

青岛啤酒 (600600)

行业调整压力超预期，2H15能否恢复增长还需观察

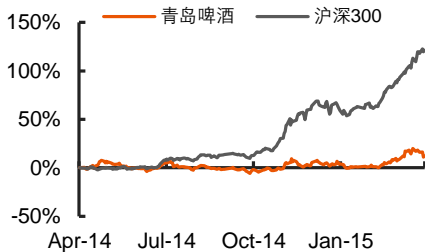
中性 (下调)

现价: 44.45 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/30.58%
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)	696
流通 B/H 股(百万股)	655
总市值 (亿元)	600.51
流通 A 股市值(亿元)	309.33
每股净资产(元)	11.77
资产负债率(%)	45.12

行情走势图



相关研究报告

证券分析师

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

文献 投资资格编号
S1060511010014
0755-22627143
WENXIAN001@pingan.com.cn

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

投资要点

事项: 青岛啤酒公布 2015 年 1 季报。1Q15 营收、净利分别为 72 亿、5.2 亿，营收、净利分别降 3%、11%，营收符合我们预期，净利略低于预期。

平安观点:

- **1Q15 营收降 3%，销量降 5-6%，延续 2H14 的下滑态势，降幅略低于行业平均水平。** 1Q15 由于行业仍处于调整期，行业销量下滑 2.2%，燕啤增 1.9%。行业继续调整的原因有：(1) 竞品对啤酒的挤压未出现缓解迹象，包括白酒加大了餐饮渠道的费用投入，预调酒对啤酒形成了明显的替代；(2) 餐饮消费的实际景气度可能仍然很低。1Q15 青啤的主品牌、副品牌均出现下滑，主品牌下滑 2-3%，其中主品牌中的听装等高端产品增 6-7%，副品牌下滑 9%，估计除了公司重点推广的崂山啤酒，其它副品牌均出现下滑。青啤 1Q15 销量增速低于行业平均水平，可能由于 14 年初计划较高，1Q14 向渠道压货形成了一些库存，预计 2Q15 也存在同样的问题，可能继续下滑。考虑到基数已低，预计 2H15 行业和青啤销量可止跌，但能否恢复增长还需观察。
- **1Q15 净利降 11%，降幅超营收，营业外收入减少、毛利率下降是主要原因，预计 2Q15 净利仍有下滑压力。** 1Q15 毛利率同比降 0.8pct，估计主要由于销量下滑导致产能利用率下降。子公司确认的补助减少，营业外收入同比减 0.5 亿。公司继续控制费用投入，销售费用率同比降 2.3pct。
- **青啤未来可以期待两类机会：**(1) 啤酒主业止跌企稳后，我们建议公司可以考虑进入正在高速成长的预调酒领域。啤酒与预调酒的消费群体有相似性，跨界预调酒成功的概率高于白酒，日本的预调酒主要由啤酒企业推出。(2) 中长期看，竞争格局稳定后行业盈利能力将明显改善，青啤将是中国啤酒未来格局稳定后最大的受益者，不过短期难有明显提升。
- 考虑到行业调整压力较大，我们下调 15 年净利预测 5%，预计 2015-2016 年 EPS 分别为 1.50、1.65 元，同比分别增 2%、10%，长期来看青啤将是中国啤酒未来集中度提升后最大的受益者，但短期行业面临的调整压力超出我们预期，恢复时点尚不确定，下调至“中性”评级。
- **风险提示：** 啤酒行业调整时间和百威英博扩张速度超预期。

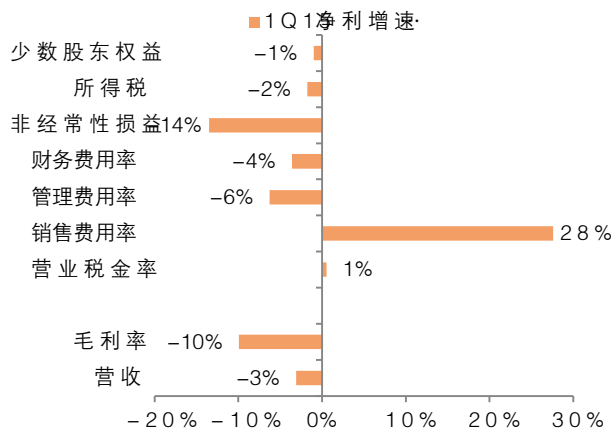
	2012A	2013A	2014A	2015E	2016E
营业收入(百万元)	25782	28291	29049	29830	31921
YoY(%)	11.3	9.7	2.7	2.7	7.0
净利润(百万元)	1759	1973	1990	2021	2228
YoY(%)	1.2	12.2	0.8	1.6	10.2
毛利率(%)	40.1	39.9	38.4	38.3	38.6
净利率(%)	5.0	5.5	5.6	5.5	5.8
ROE(%)	14.9	14.9	13.5	12.7	13.1
EPS(摊薄/元)	1.30	1.46	1.47	1.50	1.65
P/E(倍)	34.1	30.4	30.2	29.7	27.0
P/B(倍)	4.8	4.3	3.9	3.7	3.4

图表 1 2015年1季报快读：收入、净利分别降3%、11%

	1Q14	1Q15	QoQ	
营业收入	7,408	7,178	-3.1%	1Q15 营收降 3%，销量降 5-6%，延续 2H14 的下滑态势，降幅略低于行业平均水平。
营业成本	4,425	4,346	-1.8%	
毛利率	40.3%	39.5%	-0.8%	
毛利	2,983	2,832	-5.1%	
营业税金及附加	538	518	-3.7%	
销售费用	1,574	1,363	-13.4%	
管理费用	292	320	9.4%	
财务费用	-85	-61	27.9%	
资产减值损失	0	0	155.9%	
公允价值变动收益	0		0.0%	
投资收益	-9	-17	-81.8%	
营业利润	655	675	3.1%	
营业利润率	8.8%	9.4%	0.6%	
营业外收入	147	96	-35.0%	
营业外支出	13	37	176.2%	
利润总额	788	734	-6.9%	
所得税	207	211	1.9%	
所得税率	31.2%	30.5%	-0.7%	
少数股东权益	-4	2	141.2%	
归属于母公司净利润	586	521	-11.0%	1Q15 净利降 11%，降幅超营收，营业外收入减少、毛利率下降是主要原因。
净利率	7.9%	7.3%	-0.6%	
EPS	0.43	0.39	-11.0%	

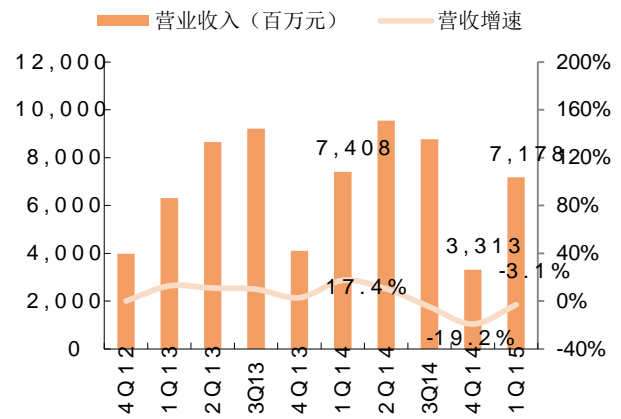
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表 2 1Q15毛利率、非常性损益下降是净利下滑的主因



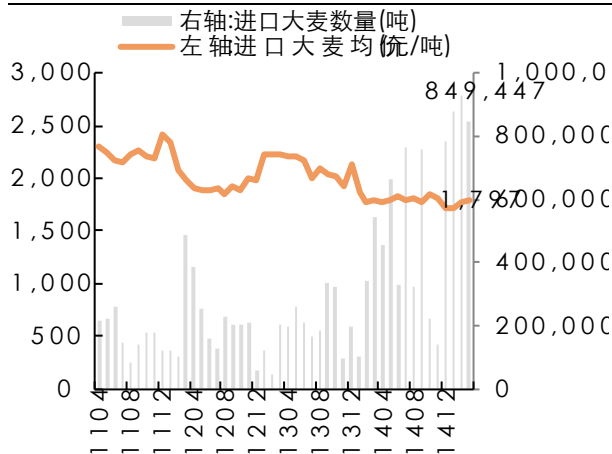
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表 3 1Q15营收降3%



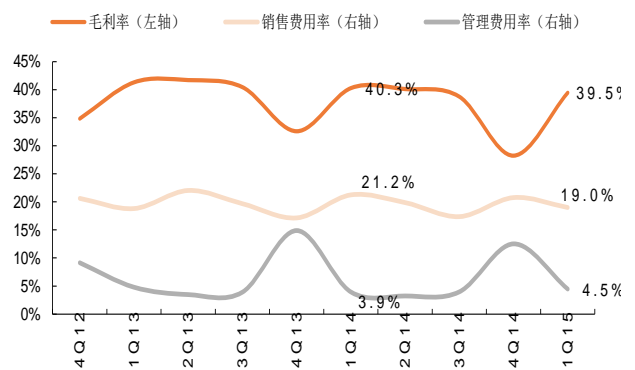
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表 4 2015年3月，进口大麦数量同比+57%，均价同比持平



资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表 5 1Q15销售费用率同比降2.3pct



资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表 6 平安重点公司盈利预测及最近一月调整情况

股票名称	股价 (元)	EPS (元/股)				PE (倍)				评级	业绩预告最新调整 2014 年
	04 月 29 日	2012A	2013A	2014E	2015E	2012A	2013A	2014E	2015E		
贵州茅台	247.89	11.65	13.25	13.44	14.46	21.3	18.7	18.4	17.1	强烈推荐	↑(9%)4 月 21 日
五粮液	26.16	2.62	2.10	1.54	1.66	10.0	12.5	17.0	15.8	推荐	↓(4%)4 月 29 日
洋河股份	92.56	5.72	4.65	4.20	4.28	16.2	19.9	22.0	21.6	中性	
泸州老窖	25.63	3.13	2.45	0.63	1.14	8.2	10.5	40.7	22.6	中性	
青青稞酒	28.55	0.67	0.83	0.70	0.73	42.6	34.4	40.6	39.3	中性	

股票名称	股价 (元)		EPS (元/股)				PE (倍)				评级	业绩预告最新调整 2014 年
	04 月 29 日	2012A	2013A	2014E	2015E	2012A	2013A	2014E	2015E			
山西汾酒	23.67	1.53	1.11	0.41	0.44	15.4	21.3	57.7	53.8	推荐	↓(12%)4 月 28 日	
顺鑫农业	25.08	0.22	0.35	0.63	0.75	113.7	72.4	39.8	33.5	推荐		
古井贡酒	37.75	1.44	1.24	1.22	1.35	26.2	30.6	30.9	28.1	中性		
张裕 A	44.62	2.48	1.53	1.45	1.47	18.0	29.2	30.9	30.4	中性		
青岛啤酒	44.11	1.30	1.46	1.47	1.50	33.9	30.2	30.0	29.7	中性	↓(5%)4 月 29 日	
海天味业	33.97	0.45	0.59	0.77	0.90	76.1	57.2	44.0	37.0	强烈推荐	↓(4%)4 月 29 日	
中炬高新	17.95	0.16	0.27	0.36	0.30	113.8	67.2	49.9	66.0	推荐	↓(12%)4 月 29 日	
伊利股份	36.82	0.56	1.04	1.35	1.90	65.7	35.4	27.3	19.4	强烈推荐		
贝因美	20.22	0.50	0.71	0.07	0.23	40.6	28.7	288.9	86.1	中性		
光明乳业	19.84	0.25	0.33	0.46	0.78	79.4	60.1	43.0	25.3	强烈推荐		
黑芝麻	20.52	0.06	0.13	0.20	0.51	344.6	155.6	102.6	40.2	推荐	↑(6%)4 月 19 日	
安琪酵母	25.85	0.74	0.44	0.45	0.77	35.1	58.3	58.0	33.6	强烈推荐		
双汇发展	39.04	1.31	1.75	1.84	2.03	29.8	22.3	21.2	19.2	推荐	↑(9%)3 月 25 日	
大北农	24.27	0.41	0.46	0.48	0.70	59.9	52.5	50.6	34.6	强烈推荐	↓(11%)4 月 9 日	
上海梅林	13.17	0.15	0.17	0.16	0.18	87.8	77.5	82.3	71.2	中性		
均值						61.9	44.7	54.8	35.4			

资料来源: 平安证券研究所、Wind

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2013A	2014A	2015E	2016E
流动资产	12274	10352	12676	14399
现金	8532	6389	8603	10053
应收账款	237	167	172	184
其他应收款	183	164	168	180
预付账款	132	192	197	210
存货	2535	2487	2557	2725
其他流动资产	655	954	980	1049
非流动资产	15090	16652	16573	16651
长期投资	1272	1536	1536	1536
固定资产	9247	10171	10115	10173
无形资产	2533	2781	2766	2781
其他非流动资产	2039	2164	2155	2161
资产总计	27365	27004	29249	31051
流动负债	11114	9228	10430	11084
短期借款	101	433	383	333
应付账款	2845	2586	2659	2833
其他流动负债	8167	6209	7388	7918
非流动负债	2378	2488	2488	2488
长期借款	5	3	3	3
其他非流动负债	2373	2486	2486	2486
负债合计	13491	11717	12918	13572
少数股东权益	-147	-100	-70	-37
股本	1351	1351	1351	1351
资本公积	4079	4079	4079	4079
留存收益	8565	9880	10891	12005
归属母公司股东权益	14021	15388	16401	17515
负债和股东权益	27365	27004	29249	31051

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2013A	2014A	2015E	2016E
经营活动现金流	3401	1691	2935	3254
净利润	1973	1990	2021	2228
折旧摊销	2	29	30	33
财务费用	-251	-335	-284	-350
投资损失	0	0	0	0
营运资金变动	-1186	684	-95	-223
其他经营现金流	2864	-678	1262	1565
投资活动现金流	-1496	-1360	-955	-1093
资本支出	937	1655	748	857
长期投资	0	0	0	0
其他投资现金流	-2433	-3014	-1703	-1951
筹资活动现金流	-778	-2455	234	-710
短期借款	-47	332	-50	-50
长期借款	1347	-1798	0	0
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0
其他筹资现金流	-2078	-989	284	-660
现金净增加额	1128	-2124	2214	1450

利润表

单位:百万元

会计年度	2013A	2014A	2015E	2016E
营业收入	28291	29049	29830	31921
营业成本	17008	17899	18407	19610
营业税金及附加	2228	2183	2241	2398
营业费用	5611	5683	5757	6193
管理费用	1573	1362	1369	1433
财务费用	-251	-335	-284	-350
资产减值损失	2	-4	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	229	24	0	0
营业利润	2351	2284	2339	2637
营业外收入	564	469	469	469
营业外支出	248	71	71	71
利润总额	2667	2683	2738	3036
所得税	692	663	687	774
净利润	1975	2020	2051	2262
少数股东损益	2	29	30	33
归属母公司净利润	1973	1990	2021	2228
EBITDA	2755	2859	3080	3306
EPS (元)	1.46	1.47	1.50	1.65

主要财务比率

会计年度	2013A	2014A	2015E	2016E
成长能力	-	-	-	-
营业收入(%)	9.7	2.7	2.7	7.0
营业利润(%)	9.9	-2.8	2.4	12.7
归属于母公司净利润(%)	12.2	0.8	1.6	10.2
获利能力	-	-	-	-
毛利率(%)	39.9	38.4	38.3	38.6
净利率(%)	5.5	5.6	5.5	5.8
ROE(%)	14.9	13.5	12.7	13.1
ROIC(%)	11.6	11.2	11.0	12.4
偿债能力	-	-	-	-
资产负债率(%)	49.3	43.4	44.2	43.7
净负债比率(%)	-30.7	-22.7	-35.1	-41.4
流动比率	1.10	1.12	1.22	1.30
速动比率	0.88	0.85	0.97	1.05
营运能力	-	-	-	-
总资产周转率	1.11	1.07	1.06	1.06
应收账款周转率	240.8	209.2	234.7	239.5
应付账款周转率	7.2	6.9	7.3	7.4
每股指标(元)	-	-	-	-
每股收益(最新摊薄)	1.46	1.47	1.50	1.65
每股经营现金流(最新摊薄)	2.52	1.25	2.17	2.41
每股净资产(最新摊薄)	10.27	11.32	12.09	12.94
估值比率	-	-	-	-
P/E	30.4	30.2	29.7	27.0
P/B	4.3	3.9	3.7	3.4
EV/EBITDA	22.7	21.4	19.9	18.5

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：

此报告旨在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替行使独立判断。

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 2015 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

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

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

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街
中心北楼 15 层
邮编：100033