跟踪报告

行业公司研究—食品饮料—

证券研究报告

青岛啤酒(600600) 报告日期：2014 年 7 月 23 日

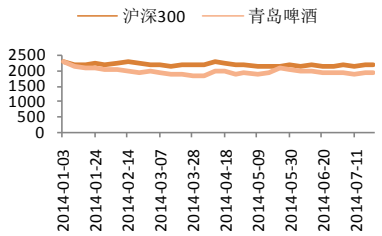
销售规模稳步扩大，竞争压力掣肘盈利增长

—青岛啤酒跟踪报告

：葛越 执业证书编号：S1230512020002
：021-64718888-1281
：geyue@stocke.com.cn

评级	增持
上次评级	增持
当前价格	￥40.19

单季度业绩	元/股
1Q/2014	0.43
4Q/2013	-0.14
3Q/2013	0.57
2Q/2013	0.67



相关报告

《规模加速扩张，打开明日利润空间--青岛啤酒深度报告》

《加速扩张仍是主旋律-青岛啤酒 2011 年报点评》

《副品牌快速提升，延续转型-青岛啤酒 2012 年一季报点评》

《二季度主品牌增速回升，下半年仍有扩张压力-青岛啤酒 2012 年半年度报告点评》

《行业形势严峻，四季度不容乐观-青岛啤酒跟踪报告》

《青岛啤酒 2013 年报点评》

《青岛啤酒 2013 年一季报点评》

《高温提升景气度，并表或有超预期》

《份额要求更为迫切，估值不具优势》

报告导读

- 销售规模稳步增长，主品牌面临竞争压力

投资要点

❑ 行业平稳发展，寡头竞争格局日趋明显

2014 年 1-6 月，啤酒行业总产量 2580.24 万千升，同比增速 5.66%，与去年同期基本持平，行业规模保持平稳增长。1-5 月啤酒吨价提升 4.1%，较去年同期下降了 1.3%，显示出我国人均收入上升带动了啤酒行业消费升级，但竞争有所加剧，预计全年将延续这一趋势。

目前我国啤酒行业呈现规模化、集团化趋势，2013 年 CR5 超过 70%，形成了华润雪花、青岛啤酒、百威英博、燕京啤酒、嘉士伯 5 大啤酒集团。上半年行业整合继续，青岛啤酒收购淄博绿兰莎啤酒，百威英博收购吉林金士百和江苏大富豪，行业集中度进一步提升，寡头竞争格局日趋明显。

❑ “品牌溢价”+“基地市场”驱动业绩平稳增长

在未来几年行业结构升级的趋势下，公司将利用自身品牌优势，继续力推高端产品，大力发展听装产品。目前易拉罐包装占到销售总量的 15%，与发达国家 50%的销量比重相比，具有很大的提升空间。易拉罐包装毛利率高出同类产品 5-7%个百分点，将有助于公司改善盈利结构。

区域扩张上，公司提出打造黄河走廊计划，在强化山东、陕西基地市场的基础上，全力开发河北、山西和河南市场，形成“黄河流域基地带”，进一步扩大优势区域。

❑ 竞争压力使毛利率和销售费用率短期内难以改善

百威英博在行业“坐三争二”的目标促使下，加快了全国化布局，加大了品牌运作力度，竞争压力直接指向青啤。除了不断收购啤酒企业，百威还计划未来几年在中国投资 200 亿，新建 8-10 个 100 万千升的新厂，产能超 1500 万千升。百威英博的高端品牌“百威”与青啤主品牌市场定位大致相似，压制了主品牌的快速发展，预计公司毛利率和销售费用率短期内难以改善。

财务摘要

（百万元）	2013A	2014E	2015E	2016E
主营收入	28290.98	32836.40	37208.32	41934.40
(+/-)	9.73%	16.07%	13.31%	12.70%
净利润	1973.37	2190.34	2511.54	2957.39
(+/-)	12.20%	10.99%	14.66%	17.75%
每股收益（元）	1.46	1.62	1.86	2.19
P/E	27.51	24.79	21.62	18.36

❑ 盈利预测

我们认为啤酒行业寡头竞争格局日趋明显，整合进入尾声阶段，盈利拐点渐行渐近，公司凭借品牌和规模优势将最终胜出。短期内虽然面临对手的直接竞争，但是在产品升级和区域扩张的带动下全年业绩有望保持平稳增长。由于去年三得利并表因素影响，今年中报将受到非经常性损益下降的干扰。

预计 2014-2016 年销售收入 328.4 亿，372.1 亿和 419.3 亿元，每股收益 1.62、1.86 和 2.19 元，对应当前股价动态市盈率 24.79 倍、21.62 倍和 18.36 倍。维持增持评级。

表附录：三大报表预测值

资产负债表	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
货币资金	7118.2	8531.7	9490.8	12002.2	16571.0
应收票据	61.8	84.8	20.7	23.4	26.4
应收账款	82.7	152.3	134.9	152.9	160.8
预付款项	83.7	132.3	325.4	543.6	788.2
其他应收款	87.3	183.4	328.4	334.9	377.4
存货	2360.1	2534.6	3703.0	3884.6	4356.4
其他流动资产	284.3	466.9	466.9	466.9	466.9
长期股权投资	163.9	1271.9	1271.9	1271.9	1271.9
固定资产	8343.7	8740.3	8045.8	7233.4	6334.1
在建工程	678.3	506.6	353.3	251.7	175.8
工程物资	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
无形资产	2546.6	2533.0	2279.7	2026.4	1773.1
长期待摊费用	6.4	21.5	19.4	17.2	15.1
资产总计	23661.1	27364.9	28507.4	30324.8	34485.0
短期借款	147.6	101.1	0.0	0.0	0.0
应付票据	81.9	138.4	132.2	149.4	167.6
应付账款	1993.4	2707.1	2116.0	2390.5	2680.8
预收款项	656.4	980.5	1308.9	1680.9	2100.3
应付职工薪酬	886.6	823.3	757.8	757.8	757.8
应交税费	350.9	332.0	332.0	332.0	332.0
其他应付款	3213.6	4232.0	3164.4	3164.4	3164.4
其他流动负债	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
长期借款	452.5	4.9	4.9	4.9	4.9
预计负债	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
负债合计	10877.7	13491.4	12441.9	11745.7	12946.1
股东权益合计	12783.4	13873.5	16065.6	18579.1	21538.9

现金流量表	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
净利润	1844.8	1974.9	2192.1	2513.6	2959.8
折旧与摊销销	843.8	885.0	1303.3	1319.4	1330.7
经营活动现金流	3103.6	3401.2	1065.3	4223.5	4355.7
投资活动现金流	-1994.8	-1495.9	-200.0	-150.0	-100.0
融资活动现金流	-391.8	-777.7	93.8	-1562.0	313.0
现金净变动	716.9	1127.5	959.1	2511.5	4568.7
期初现金余额	6107.6	7118.2	8531.7	9490.8	12002.2
期末现金余额	6824.5	8245.8	9490.8	12002.2	16571.0

利润表（百万元）	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入	25781.5	28291.0	32836.4	37208.3	41934.4
营业成本	15433.9	17007.9	19308.3	21813.3	24462.7
营业税金及附加	2201.1	2227.8	2561.2	2902.2	3270.9
销售费用	4930.9	5610.7	6731.5	7441.7	8386.9
管理费用	1269.4	1572.5	1707.5	1934.8	2180.6
财务费用	-178.1	-251.4	-194.8	-235.2	-313.0
资产减值损失	1.0	1.7	0.0	0.0	0.0
公允价值变动收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
投资收益	15.0	229.2	0.0	0.0	0.0
汇兑收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
营业利润	2138.4	2350.9	2722.8	3351.4	3946.3
营业外收支净额	345.8	315.6	200.0	0.0	0.0
税前利润	2484.2	2666.5	2922.8	3351.4	3946.3
减：所得税	639.4	691.6	730.7	837.9	986.6
净利润	1844.8	1974.9	2192.1	2513.6	2959.8
归属于母公司的净利润	1758.9	1973.4	2190.3	2511.5	2957.4
少数股东损益	85.9	1.6	1.8	2.0	2.4
基本每股收益	1.30	1.46	1.62	1.86	2.19
稀释每股收益	1.30	1.46	1.62	1.86	2.19

财务指标	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
成长性					
营收增长率	11.3%	9.7%	16.1%	13.3%	12.7%
EBIT 增长率	-8.1%	-3.8%	35.0%	23.3%	16.6%
净利润增长率	1.2%	12.2%	11.0%	14.7%	17.8%
盈利性					
销售毛利率	40.1%	39.9%	41.2%	41.4%	41.7%
销售净利率	6.8%	7.0%	6.7%	6.7%	7.1%
ROE	14.1%	14.1%	13.5%	13.4%	13.6%
ROIC	9.7%	8.7%	10.5%	12.5%	12.5%
估值倍数					
PE	30.9	27.5	24.8	21.6	18.4
P/S	2.1	1.9	1.7	1.5	1.3
P/B	4.4	3.9	3.3	2.9	2.5
股息收益率	0.4%	0.5%	0.0%	0.0%	0.0%
EV/EBITDA	17.7	17.2	12.1	9.5	7.6

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下:
1、买入 ：相对于沪深 300 指数表现 +20%以上;
2、增持 ：相对于沪深 300 指数表现 +10%～+20%;
3、中性 ：相对于沪深 300 指数表现－10%～+10%之间波动;
4、减持 ：相对于沪深 300 指数表现－10%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下:
1、看好 ：行业指数相对于沪深 300 指数表现 +10%以上;
2、中性 ：行业指数相对于沪深 300 指数表现－10%～+10%以上;
3、看淡 ：行业指数相对于沪深 300 指数表现－10%以下。
我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。
建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券有限责任公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海市长乐路 1219 号长鑫大厦 18 层
邮政编码：200031
电话：(8621)64718888
传真：(8621)64713795
浙商证券研究所：http://research.stocke.com.cn