

## 青岛啤酒 (600600. SH)

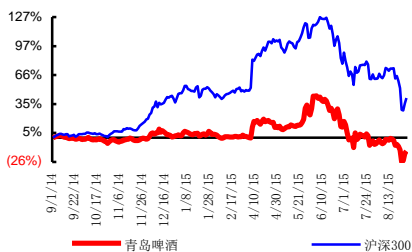
### 主业承压加大，产品升级仍有待观察

**评级： 增持**      **前次： 买入**  
**目标价 (元)： -35**  
 分析师                      联系人  
 胡彦超                      张帅  
 S0740512070001              zhangshuai@r.qlzq.com.cn  
 021-20315176  
 huyc@r.qlzq.com.cn  
 2015年08月30日

#### 基本状况

总股本(百万股)	1,351
流通股本(百万股)	1,351
市价(元)	34.12
市值(百万元)	46,096
流通市值(百万元)	46,096

#### 股价与行业-市场走势对比



#### 业绩预测

指标	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入 (百万元)	28,290.	29,049.	28,008.	28,146.	29,338.
营业收入增速	9.73%	2.68%	-3.58%	0.9%	4.24%
净利润增长率	12.20%	0.85%	-13.7%	0.82%	7.50%
摊薄每股收益 (元)	1.46	1.47	1.27	1.28	1.38
前次预测每股收益 (元)					
市场预测每股收益 (元)					
偏差率 (本次-市场/市场)					
市盈率 (倍)	33.51	31.23	27.55	27.32	25.42
PEG	2.75	36.84	—	33.16	3.39
每股净资产 (元)	10.38	11.39	12.62	13.85	15.18
每股现金流量	2.52	1.25	1.54	1.81	1.99
净资产收益率	14.07%	12.93%	10.07%	9.25%	9.07%
市净率	4.72	4.04	2.77	2.53	2.31
总股本 (百万股)	1,350.9	1,350.9	1,350.9	1,350.9	1,350.9

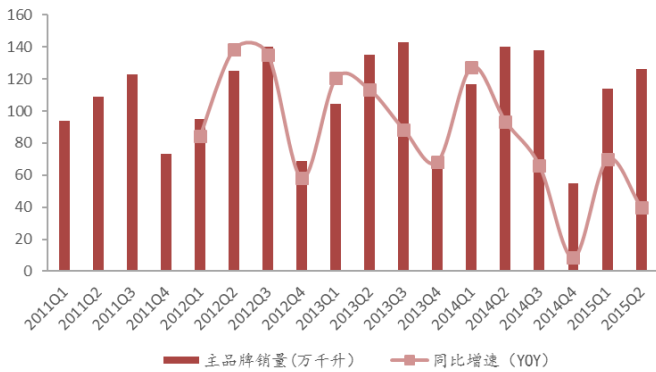
备注：市场预测取 聚源一致预期

#### 投资要点

- 青岛啤酒公布 2015 年中报，业绩承压加大。**上半年公司实现销售收入 160.67 亿元，同比下降 5.26 亿元；实现归属于上市公司股东净利润 11.99 亿元，同比下降 14.66%，归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润为 10.40 亿元，同比下降 16.59%。上半年公司 EPS 为 0.89 元，公司综合毛利率为 38.9%，同比下降 1.34 个百分点。就二季度单季来看，公司实现收入 88.88 亿元，同比下降 6.9%，净利润为 6.78 亿元，同比下降 17.2%。
- 量价齐跌，主品牌销量下滑拖累吨酒价格。**受整体宏观环境及啤酒消费人群结构调整影响，上半年国内啤酒销量为 2457 万千升，同比下降 6.2%，行业继续低迷且销量降幅扩大；受行业低迷影响，公司上半年实现销量 491.8 万千升，同比下降 4.1%；单二季度来看，公司实现销量 285.8 万千升，同比下降 3.1%；其中公司主品牌销量为 126 万千升，下滑约 10%，副品牌实现销量 159.8 万千升，同比上升 3%；受主品牌销量下滑影响，公司吨酒价格中枢下移，单二季度来看，公司吨酒价格下降 3.9% 左右，环比下降 10.8%。
- 高端餐饮下降、行业竞争激烈及临界产品替代是销量下降主因。**主品牌销量出现大幅下滑主因：(1) 高端餐饮继续低迷，市场打不开；公司产品价格中枢约为 3100 元/吨，对比来看，属于中高端产品价格区间；受国内高端餐饮消费低迷影响，中高端啤酒持续低迷影响公司主品牌销量；(2) 外资品牌如百威啤酒、进口啤酒等替代效应；除行业低迷以外，在沿海区域，主品牌受百威英博打压影响严重，市场调研显示百威英博和青岛啤酒渠道重合度高，且销量实现逆势上涨，主品牌升级之路遭遇滑铁卢。(3) 其他品类产品的替代效应；如预调酒 RIO 等，渠道重合性、酒精度、消费人群及价格区间相似度较高，对中高端啤酒有替代效应。

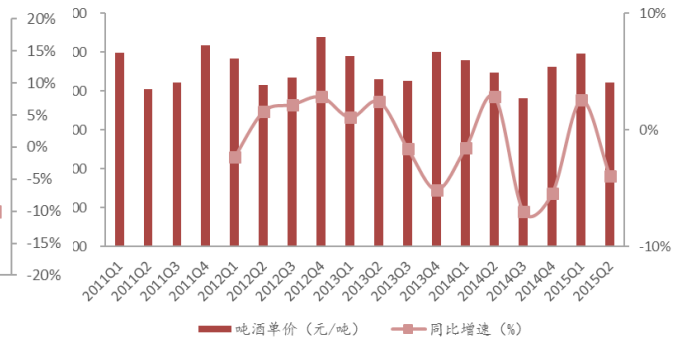
- **包装材料价格持续低迷有望改善公司下半年成本压力，毛利率有望提升。**包装约占公司啤酒生产成本的60-70%，其主要原料为玻璃和铝制品。数据显示玻璃和铝价格持续维持在低位，其中铝的价格相较于2014年下降约10-20%，玻璃价格相较于2014年下降约10%，我们认为成本端价格下跌将直接提升公司整体毛利率约1-2%，未来毛利率有望持续改善。半年报数据显示毛利率下降，主要是主品牌的整体销量下降幅度较大，产品价格中枢下降，我们认为未来在产品结构销量有望企稳，成本端持续改善有望带来毛利率提升。
- **出售资产，聚焦主业，增厚公司当期业绩。**2015年8月30日公司董事会审议通过了《关于批准青岛宏基伟业投资有限公司（以下称“宏基伟业”）100%股权转让的可行性报告》，同意以挂牌竞拍的方式，在青岛产权交易所资产评估报告确定的价格为基础，以4.61亿元人民币为挂牌价溢价出售宏基伟业100%股权，最终交易价格以挂牌竞拍后形成的实际转让价格为准。预估本次资产出售成功，将给公司直接带来不低于3.15亿元的当期收益，按照公司当前股本，将增加EPS不低于0.23元/股。公司出售宏基伟业有助于公司进一步聚焦主业，完善啤酒渠道及产品结构体系。
- **主品牌是公司盈利能力回升的重要指标，下半年销量仍有待观察。**公司主品牌销量下降是造成公司业绩下滑的主要原因。目前来看，公司竞争力相较于外资品牌及进口啤酒有所减弱，阻碍主品牌深入中高端市场，公司产品升级之路略显乏力，是主品牌销量下滑的主要原因。我们认为公司业绩回升主要看主品牌销量增速情况，而目前来看仍扑朔迷离。
- **目标价35元，给予“增持”评级。**我们预测公司2015-2017年公司实现营业收入280.08、281.47及293.39亿元，归属于上市公司净利润为17.52、17.60及18.90亿元，对应2015-2017年的基本每股收益分别为1.27、1.28及1.38（若考虑出售宏基伟业则2015年EPS增加0.23）。考虑到公司主品牌产品升级正在稳步进行，后续效果仍有待观察，我们给予公司“增持”评级，目标价35元，对应2015年PE为25倍。

图表 1: 2015 年 Q2 公司主品牌销量下滑 10%



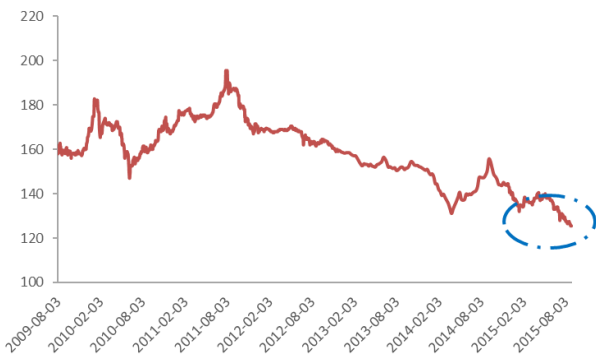
来源: 齐鲁证券研究所

图表 2: 2015 年 Q2 公司吨酒价格同比下降 3.9%



来源: 齐鲁证券研究所

图表 3: 2011 年以来铝的价格持续下滑



来源: 齐鲁证券研究所

图表 4: 玻璃价格持续维持在低位



来源: 齐鲁证券研究所

**图表 5: 青岛啤酒预测三张表**

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E		2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
销售净收入	<b>25,782</b>	<b>28,291</b>	<b>29,049</b>	<b>28,008</b>	<b>28,147</b>	<b>29,339</b>	货币资金	7,118	8,532	6,389	7,257	8,713	10,461
增长率	11.33%	9.7%	2.7%	-3.6%	0.5%	4.2%	应收账款	232	420	331	327	335	348
销售成本	-14,590	-16,123	-16,966	-16,262	-16,401	-17,066	存货	2,360	2,535	2,487	2,508	2,498	2,602
收入	56.6%	57.0%	58.4%	58.1%	58.3%	58.2%	其他流动资产	432	788	1,146	1,107	1,116	1,124
毛利	11,192	12,168	12,083	11,746	11,746	12,273	流动资产合计	10,142	12,274	10,352	11,200	12,662	14,534
收入	43.4%	43.0%	41.6%	41.9%	41.7%	41.8%	总资产	42.9%	44.9%	38.3%	39.9%	42.3%	45.3%
销售及行政费用	-8,401	-9,411	-9,228	-9,075	-9,101	-9,465	长期投资	171	1,280	1,548	1,998	2,498	2,898
收入	32.6%	33.3%	31.8%	32.4%	32.3%	32.3%	固定资产	9,032	9,252	10,189	10,143	10,039	9,941
EBITDA	2,790	2,757	2,855	2,670	2,645	2,807	无形资产	3,635	3,634	4,120	3,951	3,932	3,917
收入	10.8%	9.7%	9.8%	9.5%	9.4%	9.6%	非流动资产合计	13,519	15,090	16,652	16,887	17,265	17,551
折旧与摊销	-844	-885	-933	-976	-1,011	-1,046	总资产	57.1%	55.1%	61.7%	60.1%	57.7%	54.7%
收入	3.3%	3.1%	3.2%	3.5%	3.6%	3.6%	资产总计	<b>23,661</b>	<b>27,365</b>	<b>27,004</b>	<b>28,087</b>	<b>29,927</b>	<b>32,085</b>
EBIT	1,946	1,872	1,922	1,694	1,634	1,761	短期借款	150	1,898	435	2	2	2
收入	7.5%	6.6%	6.6%	6.0%	5.8%	6.0%	应付账款	5,945	8,058	7,673	7,399	7,554	7,832
利息费用	178	251	335	199	261	322	其他流动负债	1,240	1,158	1,121	1,219	1,204	1,250
投资收益	15	229	24	91	92	80	流动负债	7,336	11,114	9,228	8,620	8,760	9,084
税前经营收益	2,139	2,353	2,281	1,984	1,987	2,162	长期贷款	452	5	3	3	3	3
收入	8.3%	8.3%	7.9%	7.1%	7.1%	7.4%	其他长期负债	3,089	2,373	2,486	2,486	2,486	2,486
其他非经营收益	345	314	402	362	367	370	负债	<b>10,878</b>	<b>13,491</b>	<b>11,717</b>	<b>11,108</b>	<b>11,249</b>	<b>11,572</b>
收入	2.4%	2.4%	2.2%	2.4%	2.4%	2.5%	普通股股东权益	<b>12,468</b>	<b>14,021</b>	<b>15,388</b>	<b>17,043</b>	<b>18,713</b>	<b>20,513</b>
所得税	-639	-692	-663	-593	-594	-637	少数股东权益	315	-147	-100	-64	-35	0
所得税率	25.7%	25.9%	24.7%	25.3%	25.2%	25.2%	少数股东权益合计	<b>23,661</b>	<b>27,365</b>	<b>27,004</b>	<b>28,087</b>	<b>29,927</b>	<b>32,085</b>
少数股东损益	86	2	29	36	30	35	比率分析						
归属于普通股股东净利润	<b>1,759</b>	<b>1,973</b>	<b>1,990</b>	<b>1,716</b>	<b>1,731</b>	<b>1,860</b>	每股指标						
净利率	6.8%	7.0%	6.9%	6.1%	6.1%	6.3%	每股收益(元)	1.302	1.461	1.473	1.271	1.281	1.377
							每股净资产(元)	9.229	10.378	11.390	12.615	13.851	15.184
							每股经营现金流(元)	2.297	2.518	1.251	1.536	1.811	1.991
							每股股利(元)	0.000	0.000	0.450	0.045	0.045	0.045
							回报率						
							净资产收益率	14.11%	14.07%	12.93%	10.07%	9.25%	9.07%
							总资产收益率	7.43%	7.21%	7.37%	6.11%	5.78%	5.80%
							投入资本收益率	18.81%	22.59%	18.21%	16.04%	16.02%	18.01%
							增长率						
							主营业务收入增长率	11.33%	9.73%	2.68%	-3.58%	0.49%	4.24%
							EBIT增长率	-8.11%	-3.81%	2.67%	-11.87%	-3.51%	7.72%
							净利润增长率	1.20%	12.20%	0.85%	-13.75%	0.82%	7.50%
							总资产增长率	9.37%	15.65%	-1.32%	4.01%	6.55%	7.21%
							资产管理能力						
							应收账款周转天数	1.2	1.5	1.7	1.6	1.6	1.6
							存货周转天数	60.0	52.5	51.2	53.1	52.4	52.4
							应付账款周转天数	43.2	50.4	53.0	50.5	51.3	51.4
							固定资产周转天数	110.1	110.2	112.2	117.1	112.4	103.0
							偿债能力						
							净负债/股东权益	-39.94%	-47.78%	-38.93%	-42.72%	-46.63%	-50.97%
							EBIT利息保障倍数	-15.7	-11.0	-8.5	174.1	14,501.5	15,390.0

来源: 齐鲁证券研究所

### 投资评级说明

**买入：**预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上

**增持：**预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%-15%

**持有：**预期未来 6—12 个月内波动幅度在-5%~+5%

**减持：**预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上

### 重要声明：

本报告仅供齐鲁证券有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“齐鲁证券有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“齐鲁证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。