

2013年10月30日



青岛啤酒 (600600.SH)

啤酒行业

评级: 增持 下调评级

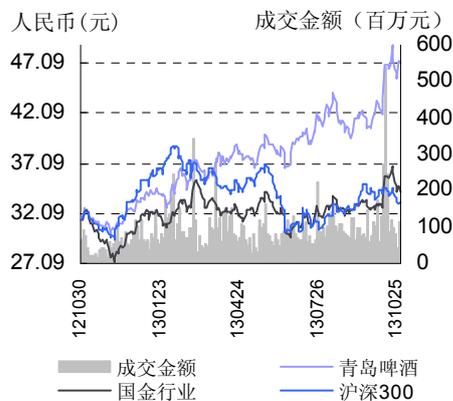
业绩点评

市价(人民币): 47.13元
目标(人民币): 52.10-54.00元

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)	636.72
年内股价最高最低(元)	48.89/30.06
沪深300指数	2372.05
上证指数	2128.86



相关报告

1. 《产品升级、毛利率提升,成长逻辑顺畅》, 2013.8.30
2. 《2013年进入行业和青啤的大年》, 2013.5.21

赵晓媛 分析师 SAC 执业编号: S1130513070001
(8621)61038227
zhaoxy@gjzq.com.cn

陈钢 分析师 SAC 执业编号: S1130511030031
(8621)60230228
cheng@gjzq.com.cn

高端增速放缓但趋势不变, 估值切换确定

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	1.715	1.929	2.318
每股净资产(元)	8.22	9.23	10.63	12.21	14.13
每股经营性现金流(元)	1.39	2.30	2.72	3.17	3.74
市盈率(倍)	26.09	25.61	26.99	24.00	19.97
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%	32.82%	12.49%	20.17%
净资产收益率(%)	15.60%	13.99%	16.13%	15.80%	16.41%
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

业绩简评

- 青岛啤酒 Q1-3 实现净利润 21.64 亿元, 同比增长 28.66%, EPS 1.602 元; Q1-3 实现收入 241.9 亿, 同比增长 11.00%。

经营分析

- 销量增速远高于行业, 唯产品升级趋势在本季放缓: Q3 期间, 公司实现营业收入 92.22 亿, 同比增长 9.92%, 环比增长 6.5%, 实现净利润 7.7 亿, 同比增长 14.07%。从利润率水平来看, 公司 Q3 的毛利率为 40.45%, 同比下降 1.7 个百分点, 环比下降 1.3 个百分点; 销售费用率和管理费用率分别为 19.67% 和 3.9%, 同比保持稳定。1-9 月, 公司共完成啤酒销量 753 万千升, 同比增长 11% (<H1 为 11.68%), 其中主品牌青岛啤酒实现销量 383 万千升, 同比增长 7% (<H1 为 9%), 易拉罐等高端啤酒实现销量 133 万千升, 同比增长 16% (<H1 为 19%), 远高于国内啤酒行业总体增速(国家统计局 1-9 月全国啤酒销量增长 3.94%), 公司市占率进一步提升, 但高端产品增速低于上半年增速, 产品升级趋势本季度有所放缓, 这也是造成三季度毛利率环比和同比下降的主要原因。
- 产品升级战略不改, 受高端餐饮萎靡影响, 升级速度有所波动, 主要原材料价格平稳: 三季度以来, 公司主品牌增速逐步放缓, 银麦、三得利、王子等低端产品的动销良好。9-10 月, 公司营销资源主要投放在高端纯生等产品, 但对市场拉动作用有限, 高端餐饮面临较大压力(公司的整体销售中七成在餐饮渠道), 1-9 月的纯生增长仅在低个位数。从区域市场来看, 高端产品的增速放缓是一个全国范围内的情况, 而高端占比较高的区域(广东、青岛等)并未有更大波动。从主要原材料的价格情况来看, 啤麦目前仍在询价阶段, 但主要产区产量平稳, 预计包材价格和啤麦价格在 14 年仍将保持平稳。

盈利调整和投资建议

- 我们认为啤酒行业在长期投资价值明确, 估值切换确定, 且并购进行外延增长也可有所期待。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 23.2 亿/26.06 亿, 实现 EPS 为 1.715 元/1.929 元。目标价 52.1-54.0 元, 相当于 27x-28x14E PE, 增持评级。

风险提示

- 经济增速下降、气温低于同期。

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	5	11	23
增持	0	0	2	10	14
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0	0	1.29	1.43	1.40

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

日期	评级	市价	目标价
1 2012-08-16	增持	33.64	38.32 ~ 41.26
2 2013-05-21	买入	38.87	44.40 ~ 47.58
3 2013-08-30	买入	40.15	44.40 ~ 47.58

来源：国金证券研究所

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



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: 0755-83831378

传真: 0755-83830558

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 深圳市福田区深南大道 4001 号时代金融中心 7BD