

行业入冬将加速市场份额集中

——青岛啤酒（600600）调研快报

2015年06月23日

中性/下调

青岛啤酒

调研快报

关注 1: 啤酒行业销量下滑，行业入冬

啤酒行业从 2014 年 7 月销售旺季开始出现销量下滑，持续到今年 4、5 月，啤酒行业下滑都在 2 位数，行业内唯一保持增长的是百威。行业下滑的原因有经济下行的原因，也有三公消费对中高端餐饮消费的影响。公司自身的原因是，公司在去年 6 月世界杯前，加大了对经销商备货激励，但世界杯期间天气状况不利于销售，世界杯期间销售低于预期，造成库存增长，下半年都在清理库存。去年华南地区出现收入下降，华南地区受到百威、华润竞争加剧影响。对行业下滑持续时间还无法判断，啤酒行业确认进入下行周期。

关注 2: 行业整合将提速

啤酒行业是微利行业，销量的下滑将使得行业产能利用率水平继续下降，小企业加速退出行业。啤酒行业已经走过行业顶点，行业周期开始逐步向下。啤酒行业前 5 家占据 80% 的市场份额，但抢占市场份额的阶段还没有结束，2014 年行业内有两家百吨产能企业被百威收购，国内啤酒行业并购将会提速。青啤早期采取是自建产能路线，后期开始向外并购，近两年都有区域并购案例，公司未来将更加重视并购战略。

关注 3: 青啤高端化战略应对行业冬天

公司现有 60% 的销售收入来自餐饮渠道，高端餐饮渠道还没有完全恢复。在产品结构方面，用易拉罐替代玻璃瓶装酒，易拉罐属于高端产品，单位价格比瓶装产品高 50%。2014 年易拉罐销量占比 15%，青岛啤酒易拉罐销量占全国易拉罐销量接近 50%，远高于竞争对手。公司也针对农村市场开发了礼盒装易拉罐产品，80 元一盒，但礼盒装产品还只是在山东农村市场销售。纯生产品也是公司产品结构高端化的方向。纯生产品价格高于熟啤酒，欧美市场纯生消费比例在 30%-40%。公司去年销售纯生产品约 70 万千升，占比不到 10%，之前推广的高端产品奥古特销量也不到 1 万千升。

青啤的产品结构是 1+1+N 的品牌策略，即青岛+崂山+N 个区域品牌。考虑到类似汉斯、趵突泉等区域品牌在当地仍有消费人群，青岛主品牌短期内还不能快速替代这些品牌。但公司近几年通过产能技改

徐昊

010-66554017

xuhao@dxzq.net.cn

执业证书编号:

S1480514070003

焦凯

010-66554144

jiaokai@dxzq.net.cn

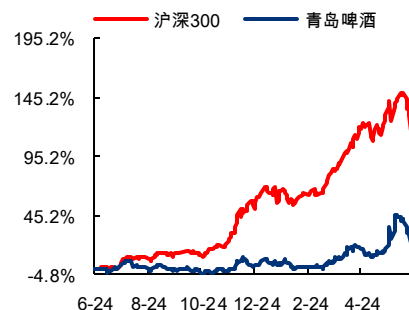
执业证书编号:

S1480512090001

交易数据

52 周股价区间 (元)	47.75-40.3
总市值 (亿元)	645.09
流通市值 (亿元)	332.3
总股本/流通 A 股 (万股)	135098/69591
流通 B 股/H 股 (万股)	/65507
52 周日均换手率	0.76

52 周股价走势图



资料来源：东兴证券研究所

相关研究报告

- 1、《青岛啤酒（600600）：坚守高端化战略》
2014-03-26

项目在逐步提升主品牌产量。上海地区三得利销量还处在下降阶段，但青岛主品牌的销量在上升。受制于限制条款，三得利品牌还将存在一段时间。近期三得利在上海地区推出了新鲜送业务，短期营销费用投入很大，项目还无法盈利。

关注 4：电商渠道只是补充、成本短期无压力

青岛啤酒也开拓了电商渠道，电商渠道目的是为了在 10 年后不处于落后状态，短期内电商渠道无法替代传统渠道。在电商渠道也开发了创新产品，依托京东渠道配送鲜啤酒，现在只能覆盖北上广，产品全国扩张受冷链渠道不完善。成本方面，澳洲大麦价格总体平稳，青啤在去年低价时候也囤积了一些大麦原料。易拉罐包装材料铝的价格处在低点，预计下半年会开始上涨，公司已经做了套期保值。

关注 5：国改需要继续等待

青岛啤酒改革时间较早，2002 年青啤向 A-B 公司发行了强制性可转换债券，引入安海思-布希公司作为战略投资者，持有公司 27% 股权。A-B 公司参股后，派驻了部分管理层以及 30 多人的专家团队，对当时公司生产、管理等方面帮助很大。与 A-B 合作中，公司最受益的是坚定了体育营销的思路，之前公司也走过娱乐营销的路线，但都不算成功。2008 年英博并购 A-B 公司后遭遇全球经济危机，英博出售公司股权给朝日啤酒和陈发树，但朝日啤酒本身在中国区业务扩张并不顺利，也没有给公司带来积极作用。短期来看，公司不会再引入其他战略投资者，深入的改革还没有确定方向。

结论：

啤酒行业已经进入下行周期，行业整合将会加速，市场份额会加速集中，我们认为青岛啤酒作为国内行业龙头不会拉下新一轮并购浪潮。应对行业下滑，公司还是坚持产品结构高端化，但在营销费用端可能会采取收缩态势，体育营销的思路不会改变。青岛啤酒的国企改革则需要等待青岛国资委方面的突破。预计公司 2015 年至 2017 年 EPS 分别为 1.41 元、1.49 元和 1.70 元，考虑行业周期下行，暂时给予公司“中性”投资评级。

公司盈利预测表

资产负债表	单位:百万元					利润表	单位:百万元				
	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E		2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
流动资产合计	12274	10352	14532	19155	23578	营业收入	28291	29049	27817	29190	30126
货币资金	8532	6389	10329	14649	18800	营业成本	17008	17899	17221	17893	18376
应收账款	152	125	152	160	165	营业税金及附加	2228	2183	2045	2150	2223
其他应收款	183	164	157	164	170	营业费用	5611	5683	5163	5391	5424
预付款项	132	192	364	543	727	管理费用	1573	1362	1202	1265	1309
存货	2535	2487	2595	2696	2769	财务费用	-251	-335	-73	-125	-163
其他流动资产	467	783	783	783	783	资产减值损失	1.74	-3.51	2.00	2.00	2.00
非流动资产合计	15090	16652	15088	13601	12114	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	1272	1536	1536	1536	1536	投资净收益	229.23	23.96	15.00	10.00	10.00
固定资产	8740.31	9118.78	8961.61	7752.52	6543.44	营业利润	2351	2284	2272	2625	2965
无形资产	2533	2781	2503	2224	1946	营业外收入	563.99	469.42	450.00	300.00	300.00
其他非流动资产	224	77	0	0	0	营业外支出	248.40	70.67	150.00	180.00	150.00
资产总计	27365	27004	29619	32756	35691	利润总额	2667	2683	2572	2745	3115
流动负债合计	11114	9228	10290	11573	12862	所得税	692	663	643	686	779
短期借款	101	433	0	0	0	净利润	1975	2020	1929	2058	2336
应付账款	2707	2494	2831	2941	3021	少数股东损益	2	29	30	40	40
预收款项	980	788	1901	3068	4273	归属母公司净利润	1973	1990	1899	2018	2296
一年内到期的非	1797	2	2	2	2	EBITDA	5345	5461	3687	3987	4289
非流动负债合计	2378	2488	-197	203	203	BPS (元)	1.46	1.47	1.41	1.49	1.70
长期借款	5	3	-197	203	203	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0		2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
负债合计	13491	11717	10092	11776	13064	成长能力					
少数股东权益	-147	-100	-70	-30	10	营业收入增长	9.73%	2.68%	-4.24%	4.94%	3.21%
实收资本(或股	1351	1351	1351	1351	1351	营业利润增长	9.94%	-2.84%	-0.52%	15.50%	12.96%
资本公积	4079	4079	4957	4957	4957	归属于母公司净利润	-4.57%	0.85%	-4.57%	6.28%	13.76%
未分配利润	7506	8664	9518	10427	11460	获利能力					
归属母公司股东	14021	15388	17518	18931	20538	毛利率(%)	39.88%	38.38%	38.09%	38.70%	39.00%
负债和所有者权	27365	27004	27540	30677	33612	净利率(%)	6.98%	6.95%	6.94%	7.05%	7.75%
现金流量表						总资产净利润(%)					
	单位:百万元					ROE(%)					
	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E	14.07%	12.93%	10.84%	10.66%	11.18%	
经营活动现金流	3401	1691	4260	4393	4669	偿债能力					
净利润	1975	2020	1929	2058	2336	资产负债率(%)	49%	43%	37%	38%	
折旧摊销	3244.99	3511.36	0.00	1487.14	1487.14	流动比率	1.10	1.12	1.41	1.66	1.83
财务费用	-251	-335	-73	-125	-163	速动比率	0.88	0.85	1.16	1.42	1.62
应付帐款的变化	0	0	-27	-8	-5	营运能力					
预收帐款的变化	0	0	1113	1168	1205	总资产周转率	1.11	1.07	1.02	1.00	0.94
投资活动现金流	-1496	-1360	262	8	8	应收账款周转率	241	209	200	187	185
公允价值变动收	0	0	0	0	0	应付账款周转率	12.04	11.17	10.45	10.11	10.11
长期股权投资减	0	0	0	0	0	每股指标(元)					
投资收益	229	24	15	10	10	每股收益(最新摊薄)	1.46	1.47	1.41	1.49	1.70
筹资活动现金流	-778	-2455	-582	-81	-526	每股净现金流(最新	0.83	-1.57	2.92	3.20	3.07
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊	10.38	11.39	12.97	14.01	15.20
长期借款增加	0	0	-200	400	0	估值比率					
普通股增加	0	0	0	0	0	P/E	32.68	32.42	33.97	31.96	28.10
资本公积增加	113	1	878	0	0	P/B	4.60	4.19	3.68	3.41	3.14
现金净增加额	1128	-2124	3940	4321	4151	EV/EBITDA	10.83	10.72	6.16	12.56	10.71

资料来源: 东兴证券研究所

分析师简介

徐昊

会计学硕士，2008年加入国都证券从事农业和食品饮料行业研究、2011年加入安信证券从事食品饮料行业研究、2013年加入东兴证券从事食品饮料行业研究，6年食品饮料行业研究经验。

焦凯

2010年进入天相投资顾问有限公司，从事煤炭行业研究；2012年加盟东兴证券研究所，从事食品饮料行业研究，3年食品饮料行业研究经验。

联系人简介

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写, 东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我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, 也可能为这些公司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。本报告版权仅为我公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为东兴证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用, 未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导, 本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内, 公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

强烈推荐: 相对强于市场基准指数收益率 15% 以上;

推荐: 相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间;

回避: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内, 行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

看好: 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间;

看淡: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。