

公司研究/年报点评

2017年03月31日

食品饮料/饮料制造 II

投资评级: 买入 (维持评级)

当前价格(元): 32.83
合理价格区间(元): 34.65~36.75

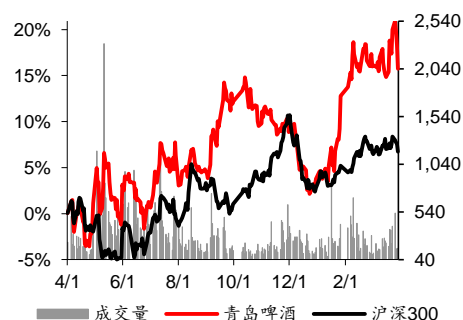
贺琪 执业证书编号: S0570515050002
研究员 0755-22660839
heqi@htsc.com

王楠 执业证书编号: S0570516040004
研究员 010-63211166
wangnan2@htsc.com

相关研究

- 1 《青岛啤酒(600600):创新升级调结构, 高效周转议价强》 2016.11
- 2 《青岛啤酒(600600):啤酒销量好于行业, 盈利能力有所下降》 2014.03
- 3 《青岛啤酒(600600):啤酒销量继续好于行业, 业绩保持稳定增长》 2013.10

股价走势图



资料来源: Wind

区域表现分化, 核心市场止跌回升

青岛啤酒(600600)

青啤 16 年收入 261.06 亿元, 同比-5.53%; 净利 10.43 亿元, 同比-39.09%
青岛啤酒于 3 月 31 日发布 2016 年年报, 2016 年公司实现营业收入 261.06 亿元, 同比下降 5.53%; 实现归母净利润 10.43 亿元, 同比下降 39.09%; 实现扣非归母净利润 8.19 亿元, 同比下降 22.16%, 低于我们此前的预期, 主要原因是补交所得税对净利润产生 3.39 亿元的一次性负面影响和低于预期的 16Q4 业绩。

啤酒行业产量 2016 年下滑速度减缓, 预计 2017 年重回正增长

根据国家统计局的数据, 2016 年中国啤酒行业产量为 4506 万千升, 同比下降 0.1%。2016 年 1~7 月份产量同比仍然继续了负增长态势, 但是 8~12 月份, 啤酒产量同比实现了正增长。考虑到以预调酒为代表的低度酒饮料热度的退潮和本轮经济复苏带来的餐饮业回暖, 我们认为本轮从 2014 年开始的啤酒销量下滑逐步进入尾声, 2017 年全年啤酒行业产量将停止趋势性的下滑, 全年预计同比增长 1%~3%。

青啤主要业务区域表现分化, 核心山东市场止跌回升

青岛啤酒在主要业务区域的表现出现分化, 我们认为这是其在各个区域不同的市场地位所导致的。山东和华北市场 2016 年销售收入分别同比增长 0.05% 和 1.01%, 止跌回升; 华东市场同比下滑 1.25%, 下滑幅度与 2015 年的 13.70% 相比显著缩小; 同时华南和东南市场分别同比下滑 14.90% 和 38.69%, 下跌幅度较 2015 年继续扩大。我们认为啤酒行业区域性的强者恒强趋势逐步开始显现, 青啤在山东和华北市场的领先市场地位确保其受益于这些区域市场集中度的提升, 份额进一步的提升使得青啤在这些优势区域的收入率先止跌回升。

受益于消费升级, 青啤吨酒价格和毛利率有继续上升的空间

受益于啤酒行业产品的升级, 2016 年青啤的吨酒价格为 3296 元, 同比增加 1.15%; 毛利率为 41.6%, 同比上升 3.80pct。我们认为虽然啤酒行业的产销量自 2014 年进入下滑通道, 但是产品结构的优化、中高端产品占比的提升趋势却依然得以持续, 餐饮渠道零售价格在 6~8 元的中档酒的占比从 2014 年的 19.6% 上升至 2016 年的 22.2%, 而 3~4 元的普通酒的占比则从 2014 年的 30.2% 下滑至 2016 年的 26.7%。青啤亦是这一消费升级趋势的受益者之一, 吨酒价格和毛利率仍然有改善空间。

看好青啤在啤酒行业产能收缩周期的表现, 维持“买入”评级

我们认为中国啤酒行业经过连续 3 年的产销量下滑, 目前已经进入产能收缩周期, 青岛啤酒有望受益于行业的反转, 但是考虑到公司在华南和东南市场的表现低于我们此前的预期, 我们下调盈利预测, 青岛啤酒 2017-2019 年的收入分别达到 268.41 亿元, 278.25 亿元和 289.87 亿元, EPS 分别达到 1.05 元, 1.19 元和 1.25 元, 结合盈利改善预期和二股东股权转让可能带来的潜在催化, 给予 2017 年 33~35 倍 PE 估值, 目标价范围为 34.65~36.75 元, 维持“买入”评级。

风险提示: 啤酒行业产能继续扩张导致利用率下滑; 食品安全问题。

公司基本资料

总股本(百万股)	1,351
流通 A 股(百万股)	695.91
52 周内股价区间(元)	27.70-34.30
总市值(百万元)	44,353
总资产(百万元)	30,077
每股净资产(元)	12.08

资料来源: 公司公告

经营预测指标与估值

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	27,635	26,106	26,841	27,825	28,987
+/-%	(4.87)	(5.53)	2.82	3.66	4.18
净利润(百万元)	1,713	1,043	1,413	1,609	1,688
+/-%	(13.92)	(39.09)	35.45	13.83	4.93
EPS (元)	1.27	0.77	1.05	1.19	1.25
PE (倍)	25.89	42.50	31.38	27.57	26.27

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

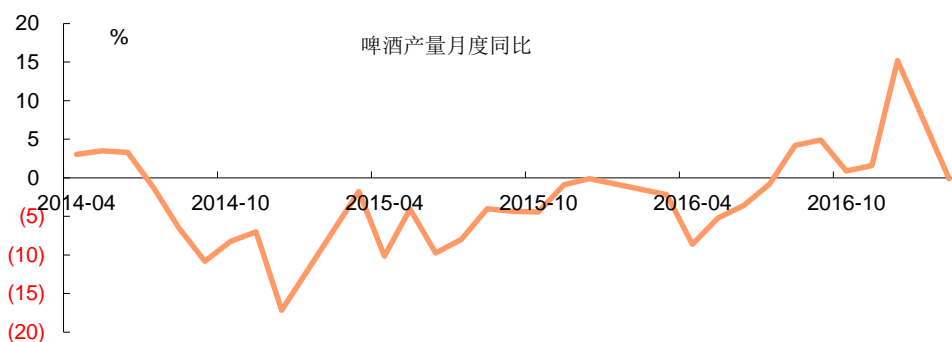
啤酒行业：预计 17 年产销量重回正增长轨道，产品升级持续

我们认为 2017 年是中国啤酒行业的反转年。从量的角度看，经历了连续 3 年的行业产销量下滑之后，2017 年中国啤酒产销量将重回正增长轨道，我们预计全年产销量同比增长 1%~3%。从价的角度看，啤酒产品消费升级的趋势将持续，中高端产品的占比将在未来 3 年继续上升，龙头企业的吨酒价格仍然有提升空间。

产销量：16 年产销量下滑速度放缓，预计 17 年重回正增长轨道

本轮啤酒行业月度产量同比的负增长从 2014 年 7 月一直持续至 2016 年 7 月，直至 2016 年 8 月才开始同比转正。受益于以预调酒为代表的低酒精度饮料热度的退潮和本轮经济复苏带来的餐饮业回暖，啤酒行业的产销量将在 2017 年将重回正增长轨道，我们预计 2017 年全年啤酒行业的产销量将同比增长 1%~3%。

图表1：本轮啤酒产销量的下滑从 2014 年 7 月持续至 2016 年 7 月

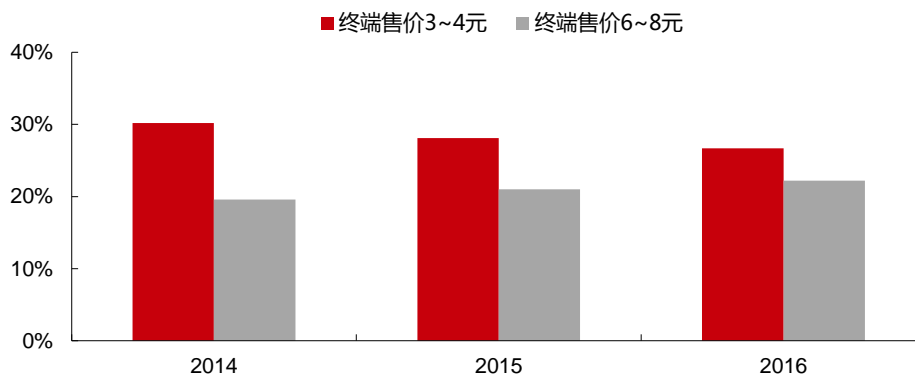


资料来源：Wind，华泰证券研究所

产品结构：中高档产品占比持续提升，消费升级持续

消费升级将持续推进啤酒行业产品结构的优化，中高端产品占比将继续增长。虽然啤酒行业产销量自 2014 年步入下滑通道，但是产品升级趋势仍然得以持续，餐饮终端价格在 3~4 元的普通酒的占比从 2014 年的 30.2% 下滑至 2016 年年的 26.7%；同时价格在 6~8 元的中档酒的占比从 2014 年的 19.6% 上升至 22.2%。我们认为这种产品结构的优化将在未来 3 年继续，而这一趋势将有利于龙头企业盈利能力的回升。

图表2：中端产品（终端 6~8 元）产品占比上升，普通产品（终端 3~4 元）产品占比下滑



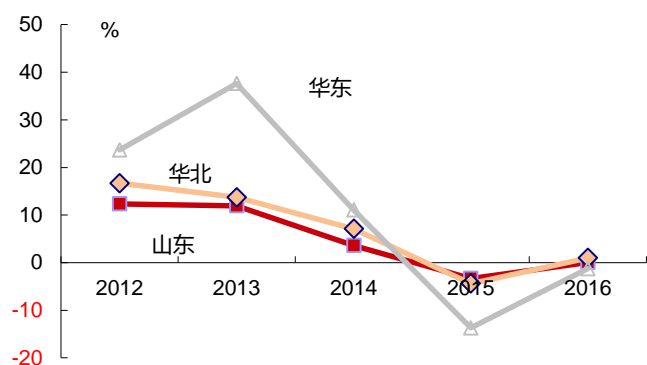
资料来源：Wind，华泰证券研究所

青啤：区域表现分化，吨酒价格和毛利率仍然有提升空间

区域分化：核心山东市场回升

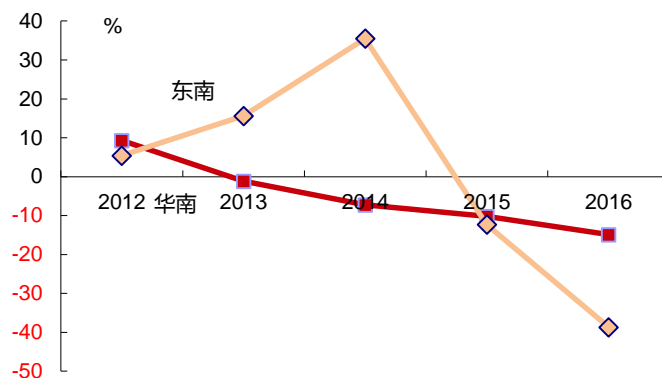
青岛啤酒在主要业务区域的表现出现分化，我们认为这是其在各个区域不同的市场地位所导致的。山东和华北市场 2016 年销售收入分别同比增长 0.05% 和 1.01%，止跌回升；华东市场同比下滑 1.25%，下滑幅度与 2015 年的 13.70% 相比显著缩小；同时华南和东南市场分别同比下滑 14.90% 和 38.69%，下跌幅度较 2015 年继续扩大。我们认为啤酒行业区域性的强者恒强趋势逐步开始显现，青啤在山东和华北市场的领先市场地位确保其受益于这些区域市场集中度的提升，份额进一步的提升使得青啤在这些优势区域的收入率先止跌回升。

图表3：山东、华北和华东收入跌幅缩小



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表4：华南和东南市场收入跌幅扩大

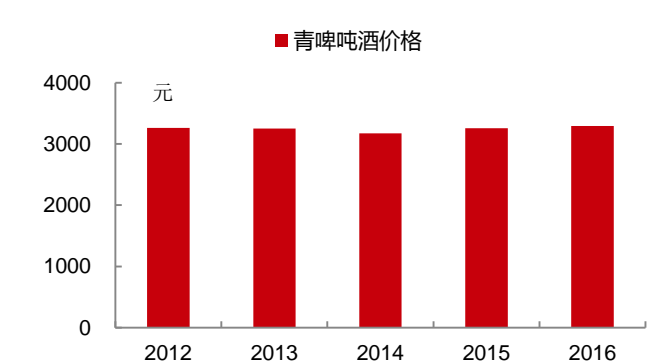


资料来源：公司公告，华泰证券研究所

吨酒价格和毛利率提升，未来仍有空间

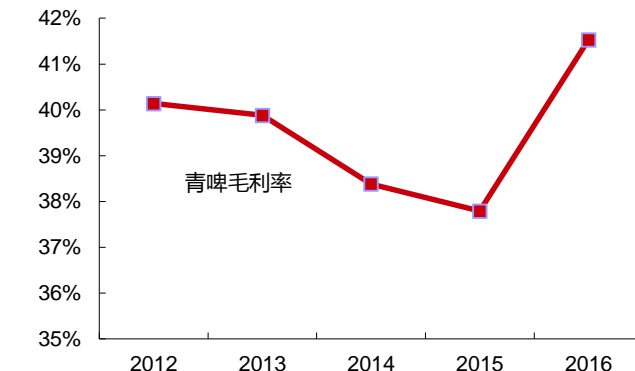
受益于啤酒行业产品的升级，2016 年青啤的吨酒价格为 3296 元，同比增加 1.15%；毛利率为 41.6%，同比上升 3.80pct。受益于行业整体产品结构的优化，我们认为青啤未来吨酒价格和毛利率仍然存在上行空间。

图表5：2016 年青啤吨酒价格 3296 元，同比+1.15%



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表6：2016 年青啤毛利率 41.6%，同比上升 3.80pct



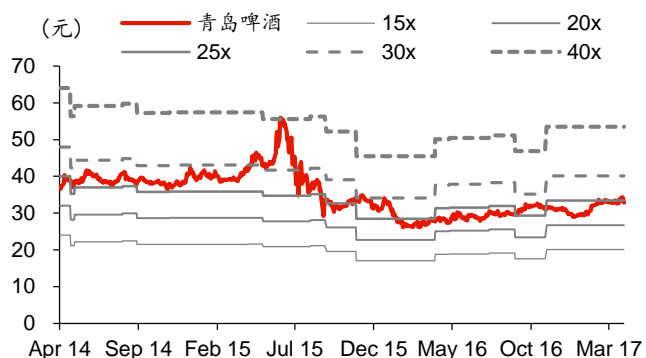
资料来源：公司公告，华泰证券研究所

看好中国啤酒产能收缩周期青啤的表现

我们认为中国啤酒行业经过连续3年的产销量下滑，目前已经进入产能收缩周期，青岛啤酒有望受益于行业的反转，但是考虑到公司在华南和东南市场的表现低于我们此前的预期，我们下调盈利预测，青岛啤酒2017-2019年的收入分别达到268.41亿元，278.25亿元和289.87亿元，EPS分别达到1.05元，1.19元和1.25元，结合盈利改善预期和二股东股权转让可能带来的潜在催化，给予2017年34~35倍PE估值，目标价范围为34.65~36.75元，维持“买入”评级。

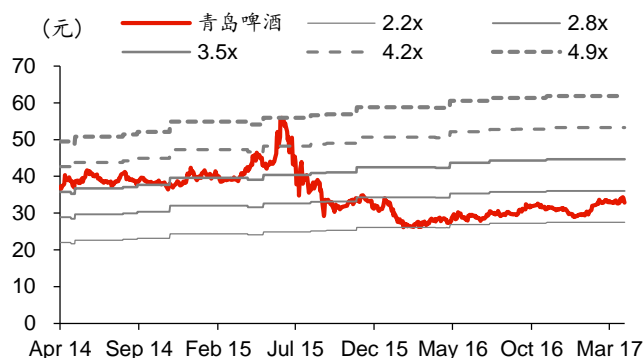
PE/PB - Bands

图表7：青岛啤酒历史 PE-Bands



资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表8：青岛啤酒历史 PB-Bands



资料来源：Wind、华泰证券研究所

风险提示：啤酒行业产能继续扩张导致利用率下滑；食品安全问题。

盈利预测

资产负债表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	11,887	12,610	15,365	18,460	21,032
现金	8,402	8,573	11,900	14,810	17,245
应收账款	117.99	124.65	117.82	128.54	129.67
其他应收账款	200.68	233.84	183.41	200.71	210.98
预付账款	44.39	51.81	93.87	98.26	96.68
存货	2,182	2,412	2,283	2,321	2,399
其他流动资产	940.09	1,214	787.29	902.33	950.28
非流动资产	16,613	17,468	15,112	14,280	13,438
长期投资	1,508	379.53	0.00	0.00	0.00
固定投资	9,897	11,448	9,847	9,063	8,283
无形资产	2,707	2,975	2,906	2,820	2,753
其他非流动资产	2,502	2,666	2,360	2,397	2,402
资产总计	28,501	30,077	30,478	32,740	34,470
流动负债	9,753	10,285	9,477	9,994	9,929
短期借款	810.39	302.34	358.88	401.13	461.14
应付账款	2,591	2,049	2,238	2,343	2,394
其他流动负债	6,352	7,933	6,880	7,250	7,073
非流动负债	2,582	2,913	2,651	2,721	2,760
长期借款	1.71	1.38	1.38	1.38	1.38
其他非流动负债	2,580	2,912	2,649	2,720	2,759
负债合计	12,335	13,198	12,128	12,715	12,689
少数股东权益	(292.05)	565.19	622.64	688.05	756.68
股本	1,351	1,351	1,351	1,351	1,351
资本公积	4,075	3,444	3,444	3,444	3,444
留存公积	10,946	11,426	12,932	14,541	16,229
归属母公司股	16,458	16,314	17,727	19,336	21,024
负债和股东权益	28,501	30,077	30,478	32,740	34,470

现金流量表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金	2,575	2,971	2,401	2,534	2,384
净利润	1,612	1,106	1,471	1,674	1,757
折旧摊销	965.35	1,152	1,049	1,056	1,062
财务费用	(299.60)	(257.41)	(128.71)	(171.80)	(208.07)
投资损失	(462.41)	(150.97)	(176.31)	(208.57)	(204.44)
营运资金变动	955.74	1,557	(545.83)	207.22	7.55
其他经营现金	(196.55)	(435.49)	731.86	(23.70)	(29.63)
投资活动现金	(236.71)	(1,164)	380.35	90.66	56.41
资本支出	1,314	855.87	(1.16)	0.00	0.00
长期投资	(311.51)	(289.43)	(380.53)	0.03	(0.00)
其他投资现金	766.23	(597.58)	(1.34)	90.69	56.41
筹资活动现金	(30.68)	(1,470)	546.55	285.20	(4.95)
短期借款	377.43	(508.05)	56.53	42.25	60.01
长期借款	(1.07)	(0.34)	0.00	0.00	0.00
普通股增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	(4.32)	(630.89)	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(402.72)	(331.15)	490.01	242.95	(64.96)
现金净增加额	2,309	354.10	3,327	2,910	2,436

利润表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	27,635	26,106	26,841	27,825	28,987
营业成本	17,192	15,265	15,702	16,138	16,812
营业税金及附加	2,030	2,231	2,294	2,378	2,478
营业费用	5,905	6,029	6,199	6,426	6,695
管理费用	1,412	1,341	1,378	1,429	1,488
财务费用	(299.60)	(257.41)	(128.71)	(171.80)	(208.07)
资产减值损失	2.06	7.84	4.00	3.00	3.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	462.41	150.97	176.31	208.57	204.44
营业利润	1,855	1,640	1,569	1,830	1,923
营业外收入	558.82	721.49	541.71	571.09	572.50
营业外支出	139.16	238.30	149.12	169.13	153.28
利润总额	2,275	2,123	1,961	2,232	2,342
所得税	662.78	1,018	490.28	558.10	585.62
净利润	1,612	1,106	1,471	1,674	1,757
少数股东损益	(101.09)	62.21	57.46	65.40	68.63
归属母公司净利润	1,713	1,043	1,413	1,609	1,688
EBITDA (倍)	2,521	2,535	2,489	2,715	2,777
EPS (元)	1.27	0.77	1.05	1.19	1.25

主要财务比率

会计年度 (%)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力					
营业收入	(4.87)	(5.53)	2.82	3.66	4.18
营业利润	(18.78)	(11.58)	(4.37)	16.70	5.07
归属母公司净利润	(13.92)	(39.09)	35.45	13.83	4.93
获利能力 (%)					
毛利率	37.79	41.53	41.50	42.00	42.00
净利率	6.20	4.00	5.27	5.78	5.82
ROE	10.41	6.40	7.97	8.32	8.03
ROIC	14.95	10.38	13.32	17.59	20.56
偿债能力					
资产负债率 (%)	43.28	43.88	39.79	38.84	36.81
净负债比率 (%)	6.59	2.30	5.94	6.56	4.90
流动比率	1.22	1.23	1.62	1.85	2.12
速动比率	0.99	0.99	1.38	1.61	1.88
营运能力					
总资产周转率	1.00	0.89	0.89	0.88	0.86
应收账款周转率	86.58	82.64	84.33	85.94	86.85
应付账款周转率	6.76	6.58	7.33	7.05	7.10
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	1.27	0.77	1.05	1.19	1.25
每股经营现金流 (最新摊薄)	1.91	2.20	1.78	1.88	1.76
每股净资产 (最新摊薄)	12.18	12.08	13.12	14.31	15.56
估值比率					
PE (倍)	25.89	42.50	31.38	27.57	26.27
PB (倍)	2.69	2.72	2.50	2.29	2.11
EV_EBITDA (倍)	14.36	14.28	14.54	13.33	13.03

资料来源:公司公告,华泰证券研究所预测

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。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。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，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，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：Z23032000。全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2017 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一报告发布日后的6个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一报告发布日后的6个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准20%以上

增持股价超越基准5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准5%-20%

卖出股价弱于基准20%以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区深南大道4011号香港中旅大厦24层/邮政编码：518048

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层

邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com