

业绩稳健，静待长远

—青岛啤酒（600600）年度报告点评

中航证券金融研究所 李润平
 证券执业证书号：S0640512110002
 电话：0755-83692762
 邮箱：rplink@hotmail.com

行业分类：食品饮料

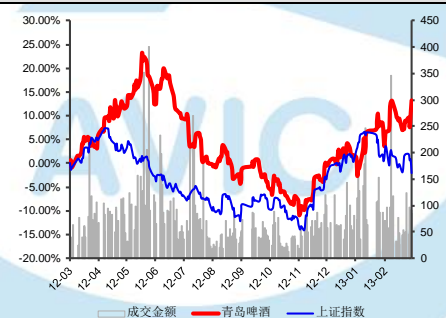
2013年03月28日

公司投资评级	买入
6-12个月目标价	40
当前股价（2013/03/28）	36.27

基础数据

上证指数	2301.26
总股本（亿）	13.51
流通A股（亿）	6.96
流通B股（亿）	0
流通A股市值（亿）	258.95
总市值（亿）	502.70
每股净资产（元）	9.23
ROE（2012A）	14.91%
资产负债率	45.97%
动态市盈率	25
市净率	3.93

近一年公司与上证综指走势对比



资料来源：wind

主要观点：

- **公司业绩稳健，收入增长速度快于行业平均水平。** 报告期公司实现营业收入 257.82 亿元，同比增长 11.33%，快于行业收入增长 6.77% 的速度；实现营业利润 21.38 亿元，同比下降 0.15%，基本与上年持平；归属于母公司股东的净利润 17.59 亿元，同比增长 1.20%。公司收入保持了较快增长速度，但盈利水平基本与上年持平，业绩表现稳健，惟四季度表现不如上年。
- **公司产品结构继续改善，高端品牌和第二品牌产品销量均实现了较快增长。** 公司 2012 年实现啤酒销售 790 万千升，同比增长 10.49%，而较为高端的罐装、奥古特等产品销售 155 万千升，同比增长 29.17%，同时崂山、银麦等第二品牌销量实现了 14.24% 的增长，均快于主品牌。目前公司的单位产品售价较低，通过提高高档产品的占比来提升业绩将是公司未来发展的重点之一，凭借突出的研发和品牌能力，公司在此方面将会有较好表现。
- **山东市场依然是公司的主体市场，同时华东和华北市场均实现了销售收入的较快增长。** 通过收购银麦啤酒，公司进一步巩固了山东市场的优势地位。而与三得利的合作，公司在华东市场也取得了较好业绩，随着双方合作的进一步开展，华东市场将迎来更好发展。华北市场则通过扩建产能和加大营销力度也取得了一些较好业绩。在巩固山东和华南市场基础上，华东和华北将是公司未来主攻的市场方向，基于当前较低的占有率，公司在两市场依然有较大发展潜力。
- **原材料和人工成本上涨是影响公司盈利能力的主要因素，使得公司在产品结构改善的情况下毛利率依然减少了 1.93%。** 报告期内酿酒大麦价格虽然没有大幅上涨，但整体价格依然在较高水平，推高了产品成本。同时，随着人口红利的消失，人工成本的上涨将是常态，公司生产技术人员约 2 万人，人工成本的上涨对成本也有较大影响。在公司产品结构不断提升的背景下，公司的毛利率或将能够维持在较稳水平，在通胀水平企稳的情况下，公司或将通过提高出厂价格来转移成本上涨压力。
- **市场竞争依然激烈，销售费用和管理费用下降空间有限。** 虽然国内啤酒市场集中度已然较高，但市场竞争依然激烈。在此背景下，公司的市场营销投入和管理运营支出成本难以出现大幅下降，因此相关费率水平将维持在较为稳定水平。

股市有风险 入市须谨慎

中航证券金融研究所发布 证券研究报告

请务必阅读正文后的免责条款部分

联系地址：深圳市深南大道3024号航空大厦29楼
 公司网址：www.avicsec.com
 联系电话：0755-83692635
 传 真：0755-83688539

- **利息收入的增加和营业外支出的减少为公司净利润的增长提供了裨益。**在公司实行现金的集中管理后，公司的利息收入水平实现了较快增长，同时本期的资产处置损失减少也减少了利润流出，使得公司本期净利润水平维持在较好水平。
- **公司资产状况不断改善，运营能力持续提高。**公司的资产负债水平依然较高，但整体资产结构良好，不存在偿债风险。同时，公司的应收账款和存货同比均实现了较大幅度的下降，运营效率得到了提升。公司整体运营状况非常稳健。
- **啤酒行业依然处于整合阶段，行业内竞争较为激烈，但在居民收入增长的背景下，行业依然能有较快发展。作为行业龙头企业之一，参考国际啤酒巨头发展经验，竞争格局稳定后的毛利率提升和费用率下降将是公司盈利能力提高的关键。**
- **维持公司“买入”评级。**预测公司 2013-2015 年每股收益分别为 1.43 元、1.66 元和 1.91 元。基于公司在行业中的地位及其具备的优秀品质，同时参照行业内其他企业的估值水平，给予公司 2013 年每股收益 28 倍的估值目标，则每股目标价为 40 元。继续维持买入评级。
- **风险提示：**食品安全风险。



图表 1 公司财务报表预测(百万元)

报表预测					财务和估值数据摘要					
利润表					单位:百万元					
	2012A	2013E	2014E	2015E		2012A	2013E	2014E	2015E	
营业收入	25781.54	29665.09	33455.63	37353.21	营业收入	25781.54	29665.09	33455.63	37353.21	
减: 营业成本	15433.87	17758.72	20027.89	22361.14	增长率(%)	11.33%	15.06%	12.78%	11.65%	
营业税金及附加	2201.08	2532.64	2856.25	3189.01	归属母公司股东净利润	1758.86	1925.72	2243.64	2576.39	
营业费用	4930.87	5636.37	6356.57	7097.11	增长率(%)	1.20%	9.49%	16.51%	14.83%	
管理费用	1269.42	1369.42	1469.42	1569.42	每股收益(EPS)	1.302	1.425	1.661	1.907	
财务费用	-178.14	-55.07	-122.12	-196.42	每股股利(DPS)	0.260	0.400	0.444	0.444	
资产减值损失	1.00	0.00	0.00	0.00	每股经营现金流	2.310	1.363	1.748	1.848	
加: 投资收益	14.96	15.00	15.00	15.00	销售毛利率	40.14%	40.14%	40.14%	40.14%	
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	销售净利率	7.16%	6.81%	7.03%	7.23%	
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	净资产收益率(ROE)	14.11%	13.90%	14.48%	14.74%	
营业利润	2138.40	2438.02	2882.62	3347.96	投入资本回报率(ROIC)	13.61%	16.10%	16.40%	17.02%	
加: 其他非经营损益	345.75	250.00	250.00	250.00	市盈率(P/E)	27.86	25.45	21.84	19.02	
利润总额	2484.16	2688.02	3132.62	3597.96	市净率(P/B)	3.93	3.54	3.16	2.80	
减: 所得税	639.39	668.25	779.40	895.74	股息率(分红/股价)	0.007	0.011	0.012	0.012	
净利润	1844.76	2019.76	2353.21	2702.22	财务分析和估值指标汇总					
减: 少数股东损益	85.90	94.05	109.57	125.83		2012A	2013E	2014E	2015E	
归属母公司股东净利润	1758.86	1925.72	2243.64	2576.39	收益率					
资产负债表					三费/销售收入					
	2012A	2013E	2014E	2015E		23.36%	23.43%	23.03%	22.68%	
货币资金	6248.68	6445.07	5454.40	6535.44	EBIT/销售收入					
应收和预付款项	315.52	426.30	403.14	516.33		8.88%	8.88%	9.00%	9.11%	
存货	2360.06	2700.00	3000.00	3300.00	EBITDA/销售收入					
其他流动资产	284.31	284.31	284.31	284.31		12.15%	9.52%	9.73%	9.90%	
长期股权投资	163.88	178.88	193.88	208.88	资产获利率					
投资性房地产	7.25	7.25	7.25	7.25		ROE	14.11%	13.90%	14.48%	14.74%
固定资产和在建工程	9031.89	10171.89	11251.89	12271.89		ROA	10.29%	11.01%	12.46%	12.79%
无形资产和开发支出	3628.26	3500.94	3379.97	3265.06		ROIC	13.61%	16.10%	16.40%	17.02%
其他非流动资产	202.34	199.12	195.91	195.91	增长率					
资产总计	22242.19	23913.76	24170.76	26585.07		销售收入增长率	11.33%	15.06%	12.78%	11.65%
短期借款	147.62	0.00	0.00	0.00		EBIT 增长率	-4.81%	15.03%	14.34%	12.99%
应付和预收款项	5945.28	6285.10	6650.68	6962.77		EBITDA 增长率	0.98%	-9.87%	15.27%	13.57%
长期借款	1861.80	1861.80	0.00	0.00		净利润增长率	2.62%	9.49%	16.51%	14.83%
其他负债	1504.06	1504.06	1504.06	1504.06		总资产增长率	10.69%	7.52%	1.07%	9.99%
负债合计	9458.76	9650.96	8154.74	8466.84		股东权益增长率	12.22%	11.11%	11.86%	12.75%
股本	1350.98	1350.98	1350.98	1350.98		经营营运资本增长率	-458.29%	121.76%	325.33%	129.32%
资本公积	3965.94	3965.94	3965.94	3965.94	资本结构					
留存收益	7151.03	8536.35	10179.99	12156.39		资产负债率	42.53%	40.36%	33.74%	31.85%
归属母公司股东权益	12467.95	13853.28	15496.92	17473.31		投资资本/总资产	50.01%	52.88%	57.54%	57.62%
少数股东权益	315.48	409.53	519.10	644.92		带息债务/总负债	21.24%	19.29%	0.00%	0.00%
股东权益合计	12783.43	14262.80	16016.02	18118.23		流动比率	1.51	1.57	1.37	1.53
负债和股东权益合计	22242.19	23913.76	24170.76	26585.07		速动比率	1.08	1.09	0.88	1.01
现金流量表						股利支付率	19.97%	28.06%	26.74%	23.29%
	2012A	2013E	2014E	2015E		收益留存率	80.03%	71.94%	73.26%	76.71%
经营性现金净流量	3120.63	1841.83	2361.51	2497.12	资产管理效率					
投资性现金净流量	-1994.81	-1012.50	-1012.50	-1012.50		总资产周转率	1.16	1.24	1.38	1.41
筹资性现金净流量	-391.85	-632.94	-2339.68	-403.58		固定资产周转率	3.09	3.12	3.16	3.22
现金流量净额	736.07	196.39	-990.67	1081.04		应收账款周转率	178.44	125.54	173.22	130.46
						存货周转率	6.54	6.58	6.68	6.78

资料来源: Wind, 中航证券金融研究所

投资评级定义

我们设定的上市公司投资评级如下：

- 买入：预计未来六个月总回报超过综合指数增长水平，股价绝对值将会上涨。
持有：预计未来六个月总回报与综合指数增长相若，股价绝对值通常会上涨。
卖出：预计未来六个月总回报将低于综合指数增长水平，股价将不会上涨。

我们设定的行业投资评级如下：

- 增持：预计未来六个月行业增长水平高于中国国民经济增长水平。
中性：预计未来六个月行业增长水平与中国国民经济增长水平相若。
减持：预计未来六个月行业增长水平低于中国国民经济增长水平。

我们所定义的综合指数，是指该股票所在交易市场的综合指数，如果是在深圳挂牌上市的，则以深圳综合指数的涨跌幅作为参考基准，如果是在上海挂牌上市的，则以上海综合指数的涨跌幅作为参考基准。而我们所指的中国国民经济增长水平是以国家统计局所公布的国民生产总值的增长率作为参考基准。

分析师简介

李润平，SAC执业证书号：S0640512110002，南开大学管理学学士、工商管理硕士。2010年10月加入中航证券金融研究所，从事消费行业研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明：

本报告并非针对或意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示，否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权，不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作查照只用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议，而中航证券不会因接受本报告而视他们为其客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠，但中航证券并不能担保其准确性或完整性，而中航证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负任何责任，除非该等损失因明确的法律或法规而引致。并不能依靠本报告以取代行使独立判断。中航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分析员的不同设想、见解及分析方法。为免生疑，本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易，向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意，及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所根据的研究或分析。