

青岛啤酒(600600)/饮料制造
换帅催化改善, 高温有望提升消费
评级: 买入(维持)

市场价格: 51.39

分析师: 范劲松

执业证书编号: S0740517030001

电话: 021-20315733

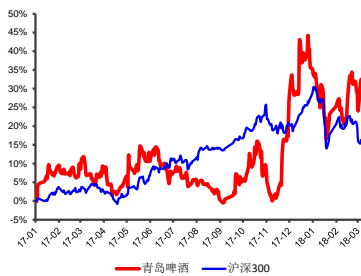
Email: fanjs@r.qizq.com.cn

联系人: 龚小乐

Email: gongxl@r.qizq.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	1,350.98
流通股本(百万股)	695.91
市价(元)	51.39
市值(百万元)	61,245
流通市值(百万元)	35,763

股价与行业-市场走势对比

相关报告

- 1 主品牌重拾增长, 旺季值得期待
- 2 业绩拐点已现, 静待改革春风
- 3 青岛啤酒(600600)2016年三季报点评: 销量下滑收窄, 三得利股权交易处理大幅增厚业绩

公司盈利预测及估值

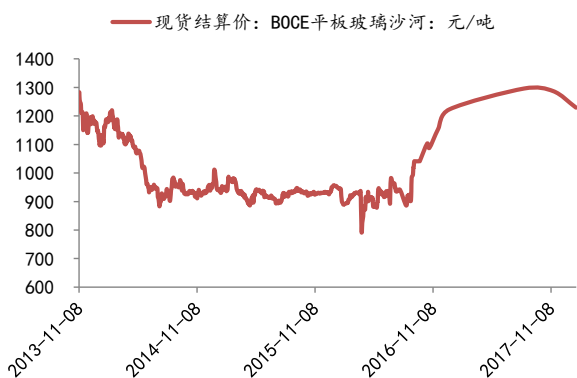
指标	2015A	2016A	2017A	2018E	2019E
营业收入(百万元)	27,634.69	26,106.34	26,277.0	28,084.0	29,952.6
营业收入增速	-4.87%	-5.53%	0.65%	6.88%	6.65%
归属于母公司的净利润	1,713.13	1,043.49	1,263.05	1,782.76	2,345.91
净利润增长率	-13.92%	-39.09%	21.04%	41.15%	31.59%
摊薄每股收益(元)	1.27	0.77	0.93	1.32	1.74
市盈率(倍)	26.18	38.12	42.07	29.80	22.65
PEG	—	—	2.00	0.72	0.72
每股净资产(元)	12.18	12.08	12.27	13.19	14.52
每股现金流量(元)	1.91	2.20	1.83	1.98	3.00
净资产收益率	10.41%	6.40%	7.62%	10.01%	11.96%

备注:

投资要点

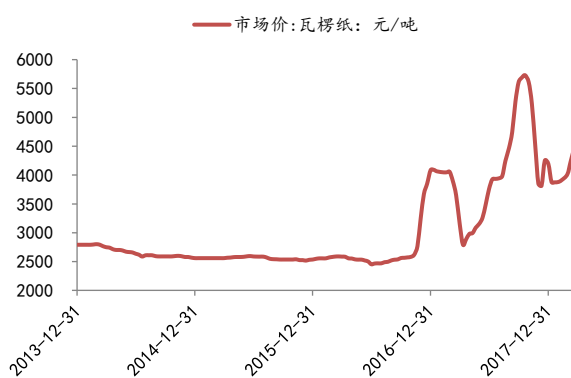
- **事件: 5月17日, 青岛啤酒发布公告, 孙明波不再继续担任董事长职务, 选举黄克兴为董事长, 聘任樊伟为公司总裁并兼任公司制造总裁等职务。**
- **管理层更换+复星入股, 公司内部改善有望加快体现。**2017年12月20日, 青岛啤酒公告朝日集团将其持有的青岛啤酒17.99%的股权转让给复星国际旗下五家实体公司, 目前股份已转让完成, 朝日集团不再持有青啤股份。对青啤而言, 复星以财务投资者角色入主, 核心诉求为追求利润, 有助于公司机制改革的推进。对于本次管理层更换, 在山东省新旧动能转换大背景下, 我们认为这反映出政府对重资产国有企业持更为积极的优化态度, 新任管理层上任有望推进公司内部经营的改善, 比如产能优化(加快关厂进度)、产品结构的优化等。从过去管理经验来看, 新任管理层思路开方、年富力强, 经营管理经验丰富, 擅长于战略规划, 这些方面均有助于公司未来更好发展。
- **行业新一轮成长周期已开启, 重视啤酒大年行情。**2017年12月以来, 我们发布近十篇报告持续强推啤酒板块, 逻辑逐步兑现。我们依旧坚信: 1) 提价的周期可以看得更长。提价主要有三种形态: 提出厂价、提产品结构以及缩减费用等; 去年吨酒价格的提升对冲掉了行业成本上涨的压力, 若今年成本涨幅不高, 利润率则有望走高。结合产品提价情况, 行业利润有望实现加速成长。2) 今年2-3季度业绩加速释放值得期待。对于啤酒行业而言, 一季度成本端处于较高位置, 提价效应体现尚不明显, 2-3季度是消费旺季, 提价效应有望逐步凸显; 当下长三角、珠三角已提前感受到了高温效应, 对啤酒的消费形成有效拉动。
- **投资建议: 维持“买入”评级, 继续重点推荐。**我们预计2018-19年公司收入分别为280.8、299.5亿元, 同比增长6.88%、6.65%; 实现净利润分别为17.8/23.4亿元, 同比增长41.1%、31.6%, 对应EPS分别为1.32、1.74元。考虑到行业升级明显, 公司在山东等省份拥有较好的定价权, 公司的改革值得期待, 公司的吨酒市值低于重庆啤酒和国际巨头水平, 维持“买入”评级。
- **风险提示: 因不可抗要素带来销量的下滑; 市场竞争恶化带来超预期促销活动。**

图表 1: 2017 年玻璃均价上涨 38.8%



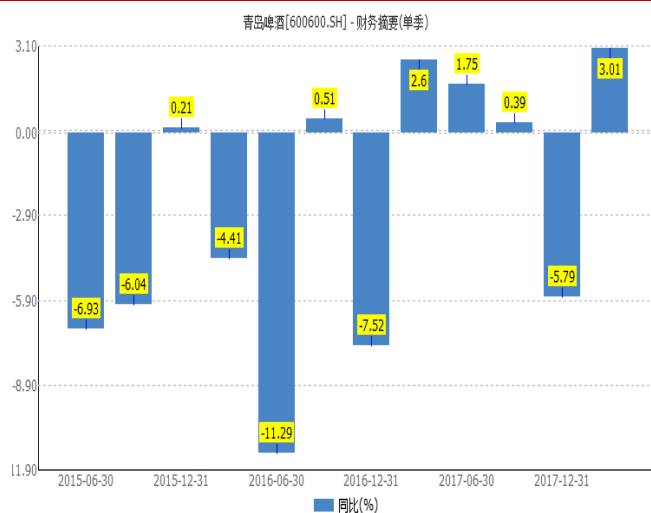
来源: wind、中泰证券研究所

图表 2: 2017 年瓦楞纸均价上涨 52%



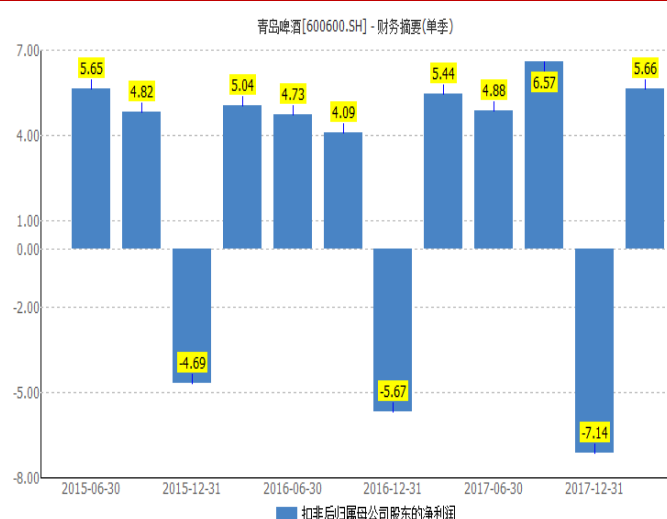
来源: wind、中泰证券研究所

图表 3: 2018 年 Q1 收入加速增长



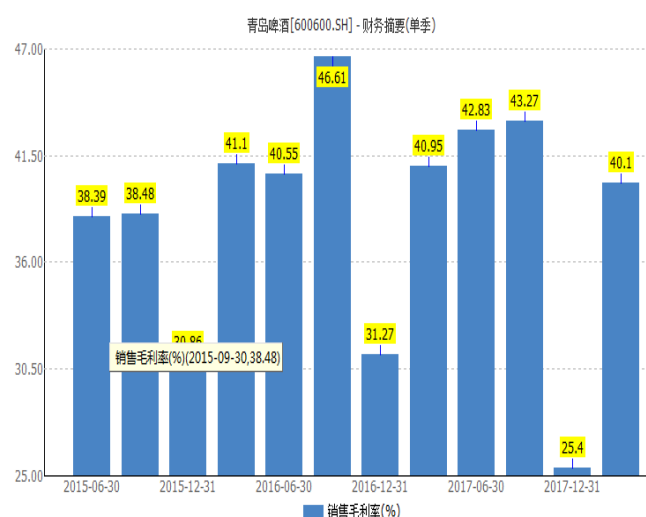
来源: wind、中泰证券研究所

图表 4: 2018 年 Q1 扣非后利润 5.66 亿元



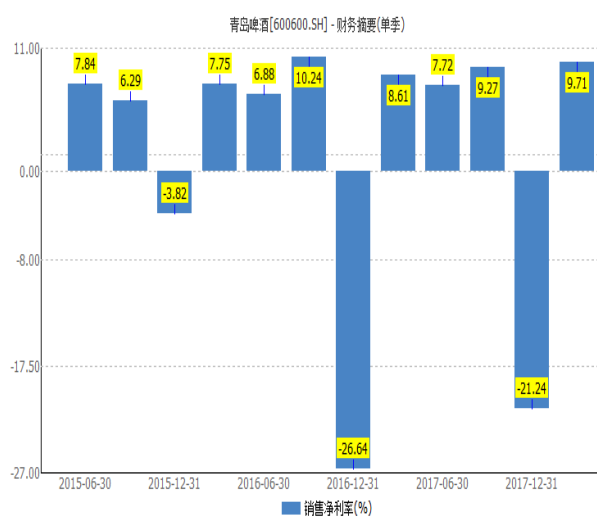
来源: wind、中泰证券研究所

图表 5: 2018 年 Q1 毛利率小幅下滑



来源: wind、中泰证券研究所

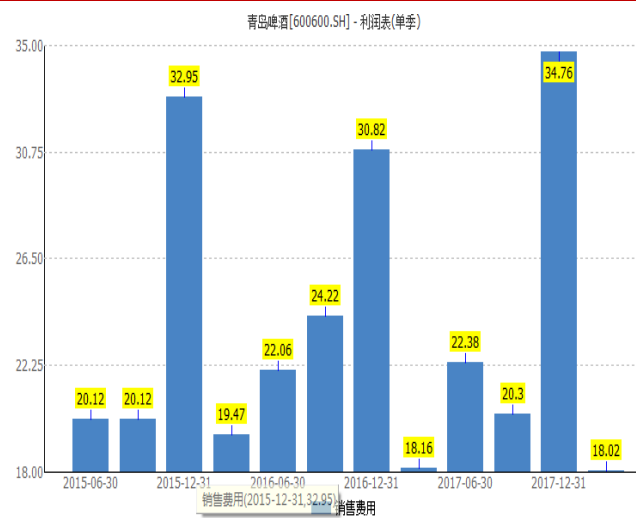
图表 6: 2018 年 Q1 净利率提升至 9.7%



来源: wind、中泰证券研究所

来源: wind、中泰证券研究所

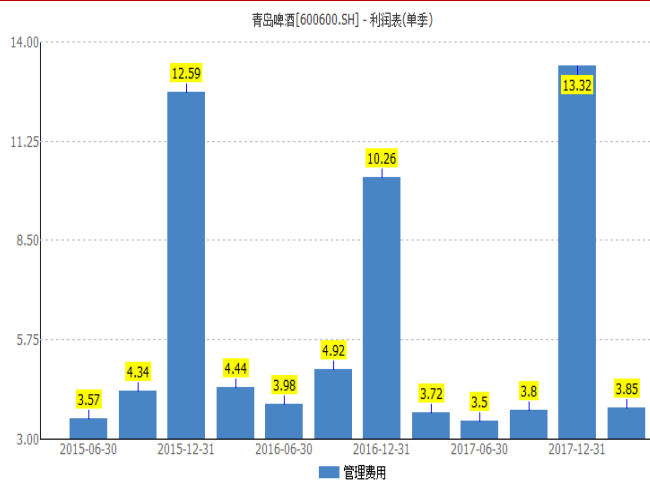
图表 7: 2018 年 Q1 销售费用率同比略下滑



来源: wind、中泰证券研究所

来源: wind、中泰证券研究所

图表 8: 2018 年 Q1 管理费用率同比略提升



来源: wind、中泰证券研究所

图表 9: 青岛啤酒财务预测表

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E		2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业总收入	29,049	27,635	26,106	26,277	28,084	29,953	货币资金	6,389	8,402	8,573	9,870	11,146	13,786
增长率	2.68%	-4.9%	-5.5%	0.7%	6.9%	6.7%	应收款项	331	341	385	445	374	402
营业成本	-17,899	-17,192	-15,265	-15,422	-16,076	-16,997	存货	2,487	2,182	2,412	2,393	2,390	2,549
%销售收入	61.6%	62.2%	58.5%	58.7%	57.2%	56.7%	其他流动资产	1,146	962	1,240	1,304	1,248	1,254
毛利	11,150	10,443	10,841	10,855	12,008	12,956	流动资产	10,352	11,887	12,610	14,012	15,157	17,992
%销售收入	38.4%	37.8%	41.5%	41.3%	42.8%	43.3%	%总资产	38.3%	41.7%	41.9%	45.3%	47.6%	52.1%
营业税金及附加	-2,183	-2,030	-2,231	-2,126	-2,264	-2,430	长期投资	1,548	1,534	405	404	404	404
%销售收入	7.5%	7.3%	8.5%	8.1%	8.1%	8.1%	固定资产	10,189	10,191	11,642	11,340	11,222	11,073
营业费用	-5,683	-5,905	-6,029	-5,769	-5,898	-5,991	%总资产	37.7%	35.8%	38.7%	36.7%	35.2%	32.1%
%销售收入	19.6%	21.4%	23.1%	22.0%	21.0%	20.0%	无形资产	4,120	4,054	4,322	4,055	3,993	3,953
管理费用	-1,362	-1,412	-1,341	-1,244	-1,320	-1,258	非流动资产	16,652	16,613	17,468	16,897	16,718	16,529
%销售收入	4.7%	5.1%	5.1%	4.7%	4.7%	4.2%	%总资产	61.7%	58.3%	58.1%	54.7%	52.4%	47.9%
息税前利润 (EBIT)	1,922	1,095	1,240	1,716	2,526	3,277	资产总计	27,004	28,501	30,077	30,909	31,875	34,521
%销售收入	6.6%	4.0%	4.7%	6.5%	9.0%	10.9%	短期借款	435	811	303	0	0	0
财务费用	335	300	257	218	253	293	应付款项	7,673	7,753	8,596	8,735	8,445	8,945
%销售收入	-1.2%	-1.1%	-1.0%	-0.8%	-0.9%	-1.0%	其他流动负债	1,121	1,189	1,386	2,002	1,859	1,951
资产减值损失	4	-2	-8	0	0	0	流动负债	9,228	9,753	10,285	10,737	10,304	10,897
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	3	2	1	1	1	1
投资收益	24	462	151	58	100	100	其他长期负债	483	2,580	2,912	2,912	2,912	2,912
%税前利润	0.9%	20.3%	7.1%	2.8%	3.3%	2.6%	负债	9,714	12,335	13,198	13,650	13,218	13,810
营业利润	2,284	1,855	1,640	1,992	2,879	3,670	普通股股东权益	15,311	16,458	16,314	16,575	17,817	19,623
营业利润率	7.9%	6.7%	6.3%	7.6%	10.3%	12.3%	少数股东权益	-100	-292	565	684	840	1,087
营业外收支	399	420	483	112	150	200	负债股东权益合计	24,925	28,501	30,077	30,909	31,875	34,521
税前利润	2,683	2,275	2,123	2,105	3,029	3,870	比率分析						
利润率	9.2%	8.2%	8.1%	8.0%	10.8%	12.9%		2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
所得税	-663	-663	-1,018	-723	-1,090	-1,277	每股指标						
所得税率	24.7%	29.1%	47.9%	34.3%	36.0%	33.0%	每股收益(元)	1.473	1.268	0.772	0.935	1.320	1.736
净利润	2,020	1,612	1,106	1,382	1,939	2,593	每股净资产(元)	11.333	12.182	12.076	12.269	13.188	14.525
少数股东损益	29	-101	62	119	156	247	每股经营现金净流(元)	1.251	1.906	2.199	1.828	1.982	3.002
归属于母公司的净利润	1,990	1,713	1,043	1,263	1,783	2,346	每股股利(元)	0.000	0.000	0.350	0.420	0.400	0.400
净利率	6.9%	6.2%	4.0%	4.8%	6.3%	7.8%	回报率						
							净资产收益率	13.00%	10.41%	6.40%	7.62%	10.01%	11.96%
现金流量表 (人民币百万元)							总资产收益率	7.98%	6.01%	3.47%	4.09%	5.59%	6.80%
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E	投入资本收益率	18.38%	10.81%	7.64%	15.58%	21.97%	32.43%
净利润	2,020	1,612	1,106	1,382	1,939	2,593	增长率						
少数股东损益	0	0	0	119	156	247	营业总收入增长率	2.68%	-4.87%	-5.53%	0.65%	6.88%	6.65%
非现金支出	930	967	1,160	1,168	1,263	1,364	EBIT增长率	2.67%	-43.02%	13.19%	38.44%	47.19%	29.71%
非经营收益	-367	-741	-493	-163	-250	-300	净利润增长率	0.85%	-13.92%	-39.09%	21.04%	41.15%	31.59%
营运资金变动	-892	736	1,198	81	-274	399	总资产增长率	-2.30%	14.35%	5.53%	2.77%	3.12%	8.30%
经营活动现金净流	1,691	2,575	2,971	2,588	2,833	4,303	资产管理能力						
资本开支	1,943	1,271	829	924	934	975	应收账款周转天数	1.7	1.6	1.7	1.8	1.7	1.8
投资	-422	48	-861	4	0	0	存货周转天数	51.2	49.6	54.9	55.4	54.3	54.7
其他	1,005	986	526	58	100	100	应付账款周转天数	53.0	54.0	55.5	54.6	54.8	54.8
投资活动现金净流	-1,360	-237	-1,164	-862	-834	-875	固定资产周转天数	112.2	125.6	149.2	156.9	145.7	137.9
股权募资	0	0	0	0	0	0	偿债能力						
债权募资	-1,477	357	-873	-302	0	0	净负债/股东权益	-39.13%	-46.94%	-48.99%	-57.18%	-59.73%	-66.56%
其他	-882	-386	-580	-7	-568	-540	EBIT利息保障倍数	-5.7	-3.7	-4.8	-7.9	-10.0	-11.2
筹资活动现金净流	-2,460	-29	-1,453	-310	-568	-540	资产负债率	38.97%	43.28%	43.88%	44.16%	41.47%	40.01%
现金净流量	-2,129	2,309	354	1,416	1,432	2,888							

来源: 中泰证券研究所

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上
备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。		

重要声明:

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司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, 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, 可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用, 不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户, 不构成客户私人咨询建议。

市场有风险, 投资需谨慎。在任何情况下, 本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司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投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“中泰证券研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。