

2014年08月29日

李晓璐

C0049@capital.com.tw

目标价(元) 45.00

公司基本资讯

产业别	食品饮料
A 股价(2014/8/28)	38.67
上证综指(2014/8/28)	2195.82
股价 12 个月高/低	49.77/37.96
总发行股数(百万)	1350.98
A 股数(百万)	695.91
A 市值(亿元)	522.43
主要股东	青岛啤酒集团 有限公司 (30.56%)
每股净值(元)	10.36
股价/账面净值	3.73
	一个月 三个月 一年
股价涨跌(%)	-7.4 -6.1 -1.4

近期评等

出刊日期	前日收盘	评等
2014-3-26	39.62	持有
2013-3-28	36.27	持有

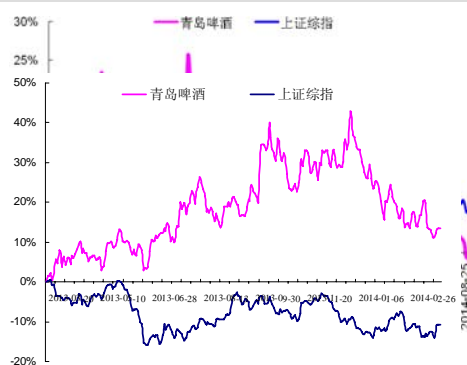
产品组合

啤酒 100%

机构投资者占流通 A 股比例

基金	9.7%
一般法人	3.5%

股价相对大盘走势



青岛啤酒(600600.SH)

Buy 买入

2014H1 净利润同比增长 1%，扣非后增长 19%，销量增速好于预期

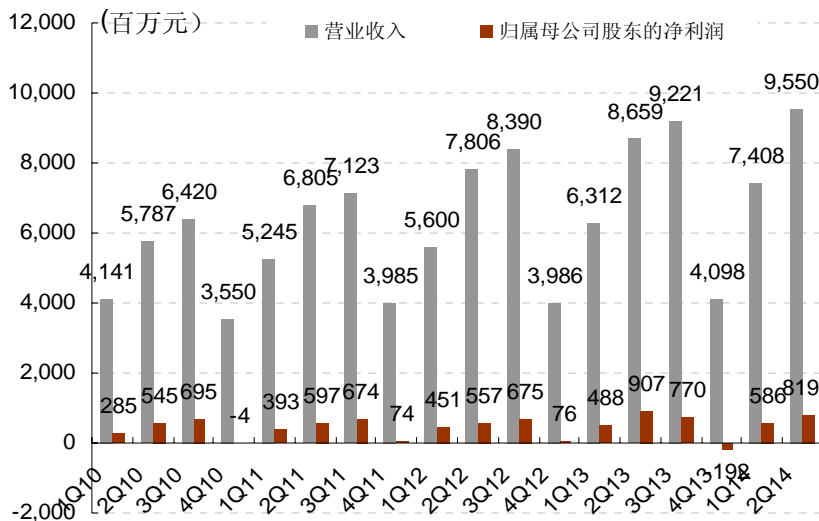
结论与建议：

2014H1 公司纯利同比增长 1%，扣非后增长 19%。上半年公司啤酒销量同比增长 16%，远高于行业增速 5.66% 的增速，好于预期。展望未来，公司通过并购和新改扩建，产量增速将持续高于行业产量增速，成为业绩增长主推力。此外，公司是沪港通下啤酒行业唯一受益标的，A 股股价比 H 股折价 19%，有套利空间。目前股价对应的 2014、2015 年 PE 为 26 倍和 24 倍，上调评级至买入。

- 2014 年上半年，公司实现营业收入 169.58 亿元，同比增长 13.27%，实现净利润 14.05 亿元，同比增长 0.70%；扣非后净利润 12.47 亿元，同比增长 19.17%；对应每股收益 1.04 元。符合预期。
- 在非经常性损益当中，2013Q2 公司的原全资子公司青岛啤酒上海松江有限公司（与三得利合资）变更为公司的联营企业，其公允价值大于账面价值产生一次性收益 2.19 亿元（计入财务收入），影响最大。
- 上半年毛利率 40.24%，同比减少 1.68 个百分点。尽管毛利率下降，但是由于销量快速增长带动了营收额的增长，因此上半年毛利润同比依然有 10% 的增长。
- 上半年，公司啤酒销售量 531 万千升，同比增长 15.75%，远高于国内啤酒行业 5.66% 的增速，在国内市场占有率达到 20.57%，好于预期。上半年，主品牌青岛啤酒实现销售量 257 万千升，同比增长 7.19%，其中奥古特、易拉罐、小瓶、纯生啤酒等高端产品共实现销售量 94 万千升，同比增长 14.13%，高端产品占总产量的比重为 17.7%，维持在较高水平。
- 从 2Q 单季度看，营收同比增长 10.29%，净利润下降 9.7%，扣除 2013Q2 的一次性收益的影响，2Q 净利润同比增长 15%。
- 展望未来，公司通过并购和新改扩建，产量增速将持续高于行业产量增速，成为业绩增长主推力。我们预计 2014 年和 2015 年啤酒行业产量增速在 5%-8% 之间，而公司的产量年均增速能达到 10%-15%。
- 此外，公司是啤酒行业沪港通下唯一受益标的，A 股股价比 H 股折价 19%，沪港通背景下，青岛啤酒存在 A-H 套利空间。
- 7 月和 8 月依然是啤酒消费旺季，今年 3Q 恰逢世界杯赛事，有利啤酒销量，单季度盈利可能好于预期。综上，预计 2014、2015 年将分别实现净利润 20.76 亿元和 22.15 亿元，同比分别增长 5.2% 和 6.68%，对应的 EPS 为 1.54 元和 1.64 元。

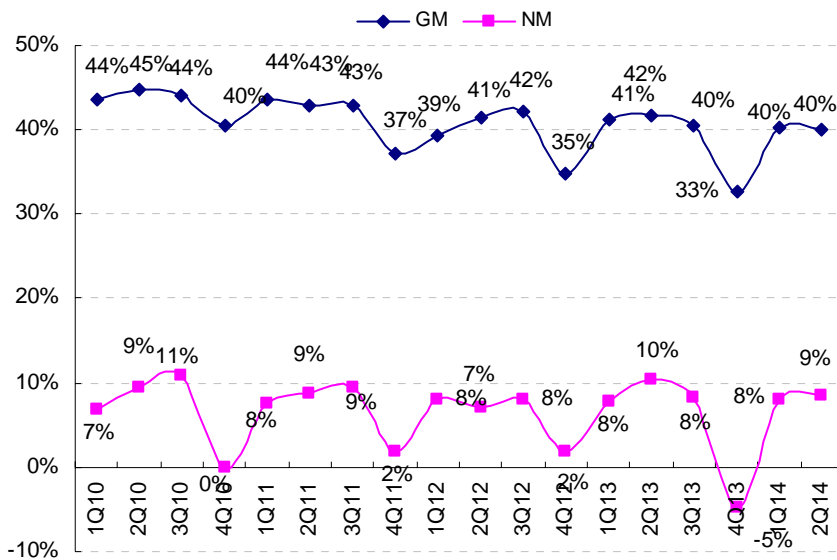
年度截止 12 月 31 日		2010	2011	2012	2013	2014F	2015F
纯利 (Net profit)	RMB 百万元	1520	1738	1759	1973	2076	2215
同比增减	%	21.32	14.30	1.20	12.20	5.20	6.68
每股盈余 (EPS)	RMB 元	1.13	1.29	1.30	1.46	1.54	1.64
同比增减	%	21.32	14.30	1.20	12.20	5.20	6.68
市盈率(P/E)	X	35.20	30.80	30.43	27.12	25.78	24.17
股利 (DPS)	RMB 元	0.18	0.26	0.40	0.45	0.51	0.55
股息率 (Yield)	%	-	0.66	1.01	1.14	1.29	1.38

图 1: 公司营收及净利润情况 单位: 百万元



资料来源: 公司公告、群益证券

图 2: 公司利润率情况 单位: %



资料来源: 公司公告、群益证券

预期报酬(Expected Return: ER)为准, 说明如下:

强力买入 Strong Buy (ER ≥ 30%); 买入 Buy (30% > ER ≥ 10%)

中性 Neutral (10% > ER > -10%)

卖出 Sell (-30% < ER ≤ -10%); 强力卖出 Strong Sell (ER ≤ -30%)

附一：合并损益表

百万元	2010	2011	2012	2013	2014F	2015F
营业收入	19898	23158	25782	28291	30451	32654
经营成本	11234	13417	15434	17008	18323	19640
营业税金及附加	1663	2024	2201	2228	2398	2571
销售费用	3918	4415	4931	5611	5758	6175
管理费用	1079	1184	1269	1573	1436	1540
财务费用	5	-36	-178	-251	30	33
资产减值损失	72	17	1	2	15	15
投资收益	10	4	15	229	4	4
营业利润	1936	2142	2138	2351	2495	2685
营业外收入	245	470	395	564	390	390
营业外支出	58	156	49	248	43	43
利润总额	2123	2455	2484	2667	2842	3032
所得税	539	657	639	692	711	758
少数股东损益	64	60	86	2	56	59
归属于母公司所有者的净利润	1520	1738	1759	1973	2076	2215

附二：合并资产负债表

百万元	2010	2011	2012	2013	2014F	2015F
货币资金	7598	6108	7118	8532	8701	10004
应收账款	90	88	83	152	152	152
存货	1942	2718	2360	2535	2788	3067
流动资产合计	9895	9583	10142	12274	12242	13823
长期股权投资	153	152	164	1272	1399	1539
固定资产	5511	7205	8344	8740	10051	11559
在建工程	283	624	678	507	557	613
非流动资产合计	7882	12051	13519	15090	16008	17711
资产总计	17777	21634	23661	27365	28249	31534
流动负债合计	6016	7156	7336	11114	12225	13448
非流动负债合计	2042	3201	3542	2378	2615	2877
负债合计	8057	10357	10878	13491	14841	16325
少数股东权益	117	166	315	-147	-177	-194
股东权益合计	9603	11110	12468	13873	13585	15404
负债及股东权益合计	17777	21634	23661	27365	28249	31534

附三：合并现金流量表

百万元	2010	2011	2012	2013	2014F	2015F
经营活动产生的现金流量净额	3284	1872	3104	3401	2823	2936
投资活动产生的现金流量净额	-765	-3937	-1995	(1496)	(1895)	(895)
筹资活动产生的现金流量净额	-261	55	-392	(778)	(758)	(738)
现金及现金等价物净增加额	2255	-2013	719	1126	170	1303

此份报告由群益证券(香港)有限公司编写,群益证券(香港)有限公司的投资和由群益证券(香港)有限公司提供的投资服务,不是个人客户而设。此份报告不能复制或再分发或印刷报告之全部或部份内容以作任何用途。群益证券(香港)有限公司相信用以编写此份报告之资料可靠,但此报告之资料没有被独立核实审计。群益证券(香港)有限公司,不在此报告之准确性及完整性作任何保证,或代表或作出任何书面保证,而且不会对此报告之准确性及完整性负任何责任或义务。群益证券(香港)有限公司,及其分公司及其联营公司或许在阁下收到此份报告前使用或根据此份报告之资料或研究推荐作出任何行动。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员不会对使用此份报告后招致之任何损失负任何责任。此份报告内容之资料可能会或会在没有事前通知前变更。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员或会对此份报告内描述之证; @持意见或立场, 或买入, 沽出或提供销售或出价此份报告内描述之证券。群益证券(香港)有限公司及其分公司及其联营公司可能以其户口, 或代他人之户口买卖此份报告内描述之证; @。此份报告,不是用作推销或促使客人交易此报告内所提及之证券。