

青岛啤酒 (600600) / 饮料制造 结构升级和提价推升均价, 优化产能影响短期利润
评级: 买入(维持)

市场价格: 41.13

分析师: 范劲松
执业证书编号: S0740517030001

电话: 021-20315733

Email: fanjs@r.qlzq.com.cn

研究助理: 熊欣慰

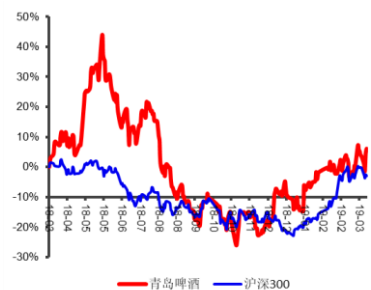
Email: xiongxiw@r.qlzq.com.cn

分析师: 龚小乐
执业证书编号: S0740518070005

Email: gongxl@r.qlzq.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) | 41.13 |
| 市值(百万元) | 48,634 |
| 流通市值(百万元) | 28,623 |

股价与行业-市场走势对比

相关报告

1 青岛啤酒 (600600.SH) 点评报告: 可比口径收入稳健增长, 产品结构持续升级

2 青岛啤酒 (600600.SH) 点评报告: 主品牌重拾增长, 旺季值得期待

公司盈利预测及估值

| 指标 | 2017A | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E |
|-----------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入(百万元) | 26,277 | 26,575 | 27,923 | 29,106 | 30,222 |
| 增长率 yoy% | 0.65% | 1.13% | 5.07% | 4.24% | 3.84% |
| 净利润 | 1,263 | 1,422 | 1,853 | 2,379 | 2,853 |
| 增长率 yoy% | 21.04% | 12.60% | 30.27% | 28.40% | 19.94% |
| 每股收益(元) | 0.93 | 1.05 | 1.37 | 1.76 | 2.11 |
| 每股现金流量 | 1.65 | 2.95 | 1.27 | 1.68 | 1.93 |
| 净资产收益率 | 7.37% | 7.91% | 9.69% | 11.45% | 12.47% |
| P/E | 43.99 | 39.07 | 29.99 | 23.36 | 19.47 |
| PEG | 1.86 | 1.50 | 1.33 | 0.99 | 0.75 |
| P/B | 3.24 | 3.09 | 2.91 | 2.67 | 2.43 |

备注:

投资要点

- 事件:** 2018 年公司实现收入 265.75 亿元, 同比增长 1.13%, 可比口径收入 276.30 亿元, 同比增长 5.15%; 实现归母净利润 14.22 亿元, 同比增长 12.60%; 实现扣非后归母净利润 10.54 亿元, 同比增长 8.05%。其中 2018Q4 公司实现收入 29.34 亿元, 同比增长 1.46%, 可比口径收入 30.20 亿元, 同比增长 4.42%; 实现归母净利润-6.78 亿元, 同比下降 11.72%; 实现扣非后归母净利润-7.48 亿元, 同比下降 4.82%。
- 产品结构优化和提价推动均价上升, 包材价格上涨致毛利率承压。** 2018 年公司实现啤酒销量 803 万千升, 同比增长 0.76%; 其中 2018Q4 实现销量 84 万千升, 同比增长 1.20%。2018 年公司啤酒均价(可比口径)为 3399 元/千升, 同比增长 4.24%, 主要受益产品结构优化和部分产品提价。主品牌“青岛啤酒”全年销量为 391.4 万千升, 同比增长 3.97%; 其中“奥古特、鸿运当头、经典 1903 和纯生啤酒”等高端产品全年销量为 173.3 万千升, 同比增长 5.98%; 其他品牌全年销量为 411.6 万千升, 同比下降 2.12%。按会计准则调整后口径, 2018 年主品牌青岛啤酒收入增长 2.67%, 其他品牌收入下降 1.66%。受包材价格上升影响, 2018 年公司啤酒吨成本同比上升 5.16% 至 2035 元, 使可比口径合并毛利率同比减少 0.53 个 pct。啤酒销量增长 0.76% 的情况下, 成本中外购产成品增长 9.64%, 原料成本增长 7.54%, 而人工成本和制造费用增长仅 1.49% 和 0.40%。
- 山东和华北收入实现高个位数增长, 华南地区扭亏。** 2018 年山东地区收入增长 8.04%, 销量增长 5.81%; 华北地区收入增长 6.35%, 销量增长 3.45%; 华东地区收入增长 1.56%, 销量下滑 0.93%; 华南地区收入下滑 13.73%, 销量下滑 5.94%; 东南地区收入下滑 16.94%, 销量下滑 11.54%。按可比口径, 山东、华南、华北、华东、东南毛利率同比-0.44、+0.44、+0.39、-0.53、-5.23 个 pct, 东南区毛利率下滑幅度较大主要因产品结构调整。2018 年华南实现净利润 7602 万元, 去年亏损 4526 万元, 实现扭亏。
- 销售费用率小幅下降, 关厂提升产能利用率。** 按可比口径, 销售/管理/研发/财务费用率同比分别-0.51/+0.35/+0/-0.39 个 pct, 通过提费效, 世界杯年销售费用率小幅下降实属难得。2018 年销售费用按可比口径增长 2.70%, 其中职工薪酬、装卸及运输费用、广告及业务宣传费用分别增长 6.63%、7.02%、18.77%, 但市场助销投入下降 14.38%。管理费用同比增长 13.12%, 主要系职工薪酬增长 29.78%。2018 年公司进行产能整合, 关闭杨浦公司和芜湖公司, 产生职工安置支出 4759 万元, 固定资产减值损失

同比增加 1.36 亿元。实际产能从 2017 年的 1058 万千升下降至 987 万千升，实际产能利用率从 2017 年的 71.5% 提升至 2018 年的 77.7%。

- **盈利预测：**啤酒行业人均销量变化不大，而消费升级、吨价提升将是未来啤酒行业发展需求端的核心驱动力，格局优的标的有望持续受益。目前行业从低端的价格战竞争转向高端品牌竞争，价格战趋缓。2019 年 4 月 1 日起增值税率从 16% 下降到 13%，将大幅增厚啤酒行业净利润。青岛啤酒作为我国啤酒行业龙头，有望受益格局改变后的集中度提升。此外，复兴作为财务投资者入主青岛啤酒，有望推进公司内部机制改革，释放企业经营活力。我们调整盈利预测，预计公司 2019-2021 年收入分别为 279.23、291.06、302.22 亿元，归母净利润分别为 18.53、23.79、28.53 亿元，EPS 分别为 1.37、1.76、2.11 元，对应 PE 为 30 倍、23 倍、19 倍，维持“买入”评级。
- **风险提示：**不可抗要素带来销量下滑；市场竞争恶化带来超预期促销活动

图表 1: 青岛啤酒三大财务报表预测 (单位: 百万元)

| 利润表 (人民币百万元) | | | | | |
|-------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| | 2017A | 2018E | 2019E | 2020E | 2021E |
| 营业总收入 | 26,277 | 26,575 | 27,923 | 29,106 | 30,222 |
| 增长率 | 0.7% | 1.1% | 5.1% | 4.2% | 3.8% |
| 营业成本 | -15,622 | -16,556 | -16,894 | -16,895 | -16,940 |
| %销售收入 | 59.5% | 62.3% | 60.5% | 58.0% | 56.1% |
| 毛利 | 10,655 | 10,019 | 11,029 | 12,210 | 13,282 |
| %销售收入 | 40.5% | 37.7% | 39.5% | 42.0% | 43.9% |
| 营业税金及附加 | -2,325 | -2,327 | -2,444 | -2,548 | -2,646 |
| %销售收入 | 8.8% | 8.8% | 8.8% | 8.8% | 8.8% |
| 营业费用 | -5,769 | -4,869 | -5,082 | -5,268 | -5,440 |
| %销售收入 | 22.0% | 18.3% | 18.2% | 18.1% | 18.0% |
| 管理费用 | -1,244 | -1,386 | -1,452 | -1,513 | -1,572 |
| %销售收入 | 4.7% | 5.2% | 5.2% | 5.2% | 5.2% |
| 息税前利润 (EBIT) | 1,317 | 1,438 | 2,050 | 2,881 | 3,624 |
| %销售收入 | 5.0% | 5.4% | 7.3% | 9.9% | 12.0% |
| 财务费用 | 370 | 497 | 600 | 650 | 700 |
| %销售收入 | -1.4% | -1.9% | -2.1% | -2.2% | -2.3% |
| 资产减值损失 | 11 | 147 | 150 | 150 | 150 |
| 公允价值变动收益 | 0 | 54 | 0 | 0 | 0 |
| 投资收益 | 58 | 21 | 20 | 20 | 20 |
| %税前利润 | 3.1% | 1.0% | 0.6% | 0.5% | 0.4% |
| 营业利润 | 1,756 | 2,157 | 2,820 | 3,701 | 4,494 |
| 营业利润率 | 6.7% | 8.1% | 10.1% | 12.7% | 14.9% |
| 营业外收支 | 113 | 2 | 580 | 580 | 580 |
| 税前利润 | 1,868 | 2,159 | 3,400 | 4,281 | 5,074 |
| 利润率 | 7.1% | 8.1% | 12.2% | 14.7% | 16.8% |
| 所得税 | -723 | -819 | -1,067 | -1,369 | -1,643 |
| 所得税率 | 38.7% | 37.9% | 31.4% | 32.0% | 32.4% |
| 净利润 | 1,382 | 1,561 | 2,034 | 2,611 | 3,132 |
| 少数股东损益 | 119 | 139 | 181 | 232 | 278 |
| 归属于母公司的净利润 | 1,263 | 1,422 | 1,853 | 2,379 | 2,853 |
| 净利率 | 4.8% | 5.4% | 6.6% | 8.2% | 9.4% |

| 资产负债表 (人民币百万元) | | | | | |
|-----------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| | 2017A | 2018E | 2019E | 2020E | 2021E |
| 货币资金 | 9,805 | 12,536 | 13,980 | 16,328 | 19,191 |
| 应收款项 | 445 | 165 | 597 | 134 | 658 |
| 存货 | 2,393 | 2,651 | 2,521 | 2,639 | 2,541 |
| 其他流动资产 | 1,429 | 2,409 | 2,376 | 2,475 | 2,343 |
| 流动资产 | 14,073 | 17,760 | 19,473 | 21,576 | 24,732 |
| %总资产 | 45.4% | 52.1% | 56.5% | 61.1% | 66.6% |
| 长期投资 | 404 | 398 | 399 | 400 | 401 |
| 固定资产 | 10,994 | 10,327 | 9,419 | 8,510 | 7,597 |
| %总资产 | 35.5% | 30.3% | 27.3% | 24.1% | 20.5% |
| 无形资产 | 2,776 | 2,600 | 2,214 | 1,813 | 1,413 |
| 非流动资产 | 16,902 | 16,315 | 14,996 | 13,724 | 12,417 |
| %总资产 | 54.6% | 47.9% | 43.5% | 38.9% | 33.4% |
| 资产总计 | 30,975 | 34,075 | 34,469 | 35,300 | 37,149 |
| 短期借款 | 283 | 296 | 0 | 0 | 156 |
| 应付款项 | 8,735 | 9,923 | 9,783 | 8,470 | 7,900 |
| 其他流动负债 | 1,435 | 1,867 | 1,651 | 1,759 | 1,705 |
| 流动负债 | 10,452 | 12,087 | 11,434 | 10,229 | 9,761 |
| 长期贷款 | 1 | 1 | 0 | 0 | 0 |
| 其他长期负债 | 2,747 | 3,298 | 3,022 | 3,160 | 3,091 |
| 负债 | 13,200 | 15,385 | 14,456 | 13,389 | 12,852 |
| 普通股股东权益 | 17,145 | 17,970 | 19,113 | 20,778 | 22,886 |
| 少数股东权益 | 629 | 719 | 900 | 1,132 | 1,411 |
| 负债股东权益合计 | 30,975 | 34,075 | 34,469 | 35,300 | 37,149 |

| 比率分析 | | | | | |
|---------------|---------|---------|---------|---------|----------|
| | 2017A | 2018E | 2019E | 2020E | 2021E |
| 每股指标 | | | | | |
| 每股收益 (元) | 0.93 | 1.05 | 1.37 | 1.76 | 2.11 |
| 每股净资产 (元) | 12.69 | 13.30 | 14.15 | 15.38 | 16.94 |
| 每股经营现金净流 (元) | 1.65 | 2.95 | 1.27 | 1.68 | 1.93 |
| 每股股利 (元) | 0.42 | 0.42 | 0.41 | 0.53 | 0.63 |
| 回报率 | | | | | |
| 净资产收益率 | 7.37% | 7.91% | 9.69% | 11.45% | 12.47% |
| 总资产收益率 | 4.46% | 4.58% | 5.90% | 7.40% | 8.43% |
| 投入资本收益率 | 14.31% | 17.94% | 32.15% | 50.74% | 74.01% |
| 增长率 | | | | | |
| 营业总收入增长率 | 0.65% | 1.13% | 5.07% | 4.24% | 3.84% |
| EBIT增长率 | -1.36% | 0.10% | 40.63% | 43.24% | 27.04% |
| 净利润增长率 | 21.04% | 12.60% | 30.27% | 28.40% | 19.94% |
| 总资产增长率 | 2.98% | 10.01% | 1.16% | 2.41% | 5.24% |
| 资产管理能力 | | | | | |
| 应收账款周转天数 | 5.2 | 3.5 | 4.3 | 3.9 | 4.1 |
| 存货周转天数 | 32.9 | 34.2 | 33.3 | 31.9 | 30.9 |
| 应付账款周转天数 | 47.6 | 47.1 | 47.3 | 47.2 | 47.3 |
| 固定资产周转天数 | 153.7 | 144.4 | 127.3 | 110.9 | 95.9 |
| 偿债能力 | | | | | |
| 净负债/股东权益 | -68.93% | -73.21% | -81.59% | -87.59% | -125.00% |
| EBIT利息保障倍数 | -3.7 | -2.7 | -3.2 | -4.2 | -5.0 |
| 资产负债率 | 42.62% | 45.15% | 41.94% | 37.93% | 34.60% |

| 现金流量表 (人民币百万元) | | | | | |
|-----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| | 2017A | 2018E | 2019E | 2020E | 2021E |
| 净利润 | 1,382 | 1,561 | 2,034 | 2,611 | 3,132 |
| 加: 折旧和摊销 | 1,179 | 1,153 | 1,146 | 1,164 | 1,166 |
| 资产减值准备 | 11 | 147 | 0 | 0 | 0 |
| 公允价值变动损失 | 0 | -54 | 0 | 0 | 0 |
| 财务费用 | -395 | -513 | -600 | -650 | -700 |
| 投资收益 | -58 | -21 | -20 | -20 | -20 |
| 少数股东损益 | 119 | 139 | 181 | 232 | 278 |
| 营运资金的变动 | 203 | 3,129 | -844 | -829 | -971 |
| 经营活动现金净流 | 2,224 | 3,992 | 1,716 | 2,276 | 2,607 |
| 固定资本投资 | 448 | 487 | -60 | -60 | -50 |
| 投资活动现金净流 | -504 | -817 | 136 | 135 | 146 |
| 股利分配 | -567 | -567 | -556 | -714 | -856 |
| 其他 | 34 | -73 | 148 | 650 | 967 |
| 筹资活动现金净流 | -533 | -641 | -407 | -64 | 111 |
| 现金净流量 | 1,187 | 2,535 | 1,444 | 2,348 | 2,863 |

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。