

# 2014年三季度报告点评

✍ : 葛越 执业证书编号: S1230512020002  
☎ : 021-64718888-1281  
✉ : geyue@stocke.com.cn

## 报告导读

□ 市占率继续提升

## 投资要点

□ 表现优于行业, 市占率继续提升

2014年1-9月青岛啤酒实现营业收入257.37亿元, 同比增长6.38%, 归属上市公司股东净利润21.79亿元, 同比增长0.67%, 扣除非经常性损益的净利润19.84亿元, 同比增长12.74%。其中第三季度实现销售收入87.78亿元, 同比下降4.8%, 归属上市公司股东净利润7.74亿元, 同比增长0.65%, 三季度利润贡献主要来自于销售费用的减少, 销售费用率同比下降2.31%。

前三季度公司总销量815万千升, 同比增长8.23%, 远高于国内啤酒行业1.74%的增速, 市场份额进一步提升。其中主品牌青岛啤酒实现销售393万千升, 同比增长2.3%, 但较去年同期下降了4.3%, 进而拉低了三季度毛利率, 同比减少1.6%, 环比减少1.33%。

三季度销售压力主要来自于: (1) 上半年经销商为了备战世界杯, 在渠道的存货量较大, 预支了三季度部分销量; (2) 经济疲软、特殊事件导致高端纯生啤酒、高毛利的小瓶装、易拉罐增长放缓; (3) 8月以后气温下降较快, 江浙、两湖、福建等啤酒主销区雨水较多。

□ 销量目标压力较大

公司规划到14年末销量达到1000万千升, 目前来看, 这一目标完成的压力较大。我国啤酒人均消费已经达到世界平均水平, 其中低端产品消费占据绝对量, 今年以来低端市场出现了消费结构升级的趋势, 在消费需求逐步转向注重品质的驱动下, 未来行业销量增速将趋缓, 甚至可能负增长。第四季度是啤酒消费的传统淡季, 去年第四季度销量117万千升, 同比增长8.3%, 今年第四季度公司距离目标还有185万的缺口, 这要求同比增长58%, 而在没有大规模收购的情况下, 依靠自然销售完成这一销量目标比较困难。

## 财务摘要

(百万元)	2013A	2014E	2015E	2016E
主营收入	28290.98	30111.79	33585.09	37483.95
(+/-)	9.73%	6.44%	11.53%	11.61%
净利润	1973.37	2008.53	2270.16	2689.06
(+/-)	12.20%	1.78%	13.03%	18.45%
每股收益(元)	1.46	1.49	1.68	1.99
P/E	26.67	26.20	23.18	19.57

## 评级

增持

上次评级

增持

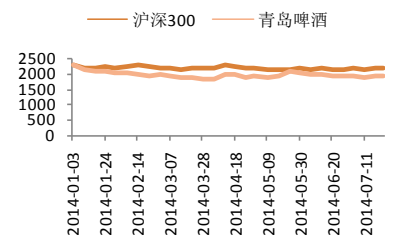
当前价格

¥38.95

## 单季度业绩

元/股

3Q/2014	0.57
2Q/2014	0.61
1Q/2013	0.43
4Q/2013	-0.14



## 相关报告

《规模加速扩张, 打开明日利润空间--青岛啤酒深度报告》

《加速扩张仍是主旋律-青岛啤酒 2011年报点评》

《副品牌快速提升, 延续转型-青岛啤酒 2012年一季报点评》

《二季度主品牌增速回升, 下半年仍有扩张压力-青岛啤酒 2012年半年度报告点评》

《行业形势严峻, 四季度不容乐观-青岛啤酒跟踪报告》

《高温提升景气度, 并表或有超预期》

《份额要求更为迫切, 估值不具优势》

《销售规模稳步扩大, 竞争压力掣肘盈利增长》

## □ 盈利预测

国内啤酒行业集中度继续提升，14年末CR5有望超过80%，寡头竞争格局日趋明显，整合进入尾声阶段。国际上百威英博与SABMiller的并购也在酝酿之中。随着外部环境的改变，15年以后青啤战略重点或将从追求销量扩张回到市场份额与利润并重的战略上来，重新聚焦主品牌。鉴于全年销量指标完成的困难较大，下调盈利预测，预计2014-2016年每股收益1.49、1.68和1.99元，对应当前股价动态市盈率26.20倍、23.18倍和19.57倍。增持评级。

**表附录：三大报表预测值**

<b>资产负债表</b>	<b>2012A</b>	<b>2013A</b>	<b>2014E</b>	<b>2015E</b>	<b>2016E</b>	<b>利润表 (百万元)</b>	<b>2012A</b>	<b>2013A</b>	<b>2014E</b>	<b>2015E</b>	<b>2016E</b>
货币资金	7118.2	8531.7	9163.9	11356.1	15594.9	营业收入	25781.5	28291.0	30111.8	33585.1	37484.0
应收票据	61.8	84.8	19.0	21.2	23.6	营业成本	15433.9	17007.9	18318.3	20368.9	22570.8
应收账款	82.7	152.3	123.7	138.0	143.8	营业税金及附加	2201.1	2227.8	2348.7	2619.6	2923.7
预付款项	83.7	132.3	315.5	519.2	744.9	销售费用	4930.9	5610.7	5721.2	6381.2	7122.0
其他应收款	87.3	183.4	301.1	302.3	337.4	管理费用	1269.4	1572.5	1234.6	1410.6	1574.3
存货	2360.1	2534.6	3513.1	3627.3	4019.5	财务费用	-178.1	-251.4	-191.2	-224.4	-295.2
其他流动资产	284.3	466.9	466.9	466.9	466.9	资产减值损失	1.0	1.7	0.0	0.0	0.0
长期股权投资	163.9	1271.9	1271.9	1271.9	1271.9	公允价值变动收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
固定资产	8343.7	8740.3	8045.8	7233.4	6334.1	投资收益	15.0	229.2	0.0	0.0	0.0
在建工程	678.3	506.6	353.3	251.7	175.8	汇兑收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
工程物资	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	营业利润	2138.4	2350.9	2680.2	3029.3	3588.3
无形资产	2546.6	2533.0	2279.7	2026.4	1773.1	营业外收支净额	345.8	315.6	0.0	0.0	0.0
长期待摊费用	6.4	21.5	19.4	17.2	15.1	税前利润	2484.2	2666.5	2680.2	3029.3	3588.3
资产总计	23661.1	27364.9	27910.5	29307.3	33019.6	减：所得税	639.4	691.6	670.0	757.3	897.1
短期借款	147.6	101.1	0.0	0.0	0.0	净利润	1844.8	1974.9	2010.1	2272.0	2691.2
应付票据	81.9	138.4	125.5	139.5	154.6	归属于母公司的净利润	1758.9	1973.4	2008.5	2270.2	2689.1
应付账款	1993.4	2707.1	2007.5	2232.2	2473.5	少数股东损益	85.9	1.6	1.6	1.8	2.2
预收款项	656.4	980.5	1281.6	1617.5	1992.3	基本每股收益	1.30	1.46	1.49	1.68	1.99
应付职工薪酬	886.6	823.3	757.8	757.8	757.8	稀释每股收益	1.30	1.46	1.49	1.68	1.99
应交税费	350.9	332.0	332.0	332.0	332.0	<b>财务指标</b>	<b>2012A</b>	<b>2013A</b>	<b>2014E</b>	<b>2015E</b>	<b>2016E</b>
其他应付款	3213.6	4232.0	3164.4	3164.4	3164.4	<b>成长性</b>					
其他流动负债	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	营收增长率	11.3%	9.7%	6.4%	11.5%	11.6%
长期借款	452.5	4.9	4.9	4.9	4.9	EBIT 增长率	-8.1%	-3.8%	33.0%	12.7%	17.4%
预计负债	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	净利润增长率	1.2%	12.2%	1.8%	13.0%	18.5%
负债合计	10877.7	13491.4	12026.9	11151.7	12172.8	<b>盈利性</b>					
股东权益合计	12783.4	13873.5	15883.6	18155.6	20846.8	销售毛利率	40.1%	39.9%	39.2%	39.4%	39.8%
<b>现金流量表</b>	<b>2012A</b>	<b>2013A</b>	<b>2014E</b>	<b>2015E</b>	<b>2016E</b>	销售净利率	6.8%	7.0%	6.7%	6.8%	7.2%
净利润	1844.8	1974.9	2010.1	2272.0	2691.2	ROE	14.1%	14.1%	12.5%	12.4%	12.8%
折旧与摊销	843.8	885.0	1303.3	1319.4	1330.7	ROIC	9.7%	8.7%	10.5%	11.5%	11.7%
经营活动现金流	3103.6	3401.2	742.0	3915.0	4043.6	<b>估值倍数</b>					
投资活动现金流	-1994.8	-1495.9	-200.0	-150.0	-100.0	PE	29.9	26.7	26.2	23.2	19.6
融资活动现金流	-391.8	-777.7	90.2	-1572.7	295.2	P/S	2.0	1.9	1.7	1.6	1.4
现金净变动	716.9	1127.5	632.2	2192.2	4238.8	P/B	4.2	3.8	3.3	2.9	2.5
期初现金余额	6107.6	7118.2	8531.7	9163.9	11356.1	股息收益率	0.4%	0.5%	0.0%	0.0%	0.0%
期末现金余额	6824.5	8245.8	9163.9	11356.1	15594.9	EV/EBITDA	17.1	16.6	11.9	10.0	8.0

## 股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 + 20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 + 10% ~ + 20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 - 10% 以下。

## 行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 + 10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

## 法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券有限责任公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、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。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 浙商证券研究所

上海市长乐路 1219 号长鑫大厦 18 层

邮政编码：200031

电话：(8621)64718888

传真：(8621)64713795

浙商证券研究所：<http://research.stocke.com.cn>