

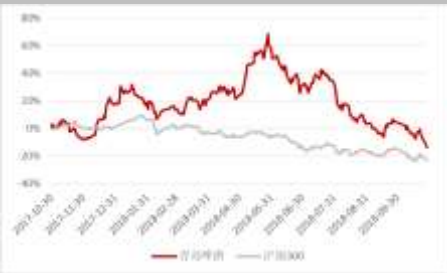
投资评级

谨慎推荐

公司基本情况

收盘价(元)	28.69
52周最高(元)	56.42
52周最低(元)	28.52
总市值(亿元)	370
流通市值(亿元)	200
总股本(亿股)	13.51
流通股本(亿股)	6.96

股价走势图



研发部

首席分析师：程毅敏
 SAC 执业证书编号：S1340511010001
 Email: chengyimin@cnpsec.com

研究助理：高贺
 SAC 执业证书编号：S1340118070002
 Email: gaohe@postoa.com.cn
 电话：010-67017788-9510

相关研究报告

青岛啤酒 (600600.SH):
三季度收入增长提速，产品结构改善增厚利润
事件：

公司公告第三季度报告。前三季度实现营收236.41亿元，同比增长1.09%；归母净利润21.00亿元，同比增长12.32%；扣非后归母净利润18.02亿元，同比增长6.68%。Q3单季度实现营收84.87亿元，同比增长1.98%；归母净利润7.98亿元，同比增长10.61%；扣非后归母净利润6.95亿元，同比增长5.87%。

点评：

● **三季度收入增长提速，毛销差同比提升**

三季度公司营业收入同比增长 1.98%，较二季度增速上升 3.49 个百分点，收入增速小幅提升。前三季度，公司实现营业收入 236.4 亿元，同比增长 1.1%，由于收入准则的调整，收入同比增长低于实际增长，按可比口径前三季度营业收入同比增长 5.2%。

三季度公司毛利率 39.03%，同比下降 4.24 个百分点，销售费用率 15.28%，同比下降 5.02 个百分点，变动的主要原因为执行新收入准则，部分销售费用不再确认，直接冲减当期收入。总体来看，公司毛利率与销售费用率之差提升了 0.78 个百分点，贡献了部分增量利润。

● **产品结构改善增厚利润**

公司啤酒销量稳定，前三季度共销售 719 万吨，同比增长 0.8%。主品牌“青岛啤酒”实现销量 342 万千升，同比增长 4.5%，“奥古特、鸿运当头、经典 1903 和纯生啤酒”等高端产品共计实现销量 147 万吨，同比增长 6.5%。产品结构升级，高端产品销量占比的增长，是毛利率与销售费用率之差提升的原因。

中国啤酒行业销量增长空间已经不大，竞争格局基本形成，啤酒企业战略发展路径由扩产增销、打价格战向开发高端市场、改善盈利能力方向转型。青啤作为行业引领者之一，公司高端化进程较快，利润改善空间较大。

- 盈利预测与投资评级

啤酒产品销量稳定，在产品升级的大趋势下，公司盈利能力增强，毛利率将不断提升。我们预计公司 2018-2020 年 EPS 分别为 1.15 元、1.29 元和 1.44 元，对应的动态市盈率分别为 25.04 倍、22.24 倍和 19.88 倍。给予“谨慎推荐”的投资评级。

- 风险提示

原材料价格上涨超预期；发生食品安全问题。

盈利预测

会计年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入（百万）	26277	27105	27945	28839
增长率	0.65%	3.15%	3.10%	3.20%
归母净利润（百万）	1263	1548	1743	1950
增长率	21.04%	22.54%	12.61%	11.89%
EPS（元）	0.93	1.15	1.29	1.44
PE	30.69	25.04	22.24	19.88

数据来源：青岛啤酒公告、中邮证券研发部

财务预测 (单位: 百万元)

资产负债表					利润表				
	2017A	2018E	2019E	2020E		2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	9805	12731	15255	17880	营业总收入	26277	27105	27945	28839
应收款及预付款	300	309	319	329	营业总成本	24601	25226	25780	26371
存货	2393	2589	2665	2745	营业成本	15622	16900	17396	17924
其他流动资产	1444	1399	1799	2299	税金及附加	2325	2372	2445	2523
金融资产	131	1244	1244	1244	销售费用	5769	4985	5083	5159
长期应收款	0	0	0	0	管理费用	1244	1339	1353	1367
长期股权投资	376	378	378	378	财务费用	-370	-409	-535	-643
固定资产、无形资产	13970	13452	13008	12625	资产减值损失	11	40	38	41
其他非流动资产	2555	2706	2706	2706	其他经营收益	316	426	365	382
资产合计	30975	34807	37373	40206	投资净收益	58	62	60	77
短期借款	283	297	297	297	其他收益	304	305	305	305
应付票据及应付账款	2373	2575	2994	3447	营业利润	1992	2184	2470	2773
预收款项及合同负债	1178	3864	4492	5172	加: 营业外收	146	116	120	124
其他应付款	6618	5136	5135	5136	减: 营业外支	33	8	8	8
一年内到期债务及其他流动负债	1	1	0	0	利润总额	2105	2292	2581	2888
金融负债	0	0	0	0	减: 所得税	723	633	713	798
长期借款和应付债券	1	1	1	1	净利润	1382	1659	1868	2090
其他长期负债	2747	3810	3810	3810	减: 少数股东	119	111	125	140
负债合计	13200	15684	16729	17863	归母净利润	1263	1548	1743	1950
股本	1351	1351	1351	1351					
资本公积	3444	3444	3444	3444	财务指标	2017A	2018E	2019E	2020E
留存收益	12350	13588	14983	16543	成长能力				
归属于母公司所有者权益	17145	18383	19779	21338	营业收入增长率	0.65%	3.15%	3.10%	3.20%
少数股东权益	629	740	866	1006	利润总额增长率	21.46%	9.62%	13.08%	12.28%
权益合计	17775	19124	20644	22344	归母净利润增长率	21.04%	22.54%	12.61%	11.89%
负债权益合计	30975	34808	37373	40206	盈利能力				
					毛利率	40.55%	37.65%	37.75%	37.85%
					归母净利率	4.81%	5.71%	6.24%	6.76%
					ROE	7.78%	8.67%	9.05%	9.35%
					偿债能力				
					资产负债率	42.62%	45.06%	44.76%	44.43%
					利息保障倍数	211.48	188.63	201.97	226.33
					营运能力				
					存货周转率	6.53	6.53	6.53	6.53
					应收账款周转率	185.83	176.66	176.66	176.66
					总资产周转率	0.85	0.78	0.75	0.72
					每股指标与估值				
					EPS	0.93	1.15	1.29	1.44
					每股经营性现金流	1.65	2.94	2.91	3.10
					每股净资产	12.69	13.61	14.64	15.79
					PE	30.69	25.04	22.24	19.88
					PB	2.26	2.11	1.96	1.82

数据来源: wind、青岛啤酒公告、中邮证券研发部

中邮证券投资评级标准

股票投资评级标准：

- 推荐： 预计未来 6 个月内，股票涨幅高于沪深 300 指数 20%以上；
谨慎推荐： 预计未来 6 个月内，股票涨幅高于沪深 300 指数 10%—20%；
中性： 预计未来 6 个月内，股票涨幅介于沪深 300 指数-10%—10%之间；
回避： 预计未来 6 个月内，股票涨幅低于沪深 300 指数 10%以上；

行业投资评级标准：

- 强于大市： 预计未来 6 个月内，行业指数涨幅高于沪深 300 指数 5%以上；
中性： 预计未来 6 个月内，行业指数涨幅介于沪深 300 指数-5%—5%之间；
弱于大市： 预计未来 6 个月内，行业指数涨幅低于沪深 300 指数 5%以上；

可转债投资评级标准：

- 推荐： 预计未来 6 个月内，可转债涨幅高于中信标普可转债指数 10%以上；
谨慎推荐： 预计未来 6 个月内，可转债涨幅高于中信标普可转债指数 5%—10%；
中性： 预计未来 6 个月内，可转债涨幅介于中信标普可转债指数-5%—5%之间；
回避： 预计未来 6 个月内，可转债涨幅低于中信标普可转债指数 5%以上；

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的业务资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券有限责任公司不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券有限责任公司可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。中邮证券有限责任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，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为客户。

本报告版权仅为中邮证券有限责任公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用发布，需注明出处为中邮证券有限责任公司研发部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

中邮证券有限责任公司对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本40.6亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团公司绝对控股的证券类金融子公司。

中邮证券的经营经营范围包括证券经纪、证券投资咨询、证券投资基金销售、融资融券、代销金融产品、证券资产管理、证券承销与保荐、证券自营和与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问等。中邮证券目前在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、黑龙江、广东、浙江、辽宁、吉林、新疆、贵州、新疆、河南、山西等地设有分支机构。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长。中邮证券努力成为客户认同、社会尊重，股东满意，员工自豪的优秀企业。

业务简介

■ 证券经纪业务

公司经中国证监会批准，开展证券经纪业务。业务内容包括：证券的代理买卖；代理证券的还本付息、分红派息；证券代保管、鉴证；代理登记开户；

公司为投资者提供现场、自助终端、电话、互联网、手机等多种委托通道。公司开展网上交易业务已经中国证监会核准。

公司全面实行客户交易资金第三方存管。目前存管银行有：中国邮政储蓄银行、中国工商银行、中国农业银行、中国银行、中国建设银行、交通银行、民生银行、兴业银行、招商银行、北京银行、华夏银行。

■ 证券自营业务

公司经中国证监会批准，开展证券自营业务。使用自有资金和依法筹集的资金，以公司的名义开设证券账户买卖依法公开发行业或中国证监会认可的其他有价证券的自营业务。自营业务内容包括权益类投资和固定收益类投资。

■ 证券投资咨询业务

公司经中国证监会批准开展证券投资咨询业务。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。

■ 证券投资基金销售业务：公司经中国证监会批准开展证券投资基金销售业务。代理发售各类基金产品，办理基金份额申购、赎回等业务。

■ 证券资产管理业务：公司经中国证监会批准开展证券资产管理业务。

■ 证券承销与保荐业务：公司经中国证监会批准开展证券承销与保荐业务。

■ 财务顾问业务：公司经中国证监会批准开展财务顾问业务。