

青岛啤酒(600600)

产品结构优化继续推动净利快速增长

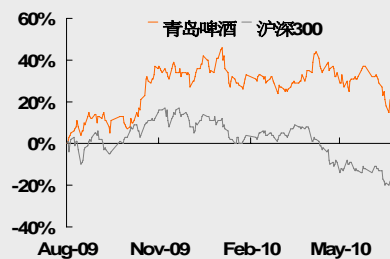
推荐 (维持)

现价: 35.82 元

主要数据

行业	食品、饮料
公司网址	www.tsingtao.com.cn
大股东/持股	青岛啤酒集团有限公司(注 1)/30.45%
实际控制人/持股	青岛市人民政府国有资产监督管理委员会/30.45%
总股本(百万股)	1,351
流通 A 股(百万股)	279
流通 B/H 股(百万股)	655
总市值(亿元)	484.87
流通 A 股市值(亿元)	99.96
每股净资产(元)	6.3
资产负债率(%)	45.1

行情走势图



相关研究报告

《食品饮料行业季报(2010Q3) - 遥望均贫富, 近忧成本升》 2010年7月9日

《时间换空间是主线--平安证券2010年下半年食品饮料行业投资策略》 2010年6月21日

研究员

文 献 CFA 食品饮料高级研究员
S1060209040123
0755-22627143
wenxian@pasc.com.cn

丁芸洁 联络人
S1060110040054
0755-22625697
DINGYUNJIE640@pingan.com

投资要点

■ 1H10 净利同增 29.7%，符合市场预期

1H10 “青岛”主品牌销量同比增长 14.9%，带动营收同比增长 9%，毛利同比增长 14%，归属母公司股东净利同增 29.7%，符合市场预期。

■ “青岛”主品牌占比提高将继续推高均价和毛利率

2Q10 “青岛”主品牌占比达到 50.6%，同比提高 4.2 个百分点。我们预计，“青岛”主品牌占比仍有望进一步提高，从而继续推高青啤产品均价和毛利率。

■ 维持“推荐”评级

我们预计青岛啤酒 10-12 年 EPS 为 1.2、1.44 和 1.64 元，同比分别增长 29.2%、19.9% 和 15.4%。以 8 月 13 日 35.82 元收盘价计算，青啤 10-12 年动态 PE 分别为 30、25 和 22 倍，我们看好其长期持续增长能力，维持“推荐”评级。

	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E
主营收入(百)	13,709	16,023	18,026	19,763	21,740
YoY(%)	15.9	16.9	12.5	9.6	10.0
净利润(百万)	558.1	699.6	1,253.3	1,626	1,949
YoY(%)	27.7	25.3	79.2	29.7	19.9
毛利率(%)	41.6	40.7	42.9	44.3	45.0
净利率(%)	4.1	4.4	7.0	8.5	9.3
ROE(%)	10.1	11.5	15.2	18.5	19.8
EPS(摊薄/元)	0.4	0.5	0.9	1.20	1.44
P/E(倍)	86.9	69.3	38.7	29.8	24.8
P/B(倍)	8.8	8.0	5.9	5.2	4.7

一、中报解读：1H10 净利同比增 29.7%，符合预期

“青岛”主品牌是青岛啤酒增长主要动力。1H10 青岛营收同比增长 9%，其中啤酒销量 311 万千升，同比增长 2.9%，产品均价上升约 6%。上半年，我国啤酒行业销量增速为 4.8%，青啤 2.9% 的总销量增速略慢于行业，但中高档产品仍保持快速增长，如“青岛”主品牌销量同比增长了 14.9%，纯生、小瓶装、易拉罐增幅更是达到 26.7%，主打低端市场的非“青岛”品牌销量同比下降了 7.6%。我们预计“青岛”主品牌销量仍有望保持 2 位数增长。

“青岛”主品牌占比上升推动 2Q10 毛利率升至 44.2%。2Q10，“青岛”主品牌在总销量中占比达到 50.6%，同比上升了 4.2 个百分点。“青岛”主品牌价格和毛利率更高，其占比上升也推动了青岛啤酒毛利率上升。我们预计，“青岛”主品牌占比有望进一步提高，从而继续推高青岛啤酒毛利率。

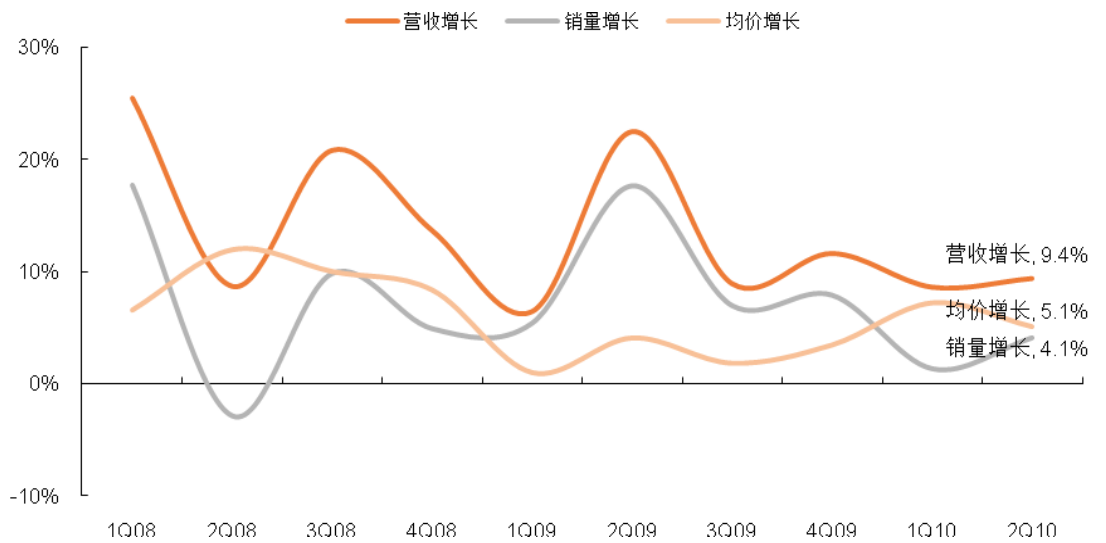
1H10 盈利同比增长 29.7% 缘于：毛利上升 14%，管理费用仅小幅增长 6.5%，财务费用下降了 32%。上半年净利增速与全年净利增长 30% 的市场一致预期相符。

图表 1 利润表快读

	2Q09	2Q10	QoQ	1H09	1H10	HoH	
营业收入	5,292	5,787	9.4%	9,105	9,928	9.0%	1H10销量升2.9%，均价升约6%
营业成本	2,957	3,196	8.1%	5,251	5,536	5.4%	
毛利率	44.1%	44.8%	0.7%	42.3%	44.2%	1.9%	2Q10毛利率升0.7个百分点
毛利	2,335	2,591	11.0%	3,854	4,392	14.0%	
营业税金及附加	477	494	3.7%	794	824	3.8%	
销售费用	1,119	1,237	10.5%	1,857	2,135	15.0%	
管理费用	201	212	5.3%	382	407	6.5%	
财务费用	22	12	-45.6%	42	29	-31.9%	
资产减值损失	2	6	141.7%	2	4	78.3%	
公允价值变动收益	-0	0	100.0%	-1	0	100.0%	
投资收益	6	3	-50.7%	7	6	-11.1%	
营业利润	520	642	23.5%	782	1,007	28.9%	管理费用仅增6.5%，财务费用降32%
营业利润率	9.8%	11.1%	1.3%	8.6%	10.1%	1.6%	
营业外收入	41	57	39.1%	61	118	92.9%	
营业外支出	5	5	0.1%	7	14	87.0%	
利润总额	556	694	24.8%	836	1,112	33.1%	
所得税	95	127	34.6%	169	241	42.5%	
所得税率	17.0%	18.4%	1.3%	20.3%	21.7%	1.4%	
少数股东权益	21	21	1.0%	27	40	52.4%	
归属于母公司净利润	440	545	23.9%	640	830	29.7%	
净利率	8.7%	9.8%	1.1%	7.3%	8.8%	1.5%	
EPS	0.33	0.40	23.9%	0.47	0.61	29.7%	与市场2010年EPS同比增30%预期相符

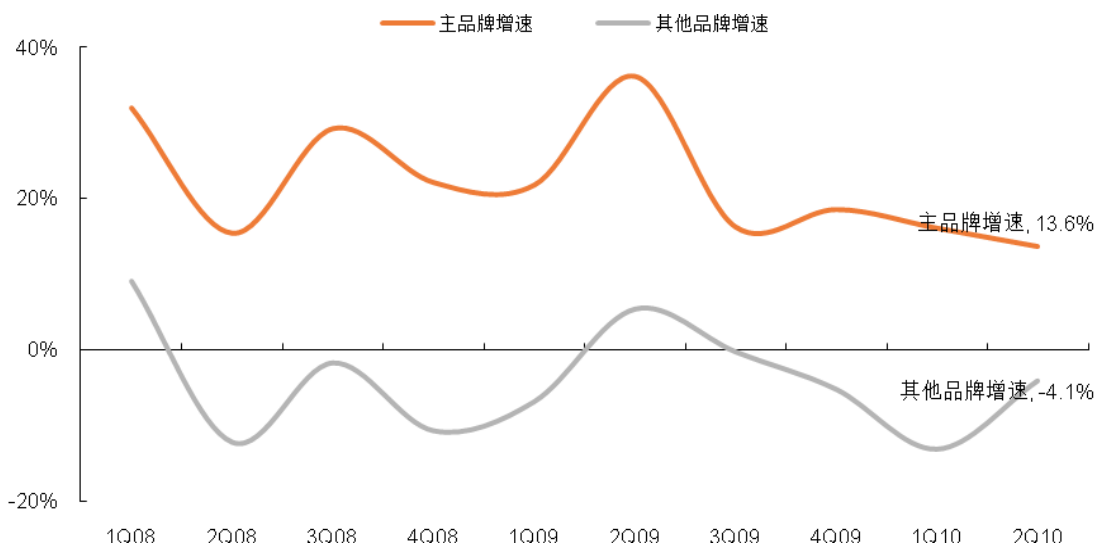
资料来源：公司公告、平安证券研究所、Wind

图表 2 2Q10青啤销量增长4%，均价增长5%



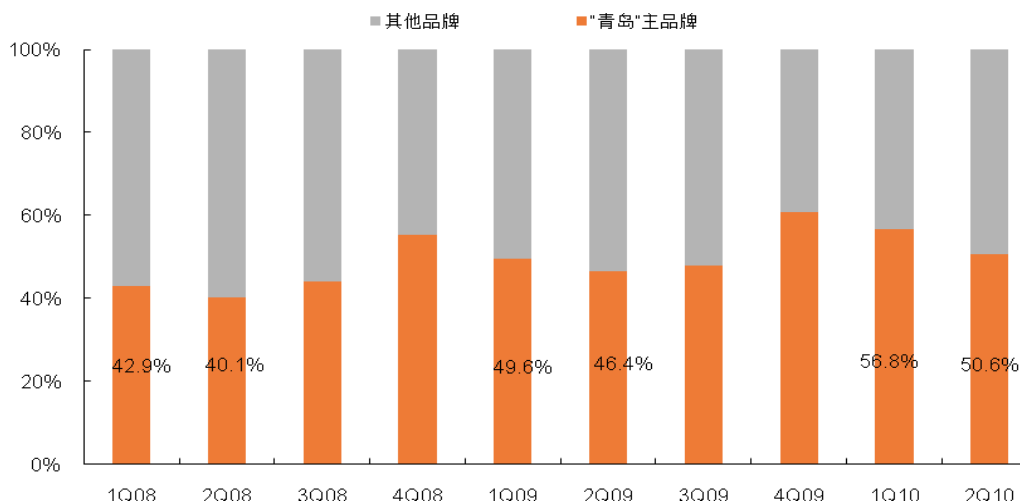
资料来源：公司公告、平安证券研究所

图表 3 2Q10“青岛”主品牌销量增长13.6%，其他品牌下降4.1%



资料来源：公司公告、平安证券研究所

图表 4 2Q10 “青岛”主品牌销量占比同比上升4.2个百分点



资料来源：公司公告、平安证券研究所

二、维持“推荐”评级

微调青岛啤酒10-12年EPS预测，分别为1.19、1.44和1.64元，同比分别增长29.7%、19.9%和13.4%。以8月13日35.82元收盘价计算，青岛啤酒10-12年动态PE分别为30、25和22倍，我们看好公司长期持续增长能力，维持“推荐”评级。

图表 5 微调3年EPS

单位：元/股，倍

	调整幅度			EPS(调整后)			PE (8月13日收盘价)		
	10E	11E	12E	10E	11E	12E	10E	11E	12E
青岛啤酒	0.0%	0.6%	-1.2%	1.20	1.44	1.64	29.8	24.8	21.9
青岛啤酒(H)							28.2	23.5	20.7

资料来源：平安证券研究所、WIND

图表 6 食品饮料重点公司估值对比

股票名称	股票代码	股票价格(元)	EPS(元/股)			PE(倍)			评级
			8月13日	09A	10E	11E	09A	10E	
双汇发展	000895	49.48	1.50	1.88	2.24	32.9	26.3	22.1	强烈推荐
山西汾酒	600809	53.95	0.82	1.19	1.80	65.8	45.5	29.9	强烈推荐
张裕A	000869	92.01	2.14	2.71	3.38	43.0	34.0	27.2	强烈推荐
张裕B	200869	72.91	2.14	2.71	3.38	34.1	26.9	21.5	
贵州茅台	600519	150.39	4.57	5.75	6.81	32.9	26.2	22.1	强烈推荐
五粮液	000858	30.19	0.85	1.15	1.31	35.3	26.2	23.1	中性
泸州老窖	000568	33.78	1.20	1.46	1.74	28.1	23.1	19.4	推荐
青岛啤酒	600600	35.82	0.93	1.20	1.43	38.6	29.9	25.0	推荐
燕京啤酒	000729	21.00	0.52	0.60	0.68	40.5	34.8	30.9	中性
伊利股份	600887	32.28	0.81	0.93	1.12	39.8	34.7	28.8	中性
均值						39.1	30.7	25.0	

资料来源：平安证券研究所、WIND

附注：财务报表

损益表 (百万元, 元/股)					现金流量表 (百万元)				
2009	2010E	2011E	2012E	2009	2010E	2011E	2012E		
营业收入	18,026	19,763	21,740	23,914	净利润	1,299	1,685	2,020	2,290
YoY	12.5%	9.6%	10.0%	10.0%	折旧摊销	548	554	557	552
营业成本	10,285	11,014	11,957	13,153	营运资金投资	1,379	-648	490	-93
毛利率	42.9%	44.3%	45.0%	45.0%	经营活动现金净流量	3,361	1,736	3,174	2,846
营业税金及附加	1,547	1,655	1,794	1,944	资本开支	-479	-596	-497	-502
股权激励费用	0	0	0	0	投资活动现金净流量	-910	-596	-497	-502
销售费用	3,484	3,926	4,318	4,750	债务融资	-308	0	0	0
管理费用	998	1,085	1,139	1,196	股权融资	1,190	0	0	0
财务费用	63	58	8	-13	支付红利	-327	-216	-280	-974
投资净收益	10	7	5	3	融资活动现金净流量	442	472	-274	-288
营业利润	1,589	2,034	2,529	2,887	当年现金净流量	2,923	866	2,389	1,383
加：营业外收入	213	213	213	213	资产负债表 (百万元)				
减：营业外支出	63	63	63	63	2009	2010E	2011E	2012E	
利润总额	1,739	2,184	2,680	3,038	货币资金	5,351	6,217	8,606	9,988
减：所得税	440	499	660	748	应收款项	103	112	124	136
净利润	1,299	1,685	2,020	2,290	预付款项	139	205	192	228
减：少数股东损益	46	60	72	81	存货	1,877	2,601	2,503	2,930
归属母公司所有者净利	1,253	1,626	1,949	2,209	其他流动资产	143	198	195	227
YoY	79.2%	29.7%	19.9%	13.4%	流动资产合计	7,614	9,333	11,621	13,510
销售净利润率	7.2%	8.5%	9.3%	9.6%	长期股权投资	153	153	153	153
EPS (当年股本)	0.93	1.20	1.44	1.64	固定资产	5,624	5,670	5,614	5,568
EPS (最新股本摊薄)	0.93	1.20	1.44	1.64	无形资产	1,088	1,085	1,080	1,076
					其他非流动资产	389	388	388	387
					非流动资产合计	7,254	7,296	7,235	7,184
					资产总计	14,867	16,629	18,856	20,695
					短期借款	153	153	153	153
					应付款项	1,148	1,399	1,427	1,620
					预收款项	271	359	361	415
					应付股利	0	280	974	1,105
					其他流动负债	3,272	3,226	3,683	3,957
					流动负债合计	4,845	5,418	6,598	7,251
					长期借款	28	28	28	28
					应付债券	1,199	1,199	1,199	1,199
					其他非流动负债	233	233	233	233
					非流动负债合计	1,460	1,460	1,460	1,460
					负债合计	6,304	6,877	8,058	8,711
					归属母公司所有者权益	8,221	9,350	10,324	11,428
					其中：实收资本	1,351	1,351	1,351	1,351
					少数股东权益	343	402	474	555
					股东权益合计	8,563	9,752	10,798	11,984
					负债及股东权益总计	14,867	16,629	18,856	20,695

重要指标速览				
	2009	2010E	2011E	2012E
估值				
PE	38.6	29.8	24.8	21.9
PEG	1.9	2.0	2.0	1.9
PB	5.9	5.2	4.7	4.2
P/S	2.7	2.4	2.2	2.0
EV/EBITDA	22.2	18.5	15.8	14.3
股息收益率	0.4%	0.6%	2.0%	2.3%
经营回报率				
ROE	17.5%	18.5%	19.8%	20.3%
ROA	8.7%	10.0%	10.8%	11.0%
资本结构及偿债能力				
资产负债率	42.4%	41.4%	42.7%	42.1%
速动比率	1.2	1.2	1.4	1.5
运营效率				
存货周转率	4.4	4.9	4.7	4.8
流动资产周转率	2.7	2.3	2.1	1.9
固定资产周转率	3.2	3.5	3.9	4.3

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在 $\pm 10\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 10%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%至 10%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在 $\pm 5\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

风险提示：

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨为发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能尽依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司 2010 版权所有。保留一切权利。

中国平安 PINGAN

平安证券综合研究所

地址：深圳市福田区金田路大中华国际交易广场 8 层

邮编：518048

电话：4008866338

