东兴证券
DONGXING SECURITIES

收购三得利啤酒剩余股权

——青岛啤酒（600600）事件点评

2015 年 10 月 19 日

推荐/上调

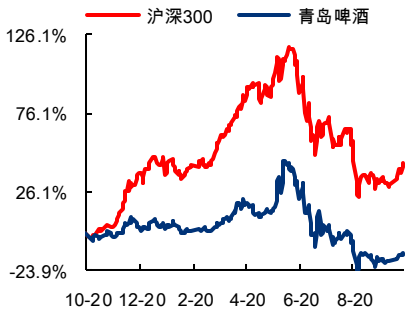
青岛啤酒 | 事件点评

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）	33.65-38.88
总市值（亿元）	454.61
流通市值（亿元）	234.17
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	1.05

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）：行业入冬将加速市场份额集中》2015-06-23

2、《青岛啤酒（600600）：坚守高端化战略》2014-03-26

事件：

青岛啤酒拟以自有资金收购三得利（中国）投资持有的青岛啤酒三得利（上海）销售有限公司与三得利青岛啤酒（上海）有限公司各 50%的股权，交易对价是 8.23 亿人民币。

主要观点：

1. 收购后青啤继续使用“三得利”品牌

青岛啤酒对三得利青岛啤酒（上海）有限公司即事业合资公司持股比例为 50%，享有表决权比例为 44.44%，属于联营企业。青岛啤酒持有三得利（上海）销售有限公司 50%股权，享有表决权比例为 55.56%，属于合并报表子公司。

事业合资公司主要是青啤三得利在华东地区的生产平台，管理包括原先三得利上海的产能，以及三得利和青啤在江苏的产能。销售公司是负责青岛和三得利品牌在上海以及江苏市场的产品销售、渠道管理和市场推广工作。三得利退出合资公司后，青岛啤酒将获得三得利的商标授权，继续生产销售三得利啤酒，三得利将向青岛啤酒收取品牌授权费。

2、短期销售公司亏损难以扭转

2012 年三得利和青啤合作时，战略性放弃中国啤酒市场的意图已经体现。青啤接手三得利啤酒业务后，在上海和江苏市场共同运作“三得利”和“青岛”两个品牌。三得利啤酒在中国市场份额约 1.4%，在上海市场份额接近 40%。虽然有一个相对高的市场份额，但上海地区的盈利贡献水平低。而青啤和三得利在江苏地区原本就处于亏损状态。2014 年和 2015 年上半年的销售还受到天气状况不佳的影响，销量水平均没有达到 2013 年同期水平，处在下滑趋势中。

2015 年上半年事业公司销售收入 12.69 亿元，净利润 945 万元。上半年销售公司营业收入 15.20 亿元，亏损 1.28 亿元。本次收购

完成，青啤将并表事业合资公司。我们认为上海和江苏市场状况短期不会有显著改善，销售公司全年亏损的概率较大。

3、啤酒巨头并购将影响中国啤酒市场格局

全球最大啤酒厂商百威英博啤酒上周以680亿英镑(约1037.27亿美元)收购全球第二大啤酒制造商SAB米勒公司。SAB 米勒持有中国市场产销量第一的华润雪花啤酒 49%的股权。按照目前百威英博和华润雪花在中国市场份额，合并后新公司控制市场份额将超过 36%（华润雪花市场份额约 23%，百威英博市场份额约 13%）。2015年4月份华润创业已经将旗下零售、食品等非啤酒业务出售给华润集团，华润创业目前专注在啤酒行业。华润雪花 49%的股权归属目前还没明确，能够确定的是中国啤酒市场集中度将继续提升，尤其是在行业产量下滑的阶段，区域产能会加速退出行业。

青岛啤酒在这个时间点完成对三得利剩余股权的收购，我们认为意图不是在短期利润，而是在守住上海和江苏两个区域市场的份额。虽然上海和江苏人均销量水平不高（上海和江苏地区人均啤酒年消费量约是山东地区人均消费量的 1/3），但区域经济发达，有较强购买力，未来无论提价还是推出高端产品相对容易。2014年百威英博已经收购了江苏的大富豪啤酒。

结论：

我们对青啤收购三得利剩余股权的观点有是：收购剩余股权，并表事业合资公司短期对盈利改善有限；全面收购三得利中国啤酒业务，上海和江苏市场策略会有变化，江苏市场扭亏比上海市场盈利增长对业绩改善更为显著；百威收购SAB后，在中国市场会给青啤造成更大威胁，中国啤酒行业则是处在最差阶段，坚守区域利润市场同时整合其他区域市场可能是唯一出路，预计青啤并购节奏会加快。预计公司 2015 年 EPS 1.32 元，2016 年 EPS1.40 元，2017 年 EPS 1.58 元，对应的估值分别为 36.2X、34.0X 和 30.2X，给予公司“推荐”的投资评级。

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	14416	18898	23189	**营业收入**	28291	29049	27604	28647	29577
货币资金	8532	6389	10240	14459	18482	**营业成本**	17008	17899	17076	17547	18027
应收账款	152	125	151	157	162	营业税金及附加	2228	2183	2029	2110	2183
其他应收款	183	164	155	161	167	营业费用	5611	5683	5278	5450	5543
预付款项	132	192	362	538	718	管理费用	1573	1362	1206	1227	1254
存货	2535	2487	2573	2644	2716	财务费用	-251	-335	-73	-124	-161
其他流动资产	467	783	783	783	783	资产减值损失	1.74	-3.51	0.90	0.50	0.30
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	30.00	25.00	25.00
固定资产	8740	9119	8962	7753	6543	**营业利润**	2351	2284	2117	2462	2757
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	29504	32499	35303	**利润总额**	2667	2683	2417	2582	2907
流动负债合计	11114	9228	10256	11483	12749	所得税	692	663	604	646	727
短期借款	101	433	0	0	0	**净利润**	1975	2020	1813	1937	2180
应付账款	2707	2494	2807	2884	2963	少数股东损益	2	29	30	40	40
预收款项	980	788	1892	3038	4221	归属母公司净利润	1973	1990	1783	1897	2140
一年内到期的非	1797	2	2	2	2	EBITDA	5345	5461	3531	3825	4083
非流动负债合计	2378	2488	-197	203	203	**EPS（元）**	1.46	1.47	1.32	1.40	1.58
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	10059	11686	12952	**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%	-4.98%	3.78%	3.25%
实收资本（或股	1351	1351	1351	1351	1351	营业利润增长	9.94%	-2.84%	-7.31%	16.29%	11.96%
资本公积	4079	4079	4957	4957	4957	归属于母公司净利	-10.41%	0.85%	-10.41%	6.37%	12.84%
未分配利润	7506	8664	9466	10320	11283	**获利能力**					
归属母公司股东	14021	15388	17436	18764	20262	毛利率(%)	39.88%	38.38%	38.14%	38.75%	39.05%
负债和所有者权	27365	27004	27425	30420	33224	净利率(%)	6.98%	6.95%	6.57%	6.76%	7.37%
现金流量表				单位:百万元		总资产净利润（%）	7.21%	7.37%	6.04%	5.84%	6.06%
	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E	ROE(%)	14.07%	12.93%	10.23%	10.11%	10.56%
经营活动现金流	3401	1691	4121	4239	4480	**偿债能力**					
净利润	1975	2020	1813	1937	2180	资产负债率(%)	49%	43%	37%	38%	39%
折旧摊销	3244.99	3511.36	0.00	1487.14	1487.14	流动比率	1.10	1.12	1.41	1.65	1.82
财务费用	-251	-335	-73	-124	-161	速动比率	0.88	0.85	1.15	1.42	1.61
应收账款减少	0	0	-26	-6	-5	**营运能力**					
预收帐款增加	0	0	1104	1146	1183	总资产周转率	1.11	1.07	1.01	0.99	0.93
投资活动现金流	-1496	-1360	278	25	25	应收账款周转率	241	209	200	186	185
公允价值变动收	0	0	0	0	0	应付账款周转率	12.04	11.17	10.41	10.07	10.12
长期股权投资减	0	0	0	0	0	**每股指标（元）**					
投资收益	229	24	30	25	25	每股收益(最新摊	1.46	1.47	1.32	1.40	1.58
筹资活动现金流	-778	-2455	-547	-45	-481	每股净现金流(最新	0.83	-1.57	2.85	3.12	2.98
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊	10.38	11.39	12.91	13.89	15.00
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	36.18	34.01	30.15
资本公积增加	113	1	878	0	0	P/B	4.60	4.19	3.70	3.44	3.18
现金净增加额	1128	-2124	3852	4218	4023	EV/EBITDA	10.83	10.72	6.45	13.14	11.32

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

徐昊

会计学学硕士，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，7 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。