

分析师: 刘冉

执业证书编号: S0730516010001

liuran@ccnew.com 021-50588666-8036

一季度业绩进一步向好, 反转确立

——青岛啤酒(600600)2017年报暨2018一季报点评

证券研究报告-季报点评

买入(维持)

市场数据(2018-05-24)

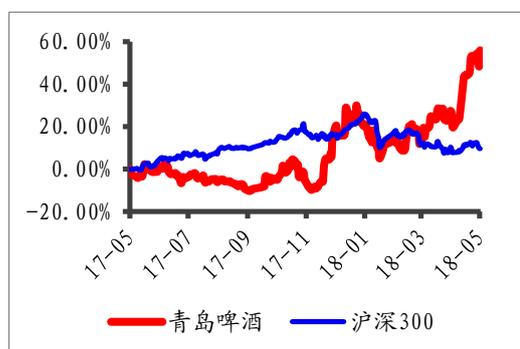
发布日期: 2018年05月25日

收盘价(元)	50.50
一年内最高/最低(元)	53.58/30.37
沪深300指数	3827.22
市净率(倍)	3.98
流通市值(亿元)	351.44

基础数据(2018-3-31)

每股净资产(元)	13.19
每股经营现金流(元)	1.72
毛利率(%)	40.10
净资产收益率-摊薄(%)	3.74
资产负债率(%)	43.47
总股本/流通股(万股)	135098.28/69591.36
B股/H股(万股)	0/65506.92

个股相对沪深300指数表现



资料来源: 贝格数据, 中原证券

相关报告

1 《青岛啤酒(600600)公司深度分析: 领先于行业拐点, 显现出向好迹象》2017-10-25

联系人: 李琳琳

电话: 021-50588666-8045

传真: 021-50587779

地址: 上海浦东新区世纪大道1600号18楼

邮编: 200122

投资要点:

- 2017年全年和2018年一季度, 公司销售商品收到现金的增长情况好于营业收入, 尤其2018年一季度公司的销售增长明显提速。2017年, 公司营收同比增长0.66%, 同期销售商品收到的现金增1.17%; 20181Q, 公司营收同比增3.01%, 同期销售商品收到的现金增11.61%。公司销售现金的增长情况始终好于当期营收, 这是较为积极的一面, 销售现金可为后期的营收增长助力。进入2018年, 公司一季度的销售商品收到现金同比增11.61%, 销售增长明显提速, 高水平的销售现金流入为第二季度的收入增长提供保障。
- 2017年, 啤酒制造业的成本压力较大, 预计2018年压力难以减小。但是, 2018年一季度, 销售增长明显提速, 其中有量和价两方面的因素, 销售增长部分对冲了成本压力, 2018年啤酒盈利应好于上年。2017年公司营业成本较营业收入增长高出1.68个百分点, 购买商品支付现金较销售商品收到现金的增长高出3.27个百分点, 2017年食品饮料制造业的成本压力开始显现。20181Q, 公司的营业成本增长比营业收入增长高出1.5个百分点, 剪刀差并没有持续拉大; 同期, 销售商品收到的现金增长比购买商品支付的现金高出10.1个百分点。迹象表明, 尽管行业的成本压力犹存, 并无减小, 但是销售增长却在提速, 部分对冲了成本的增长。
- 2018年以来, 公司的经营性现金流明显大幅改善。2017年, 由于营业成本支出大、销量低迷而提价尚未反映在业绩中, 当期的经营性现金流净额下降25.14%。20181Q, 营业成本的压力并没有减小, 但是由于销售增长较好, 经营性现金流净额当期大涨49.81%。进入2018年, 啤酒行业的经营性现金流明显大幅改善。
- 2017年至2018年1季度, 公司的毛利率持续下滑, 主要由成本上涨所致。2017年, 公司的销售毛利率为40.64%, 20181Q为40.1%, 盈利持续下降。2017年以来的盈利下降主要由成本上涨所导致。尽管2017年第四季度, 啤酒行业普遍提价以应对成本上升, 但是提价须通过市场渠道落实到销售中, 需要一段时期。我们认为, 随着提价效应显现和销售增长持续良好, 2018年下半年公司的盈利将会低位回升。
- 2017年, 山东核心市场的盈利水平下降过快, 是2018年重点关注的

事项。2017年山东市场贡献了公司38%的收入，作为核心市场，山东市场2017年的毛利率却大幅下滑了7.56个百分点至37.82%。山东市场的收入占比较2015年提升了2个百分点，表明尽管公司在全国范围内不断扩大市场，但是山东的核心市场地位依然巩固，因此其盈利能力更值得关注。2017年公司收入增长较快的市场包括华北（增32.57%）、山东（增15.14%）和华南（增13.11%）。

- **公司费用呈现下降趋势。**2017年，公司的费用率为25.28%，较上年高位回落了2个百分点。20181Q，公司的费用率为20.52%，较上年同期下降0.24个百分点。可以看出，公司的费用率整体呈高位回落态势，各项费用支出都在减少，尤其是销售费用中的广告宣传费用大幅得以削减。2012年的广宣费用为22.26亿元，而2017年的广宣费用降至12.99亿元。
- **公司量增提速，价格稳定，收入回升势头基本确立。**2017年，公司销售啤酒共计797万千升，较上年增长0.63%；实现收入259.85亿元，较上年增长0.65%。20181Q，公司收入72.52亿元，同比增长3.01%，较20171Q提升0.42个百分点，较2017年提升2.38个百分点，公司收入增长有提速的趋势。2017年，公司的产品吨价保持稳定；考虑到年底公司对部分产品提价，2018年的产品吨价将会上升。
- **目前，公司体现出一个经过高增长之后价值凸显的各种成熟特征。**比如，公司的存货低位平稳，在建工程和固定资产下降，资产的运营效率提升，费用率大幅下降而净利率上升。比如，公司的现金收益持续、可观，切实增厚每期的业绩。价值的凸显和成长的恢复共同构成公司下一阶段的投资看点。
- **投资评级** 我们预测公司2018、2019、2020年的EPS分别为1.09、1.17和1.42元，对应5月24日收盘价50.5元，公司2018、2019、2020年的PE分别为46.5、43.2和35.7倍。啤酒行业基本面显著向上修复，形成向上拐点，啤酒板块是当前市场关注度较高的板块，考虑到市场惯性，我们维持对公司的买入评级，六个月内目标价58元。

风险提示：营业成本上升超预期；山东核心市场盈利下滑。

	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	26106.3	26277.1	28037.6	29607.7	31403.3
增长比率	-5.5%	0.7%	6.7%	5.6%	6.1%
净利润(百万元)	1043.5	1263.0	1468.7	1578.9	1913.3
增长比率	-39.1%	21.0%	16.3%	7.5%	21.2%
每股收益(元)	0.77	0.93	1.09	1.17	1.42
市盈率(倍)	65.4	54.0	46.5	43.2	35.7

资料来源：贝格数据，中原证券

图 1: 2017 年公司营收同比增 0.66%

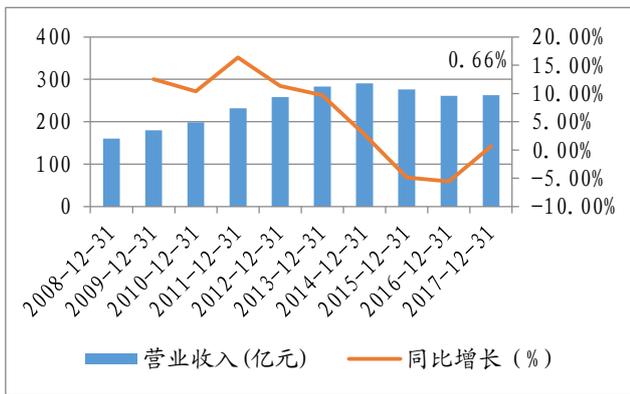
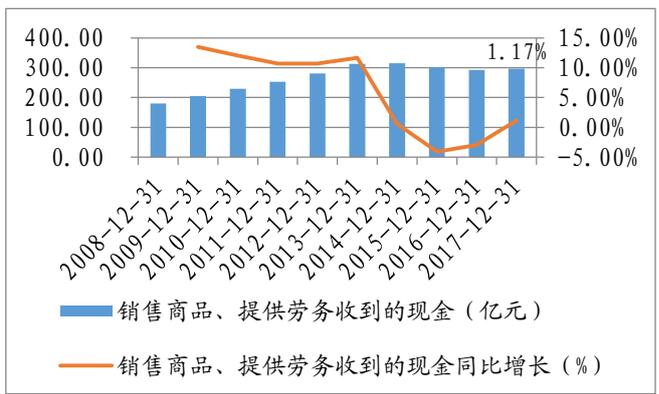


图 2: 2017 年公司销售商品收到现金同比增 1.17%



资料来源: 中原证券 WIND

注: 2017 年, 公司实现营收增长 0.66%, 同期销售商品收到现金增长 1.17%, 后者略高于前者, 说明公司实际的销售增长情况好于当期确定收入。

图 3: 20181Q 公司营收同比增 3.01%

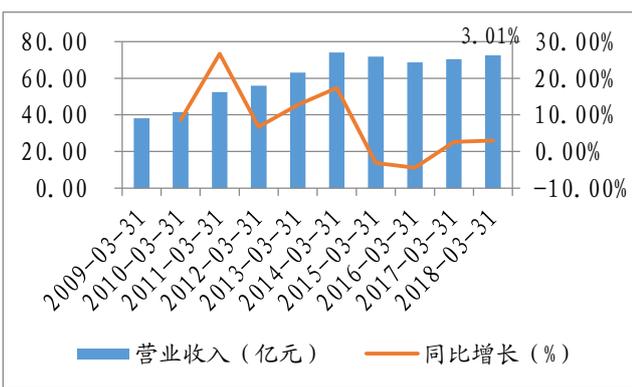
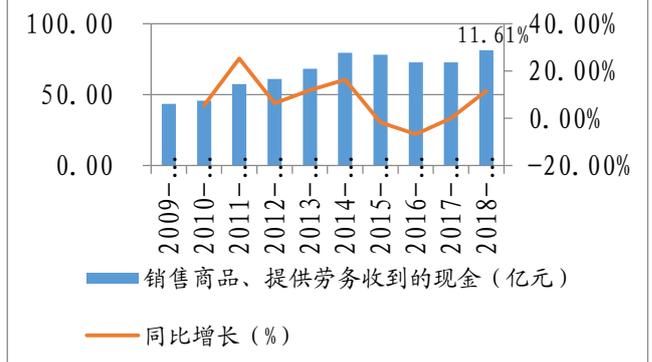


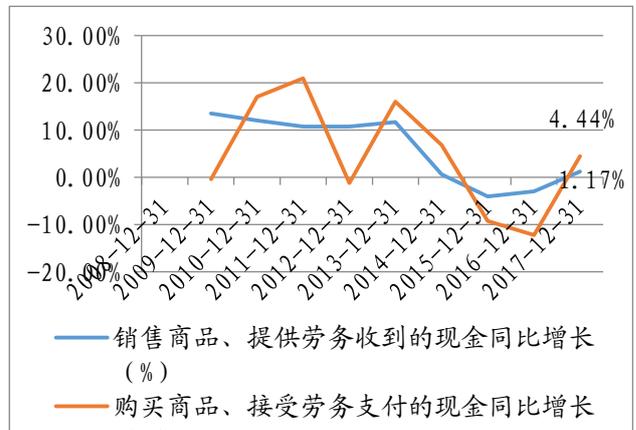
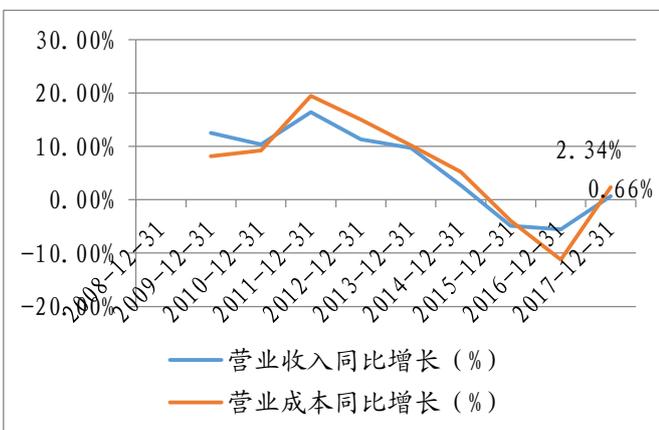
图 4: 20181Q 公司销售商品收到现金同比增 11.61%



资料来源: 中原证券 WIND

注: 20181Q, 公司实现营收增长 3.01%, 同期销售商品收到现金增长 11.61%。进入 2018 年, 公司的销售增长明显提速。

图 5: 2017 年, 啤酒制造业的成本压力开始显现

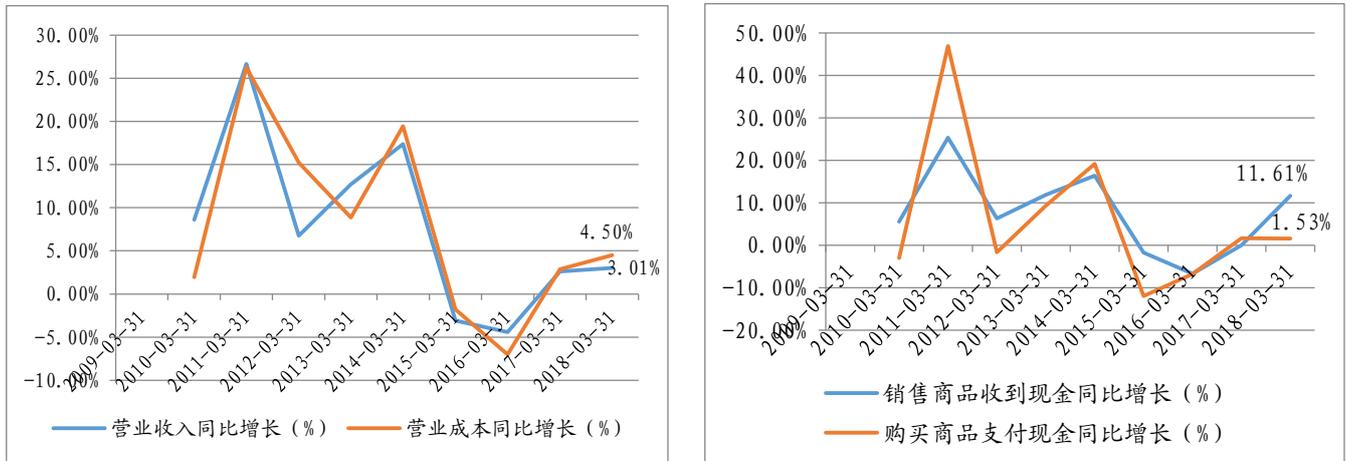


资料来源: 中原证券 WIND

注: 2017 年公司营业成本较营业收入增长高出 1.68 个百分点, 购买商品支付现金较销售商品收到现金的增长高出

3.27个百分点，2017年食品饮料制造业的成本压力开始显现。

图 6： 成本压力犹在，销售增长提速



资料来源：中原证券 WIND

注：20181Q，公司的营业成本增长比营业收入增长高出 1.5 个百分点，剪刀差并没有持续拉大；同期，销售商品收到的现金增长比购买商品支付的现金高出 10.1 个百分点。迹象表明，尽管行业的成本压力犹存，并无减小，但是销售增长却在提速，部分对冲了成本的增长。

图 7： 2017 年公司经营性现金流净额负增长

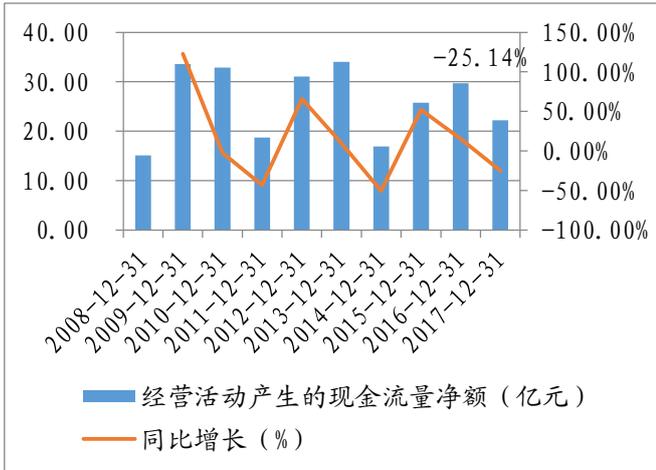
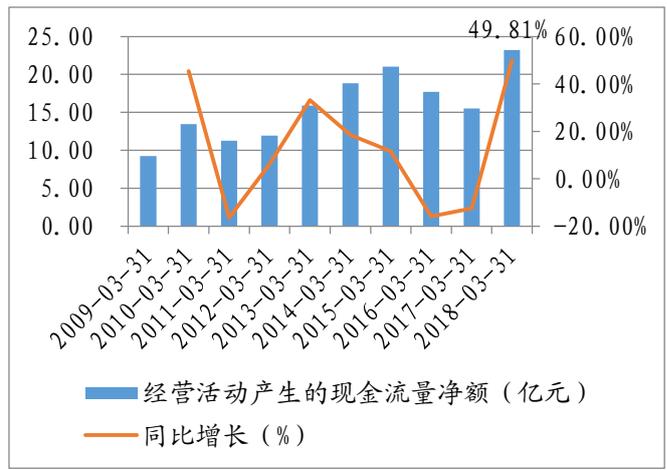


图 8： 20181Q 公司经营性现金流净额大增



资料来源：中原证券 WIND

注： 2017 年，由于营业成本支出大、销量低迷而提价尚未反映在业绩中，当期的经营性现金流净额下降 25.14%。20181Q，营业成本的压力并没有减小，但是由于销售增长较好，经营性现金流净额当期大涨 49.81%。进入 2018 年，啤酒行业的经营性现金流明显大幅改善。

图 9： 2017 年公司毛利率下滑

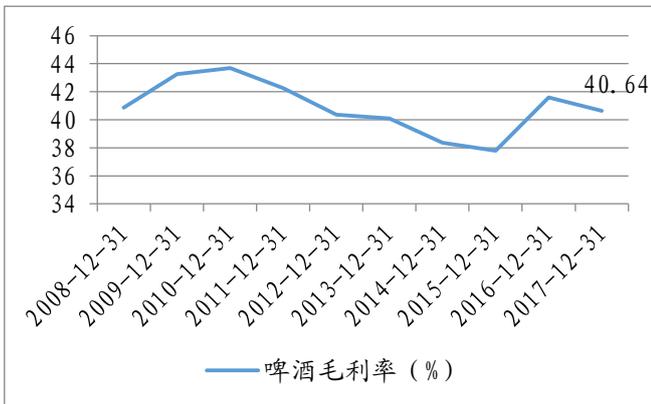
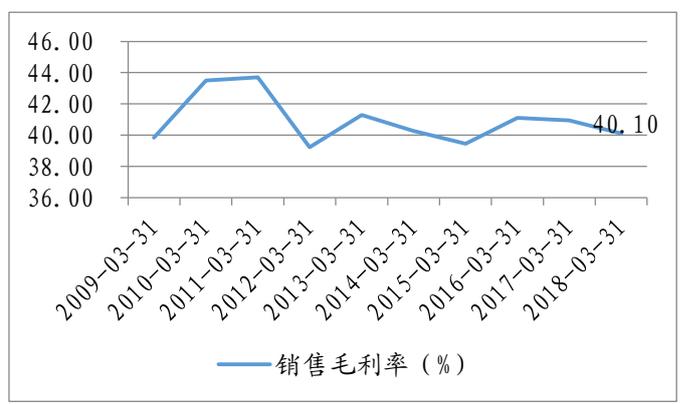


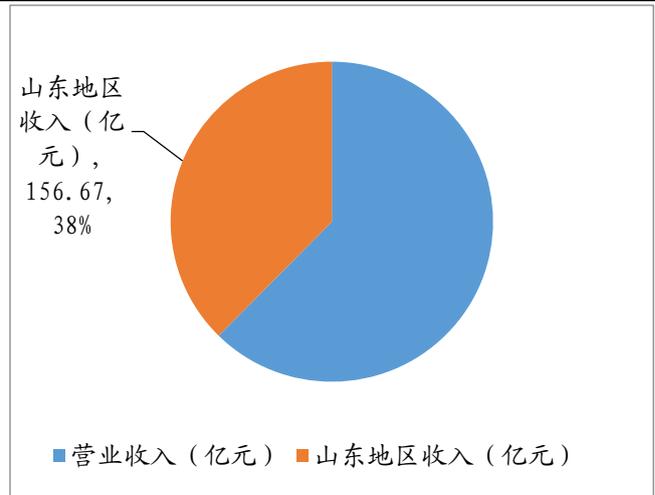
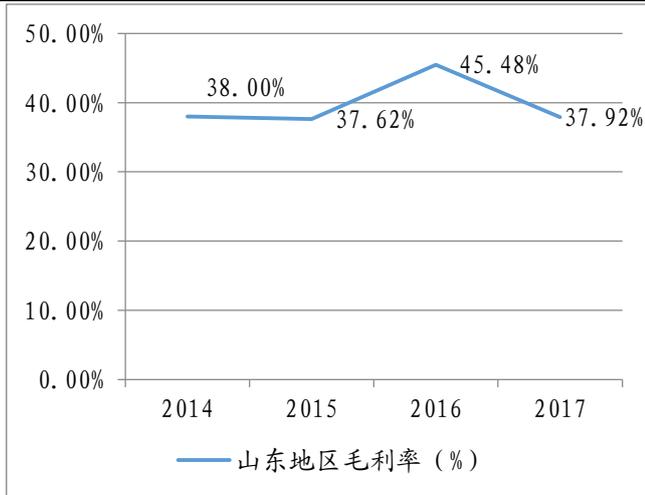
图 10： 20181Q 公司毛利率进一步下滑



资料来源：中原证券 WIND

注：从 2017 年和 20181Q 公司毛利率的情况来看，由于成本压力大公司的毛利率持续下滑。

图 11: 2017 年山东市场的毛利率下降了 7.56 个百分点 图 12: 2017 年山东市场贡献了 38% 的收入



资料来源: 中原证券 WIND

图 13: 2017 年公司销售费用大幅下降

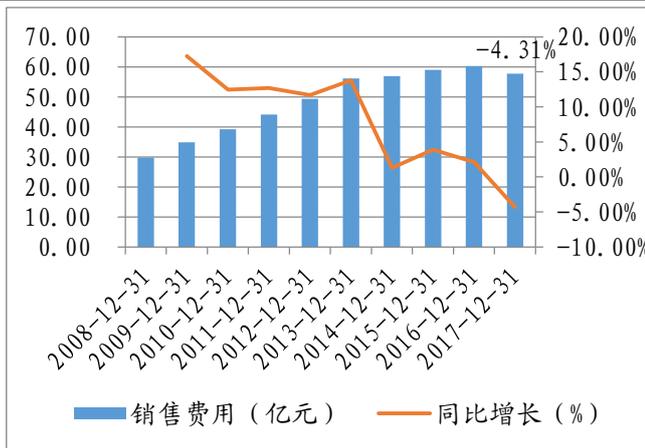
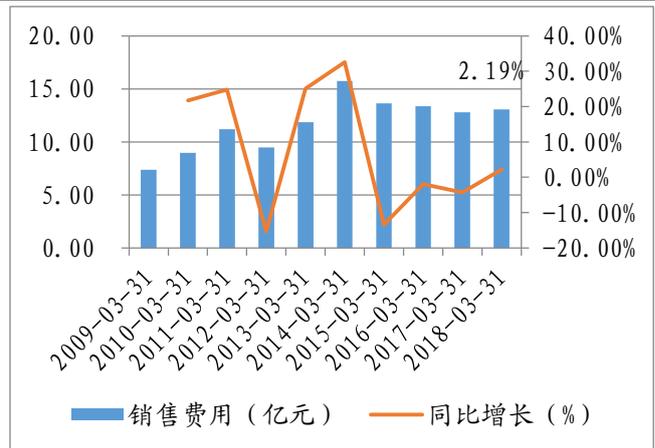


图 14: 20181Q 公司销售费用微增



资料来源: 中原证券 WIND

注: 2017 年, 公司的销售费用大幅下降 4.31%; 2018 年 1Q, 公司销售费用也仅增 2.19%, 增幅小于收入增长。

图 15: 2017 年管理费用大幅下降 7.23%

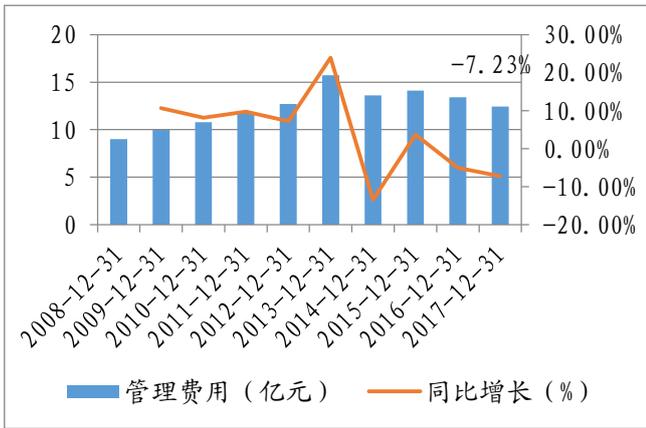
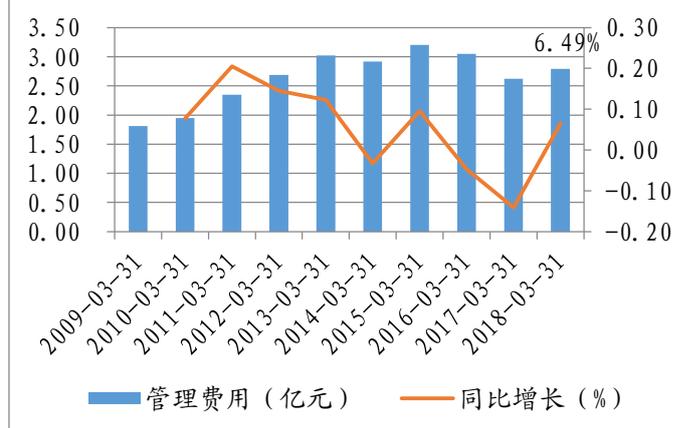
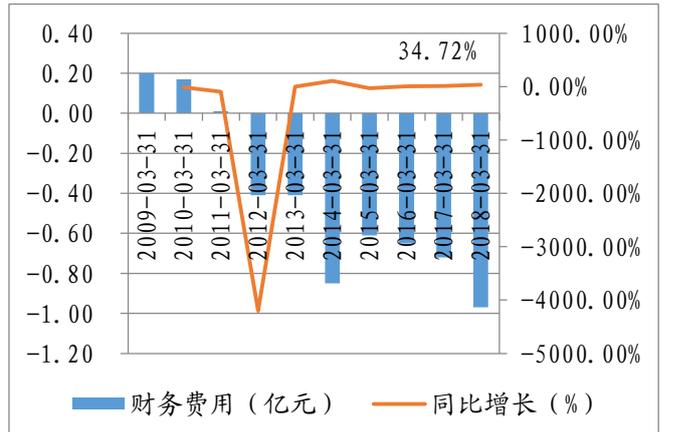
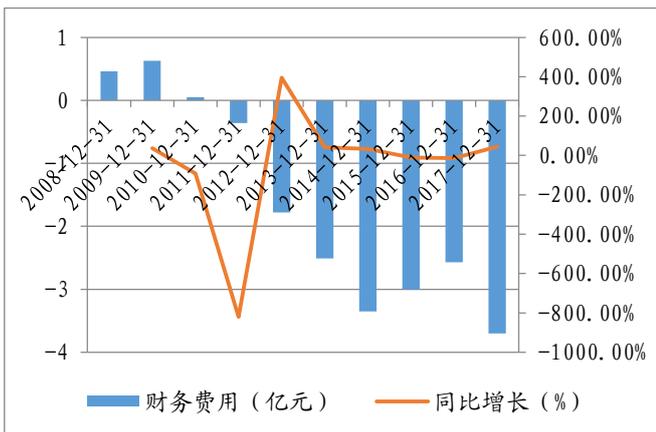


图 16: 20181Q 公司管理费用增长 6.49%



资料来源: 中原证券 WIND

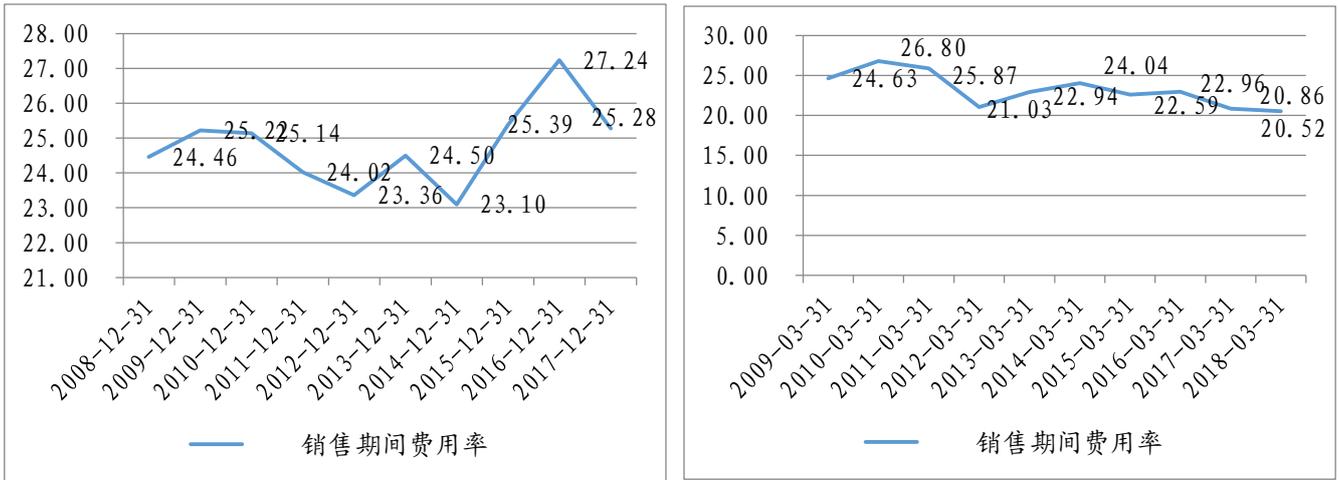
图 17: 公司的财务费用表现为利息收入



资料来源: 中原证券 WIND

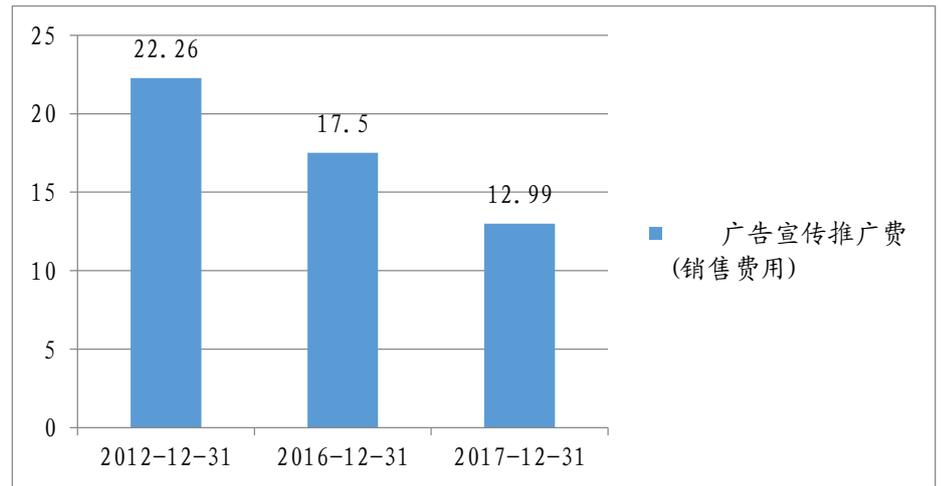
注: 公司是典型的“现金奶牛”，它的财务费用表现为利息收入，是为公司增厚业绩的一项费用。

图 18: 公司的期间费用率整体呈下行趋势 (%)



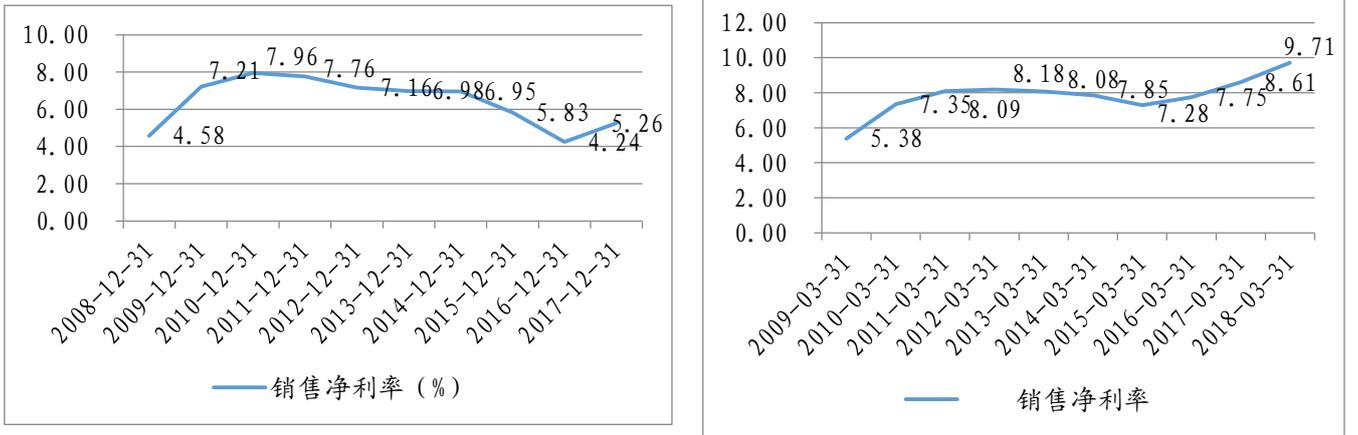
资料来源: 中原证券 WIND

图 19: 公司的广告费用大幅削减 (亿元)



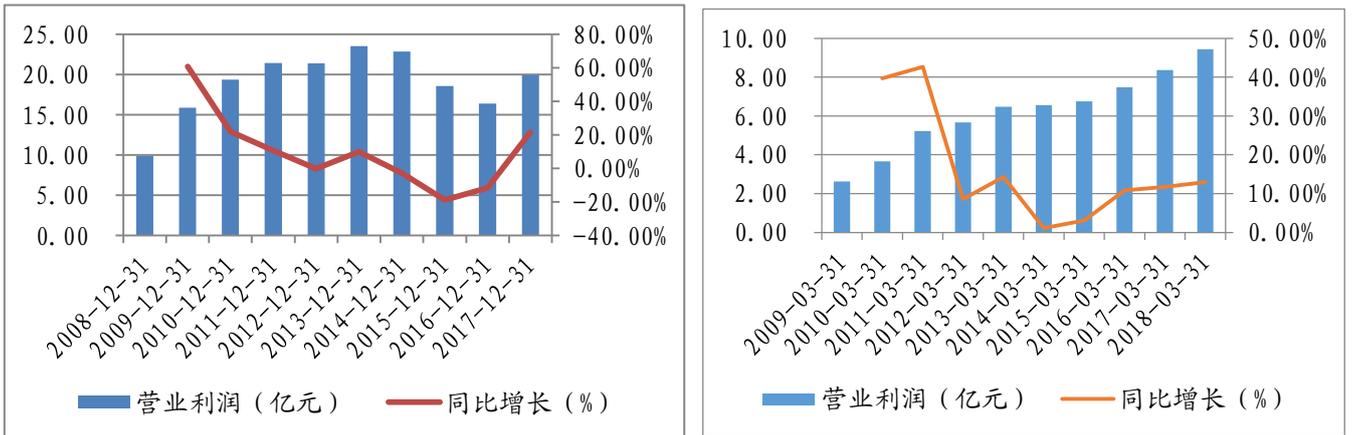
资料来源: 中原证券 WIND

图 20: 公司的期间费用率整体呈下行趋势 (%)



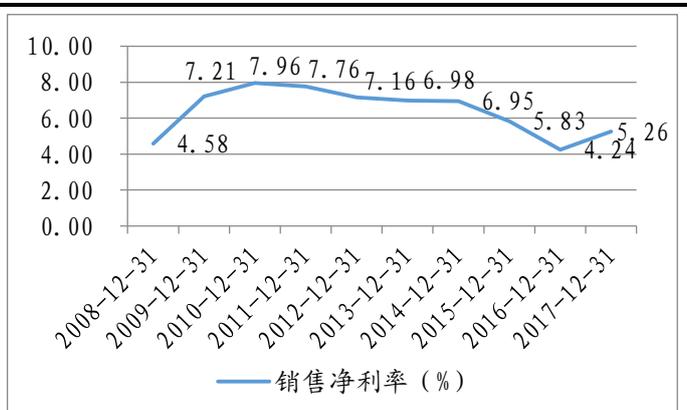
资料来源: 中原证券 WIND

图 21: 公司的营业利润回升迅速



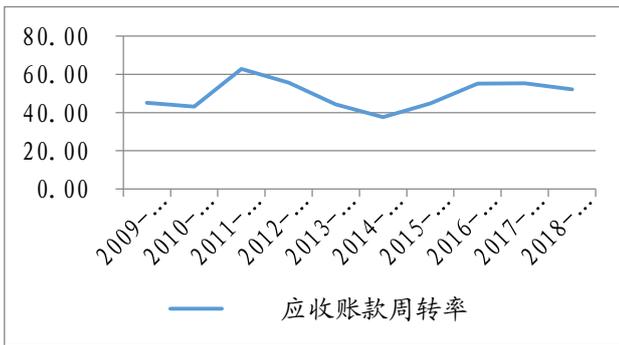
资料来源: 中原证券 WIND

图 22: 公司净利率回升



资料来源: 中原证券 WIND

图 23: 公司的运营效率提升

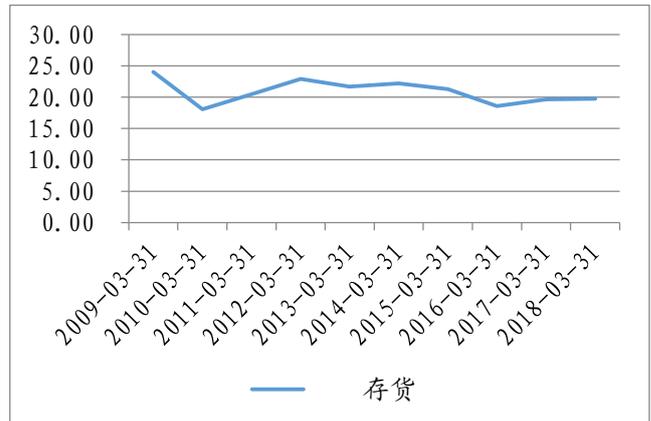


资料来源: 中原证券 WIND

图 24: 公司的对外投资减少

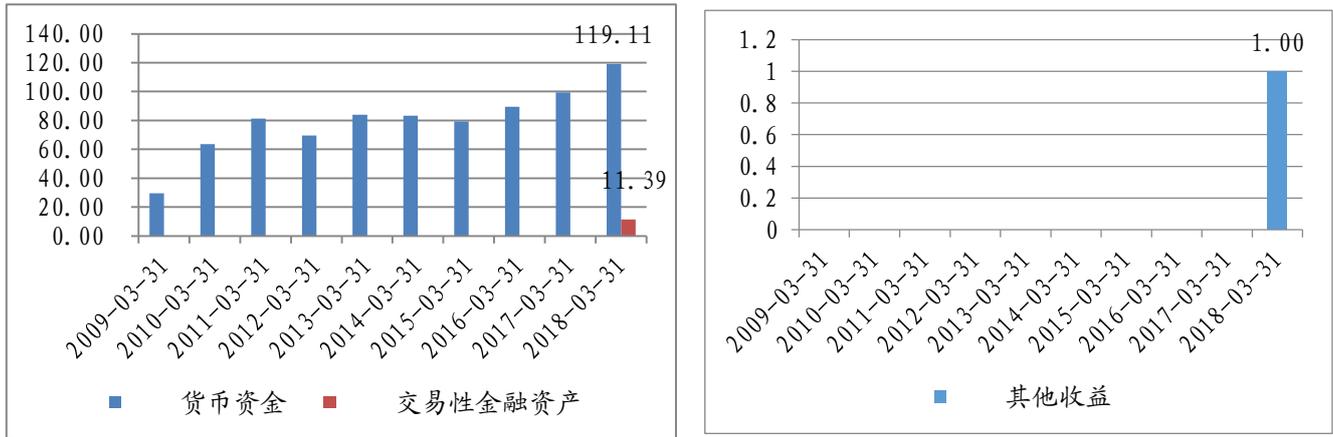


图 25: 公司存货低位平稳



资料来源: 中原证券 WIND

图 26: 公司的现金收益持续可观



资料来源: 中原证券 WIND

注: 公司“现金奶牛”的特征已经十分明显。

财务报表预测和估值数据汇总

利润表	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	财务指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	26106.3	26277.1	28037.6	29607.7	31403.3	成长性					
减: 营业成本	15,265.3	15,622.1	16,239.4	17,142.9	18,157.4	营业收入增长率	-5.5%	0.7%	6.7%	5.6%	6.1%
营业税费	2,231.4	2,325.0	2,455.1	2,605.5	2,826.3	营业利润增长率	-11.6%	21.5%	10.7%	8.2%	22.0%
销售费用	6,029.4	5,768.9	6,168.3	6,513.7	6,594.7	净利润增长率	-39.1%	21.0%	16.3%	7.5%	21.2%
管理费用	1,340.5	1,244.3	1,289.7	1,332.3	1,350.3	EBITDA增长率	0.4%	0.3%	25.8%	5.2%	14.6%
财务费用	257.4	-370.0	-253.1	-292.7	-355.6	EBIT增长率	-11.1%	-1.4%	43.2%	7.2%	22.0%
资产减值损失	7.8	10.7	0.0	-	-	NOPLAT增长率	-10.4%	7.8%	30.1%	7.2%	22.0%
加: 公允价值变动收益	-	0.1	-	-	-	投资资本增长率	-2.9%	-7.7%	34.8%	-19.7%	-9.6%
投资和汇兑收益	151.0	58.0	68.0	80.0	80.0	净资产增长率	4.4%	5.3%	11.3%	4.6%	5.4%
营业利润	1,640.3	1,992.2	2,206.2	2,386.1	2,910.2	利润率					
加: 营业外净收支	483.2	112.6	-	-	-	毛利率	41.5%	40.5%	42.1%	42.1%	42.2%
利润总额	2,123.4	2,104.8	2,206.2	2,386.1	2,910.2	营业利润率	6.3%	7.6%	7.9%	8.1%	9.3%
减: 所得税	1,017.7	722.6	640.4	692.0	844.0	净利润率	4.0%	4.8%	5.2%	5.3%	6.1%
净利润	1043.5	1263.0	1468.7	1578.9	1913.3	EBITDA/营业收入	9.6%	9.6%	11.3%	11.3%	12.2%
资产负债表	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	EBIT/营业收入	5.3%	5.2%	7.0%	7.1%	8.1%
货币资金	8,572.7	9,805.5	9,273.4	12,018.2	13,844.0	运营效率					
交易性金融资产	-	130.1	-	-	-	固定资产周转天数	147	154	137	121	105
应收帐款	358.5	403.2	155.8	173.2	175.7	流动营业资本周转天数	-79	-82	-74	-71	-70
应收票据	26.4	42.2	4.5	44.8	7.5	流动资产周转天数	169	183	169	172	191
预付帐款	51.8	116.4	64.0	126.4	75.3	应收帐款周转天数	5	5	4	2	2
存货	2,412.4	2,392.9	1,486.5	2,323.0	1,712.0	存货周转天数	32	33	25	23	23
其他流动资产	1,187.7	1,182.6	1,300.0	1,400.0	1,500.0	总资产周转天数	404	418	380	360	357
可供出售金融资产	0.6	0.6	1,000.0	1,000.0	1,000.0	投资资本周转天数	104	98	104	102	81
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	379.5	375.9	443.9	523.9	603.9	ROE	6.4%	7.4%	7.7%	8.0%	9.2%
投资性房地产	24.9	27.3	27.3	27.3	27.3	ROA	3.7%	4.5%	5.5%	5.5%	6.6%
固定资产	11,447.6	10,991.5	10,391.5	9,565.5	8,713.4	ROIC	12.9%	14.3%	20.2%	16.0%	24.4%
在建工程	193.4	200.1	-	-	-	费用率					
无形资产	2,974.7	2,776.2	2,552.8	2,329.4	2,106.0	销售费用率	23.1%	22.0%	22.0%	22.0%	21.0%
其他非流动资产	2,446.7	2,530.1	1,526.0	1,508.8	1,507.1	管理费用率	5.1%	4.7%	4.6%	4.5%	4.3%
资产总额	30,077.2	30,974.7	28,225.8	31,040.6	31,272.2	财务费用率	1.0%	-1.4%	-0.9%	-1.0%	-1.1%
短期债务	302.3	282.5	-	-	-	三费/营业收入	29.2%	25.3%	25.7%	25.5%	24.2%
应付帐款	6,968.0	7,267.8	6,265.0	8,020.7	7,110.5	偿债能力					
应付票据	307.5	289.5	161.6	314.6	189.8	资产负债率	43.9%	42.6%	29.9%	33.4%	30.3%
其他流动负债	2,706.9	2,612.4	2,014.6	2,017.2	2,174.2	负债权益比	78.2%	74.3%	42.7%	50.0%	43.5%
长期借款	1.4	1.0	1.0	-	-	流动比率	1.23	1.35	1.46	1.55	1.83
其他非流动负债	2,911.9	2,746.9	-	-	-	速动比率	0.99	1.12	1.28	1.33	1.65
负债总额	13,198.0	13,200.2	8,442.3	10,352.5	9,474.5	利息保障倍数	5.37	-3.69	-7.72	-7.15	-7.18
少数股东权益	565.2	629.3	726.4	841.6	994.5	分红指标					
股本	1,351.0	1,351.0	1,351.0	1,351.0	1,351.0	DPS(元)	0.35	0.42	0.49	0.58	0.71
留存收益	14,870.6	15,647.8	17,706.1	18,495.6	19,452.2	分红比率	45.3%	44.9%	45.0%	50.0%	50.0%
股东权益	16,879.1	17,774.5	19,783.5	20,688.1	21,797.7	股息收益率	0.7%	0.8%	1.0%	1.2%	1.4%
现金流量表	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	业绩和估值指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
净利润	1,105.7	1,382.3	1,468.7	1,578.9	1,913.3	EPS(元)	0.77	0.93	1.09	1.17	1.42
加: 折旧和摊销	1,152.0	1,178.6	1,223.5	1,249.5	1,275.5	BVPS(元)	12.08	12.69	14.11	14.69	15.40
资产减值准备	7.8	10.7	-	-	-	PE(X)	65.4	54.0	46.5	43.2	35.7
公允价值变动损失	-	-0.1	-	-	-	PB(X)	4.2	4.0	3.6	3.4	3.3
财务费用	-273.4	-395.0	-253.1	-292.7	-355.6	P/FCF	89.8	37.6	-56.5	20.1	26.0
投资收益	-	-58.0	-68.0	-80.0	-80.0	P/S	2.6	2.6	2.4	2.3	2.2
少数股东损益	62.2	119.2	97.1	115.2	152.9	EV/EBITDA	23.6	23.0	18.4	16.7	14.1
营运资金的变动	1,556.5	202.1	-3,044.2	871.7	-279.2	CAGR(%)	15.3%	14.3%	16.3%	7.5%	21.2%
经营活动产生现金流量	2,970.9	2,223.5	-576.1	3,442.5	2,626.9	PEG	4.3	3.8	-48.1	2.8	2.5
投资活动产生现金流量	-1,164.0	-503.7	-1,069.3	-200.0	-200.0	ROIC/WACC	1.2	1.4	1.9	1.5	2.3
融资活动产生现金流量	-1,470.4	-533.2	1,113.3	-497.8	-601.1	REP	6.5	6.2	3.3	4.9	3.5

资料来源: 贝格数据, 中原证券

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅-10%至10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券分析师执业资格，本人任职符合监管机构相关合规要求。本人基于认真审慎的职业态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑，独立、客观的制作本报告。本报告准确的反映了本人的研究观点，本人对报告内容和观点负责，保证报告信息来源合法合规。

重要声明

中原证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告由中原证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证所含的信息不会发生任何变更。本报告中的推测、预测、评估、建议均为报告发布日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收益可能会波动，过往的业绩表现也不应当作为未来证券或投资标的表现的依据和担保。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告所含观点和建议并未考虑投资者的具体投资目标、财务状况以及特殊需求，任何时候不应视为对特定投资者关于特定证券或投资标的的推荐。

本报告具有专业性，仅供专业投资者和合格投资者参考。根据《证券期货投资者适当性管理办法》相关规定，本报告作为资讯类服务属于低风险（R1）等级，普通投资者应在投资顾问指导下谨慎使用。

本报告版权归本公司所有，未经本公司书面授权，任何机构、个人不得刊载、转发本报告或本报告任何部分，不得以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的刊载、转发，本公司不承担任何刊载、转发责任。获得本公司书面授权的刊载、转发、引用，须在本公司允许的范围内使用，并注明报告出处、发布人、发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下简称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为其发送行为负责，提醒通过该种途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过该种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

特别声明

在合法合规的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中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、财务顾问等各种服务。本公司资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或者建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到潜在的利益冲突，勿将本报告作为投资或者其他决定的唯一信赖依据。

