

证券研究报告—动态报告

食品饮料

饮料

青岛啤酒(600600)

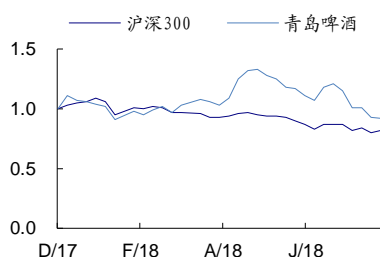
增持

2018 年中报点评

(维持评级)

2018 年 08 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)	49,054/25,269
上证综指/深圳成指	2,778/8,734
12 个月最高/最低(元)	56.42/30.07

相关研究报告:

《青岛啤酒-600600-2017 年年报点评: 业绩符合预期, 提价升级具备改善弹性》——2018-04-27

《青岛啤酒-600600-2017 年年报点评: 业绩符合预期, 提价升级具备改善弹性》——2018-03-29

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, 提价见效旺季增量

● 业绩符合预期, 提价见效毛利率提升

18 年上半年实现营收 151.54 亿元同增 0.60% (期内将原计入销售费用的市场助销投入冲减收入 6.52 亿元, 可比口径收入 158.06 亿同增 4.93%); 归母净利润 13.02 亿元同增 13.39%, 扣非利润 11.06 亿元同增 7.2%, 单 Q2 实现营收 79.02 亿元同减 1.51% (可比口径 85.54 亿同增 6.6%), 归母净利润 6.35 亿元同增 11.58%, 扣非后同增 10.77%。上半年毛利率调整后 41.87%, 同减 2.58pcts, 单 Q2 毛利率调整后 43.38%同增 0.55pct, 前期提价幅度基本覆盖包材、大麦原料等成本上涨影响。H1 销售费用率调整后 21.19%, 同增 0.8pct, Q2 销售费用率 23.87%同增 1.5pcts, 预计世界杯旺季市场投入较大, 管理费用率 3.82%同增 0.22pct, 主因人员薪酬提升。H1 销售收现 173.8 亿元同增 7.84%, 经营现金流量净额 40 亿元同增 13.62%, 存货及营业周期缩短, 运营状况稳健。

● 中高端销量增速积极, 换届后机制望改善

公司 18 年上半年实现啤酒销量 457 万千升, 同比增长 0.9%, Q2 实现啤酒销量 254 万千升, 同增 0.6%。H1 主品牌“青岛啤酒”实现销量 222 万千升, 同比增长 4.9%, Q2 实现销量 114 万千升, 同增 7.4%, 增速环比 Q1 提升 5pcts, 旺季起量明显; 聚焦中高端市场, 加快向听装啤酒和个性化产品转型升级, “奥古特、鸿运当头、经典 1903 和纯生啤酒”等高端产品上半年共计实现销量 96 万千升, 同增 6.8%, Q2 实现销量 43 万千升, 同增 6.7%。公司中高端产品销量提升好于去年, 在啤酒行业整体进入存量竞争环境下, 公司借力品质和品牌优势开展创新升级, 提升盈利空间。去年末复星接手 17.99%股份入股青啤, 上半年董事会完成换届选举, 公司内部机制管理有望进一步改善。

● 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, 青啤在低利润基数下边际改善弹性较足。青啤当前产能利用率不足 80%, 积极处置低效产能后, 利用率仍具提升空间, 对公司盈利能力将产生正效应。近期华润联手喜力发力高端市场, 对公司部分区域高端产品推广形成一定竞争压力, 但长期看公司通过提价、产能优化、结构升级将形成三轮驱动, 共同增厚公司利润。在行业整体利润诉求持续强化下, 严控费用降低无序竞争, 看好公司盈利能力稳步提升。预测 2018-2020EPS 为 1.08/1.25/1.41 元, 对应 34/29/26 倍 PE, 维持“增持”评级。

风险因素: 中高端市场竞争加剧; 产能优化不及预期; 成本上涨过快

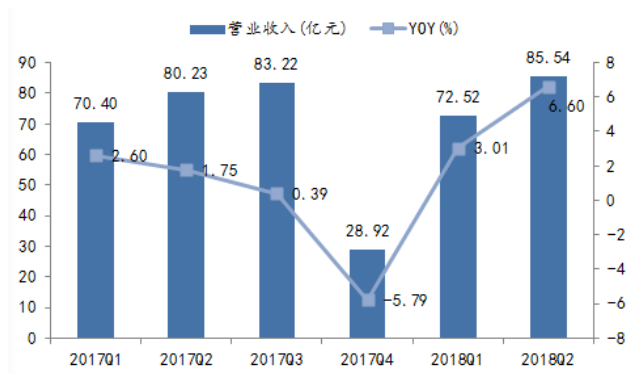
盈利预测和财务指标

	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)	47.0	38.9	33.5	28.9	25.7
EV/EBITDA	14.5	16.2	12.3	10.9	9.6
市净率(PB)	2.9	2.8	2.7	2.6	2.4

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

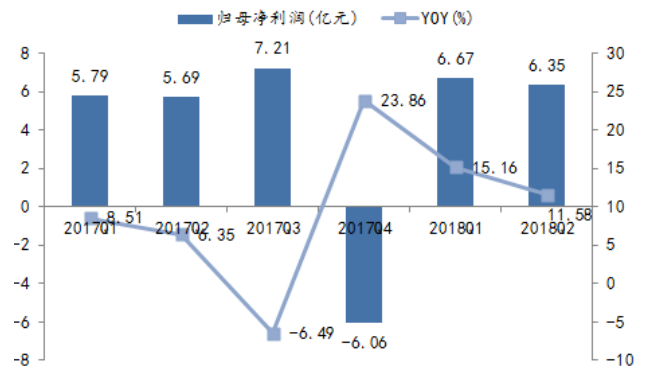
注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

图 1: 青岛啤酒分季度营业收入及同比增速



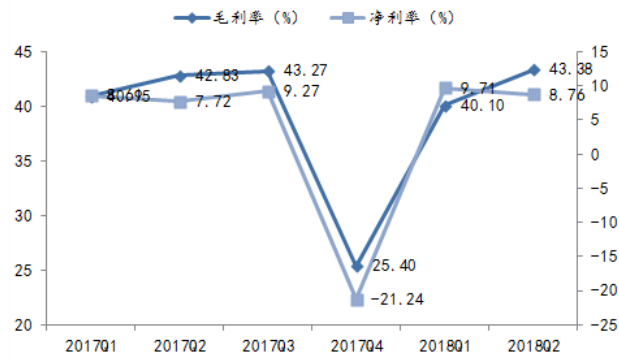
资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

图 2: 青岛啤酒分季度归母净利润及同比增速



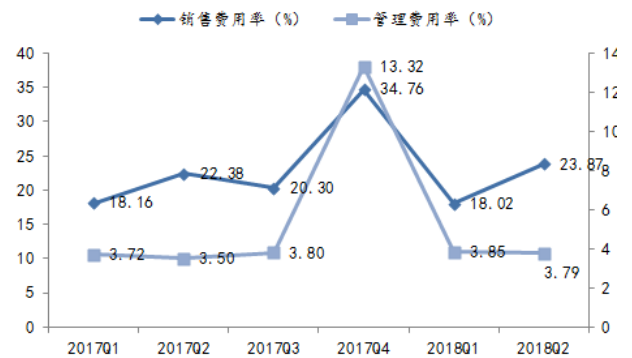
资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

图 3: 青岛啤酒分季度毛利率及净利率



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

图 4: 青岛啤酒分季度费用率



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

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
流动资产合计	11650	14053	16180	19128	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
资产总计	27416	28605	29517	31269	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	利润总额	1847	2238	2574	2921
其他流动负债	6362	6656	6498	6789	所得税费用	634	627	721	818
流动负债合计	9018	9254	9071	9579	少数股东损益	119	148	170	193
长期借款及应付债券	1	1	1	1	归属于母公司净利润	1263	1464	1684	1911
其他长期负债	123	123	123	123					
长期负债合计	124	124	124	124	现金流量表 (百万元)				
负债合计	9142	9378	9195	9703	净利润	1263	1464	1684	1911
少数股东权益	629	777	947	1139	资产减值准备	11	0	0	0
股东权益	17775	18727	19823	21067	折旧摊销	1179	1214	1214	1196
负债和股东权益总计	27416	28605	29517	31269	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)
关键财务与估值指标					经营活动现金流	2258	2817	2444	3180
每股收益	0.93	1.08	1.25	1.41	资本开支	(989)	0	0	0
每股红利	0.42	0.49	0.56	0.64	其它投资现金流	486	144	144	144
每股净资产	12.69	13.29	13.97	14.75	投资活动现金流	(504)	144	144	144
ROIC	8%	12%	17%	21%	权益性融资	0	0	0	0
ROE	7%	8%	9%	10%	负债净变化	0	0	0	0
毛利率	41%	41%	42%	42%	支付股利、利息	(535)	(473)	(517)	(565)
EBIT Margin	5%	7%	8%	9%	其它融资现金流	2	(283)	0	0
EBITDA Margin	10%	12%	12%	12%	融资活动现金流	(533)	(756)	(517)	(565)
收入增长	1%	6%	5%	5%	现金净变动	1207	2205	2071	2759
净利润增长率	21%	16%	15%	13%	货币资金的期初余额	7929	7469	9674	11745
资产负债率	33%	33%	31%	31%	货币资金的期末余额	7469	9674	11745	14504
息率	1.0%	1.2%	1.4%	1.6%	企业自由现金流	1203	2853	2497	3248
P/E	38.9	33.5	28.9	25.7	权益自由现金流	1507	2704	2670	3461
P/B	2.8	2.7	2.6	2.4					
EV/EBITDA	16.2	12.3	10.9	9.6					

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