



廣證恒生
GUANGZHENG HANG SENG

证券研究报告

青岛啤酒(600600)点评报告

“抢市场”和“要利润”同步推动, 非经常损益增厚业绩

2013.08.30

强烈推荐(维持)

王健超(高级分析师)	徐舜(分析师)
电话: 020-88836121	020-88836105
邮箱: wangjc_a@gzgzhs.com.cn	xushun@gzgzhs.com.cn
执业编号: A1310512070006	A131051307003

现价:	39.6元
目标价:	46.7元
股价空间:	18%

食品饮料行业

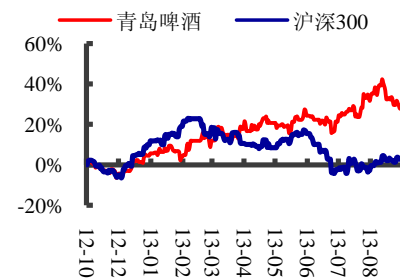
事件:

8月30日, 青岛啤酒公布2013年中期报告。2013年1-6月, 公司营业总收入同比11.7%, 营业利润同比24.6%, 归属母公司净利润38.5%, 啤酒毛利率41.9%。

投资要点:

- **非经常损益贡献净利润约2.7亿, 扣非后净利增速13.7%。**
2012年6月5日, 公司与三得利公司合资带来一次性收益3.9亿元。其中包含投资收益2.1亿元以及剔除负商誉影响带来的1.79亿元, 同时汉斯啤酒的员工安置带来营业外支出1.2亿, 由此上半年非经常损益贡献约2.7亿。扣除非经常损益后净利增速13.7%。
- **产品升级与费用率增加同步推动。**
啤酒销量458万千升(同比+9.62%), 主品牌240万千升(同比+9%), 听装啤酒等高端产品83万千升(同比+19%), 高端产品在主品牌占比达到35%, 公司产品升级持续中。上半年公司整体吨酒价3222元较上年同期+4.6%, 上半年啤酒毛利率41.9%较上年同期提升+1.27pct。
与此同时, 上半年销售费用率20.7%较上年+2.31pct。13中报燕京同样出现毛利率与销售费率双升的格局。由于国内吨酒价仍然偏低, 雪青百燕嘉五大巨头在“抢市场”的同时有条件 and 空间“要利润”, 未来需要观察市场格局稳定以及规模效应体现可能带来的费用率拐点。
- **华东、东南市场快速成长, 三季度高温促使两区域维持高增速。**
三得利合作后华东地区营收增速达34.1%, 东南增长18.6%, 山东15.4%, 华南14.23%, 华北13.4%;
今年三季度旺季江南地区长时间高温, 啤酒市场处于高景气度, 公司三季度的华东、东南市场的销量有望维持快速增长。预计Q3公司整体销量增速将上行。
- **投资建议:**
预计13-14年公司营业收入增速分别为11%、14%, 净利润增速分别为28%、16%, EPS分别为1.67元、1.94元, 对应动态PE23.7倍、20.4倍。目标价46.7元(对应13年28倍PE), 维持“强烈推荐”评级。
- **风险提示: 市场竞争激励带来费用率超预期上升。**

股价走势



股价表现

涨跌(%)	1M	3M	6M
青岛啤酒	-5.2	0.4	14.5
食品饮料	2.0	-6.9	-4.8
沪深300	6.5	-12.3	-13.3

基本资料

总市值(元)	535.39亿
总股本(股)	13.51亿
流通A股比例	51.51%
资产负债率	51.61%
大股东	青岛啤酒集团有限公司
大股东持股比例	30.45%



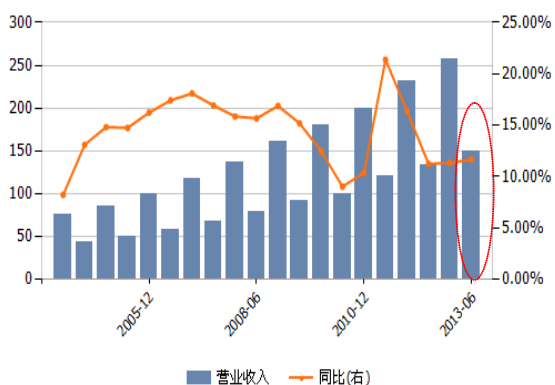
廣證恒生
GUANGZHENG HANG SENG

青岛啤酒 (600600) 点评报告

青岛啤酒财务预测简表

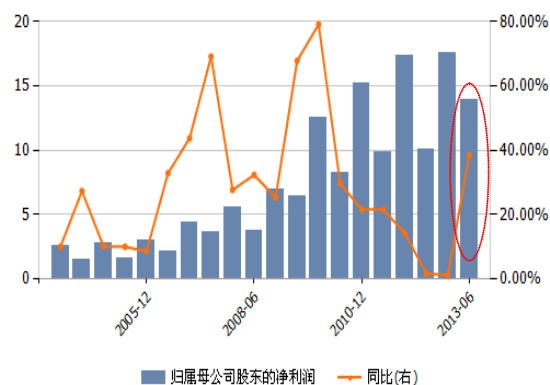
主要财务指标	2011	2012	2013E	2014E
营业收入 (百万元)	23158.05	25781.54	28617.51	32623.97
同比 (%)	16.4%	11.3%	11.0%	14.0%
归属母公司股东净利润 (百万元)	1,758.9	2,256.4	2,620.0	3,102.4
同比 (%)	14.3%	1.2%	28.3%	16.1%
每股收益 (元)	1.29	1.30	1.67	1.94

图 1: 营收增速 11.7%, 稳步回升



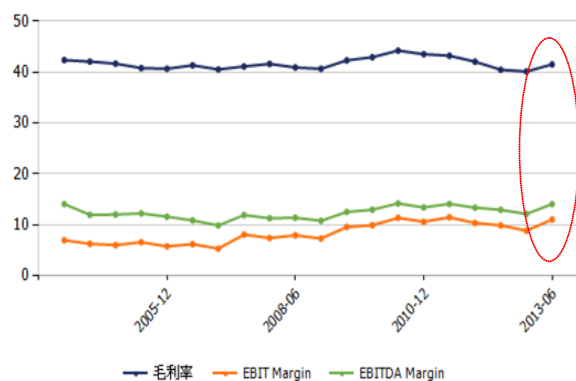
(资料来源: WIND、广证恒生)

图 2. 归属母公司股东净利润增速 38.5%



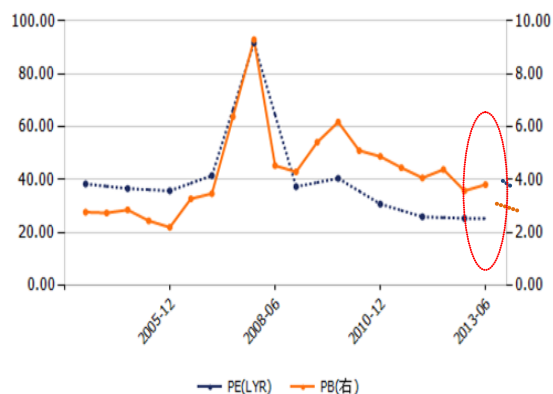
(资料来源: WIND、广证恒生)

图 3: 盈利能力出现回升, 未来毛利率仍有较大提升空间



(资料来源: WIND、广证恒生)

图 4. 目前估值处于历史低位区间



(资料来源: WIND、广证恒生)



廣證恒生
GUANGZHENG HANG SENG

青岛啤酒 (600600) 点评报告

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2011	2012	2013E	2014E	2015E		2011	2012	2013E	2014E	2015E
货币资金	6,107.6	7,118.2	6,251.3	8,973.2	11,749.1	营业收入	23,158.1	25,781.5	28,617.5	32,624.0	36,865.1
交易性金融资产	-	-	-	-	-	减: 营业成本	13,416.7	15,433.9	16,598.2	18,595.7	20,828.8
应收帐款	202.5	170.0	656.6	688.8	781.6	营业税费	2,024.4	2,201.1	2,432.5	2,773.0	3,133.5
应收票据	98.4	61.8	39.2	44.7	50.5	销售费用	4,414.7	4,930.9	6,009.7	6,687.9	7,557.3
预付帐款	273.2	83.7	120.1	26.3	-3.5	管理费用	1,184.2	1,269.4	1,201.9	1,370.2	1,548.3
存货	2,717.7	2,360.1	1,593.7	1,634.3	1,915.3	财务费用	-36.2	-178.1	-27.3	-35.5	-61.7
可供出售金融资产	183.9	348.3	511.4	752.2	1,001.6	资产减值损失	17.0	1.0	1.1	1.2	1.3
持有至到期投资	-	-	-	-	-	公允价值变动收益	-	-	-	-	-
长期股权投资	-	-	-	-	-	投资和汇兑收益	4.3	15.0	240.0	30.0	33.0
投资性房地产	152.0	163.9	100.0	120.0	144.0	营业利润	2,141.6	2,138.4	2,641.5	3,261.4	3,890.5
固定资产	-	7.3	8.0	8.8	9.7	加: 营业外净收支	313.3	345.8	300.0	340.0	374.0
在建工程	7,205.0	8,343.7	8,584.4	8,156.3	7,728.2	利润总额	2,454.9	2,484.2	2,941.5	3,601.4	4,264.5
无形资产	624.3	678.3	678.3	678.3	678.3	减: 所得税	657.3	639.4	617.7	900.3	1,066.1

其他非流动资产	2,378.8	2,546.6	2,546.6	2,546.6	2,546.6	净利润(归属母公司)	1,737.9	1,758.9	2,256.4	2,620.0	3,102.4
资产总额	1,690.7	1,779.3	1,927.4	2,101.3	2,351.5	财务指标	2011	2012	2013E	2014E	2015E
短期债务	21,634.2					成长性					
		23,661.1	23,017.1	25,730.7	28,952.8	营业收入增长率	16.4%	11.3%	11.0%	14.0%	13.0%
应付帐款	162.7	147.6	138.0	123.6	102.4	营业利润增长率	10.6%	-0.1%	23.5%	23.5%	19.3%
一年内到期的非流动负债	4,826.4	5,207.0	2,437.5	2,705.7	3,027.5	净利润增长率	14.3%	1.2%	28.3%	16.1%	18.4%
预收账款	83.9	81.9	95.9	103.1	117.9	盈利能力					
其他流动负债	2,083.1	1,899.5	1,849.1	1,696.6	1,583.8	毛利率	42.1%	40.1%	42.0%	43.0%	43.5%
长期借款	454.1	452.5	472.5	502.5	532.5	营业利润率	9.2%	8.3%	9.2%	10.0%	10.6%
其他非流动负债	2,747.0	3,089.2	3,612.7	4,272.9	4,994.8	净利润率	7.5%	6.8%	7.9%	8.0%	8.4%
负债总额	10,357.2	10,877.7	8,605.8	9,404.4	10,358.9	ROE	15.9%	14.4%	16.1%	16.5%	17.2%
少数股东权益	166.5	315.5	382.9	463.9	559.8	ROA	8.3%	7.8%	10.1%	10.5%	11.0%
股本	1,351.0	1,351.0	1,351.0	1,351.0	1,351.0	偿债能力					
留存收益	9,742.3	11,097.9	12,677.4	14,511.4	16,683.1	资产负债率	47.9%	46.0%	37.4%	36.5%	35.8%
股东权益	11,276.9	12,783.4	14,411.3	16,326.3	18,594.0	速动比率	1.34	1.38	2.03	2.62	3.21
现金流量表(百万元)	2011	2012	2013E	2014E	2015E	利息保障倍数	-58.14	-11.00	-95.64	-90.98	-62.02
净利润	1,797.6	1,844.8	2,323.8	2,701.0	3,198.4	运营效率					
加:折旧和摊销	697.8	843.8	597.9	597.9	597.9	存货周转天数	37	36	25	18	17
资产减值准备	17.0	1.0	1.1	1.2	1.3	总资产周转天数	306	316	294	269	267
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	每股资料					
财务费用	85.4	29.9	-169.4	-27.3	-35.5	EPS(元)	1.29	1.30	1.67	1.94	2.30
投资收益	-4.3	-15.0	-240.0	-30.0	-33.0	BVPS(元)	8.35	9.46	10.67	12.08	13.76
少数股东损益	59.7	85.9	67.4	81.0	96.0	估值比例					
营运资金的变动	-382.6	626.6	-2,033.9	347.9	56.6	PE(X)	30.8	30.4	23.7	20.4	17.3
经营活动产生现金流量	1,872.3	3,103.6	688.9	3,663.6	3,855.4	PB(X)	4.7	4.2	3.7	3.3	2.9
投资活动产生现金流量	-3,936.6	-1,994.8	313.9	10.0	9.0	PS(X)	2.3	2.1	1.9	1.6	1.5
融资活动产生现金流量	54.6	-391.8	-501.0	-580.0	-689.6						



王健超（食品饮料行业，高级分析师）

西南财经大学金融学硕士、统计学学士。6年证券从业经验，具备较深厚的资本市场研究功底，善于挖掘行业和公司基本面变化带来的投资机会，并结合消费趋势的数量分析及商业模式的定性分析双维度判断公司的投资价值。

广证恒生：

地 址：广州市天河区珠江西路5号广州国际金融中心63楼

电 话：020-88836132，020-88836133

邮 编：510623

股票评级标准：

强烈推荐：6个月内相对强于市场表现15%以上；

谨慎推荐：6个月内相对强于市场表现5%—15%；

中 性：6个月内相对市场表现在-5%—5%之间波动；

回 避：6个月内相对弱于市场表现5%以上。

分析师承诺：

本报告作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰、准确地反映了作者的研究观点。在作者所知情的范围内，公司与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

重要声明及风险提示：

我公司具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供广州广证恒生证券投资咨询有限公司的客户使用。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证该信息未经任何更新，也不保证我公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。我公司已根据法律法规要求与控股股东（广州证券有限责任公司）各部门及分支机构之间建立合理必要的信息隔离墙制度，有效隔离内幕信息和敏感信息。在此前提下，投资者阅读本报告时，我公司及其关联机构可能已经持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，或者可能正在为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。法律法规政策许可的情况下，我公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开前已经通过其他渠道独立使用或了解其中的信息。本报告版权归广州广证恒生证券投资咨询有限公司所有。未获得广州广证恒生证券投资咨询有限公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“广州广证恒生证券投资咨询有限公司”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

市场有风险，投资需谨慎。



廣證恒生
GUANGZHENG HANG SENG