

青岛啤酒 (600600)

行业短期面临调整压力，未来市场份额有望继续提升

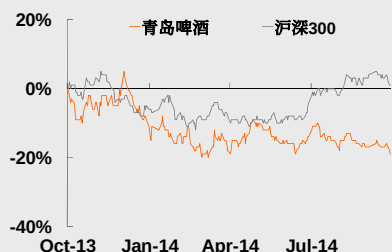
推荐 (维持)

现价：38.95 元

主要数据

行业	平安食品饮料
公司网址	www.tsingtao.com.cn
大股东/持股	青岛啤酒集团有限公司 /30.56%
实际控制人/持股	青岛市国资委/30.45%
总股本(百万股)	1,351
流通 A 股(百万股)	696
流通 B/H 股(百万股)	655
总市值 (亿元)	508.65
流通 A 股市值(亿元)	262.01
每股净资产(元)	10.97
资产负债率(%)	49.9

行情走势图



相关研究报告

证券分析师

汤玮亮 投资咨询资格编号
S1060512040001
0755-22624571
TANGWEILIANG978@pingan.com.cn

文献 投资咨询资格编号
S1060511010014
0755-22627143
wenxian001@pingan.com.cn

研究助理

张宇光 一般从业资格编号
S1060113090015
0755-22627143
zhangyuguang467@pingan.com.cn

王俏怡 一般从业资格编号
S1060113110013
Wangqiaoyi597@pingan.com.cn

投资要点

事项：青岛啤酒公布 2014 年 3 季报。1-3Q14 实现营收 257 亿元，同比增 6.4%，归属母公司股东净利 21.8 亿元，同比增 0.6%，每股收益 1.61 元。3Q14 营收、净利分别为 87.8 亿元、7.75 亿元，营收降 4.8%，净利增 0.6%。3Q14 营收与我们预测基本一致，净利略好于我们的预期。

平安观点：

- **3Q14 销量下降 3.7%，增速环比 1H14 大幅回落，不过销量降幅略低于行业，预计 4Q14 仍面临一定的销售压力。**3Q14 行业、燕啤销量分别降 4.3%、16%。1-3Q14 青啤的市场份额从 2013 年的 17.2%提升至 19.9%。我们判断 3Q14 主品牌、副品牌均出现下滑，由于高端餐饮景气度较低，估计主品牌下滑幅度超过 5%，副品牌下滑 0-2%。3Q14 下滑的原因可能有：(1) 竞品对啤酒的挤压加剧，一方面白酒行业出现调整后，中低档白酒加大了餐饮渠道的费用投入，另一方面新酒种的快速发展，如预调酒，也对啤酒形成了明显的替代；(2) 餐饮消费的实际景气度可能低于统计局数据；(3) 由于年初计划较高，且 1H14 公司销量增速较快，形成了一定渠道库存，3 季度需消化部分前期渠道库存。预计 4Q14 仍面临一定的销售压力，从我们近期草根调研情况来，10 月份行业销售可能继续下滑，预计 4Q14 青啤的销量可能持平或小幅下降。
- **3Q14 毛利率、销售费用率同降，净利同比持平，预计 4Q14 亏损幅度同比将减小。**3Q14 毛利率为 38.8%，同比降 1.6pct，估计主要由于副品牌占比提升产品结构降级，同时收入下滑导致产能利用率下降。3Q14 费用得到良好控制，销售费用率同比降 2.3pct。4Q13 职工安置费用和退休员工福利支出较大，预计 4Q14 相关费用支出同比将明显降低，亏损幅度有望减小。
- **预计 1H15 啤酒消费增长仍有压力，2H15 行业可恢复 3-5% 的增长，未来投资机会看集中度提升、竞争格局稳定后盈利能力的改善。**随着人均啤酒消费量逐渐接近天花板，啤酒行业总量增速的放缓不可避免，但从区域人均消费量的角度分析，市场容量仍有一定成长空间，预计未来几年销量增速保持在 3-5%。2014 年 CR3 市场集中度继续提高，行业盈利能力的拐点渐行渐近，不过由于竞争格局仍然未稳，百威英博的强势扩张是行业最大的不确定性因素，未来 1-2 年行业盈利能力难有明显提升。
- **我们维持 14 年净利预测，预计 2014-2015 年 EPS 分别为 1.52、1.65 元，同比分别增 4.2%、8.7%。**考虑到青岛啤酒当前的扩张态势好于主要对手，维持“推荐”的评级。
- **风险提示：**啤酒行业调整时间超出我们的预期。百威英博扩张速度超预期。

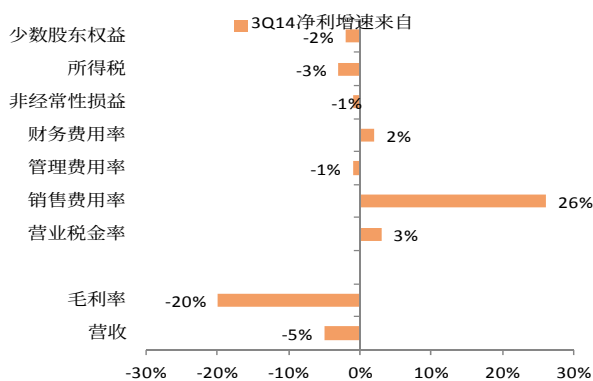
	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万元)	25,782	28,291	29,794	31,856	34,497
YoY(%)	11.3	9.7	5.3	6.9	8.3
净利润(百万元)	1,759	1,973	2,056	2,235	2,494
YoY(%)	1.2	12.2	4.2	8.7	11.6
毛利率(%)	40.1	39.9	38.6	38.7	38.8
净利率(%)	6.8	7.0	6.9	7.0	7.2
ROE(%)	14.1	14.1	13.3	13.1	13.3
EPS(摊薄/元)	1.30	1.46	1.52	1.65	1.85
P/E(倍)	29.9	26.7	25.6	23.5	21.1
P/B(倍)	4.2	3.8	3.4	3.1	2.8

图表 1 2014年3季报快读：3Q14营收降4.8%、净利增0.6% 单位：百万元，元/股

	3Q13	3Q14	QoQ	(1-3)Q13	(1-3)Q14	HoH	
营业收入	9,221	8,778	-4.8%	24,193	25,737	6.4%	3Q14 销量下降 3.7%，环比 1H14 的 15.8%大幅回落，增速
营业成本	5,491	5,377	-2.1%	14,245	15,522	9.0%	降幅略低于行业，预计 4Q14 仍
毛利率	40.5%	38.7%	-1.8%	41.1%	39.7%	-1.4%	面临一定的销售压力。
毛利	3,730	3,401	-8.8%	9,948	10,215	2.7%	3Q14 毛利率为 38.8%，同比降
营业税金及附加	706	651	-7.8%	1,916	1,923	0.4%	1.6pct，估计主要由于副品牌占
销售费用	1,814	1,524	-16.0%	4,908	4,995	1.8%	比提升产品结构降级，同时收入
管理费用	360	347	-3.6%	963	948	-1.6%	下滑导致产能利用率下降。
财务费用	-83	-96	-15.7%	-179	-270	-50.8%	
资产减值损失	-1	-3	-200.0%	-7	-4	42.9%	
公允价值变动收益	0	0	0.0%	0	0	0.0%	
投资收益	18	30	66.7%	251	65	-74.1%	
营业利润	953	1,008	5.8%	2,598	2,687	3.4%	
营业利润率	10.3%	11.5%	1.2%	10.7%	10.4%	-0.3%	
营业外收入	79	57	-27.8%	379	279	-26.4%	
营业外支出	8	12	50.0%	191	33	-82.7%	
利润总额	1,024	1,053	2.8%	2,786	2,933	5.3%	
所得税	252	264	4.8%	577	706	22.4%	
所得税率	27.0%	27.0%	0.0%	24.6%	26.9%	2.3%	
少数股东权益	2	14	600.0%	45	48	6.7%	
归属于母公司净利润	770	775	0.6%	2,165	2,179	0.6%	
净利率	8.4%	9.0%	0.6%	9.1%	8.7%	-0.4%	
EPS	0.57	0.57	0.0%	1.60	1.61	0.6%	

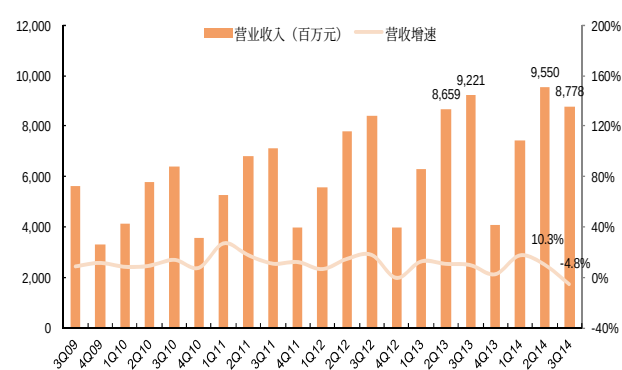
资料来源：公司公告、平安证券研究所、Wind

图表 2 3Q14净利同比持平



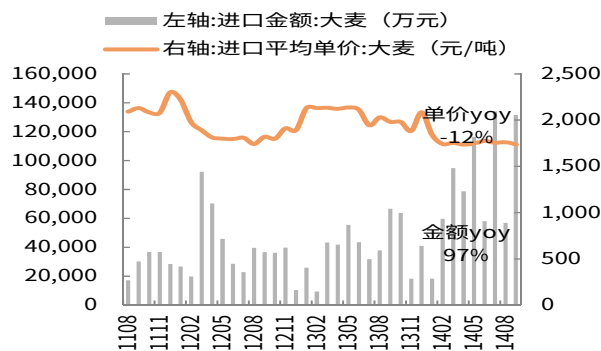
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表 3 3Q14营收降4.8%



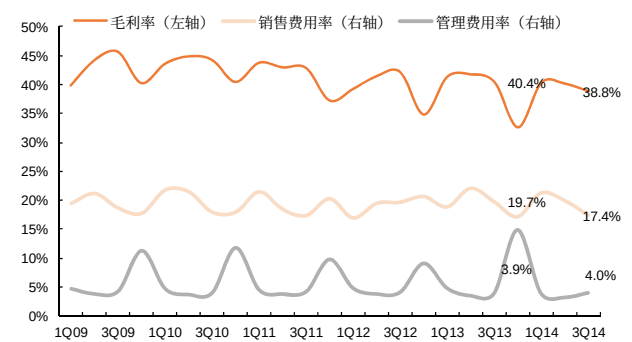
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表 4 2014年9月，进口大麦金额同比上升97%，
单价分别同比下降12%



资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表 5 3Q14毛利率降1.6pct



资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表 6 食品饮料重点公司估值对比 单位：元

股票名称	股价	EPS				PE				评级
	10月30日	2012A	2013A	2014E	2015E	2012A	2013A	2014E	2015E	
贵州茅台	155.42	11.65	13.25	12.96	13.68	13.3	11.7	12.0	11.4	推荐
五粮液	17.32	2.62	2.10	1.64	1.72	6.6	8.2	10.6	10.1	中性
洋河股份	60.42	5.72	4.65	4.21	4.73	10.6	13.0	14.3	12.8	中性
泸州老窖	16.54	3.13	2.45	1.16	1.17	5.3	6.7	14.3	14.2	中性
青青稞酒	17.42	0.67	0.83	0.73	0.81	26.0	21.0	23.8	21.6	中性
山西汾酒	16.59	1.53	1.11	0.40	0.47	10.8	15.0	41.0	35.2	中性
顺鑫农业	17.44	0.22	0.35	0.69	0.87	79.1	50.3	25.3	20.0	推荐
古井贡酒	23.78	1.44	1.24	1.22	1.38	16.5	19.3	19.4	17.3	中性
张裕 A	31.67	2.48	1.53	1.45	1.47	12.8	20.7	21.9	21.6	中性
青岛啤酒	38.95	1.30	1.46	1.52	1.65	29.9	26.7	25.6	23.5	推荐
海天味业	37.69	0.81	1.07	1.36	1.66	46.7	35.1	27.7	22.8	强烈推荐
中炬高新	10.29	0.16	0.27	0.36	0.47	65.2	38.5	28.4	21.8	推荐
伊利股份	24.06	0.56	1.04	1.30	1.61	42.9	23.1	18.4	14.9	强烈推荐
贝因美	16.14	0.50	0.71	0.35	0.46	32.4	22.9	46.2	35.3	中性
南方食品	16.53	0.08	0.17	0.30	0.55	218.9	98.8	54.4	29.9	推荐
安琪酵母	18.37	0.74	0.44	0.50	0.84	24.9	41.4	36.8	21.8	强烈推荐
双汇发展	28.70	1.31	1.75	1.81	1.87	21.9	16.4	15.9	15.3	中性
大北农	12.95	0.41	0.47	0.55	0.92	31.5	27.6	23.5	14.1	强烈推荐

资料来源：平安证券研究所、wind

损益表（百万元，元/股）	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入	28,291	29,794	31,856	34,497
YoY	9.7%	5.3%	6.9%	8.3%
营业成本	17,008	18,295	19,519	21,115
毛利率	39.9%	38.6%	38.7%	38.8%
营业税金及附加	2,228	2,339	2,501	2,708
股权激励费用	0	0	0	0
销售费用	5,611	5,691	6,084	6,520
管理费用	1,573	1,371	1,434	1,518
财务费用	-251	-301	-317	-330
投资净收益	229	80	80	80
营业利润	2,351	2,480	2,715	3,046
加：营业外收入	564	450	450	450
减：营业外支出	248	100	100	100
利润总额	2,667	2,830	3,065	3,396
减：所得税	692	773	827	900
净利润	1,975	2,057	2,237	2,496
减：少数股东损益	2	2	2	2
归属母公司所有者净利	1,973	2,056	2,235	2,494
YoY	12.2%	4.2%	8.7%	11.6%
销售净利润率	7.0%	6.9%	7.0%	7.2%
EPS（当年股本）	1.46	1.52	1.65	1.85
EPS（最新股本摊薄）	1.46	1.52	1.65	1.85

重要指标速览	2013A	2014E	2015E	2016E
估值				
PE	26.7	25.6	23.5	21.1
PEG	6.4	2.9	2.0	0.8
PB	3.8	3.4	3.1	2.8
P/S	1.9	1.8	1.7	1.5
EV/EBITDA	14.9	15.0	13.6	12.1
股息收益率	1.2%	1.3%	1.4%	1.5%
经营回报率				
ROE	14.1%	13.3%	13.1%	13.3%
ROA	7.2%	7.1%	7.3%	7.5%
资本结构及偿债能力				
资产负债率	49.3%	47.1%	45.3%	43.7%
速动比率	0.9	0.9	1.0	1.2
运营效率				
存货周转率	6.9	6.9	6.9	6.9
流动资产周转率	2.5	2.3	2.3	2.2
固定资产周转率	3.3	3.2	3.2	3.4

现金流量表（百万元）	2013A	2014E	2015E	2016E
净利润	1,975	2,057	2,237	2,496
折旧摊销	885	771	863	948
营运资金投资	-1,795	67	-27	-16
经营活动现金净流量	3,401	1,942	2,833	3,202
资本开支	352	995	1,000	1,000
投资活动现金净流量	-1,496	-718	-920	-920
债务融资	-109	-98	0	0
股权融资	113	0	0	0
支付红利	-540	-608	-675	-743
融资活动现金净流量	-778	-407	-358	-413
当年现金净流量	1,126	817	1,555	1,869

资产负债表（百万元）	2013A	2014E	2015E	2016E
货币资金	8,532	9,348	10,903	12,772
应收款项	152	131	144	160
预付款项	132	189	189	226
存货	2,535	2,725	2,908	3,145
其他流动资产	740	556	559	569
流动资产合计	12,274	13,102	14,865	17,046
长期股权投资	1,272	1,251	1,258	1,255
固定资产	8,740	9,850	10,114	10,230
无形资产	2,533	2,533	2,533	2,533
其他非流动资产	2,545	2,156	2,055	1,999
非流动资产合计	15,090	15,790	15,960	16,017
资产总计	27,365	28,892	30,824	33,063
短期借款	101	0	0	0
应付款项	2,707	2,912	3,107	3,361
预收款项	980	930	1,000	1,100
应付股利	1	1	1	1
其他流动负债	8,306	8,301	8,359	8,468
流动负债合计	11,114	11,213	11,466	11,829
长期借款	5	5	5	5
应付债券	0	0	0	0
其他非流动负债	2,373	2,376	2,495	2,617
非流动负债合计	2,378	2,381	2,500	2,622
负债合计	13,491	13,595	13,965	14,451
归属母公司所有者权益	14,021	15,442	17,002	18,754
其中：实收资本	1,351	1,351	1,351	1,351
少数股东权益	-147	-145	-144	-142
股东权益合计	13,873	15,297	16,859	18,612
负债及股东权益总计	27,365	28,892	30,824	33,063

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±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：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）
中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在±5%之间）
弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

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。客户并不能仅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 2014 版权所有。保留一切权利。

中国平安 PINGAN

平安证券综合研究所

电话：4008866338

深圳	上海	北京
深圳福田区中心区金田路 4036 号荣超大厦 16 楼 邮编：518048 传真：(0755) 82449257	上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 25 楼 邮编：200120 传真：(021) 33830395	北京市西城区金融大街 23 号平安大厦 6 楼 601 室 邮编：100031