

青岛啤酒 (600600)

副品牌放量增长，1H14销量增速远超对手

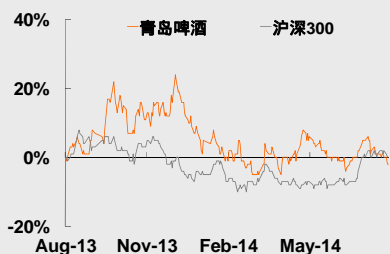
推荐 (维持)

现价：38.67 元

主要数据

| | |
|---------------|-----------------------|
| 行业 | 平安食品饮料 |
| 公司网址 | www.tsingtao.com.cn |
| 大股东/持股 | 青岛啤酒集团有限公司 /30.45% |
| 实际控制人/持股 | 青岛市国资委/30.45% |
| 总股本(百万股) | 1,351 |
| 流通 A 股(百万股) | 696 |
| 流通 B/H 股(百万股) | 655 |
| 总市值 (亿元) | 522.43 |
| 流通 A 股市值(亿元) | 269.11 |
| 每股净资产(元) | 10.81 |
| 资产负债率(%) | 49.8 |

行情走势图



相关研究报告

证券分析师

汤玮亮 投资咨询资格编号
S1060512040001
0755-22624571
TANGWEILIANG978@pingan.com.cn

文献 投资咨询资格编号
S1060511010014
0755-22627143
wenxian001@pingan.com.cn

研究助理

张宇光 一般从业资格编号
S1060113090015
0755-22627143
zhangyuguang467@pingan.com.cn

王俏怡 一般从业资格编号

投资要点

事项：青岛啤酒公布 14 年中报。1H14 年实现营收 170 亿元，同比增 13.3%，归属母公司股东净利 14 亿元，同比增 0.7%，每股收益 1.04 元。2Q14 营收和净利分别为 95.5 亿元和 8.2 亿元，营收同比增 10.3%，净利同比降 9.7%，每股收益 0.61 元。2Q14 营收与我们的预期完全一致，净利则高于我们预期。

平安观点：

- **1H14 销量增 15.8%，增速远高于行业 and 主要对手，副品牌占比提升，主品牌内部产品结构继续升级。**1H14 公司啤酒销量 531 万千升、增长了 15.8%，行业、燕啤、华润、百威英博分别增 5.7%、4.2%、9.0%、6.5%，青啤销量的市场份额从 2013 年的 17.2% 大幅提升至 20.6%。其中，2Q14 销量增 13-14%，也大幅超越行业水平。销量增长主要来自于副品牌，1H14 副品牌增长 23-24%，公司也确立了崂山为第二品牌取代山水，以对抗英博旗下哈尔滨啤酒的强势扩张，估计 1H14 崂山销量占比可接近 20%。1H14 青啤主品牌增长 7.2%，内部产品结构继续升级，听装、小瓶、纯生啤酒等高端产品实现销售 94 万千升，同比增长 14%。
- 分区域看，1H14 山东和华北市场平稳增长，均增长 13% 左右，估计邻近山东的河北市场增速较快，华南市场受广东需求下滑的影响，收入降 5.4%，东南市场是 14 年的亮点，收入同比增 53%。
- **2Q14 毛利率、销售和管理费用率同降，净利下滑 9.7% 主要因为 2Q13 三得利并表导致非经常性损益偏高，估计扣非之后净利增速高于营收。**2Q14 毛利率为 40.1%，同比降 1.6pct，估计主要由于副品牌占比提升、产品结构降级。2Q14 销售费用得到良好控制，促销费用同比下降，销售费用率同比降 2.2pct，管理费用率同比也下降了 0.7pct，期间费用率下降是净利超我们预期的主要原因。
- **1H14 市场集中度提升，但竞争格局未稳，未来 1-2 年行业盈利能力难有明显提升。**CR4 从 2013 年的 64% 大幅上升至 1H14 的 72%，预计该比例仍会继续提升，行业盈利能力的拐点渐行渐近。不过当前行业的竞争格局仍不稳定，龙头还处于跑马圈地的阶段，特别是百威英博的强势扩张，1H14 行业利润仅增长 10%，低于营收，预计未来 1-2 年还难以看到行业盈利能力的明显提升。
- 考虑到费用率降幅好于预期，我们上调 14 年净利预测 4%，预计 2014-2015 年 EPS 分别为 1.64、1.85 元，同比分别增 12%、13%，青岛啤酒当前的扩张态势明显好于主要对手，维持“推荐”的评级。
- **风险提示：**极端天气等因素导致大麦价格大涨。百威英博扩张速度超预期。

| | 2012A | 2013A | 2014E | 2015E | 2016E |
|-----------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入(百万元) | 25,782 | 28,291 | 31,467 | 34,389 | 37,250 |
| YoY(%) | 11.3 | 9.7 | 11.2 | 9.3 | 8.3 |
| 净利润(百万元) | 1,759 | 1,973 | 2,214 | 2,500 | 2,740 |
| YoY(%) | 1.2 | 12.2 | 12.2 | 12.9 | 9.6 |
| 毛利率(%) | 40.1 | 39.9 | 39.8 | 39.9 | 39.9 |
| 净利率(%) | 6.8 | 7.0 | 7.0 | 7.3 | 7.4 |
| ROE(%) | 14.1 | 14.1 | 13.7 | 13.7 | 13.3 |
| EPS(摊薄/元) | 1.30 | 1.46 | 1.64 | 1.85 | 2.03 |
| P/E(倍) | 29.7 | 26.5 | 23.6 | 20.9 | 19.1 |
| P/B(倍) | 4.2 | 3.7 | 3.2 | 2.9 | 2.5 |

图表 1 2014年中报快读：2Q14营收、净利分别增10.3%、-9.7%

| | 2Q13 | 2Q14 | 同比变化 | 1H13 | 1H14 | 同比变化 | |
|-----------|-------|-------|--------|--------|--------|--------|--|
| 营业收入 | 8,659 | 9,550 | 10.3% | 14,971 | 16,958 | 13.3% | 1H14 销量增 15.8%，增速远高于行业和主要对手，副品牌占比提升，主品牌内部产品结构继续升级。 |
| 营业成本 | 5,048 | 5,720 | 13.3% | 8,753 | 10,145 | 15.9% | |
| 毛利率 | 41.7% | 40.1% | -1.6% | 41.5% | 40.2% | -1.4% | 2Q14 毛利率为 41.5%，同比降 2.2pct，估计主要由于副品牌占比提升、产品结构降级。 |
| 毛利 | 3,611 | 3,830 | 6.1% | 6,218 | 6,813 | 9.6% | |
| 营业税金及附加 | 697 | 734 | 5.4% | 1,210 | 1,272 | 5.1% | |
| 销售费用 | 1,908 | 1,897 | -0.5% | 3,094 | 3,471 | 12.2% | 2Q14 销售费用得到良好控制，促销费用同比下降，销售费用率同比降 2.2pct，管理费用率 |
| 管理费用 | 301 | 308 | 2.5% | 603 | 600 | -0.4% | 同比也下降了 0.7pct，期间费用率下降是净利超我们预期的主要原因。 |
| 财务费用 | -55 | -89 | -63.1% | -96 | -174 | -81.7% | |
| 资产减值损失 | -7 | -1 | 82.8% | -6 | -1 | 83.9% | |
| 公允价值变动收益 | 0 | 0 | 0.0% | 0 | 0 | 0.0% | |
| 投资收益 | 229 | 44 | -80.8% | 232 | 35 | -85.0% | 2Q13 三得利并表，公允价值大于账面价值产生处置收益。 |
| 营业利润 | 997 | 1,025 | 2.8% | 1,645 | 1,679 | 2.1% | |
| 营业利润率 | 11.5% | 10.7% | -0.8% | 11.0% | 9.9% | -1.1% | |
| 营业外收入 | 246 | 75 | -69.4% | 300 | 222 | -25.8% | 2Q13与三得利合资项目产生负商誉所致。 |
| 营业外支出 | 179 | 8 | -95.5% | 183 | 21 | -88.3% | |
| 利润总额 | 1,064 | 1,092 | 2.6% | 1,762 | 1,880 | 6.7% | |
| 所得税 | 136 | 235 | 72.6% | 325 | 442 | 36.1% | |
| 所得税率 | 17.8% | 24.0% | 6.2% | 23.0% | 26.9% | 3.9% | |
| 少数股东权益 | 21 | 37 | 81.0% | 43 | 33 | -22.1% | |
| 归属于母公司净利润 | 907 | 819 | -9.7% | 1,395 | 1,405 | 0.7% | |
| 净利率 | 10.7% | 9.0% | -1.7% | 9.6% | 8.5% | -1.1% | |
| EPS | 0.67 | 0.61 | -9.7% | 1.03 | 1.04 | 0.7% | |

资料来源：公司公告，平安证券研究所、Wind

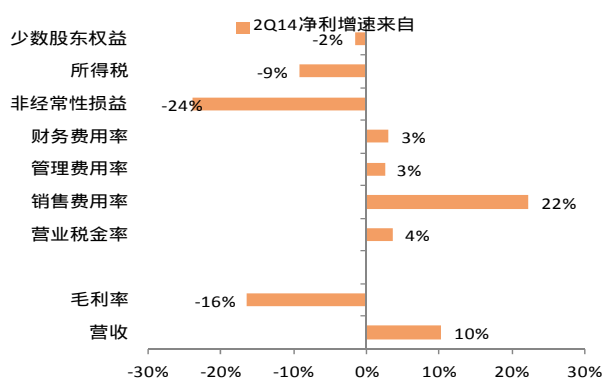
图表 2 1H14年青岛啤酒东南、华东区增速较快 单位：百万元

| | 1H12 | 2H12 | 1H13 | 2H13 | 1H14 |
|------|-------|-------|-------|--------|-------|
| 山东 | 7,070 | 6,489 | 8,162 | 7,018 | 9,227 |
| 同比增长 | 12.4% | 12.3% | 15.4% | 8.1% | 13.1% |
| 毛利率 | 39.7% | 39.9% | 40.6% | 40.6% | 40.1% |
| 同比变化 | -3.4% | -2.3% | 0.9% | 0.7% | -0.5% |
| 华北 | 2,603 | 2,026 | 2,952 | 2,313 | 3,332 |
| 同比增长 | 18.9% | 14.1% | 13.4% | 14.2% | 12.9% |
| 毛利率 | 29.9% | 27.7% | 32.2% | 28.3% | 33.1% |
| 同比变化 | 15.1% | 0.4% | 2.3% | 0.6% | 0.9% |
| 华南 | 2,420 | 2,651 | 2,765 | 2,247 | 2,615 |
| 同比增长 | 4.3% | 14.3% | 14.2% | -15.2% | -5.4% |

| | 1H12 | 2H12 | 1H13 | 2H13 | 1H14 |
|--------|--------|-------|-------|--------|-------|
| 毛利率 | 41.7% | 40.8% | 41.5% | 38.3% | 39.4% |
| 同比变化 | -4.1% | -2.0% | -0.3% | -2.5% | -2.0% |
| 华东 | 1,239 | 980 | 1,662 | 1,393 | 1,971 |
| 同比增长 | 26.8% | 20.0% | 34.1% | 42.1% | 18.6% |
| 毛利率 | 27.4% | 21.2% | 20.0% | 8.7% | 15.9% |
| 同比变化 | 17.5% | -0.3% | -7.4% | -12.5% | -4.1% |
| 东南 | 851 | 931 | 1,009 | 1,051 | 1,542 |
| 同比增长 | 2.9% | 7.9% | 18.5% | 12.9% | 52.9% |
| 毛利率 | 35.5% | 33.3% | 38.5% | 35.3% | 30.2% |
| 同比变化 | -1.1% | 0.6% | 3.0% | 2.0% | -8.3% |
| 香港及港澳台 | 220 | 206 | 214 | 240 | 243 |
| 同比增长 | 0.8% | -9.3% | -2.9% | 16.8% | 13.5% |
| 毛利率 | 45.8% | 40.7% | 39.7% | 43.5% | 37.9% |
| 同比变化 | -14.1% | -7.1% | -6.0% | 2.8% | -1.8% |

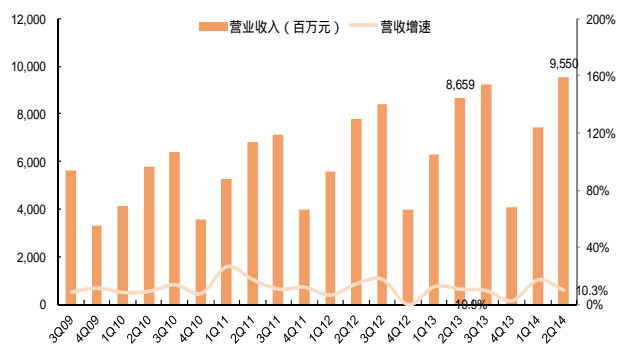
资料来源：平安证券研究所、Wind

图表 3 2Q14非经常性损益减少、毛利率下降导致净利下滑



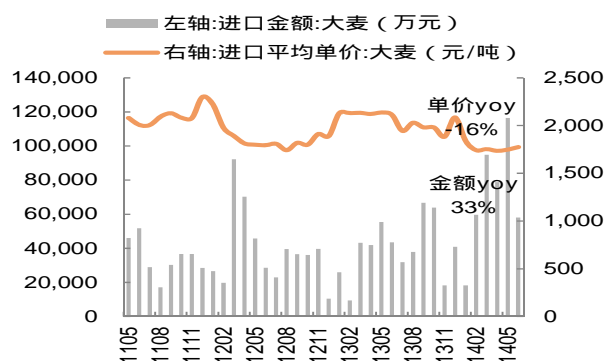
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表 4 2Q14营收增10.3%



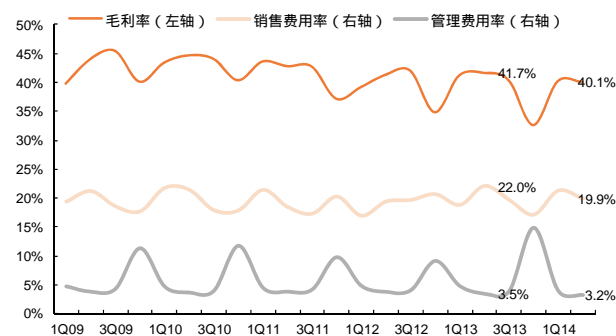
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表 5 2014年6月, 进口大麦金额同比上升33%, 单价分别同比下降16%



资料来源: 公司公告, 平安证券研究所

图表 6 2Q14毛利率降1.6pct



资料来源: 公司公告, 平安证券研究所

图表 7 食品饮料重点公司估值对比 单位: 元

| 股票名称 | 股价 | | EPS | | | | PE | | | | 评级 |
|------|--------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|------|----|
| | 08月28日 | 2012A | 2013A | 2014E | 2015E | 2012A | 2013A | 2014E | 2015E | | |
| 贵州茅台 | 156.02 | 11.65 | 13.25 | 12.96 | 13.68 | 13.4 | 11.8 | 12.0 | 11.4 | 推荐 | |
| 五粮液 | 18.37 | 2.62 | 2.10 | 1.80 | 1.94 | 7.0 | 8.7 | 10.2 | 9.5 | 中性 | |
| 洋河股份 | 62.57 | 5.72 | 4.65 | 4.21 | 4.73 | 10.9 | 13.5 | 14.8 | 13.2 | 中性 | |
| 泸州老窖 | 17.54 | 3.13 | 2.45 | 1.43 | 1.56 | 5.6 | 7.2 | 12.2 | 11.3 | 中性 | |
| 青青稞酒 | 16.11 | 0.67 | 0.83 | 0.75 | 0.86 | 24.0 | 19.4 | 21.4 | 18.7 | 中性 | |
| 山西汾酒 | 15.50 | 1.53 | 1.11 | 0.47 | 0.56 | 10.1 | 14.0 | 32.7 | 27.7 | 中性 | |
| 顺鑫农业 | 15.18 | 0.22 | 0.35 | 0.73 | 0.87 | 68.8 | 43.8 | 20.8 | 17.4 | 推荐 | |
| 张裕 A | 28.81 | 2.48 | 1.53 | 1.35 | 1.32 | 11.6 | 18.8 | 21.3 | 21.8 | 中性 | |
| 青岛啤酒 | 38.67 | 1.30 | 1.46 | 1.64 | 1.85 | 29.7 | 26.5 | 23.6 | 20.9 | 推荐 | |
| 海天味业 | 35.66 | 0.81 | 1.07 | 1.36 | 1.63 | 44.2 | 33.2 | 26.3 | 21.8 | 强烈推荐 | |
| 中炬高新 | 10.80 | 0.16 | 0.27 | 0.38 | 0.48 | 68.4 | 40.4 | 28.6 | 22.7 | 推荐 | |
| 伊利股份 | 26.21 | 0.56 | 1.04 | 1.30 | 1.52 | 46.8 | 25.2 | 20.1 | 17.3 | 强烈推荐 | |
| 贝因美 | 14.36 | 0.50 | 0.71 | 0.35 | 0.46 | 28.8 | 20.4 | 41.1 | 31.4 | 中性 | |
| 南方食品 | 12.39 | 0.08 | 0.17 | 0.34 | 0.69 | 164.1 | 74.1 | 36.7 | 18.0 | 推荐 | |
| 安琪酵母 | 17.78 | 0.74 | 0.44 | 0.55 | 0.85 | 24.1 | 40.0 | 32.3 | 20.9 | 推荐 | |
| 双汇发展 | 34.42 | 1.31 | 1.75 | 2.14 | 2.46 | 26.3 | 19.6 | 16.1 | 14.0 | 推荐 | |
| 大北农 | 13.69 | 0.41 | 0.47 | 0.60 | 0.92 | 33.3 | 29.2 | 22.8 | 14.9 | 强烈推荐 | |

资料来源: wind, 平安证券研究所

| 损益表 (百万元, 元/股) | 2013A | 2014E | 2015E | 2016E |
|---------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 营业收入 | 28,291 | 31,467 | 34,389 | 37,250 |
| YoY | 9.7% | 11.2% | 9.3% | 8.3% |
| 营业成本 | 17,008 | 18,943 | 20,678 | 22,373 |
| 毛利率 | 39.9% | 39.8% | 39.9% | 39.9% |
| 营业税金及附加 | 2,228 | 2,470 | 2,700 | 2,924 |
| 股权激励费用 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 销售费用 | 5,611 | 6,167 | 6,672 | 7,189 |
| 管理费用 | 1,573 | 1,510 | 1,651 | 1,788 |
| 财务费用 | -251 | -252 | -324 | -361 |
| 投资净收益 | 229 | 15 | 15 | 15 |
| 营业利润 | 2,351 | 2,642 | 3,028 | 3,352 |
| 加: 营业外收入 | 564 | 450 | 450 | 450 |
| 减: 营业外支出 | 248 | 100 | 100 | 100 |
| 利润总额 | 2,667 | 2,992 | 3,378 | 3,702 |
| 减: 所得税 | 692 | 776 | 876 | 960 |
| 净利润 | 1,975 | 2,216 | 2,502 | 2,742 |
| 减: 少数股东损益 | 2 | 2 | 2 | 2 |
| 归属母公司所有者净利 | 1,973 | 2,214 | 2,500 | 2,740 |
| YoY | 12.2% | 12.2% | 12.9% | 9.6% |
| 销售净利润率 | 7.0% | 7.0% | 7.3% | 7.4% |
| EPS (当年股本) | 1.46 | 1.64 | 1.85 | 2.03 |
| EPS (最新股本摊薄) | 1.46 | 1.64 | 1.85 | 2.03 |

| 重要指标速览 | 2013A | 2014E | 2015E | 2016E |
|-----------|-------|-------|-------|-------|
| 估值 | | | | |
| PE | 26.5 | 23.6 | 20.9 | 19.1 |
| PEG | 2.2 | 1.8 | 2.2 | 0.8 |
| PB | 3.7 | 3.2 | 2.9 | 2.5 |
| P/S | 1.8 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| EV/EBITDA | 14.7 | 14.0 | 12.5 | 11.4 |
| 股息收益率 | 1.2% | 0.8% | 0.8% | 0.8% |
| 经营回报率 | | | | |
| ROE | 14.1% | 13.7% | 13.7% | 13.3% |
| ROA | 7.2% | 7.7% | 8.0% | 8.1% |
| 资本结构及偿债能力 | | | | |
| 资产负债率 | 49.3% | 44.2% | 41.9% | 39.7% |
| 速动比率 | 0.9 | 1.0 | 1.1 | 1.3 |
| 运营效率 | | | | |
| 存货周转率 | 6.9 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 流动资产周转率 | 2.5 | 2.4 | 2.3 | 2.1 |
| 固定资产周转率 | 3.3 | 3.5 | 3.7 | 4.1 |

| 现金流量表 (百万元) | 2013A | 2014E | 2015E | 2016E |
|-------------|--------|-------|-------|-------|
| 净利润 | 1,975 | 2,216 | 2,502 | 2,742 |
| 折旧摊销 | 885 | 752 | 805 | 851 |
| 营运资金投资 | -1,795 | 502 | -37 | -18 |
| 经营活动现金净流量 | 3,401 | 1,480 | 3,018 | 3,289 |
| 资本开支 | 352 | 495 | 500 | 500 |
| 投资活动现金净流量 | -1,496 | -283 | -485 | -485 |
| 债务融资 | -109 | -398 | 0 | 0 |
| 股权融资 | 113 | 0 | 0 | 0 |
| 支付红利 | -540 | 0 | -405 | -405 |
| 融资活动现金净流量 | -778 | -148 | -81 | -44 |
| 当年现金净流量 | 1,126 | 1,049 | 2,452 | 2,760 |

| 资产负债表 (百万元) | 2013A | 2014E | 2015E | 2016E |
|------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 货币资金 | 8,532 | 9,580 | 12,033 | 14,793 |
| 应收款项 | 152 | 139 | 156 | 172 |
| 预付款项 | 132 | 195 | 200 | 240 |
| 存货 | 2,535 | 2,821 | 3,080 | 3,332 |
| 其他流动资产 | 740 | 561 | 567 | 577 |
| 流动资产合计 | 12,274 | 13,458 | 16,210 | 19,302 |
| 长期股权投资 | 1,272 | 1,251 | 1,258 | 1,255 |
| 固定资产 | 8,740 | 9,370 | 9,191 | 8,903 |
| 无形资产 | 2,533 | 2,533 | 2,533 | 2,533 |
| 其他非流动资产 | 2,545 | 2,156 | 2,055 | 1,999 |
| 非流动资产合计 | 15,090 | 15,309 | 15,037 | 14,691 |
| 资产总计 | 27,365 | 28,767 | 31,247 | 33,993 |
| 短期借款 | 101 | 0 | 0 | 0 |
| 应付款项 | 2,707 | 3,015 | 3,291 | 3,561 |
| 预收款项 | 980 | 982 | 1,080 | 1,188 |
| 应付股利 | 1 | 1 | 1 | 1 |
| 其他流动负债 | 8,306 | 8,058 | 8,146 | 8,264 |
| 流动负债合计 | 11,114 | 11,073 | 11,438 | 11,825 |
| 长期借款 | 5 | 5 | 5 | 5 |
| 应付债券 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他非流动负债 | 2,373 | 1,625 | 1,644 | 1,666 |
| 非流动负债合计 | 2,378 | 1,630 | 1,649 | 1,671 |
| 负债合计 | 13,491 | 12,704 | 13,086 | 13,496 |
| 归属母公司所有者权益 | 14,021 | 16,209 | 18,304 | 20,638 |
| 其中: 实收资本 | 1,351 | 1,351 | 1,351 | 1,351 |
| 少数股东权益 | -147 | -145 | -143 | -141 |
| 股东权益合计 | 13,873 | 16,064 | 18,160 | 20,497 |
| 负债及股东权益总计 | 27,365 | 28,767 | 31,247 | 33,993 |

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在 $\pm 10\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在 $\pm 5\%$ 之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认:本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品,为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考,双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户,并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的,本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能,也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识,认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险,投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券有限责任公司(以下简称“平安证券”)的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准,不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠,但平安证券不能担保其准确性或完整性,报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价,报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任,除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安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编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断,可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问,此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司 2014 版权所有。保留一切权利。

中国平安 PINGAN

平安证券综合研究所

电话：4008866338

| 深圳 | 上海 | 北京 |
|-----------------------------|----------------------------|-------------------------------|
| 深圳福田区中心区金田路 4036 号荣超大厦 16 楼 | 上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 25 楼 | 北京市西城区金融大街 23 号平安大厦 6 楼 601 室 |
| 邮编：518048 | 邮编：200120 | 邮编：100031 |
| 传真：(0755) 82449257 | 传真：(021) 33830395 | |