

青岛啤酒 (600600.SH) 啤酒行业

评级: 买入 维持评级

业绩点评

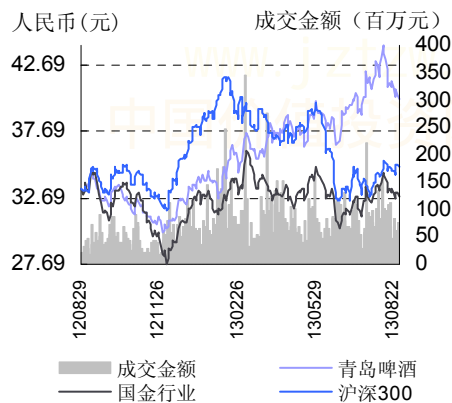
市价(人民币): 39.63元
目标(人民币): 44.40-47.58元

产品升级、毛利率提升, 成长逻辑顺畅

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通A股(百万股)	695.91
流通港股(百万股)	655.07
总市值(百万元)	542.28
年内股价最高最低(元)	44.14/30.06
沪深300指数	2318.31
上证指数	2097.23



相关

公司基本情况(人民币)

项目	2011	2012	2013E	2014E	2015E
摊薄每股收益(元)	1.283	1.291	1.586	1.927	2.316
每股净资产(元)	8.22	9.23	10.50	12.08	13.99
每股经营性现金流(元)	1.39	2.30	2.77	3.17	3.74
市盈率(倍)	26.09	25.61	23.92	19.69	16.38
行业优化市盈率(倍)	21.34	21.42	23.22	23.22	23.22
净利润增长率(%)	14.75%	0.59%	22.87%	21.47%	20.19%
净资产收益率(%)	15.60%	13.99%	15.10%	15.95%	16.55%
总股本(百万股)	1,350.98	1,350.98	1,350.98	1,350.98	1,350.98

来源: 公司年报、国金证券研究所

13H1 业绩简评

■ 青岛啤酒 13 年上半年实现归属于上市公司股东净利润 13.95 亿元, 同比增长 38.46%, EPS 1.032 元, 同比增长 38.46%; 全年实现收入 149.7 亿, 同比增长 11.68%。扣非后净利润 10.46 亿, 同比增长 13.67%。

13H1 经营分析

■ 销量增长高于行业平均, 高端产品增速接近 20%: 上半年营业收入实现 149.71 亿, 同比增长 11.68%, 主要原因是公司销量增长以及产品结构提升带来的价格增长。上半年, 公司实现啤酒销量 458 万千升, 同比增长 9.62% (快于统计局公布的啤酒行业 5.85% 的增长), 其中, 主品牌青岛啤酒实现销量 240 万千升, 同比增长 9%, 快于整体增速, 而其中的听装啤酒等高端产品 (吨价 6000-8000, 纯生、易拉罐) 实现销量 83 万千升, 同比增长 19%, 更远远高于主品牌以及整体销量的增速, 使公司产品结构进一步优化。我们认为, 由于青岛啤酒的品力强, 公司更有能力运作中高端产品, 相对行业平均能更加受益于消费升级。

■ 产品结构升级和原材料成本的下降提升公司毛利率: 毛利率同比增加 1.27 个百分点达到 41.92%。从产品来看, 公司原料优中选优, 选用二次发酵工艺, 高端产品毛利率在 60% 以上, 主品牌毛利率在 48-49%, 奥古特、纯生毛利率在 80% 以上, 崂山、汉斯、山水毛利率 30%。从原材料看, 公司 COGS 中 50% 成本是易拉罐、玻璃瓶等包材, 产品持续升级以及包材成本的下降使上半年公司毛利率获得显著提升。

■ 销售费用略超预期, 同比增长 25.71% 达到 30.94 亿, 其中促销和广告费用增长 4.27 亿是费用增长主因。我们在上一份报告中提到, 推荐青啤的主要中期逻辑在于产品结构升级, 短期逻辑在于包材成本下降, 而更长期的逻辑才是费用率的下行。在目前 CR4 超过 60% 的阶段, 尚在费用率较高的阶段, 未来费用率下降带来的利润增长尚不能在短期内兑现, 中短期内我们更看好产品升级带来的投资机会。

盈利调整和投资建议

■ 预计 13-14 年实现收入 296.6 亿/352.5 亿, 同比增长 15.1%/18.8%; 净利润 21.4 亿/26.03 亿, 同比增长 22.87%/21.47%; 实现 EPS 为 1.586 元/1.927 元。目标价 44.4-47.58 元。

风险提示

■ 原料成本上升、行业竞争加剧

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	2	3	20
增持	0	1	1	1	15
中性	0	0	0	0	1
减持	0	0	0	0	0
评分	0	2.00	1.50	1.38	1.45

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

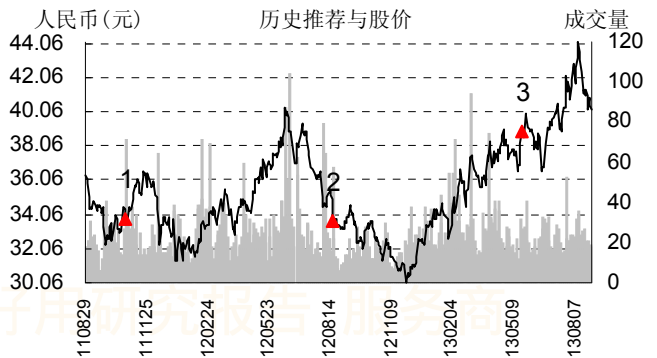
最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 买入； 1.01~2.0 = 增持； 2.01~3.0 = 中性
3.01~4.0 = 减持

历史推荐和目标定价(人民币)

日期	评级	市价	目标价
1 2011-10-28	增持	33.82	N/A
2 2012-08-16	增持	33.64	38.32 ~ 41.26
3 2013-05-21	买入	38.87	44.40 ~ 47.58

来源：国金证券研究所



长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

- 买入：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 20% 以上；
- 增持：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 5% - 20%；
- 中性：预期未来 6 - 12 个月内变动幅度在 -5% - 5%；
- 减持：预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 5% 以下。

特别声明:

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海

电话: (8621)-61038271

传真: (8621)-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话: 010-6621 6979

传真: 010-6621 6793

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100053

地址: 中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话: 0755-33516015

传真: 0755-33516020

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518026

地址: 深圳市福田区福中三路诺德金融中心 34B