.1	强烈推荐
大北农	20.60	0.63	0.85	1.10	32.7	24.2	18.7	强烈推荐
伊利股份	20.93	0.95	0.95	1.21	22.0	22.0	17.3	推荐
贝因美	21.17	1.03	1.15	1.27	20.6	18.4	16.7	推荐
燕京啤酒	5.81	0.32	0.33	0.38	17.9	17.6	15.3	推荐
青岛啤酒	30.68	1.29	1.32	1.49	23.8	23.2	20.6	推荐
黑牛食品	9.44	0.33	0.28	0.34	28.9	33.7	27.8	中性
汤臣倍健	57.67	0.85	1.39	2.06	67.7	41.5	28.0	推荐
承德露露	15.00	0.48	0.56	0.67	31.1	26.6	22.5	推荐
均值					34.0	22.7	17.7	

资料来源: Wind、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	1,842	2,080	2,435
YoY	10.4%	16.4%	15.0%	14.5%	14.2%	折旧摊销	559	698	997	978	993
营业成本	11,234	13,417	15,708	17,979	20,535	营运资金投资	1,020	-161	755	238	595
毛利率	43.5%	42.1%	41.0%	41.0%	41.0%	经营活动现金净流量	3,284	1,872	3,626	3,348	4,083
营业税金及附加	1,663	2,024	2,327	2,651	3,028	资本开支	-591	-595	-797	-1,136	-1,104
股权激励费用	0	0	0	0	0	投资活动现金净流量	-765	-3,937	-797	-1,136	-1,104
销售费用	3,918	4,415	5,112	5,851	6,682	债务融资	599	948	0	0	-1,500
管理费用	1,079	1,184	1,358	1,493	1,636	股权融资	0	0	0	0	0
财务费用	5	-36	-141	-140	-157	支付红利	-216	-243	-278	-285	-322
投资净收益	10	4	4	4	5	融资活动现金净流量	472	-261	55	-137	-145
营业利润	1,936	2,142	2,247	2,626	3,068	当年现金净流量	2,259	-2,010	2,692	2,067	1,315
加: 营业外收入	245	470	282	282	282						
减: 营业外支出	58	156	94	94	94	资产负债表 (百万元)	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
利润总额	2,123	2,455	2,435	2,814	3,256	货币资金	7,598	6,108	8,799	10,867	12,181
减: 所得税	539	657	593	734	821	应收款项	102	186	176	223	242
净利润	1,584	1,798	1,842	2,080	2,435	预付款项	50	273	195	295	295
减: 少数股东损益	64	60	61	69	81	存货	1,942	2,718	2,949	3,509	3,931
归属母公司所有者净利	1,520	1,738	1,781	2,011	2,354	其他流动资产	202	298	307	372	413
YoY	21.3%	14.3%	2.5%	12.9%	17.1%	流动资产合计	9,895	9,583	12,425	15,265	17,063
销售净利率	8.0%	7.8%	6.9%	6.8%	7.0%	长期股权投资	153	152	152	152	152
EPS (当年股本)	1.13	1.29	1.32	1.49	1.74	固定资产	5,794	7,829	7,710	7,829	7,915
EPS (最新股本摊薄)	1.13	1.29	1.32	1.49	1.74	无形资产	1,319	2,379	2,298	2,336	2,360
						其他非流动资产	617	1,691	1,691	1,692	1,692
重要指标速览	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E	非流动资产合计	7,882	12,051	11,851	12,009	12,119
估值						资产总计	17,777	21,634	24,276	27,273	29,182
PE	27.3	23.8	23.3	20.6	17.6	短期借款	196	163	163	163	163
PEG	2.8	2.2	1.3	1.0	0.8	应付款项	1,333	1,746	1,954	2,288	2,584
PB	4.3	3.7	3.4	3.0	2.6	预收款项	775	751	951	1,038	1,214
PS	2.1	1.8	1.6	1.4	1.2	应付股利	10	2	287	324	379
EV/EBITDA	16.9	15.5	14.0	12.6	10.8	其他流动负债	3,701	4,494	5,164	5,945	6,768
股息收益率	0.6%	0.7%	0.7%	0.8%	0.9%	流动负债合计	6,016	7,156	8,519	9,758	11,108
经营回报率						长期借款	11	454	454	454	454
ROE	17.1%	16.8%	15.2%	15.3%	15.7%	应付债券	1,265	1,335	1,335	1,335	-165
ROA	8.6%	7.4%	6.6%	6.9%	7.5%	其他非流动负债	766	1,412	1,412	1,412	1,412
资本结构及偿债能力						非流动负债合计	2,042	3,201	3,201	3,201	1,701
资产负债率	45.3%	47.9%	48.3%	47.5%	43.9%	负债合计	8,057	10,357	11,720	12,959	12,809
速动比率	1.3	1.0	1.1	1.2	1.2	归属母公司所有者权益	9,603	11,110	12,328	14,017	15,995
运营效率						其中: 实收资本	1,351	1,351	1,351	1,351	1,351
存货周转率	5.9	5.8	5.5	5.6	5.5	少数股东权益	117	167	228	297	378
流动资产周转率	2.3	2.4	2.4	2.2	2.2	股东权益合计	9,720	11,277	12,556	14,314	16,373
固定资产周转率	3.5	3.4	3.4	3.9	4.4	负债及股东权益总计	17,777	21,634	24,276	27,273	29,182

## 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。客户并不能仅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