

证券研究报告—动态报告

食品饮料

啤酒

青岛啤酒(600600)

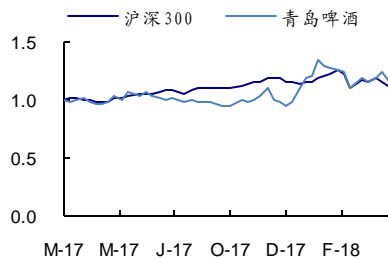
增持

2017 年年报点评

(维持评级)

2018年03月29日

一年该股与沪深 300 走势比较



股票数据

总股本/流通(百万股)	1,351/696
总市值/流通(百万元)	52,904/27,252
上证综指/深圳成指	3,122/10,631
12 个月最高/最低(元)	46.22/30.37

证券分析师: 陈梦瑶

电话: 18520127266

E-MAIL: chenmengyao@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编号: S0980517080001

联系人: 郭尉

电话: 15210587234

E-MAIL: guowei1@guosen.com.cn

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

财报点评

业绩符合预期, 提价升级具备改善弹性

● 业绩符合预期, 控费利润导向型战略初有成效

17 年实现总营收 262.77 亿元同增 0.65%; 归母净利润 12.63 亿元同增 21.04%, 业绩符合预期, 实现 EPS0.94 元。Q4 实现营收 28.92 亿元, 同比下降 5.79%, 净亏-6.1 亿元, 与去年同期相比净亏损收窄近 2 亿。全年毛利率 40.11%, 同减 1pct, 主因包材、大麦原料、人工成本上涨所致。销售费用率 21.95%, 同比下降 1.15pcts, 主因部分区域市场费用投入减少、促销费同降 26%; 管理费用率 4.74%, 同比下降 0.39pct, 主因去年包含 16 年 Q1 房产税等相关税费, 以及本年度管理人员职工薪酬同比减少。所得税同比减少 29.00%, 主要原因是去年同期补交以前年度所得税所致。费用管控下, 全年净利润率 5.26%同增 1pct。

● 销量同增优于行业, 基地市场成本承压毛利率略有下降

17 年啤酒行业产量同降 0.7%, 公司实现啤酒销量 797 万千升, 同比增长 0.6%, 优于行业表现。公司以“稳增长, 调结构”应对国内啤酒市场新形势, 加快产品结构调整, 优化升级。主品牌青岛啤酒共实现销量 376.5 万千升, 同比下降 1.1%, 每升酒 4.18 元同增 0.19%, 中高端“奥古特、鸿运当头、经典 1903、纯生啤酒”等产品共实现销量 162.5 万千升, 同降 0.31%。崂山啤酒面向大众消费市场实现销售收入 102.85 亿元, 同增 3.12%。17 年青岛啤酒已行销全球 100 个国家和地区, 海外收入实现 6.87 亿元, 同增 15.88%, 品牌国际化步伐不断加快。国内山东、华北、华南、华东、东南地区分别实现收入 156.7/55.7/36.7/28.7/0.9 亿元, 同比+1.5%/+5.6%/-1.2%/0.8%/-35.4%。其中东南地区营收下降主因公司内部组织结构调整, 部分区域业务转入其他地区, 基地市场受成本上涨影响, 山东和华南地区毛利率分别下降 1.88pcts 和 0.33pct。

● 提价、产能优化、结构升级三轮驱动, 利润改善弹性足

18 年啤酒行业迎来集体涨价潮, 青啤涨价幅度偏小的企业, 在低利润基数下边际改善弹性较足。未来公司有望提升产能利用率, 积极处置低效产能。持续推出听装啤酒和精酿啤酒为代表的高附加值产品, 提价、产能优化、结构升级将形成三轮驱动, 提升公司盈利能力。17 年年底青啤第二大股东朝日集团转让其所持 17.99% 股份于复星集团, 未来亦可能借助复星集团战略协同及渠道资源。预测 2018-2020EPS 为 1.08/1.25/1.41 元, 对应 37/32/28 倍 PE, 给予“增持”评级

风险因素: 行业复苏缓慢; 包材、人工成本持续上涨; 促销等市场费用持续增长

盈利预测和财务指标

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	26106	26277	27856	29288	30694
(+/-%)	-5.53%	0.65%	6.01%	5.14%	4.80%
净利润(百万元)	1043	1263	1464	1684	1911
(+/-%)	-39.09%	21.04%	15.90%	15.03%	13.47%
摊薄每股收益(元)	0.77	0.93	1.08	1.25	1.41
EBIT Margin	7.1%	5.5%	7.4%	8.0%	8.6%
净资产收益率(ROE)	6.4%	7.4%	8.2%	8.9%	9.6%
市盈率(PE)	52.1	43.0	37.1	32.3	28.4
EV/EBITDA	16.4	18.3	13.9	12.3	10.8
市净率(PB)	3.3	3.2	3.0	2.9	2.7

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

## 附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2017	2018E	2019E	2020E		2017	2018E	2019E	2020E
现金及现金等价物	7469	9674	11745	14504	营业收入	26277	27856	29288	30694
应收款项	184	171	202	189	营业成本	15622	16421	17079	17709
存货净额	2393	2658	2595	2852	营业税金及附加	2325	2312	2431	2548
其他流动资产	1604	1550	1638	1584	销售费用	5769	5989	6297	6599
<b>流动资产合计</b>	<b>11650</b>	<b>14053</b>	<b>16180</b>	<b>19128</b>	管理费用	1244	1254	1318	1381
固定资产	10994	10222	9251	8279	财务费用	(405)	(185)	(241)	(295)
无形资产及其他	2776	2558	2340	2122	投资收益	20	0	0	0
投资性房地产	27	20	14	7	资产减值及公允价值变动	11	0	0	0
长期股权投资	376	376	376	376	其他收入	0	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>27416</b>	<b>28605</b>	<b>29517</b>	<b>31269</b>	营业利润	1676	2038	2374	2721
短期借款及交易性金融负债	283	0	0	0	营业外净收支	133	200	200	200
应付款项	2373	2599	2573	2789	<b>利润总额</b>	<b>1847</b>	<b>2238</b>	<b>2574</b>	<b>2921</b>
其他流动负债	6362	6656	6498	6789	所得税费用	634	627	721	818
<b>流动负债合计</b>	<b>9018</b>	<b>9254</b>	<b>9071</b>	<b>9579</b>	少数股东损益	119	148	170	193
长期借款及应付债券	1	1	1	1	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>1263</b>	<b>1464</b>	<b>1684</b>	<b>1911</b>
其他长期负债	123	123	123	123					
<b>长期负债合计</b>	<b>124</b>	<b>124</b>	<b>124</b>	<b>124</b>					
<b>负债合计</b>	<b>9142</b>	<b>9378</b>	<b>9195</b>	<b>9703</b>	现金流量表 (百万元)				
少数股东权益	629	777	947	1139	净利润	1263	1464	1684	1911
股东权益	17775	18727	19823	21067	资产减值准备	11	0	0	0
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>27416</b>	<b>28605</b>	<b>29517</b>	<b>31269</b>	折旧摊销	1179	1214	1214	1196
					公允价值变动损失	0	0	0	0
					财务费用	(405)	(185)	(241)	(295)
					营运资本变动	385	585	(302)	576
					其它	(175)	(262)	89	(208)
					<b>经营活动现金流</b>	<b>2258</b>	<b>2817</b>	<b>2444</b>	<b>3180</b>
					资本开支	(989)	0	0	0
					其它投资现金流	486	144	144	144
					<b>投资活动现金流</b>	<b>(504)</b>	<b>144</b>	<b>144</b>	<b>144</b>
					权益性融资	0	0	0	0
					负债净变化	0	0	0	0
					支付股利、利息	(535)	(473)	(517)	(565)
					其它融资现金流	2	(283)	0	0
					<b>融资活动现金流</b>	<b>(533)</b>	<b>(756)</b>	<b>(517)</b>	<b>(565)</b>
					<b>现金净变动</b>	<b>1207</b>	<b>2205</b>	<b>2071</b>	<b>2759</b>
					货币资金的期初余额	7929	7469	9674	11745
					货币资金的期末余额	7469	9674	11745	14504
					企业自由现金流	1203	2853	2497	3248
					权益自由现金流	1507	2704	2670	3461

关键财务与估值指标				
	2017	2018E	2019E	2020E
每股收益	0.93	1.08	1.25	1.41
每股红利	0.42	0.49	0.56	0.64
每股净资产	12.69	13.29	13.97	14.75
ROIC	8%	12%	17%	21%
ROE	7%	8%	9%	10%
毛利率	41%	41%	42%	42%
EBIT Margin	5%	7%	8%	9%
EBITDA Margin	10%	12%	12%	12%
收入增长	1%	6%	5%	5%
净利润增长率	21%	16%	15%	13%
资产负债率	33%	33%	31%	31%
息率	1.0%	1.2%	1.4%	1.6%
P/E	43.0	37.1	32.3	28.4
P/B	3.2	3.0	2.9	2.7
EV/EBITDA	18.3	13.9	12.3	10.8

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

## 国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

## 分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

## 风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

## 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

---

### 深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层

邮编：518001 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼

邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032