

# 2014 年度报告点评

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

## 报告导读

□ 品牌和规模优势保障公司平稳发展

## 投资要点

□ 市占率继续提升

2014年青岛啤酒实现营业收入290.5亿元,同比增长2.68%,归属上市公司股东净利润19.9亿元,同比增长0.85%,EPS 1.47元,扣除非经常性损益的净利润16.7亿元,同比增长0.94%。2014年青啤产量915.4万千升,同比增长5.2%,高于行业增速6.16个百分点,市场占有率继续提升。

净利润增速大幅放缓主要原因是主品牌同比没有增长,压低毛利率。14年青啤主品牌实现销量450万千升,与13年持平。经济增长乏力导致主品牌的销售渠道餐饮、夜场的消费减少,而成本仍然保持刚性上涨,体现为毛利率同比下降了1.77个百分点。

□ 15年经营情况有望明显改善

我们预计15年公司经营情况将有明显改善:首先世界啤酒巨头之间正酝酿着兼并收购狂潮,由于巨头们在国内都参股或控股了我国啤酒龙头企业,如果他们之间的力量发生改变将直接影响到我国的啤酒竞争格局,加速行业整合进程,缓解当前白热化的竞争态势。其次,从啤酒巨头发展路径来看,都遵循扩张整合-降费用-增利润-再扩张的模式,目前国内高端啤酒市场的70%由洋品牌占据,其中百威英博占有40%的份额,从高集中度的高端市场有望向降费增利的阶段转变。另外从成本角度,今年的新增有利因素在于原油价格的大幅下降,将减少啤酒企业在运输和包装材料上的支出,这部分费用占到单瓶成本的10%左右。

企业层面,青啤更为注重品牌建设、开发新品以提升产品结构。将互联网思维引入品牌塑造,从以前单向度的广告灌输转向与消费者充分互动,并有意针对新兴消费群体作更多推广,产品开发上推出了果味啤酒、原酿啤酒、“经典1903”等多款新品,以进一步提高高端产品销售占比。

## 财务摘要

(百万元)	2013A	2014E	2015E	2016E
主营收入	29049.32	30352.56	32360.25	34519.40
(+/-)	2.68%	4.49%	6.61%	6.67%
净利润	1990.10	2231.50	2341.30	2551.36
(+/-)	0.85%	12.13%	4.92%	8.97%
每股收益(元)	1.47	1.65	1.73	1.89
P/E	29.60	26.40	25.16	23.09

## 评级

增持

上次评级

增持

当前价格

¥43.61

## 单季度业绩

元/股

4Q/2014

-0.14

3Q/2014

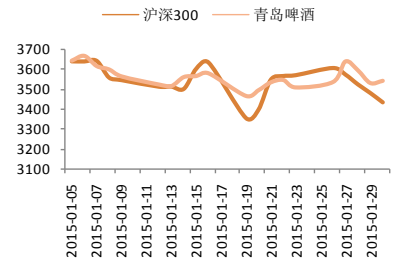
0.57

2Q/2014

0.61

1Q/2014

0.43



## 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》

《二季度主品牌增速回升,下半年仍有扩张压力》

《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》

《行业延续低迷,龙头企业具备相对优势》

#### □ 盈利预测

预计 2015-2017 年每股收益 1.65、1.73 和 1.89 元，对应当前股价动态市盈率 26.4 倍、25.16 倍和 23.09 倍。维持增持评级。

**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	8531.7	6388.7	8946.8	11608.1	16117.8	营业收入	28291.0	29049.3	30352.6	32360.3	34519.4
应收票据	84.8	41.6	19.1	20.4	21.8	营业成本	17007.9	17899.3	18551.4	19829.3	21117.7
应收账款	152.3	125.4	124.7	133.0	132.4	营业税金及附加	2227.8	2182.6	2367.5	2524.1	2692.5
预付款项	132.3	191.7	377.2	575.5	786.7	销售费用	5610.7	5683.0	5767.0	6148.4	6558.7
其他应收款	183.4	163.6	303.5	291.2	310.7	管理费用	1572.5	1362.3	1244.5	1359.1	1449.8
存货	2534.6	2486.8	3557.8	3531.2	3760.7	财务费用	-251.4	-334.7	-155.5	-225.0	-303.8
其他流动资产	466.9	782.6	782.6	782.6	782.6	资产减值损失	1.7	-3.5	0.0	0.0	0.0
长期股权投资	1271.9	1536.3	1536.3	1536.3	1536.3	公允价值变动收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
固定资产	8740.3	9118.8	8110.9	7408.5	6546.4	投资收益	229.2	24.0	0.0	0.0	0.0
在建工程	506.6	1051.9	626.0	388.0	244.0	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	2350.9	2284.3	2577.7	2724.2	3004.5
无形资产	2533.0	2780.6	2502.5	2224.5	1946.4	营业外收支净额	315.6	398.7	400.0	400.0	400.0
长期待摊费用	21.5	32.6	29.3	26.1	22.8	税前利润	2666.5	2683.0	2977.7	3124.2	3404.5
资产总计	27364.9	27003.9	28795.9	30015.1	33279.6	减：所得税	691.6	663.5	744.4	781.1	851.1
短期借款	101.1	433.0	0.0	0.0	0.0	净利润	1974.9	2019.5	2233.3	2343.2	2553.4
应付票据	138.4	91.7	127.1	135.8	144.6	归属于母公司的净利润	1973.4	1990.1	2231.5	2341.3	2551.4
应付账款	2707.1	2494.2	2033.0	2173.1	2314.3	少数股东损益	1.6	29.4	1.8	1.9	2.0
预收款项	980.5	787.9	1091.5	1415.1	1760.2	基本每股收益	1.46	1.47	1.65	1.73	1.89
应付职工薪酬	823.3	866.7	757.8	757.8	757.8	稀释每股收益	1.46	1.47	1.65	1.73	1.89
应交税费	332.0	249.2	249.2	249.2	249.2	<b>财务指标</b>	<b>2013A</b>	<b>2014A</b>	<b>2015E</b>	<b>2016E</b>	<b>2017E</b>
其他应付款	4232.0	4299.3	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	9.7%	2.7%	4.5%	6.6%	6.7%
长期借款	4.9	2.8	2.8	2.8	2.8	EBIT 增长率	-3.8%	2.7%	26.0%	3.2%	8.1%
预计负债	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	净利润增长率	12.2%	0.8%	12.1%	4.9%	9.0%
负债合计	13491.4	11716.6	11352.4	10228.4	10939.5	<b>盈利性</b>					
股东权益合计	13873.5	15287.3	17443.5	19786.7	22340.1	销售毛利率	39.9%	38.4%	38.9%	38.7%	38.8%
<b>现金流量表</b>	<b>2013A</b>	<b>2014A</b>	<b>2015E</b>	<b>2016E</b>	<b>2017E</b>	销售净利率	7.0%	6.9%	7.4%	7.2%	7.4%
净利润	1974.9	2019.5	2233.3	2343.2	2553.4	ROE	14.1%	12.9%	12.7%	11.8%	11.4%
折旧与摊销	885.0	933.1	1346.9	1371.8	1387.4	ROIC	8.7%	9.1%	9.4%	9.4%	9.0%
经营活动现金流	3401.2	1690.6	1240.1	4383.4	4305.9	<b>估值倍数</b>					
投资活动现金流	-1495.9	-1359.5	-200.0	-150.0	-100.0	PE	29.8	29.6	26.4	25.2	23.1
融资活动现金流	-777.7	-2454.8	1518.1	-1572.2	303.8	P/S	2.1	2.0	1.9	1.8	1.7
现金净变动	1127.5	-2123.7	2558.2	2661.2	4509.7	P/B	4.2	3.8	3.4	3.0	2.6
期初现金余额	7118.2	8531.7	6388.7	8946.8	11608.1	股息收益率	0.3%	0.5%	0.0%	0.0%	0.0%
期末现金余额	8245.8	6408.1	8946.8	11608.1	16117.8	EV/EBITDA	18.9	18.5	13.7	12.2	10.4

## 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>