



太平洋证券
PACIFIC SECURITIES

2015-11-01

公司点评报告

持有/下调

青岛啤酒(600600)

目标价: 36

昨收盘: 33.56

食品饮料 饮料制造

青岛啤酒三季度报点评

■ 走势比较



■ 股票数据

| | |
|--------------|---------------|
| 总股本/流通(百万股) | 1,351/1,351 |
| 总市值/流通(百万元) | 45,339/45,339 |
| 12个月最高/最低(元) | 57.38/29.54 |

相关研究报告:

证券分析师: 王学谦

电话: 010-88321966

E-MAIL: wangxq@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190511120001

事件: 青岛啤酒发布 2015 年三季度报。

收入利润双降。前三季度实现营业收入 243.15 亿元,同比减少 5.52%;营业利润 20.94 亿元,同比减少 22.09%;利润总额 23.79 亿元,同比减少 18.90%;归属上市公司股东的净利润 17.45 亿元,同比减少 19.92%;基本每股收益 1.29 元,同比增长 19.9%。

成本费用水平上升,盈利水平下降。前三季度毛利率 38.73%,同比下降 0.96 个百分点,销售费用率 19.79%,同比上升 0.38 个百分点。管理费用率 4.09%,同比上升 0.41 个百分点;净利润率 7.15%,同比下降 1.5 个百分点。

三季度旺季不旺,未能扭转下降趋势。三季度青岛啤酒总销量 754 万千升,青岛品牌销量 363 万千升,高端产品销量 147 万千升。总销量和青岛品牌销量与去年同期相比均有所下降。三季度啤酒行业持续低迷,全行业产量和收入持续下降,虽然同比下降速度比二季度有减缓,但是下降趋势仍在持续。

下调对青岛啤酒的评级至“持有”评级。

风险提示: 啤酒市场竞争激烈,而且其销量易受天气变动影响,重要原料大麦的产量和价格也受产区天气的重大影响,对于其风险应予以充分关注

■ 主要财务指标

| | 2013A | 2014E | 2015E | 2016E |
|-----------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入(百万元) | 29,049 | 27,423 | 26,051 | 25,270 |
| 净利润(百万元) | 2,020 | 1,555 | 1,504 | 1,472 |
| 摊薄每股收益(元) | 1.47 | 1.15 | 1.11 | 1.09 |

资料来源: Wind, 太平洋证券

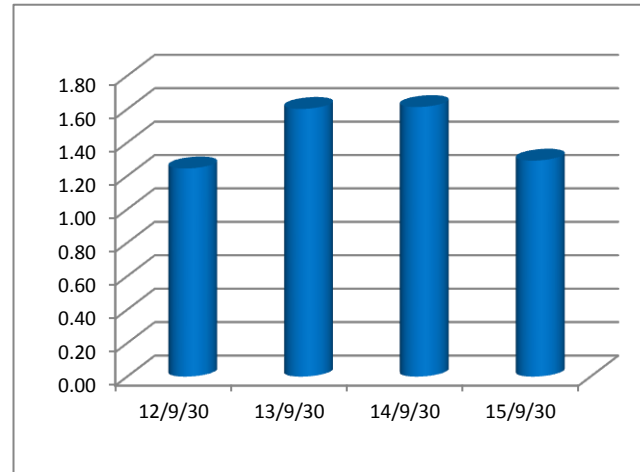
图 1、相对估值水平溢价变动情况



资料来源：太平洋研究院整理

图 2、EPS 变动

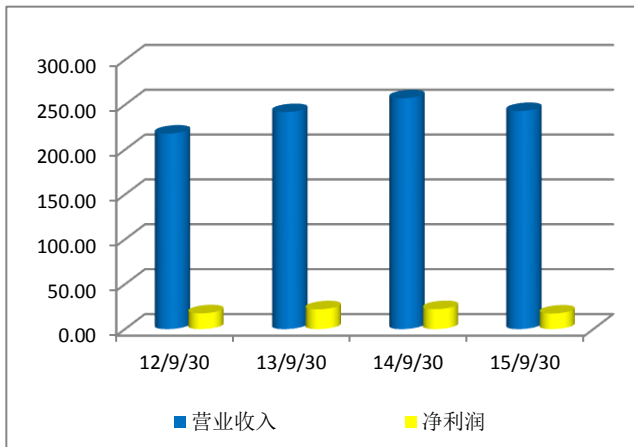
单位：元



资料来源：公司公告，太平洋研究院整理

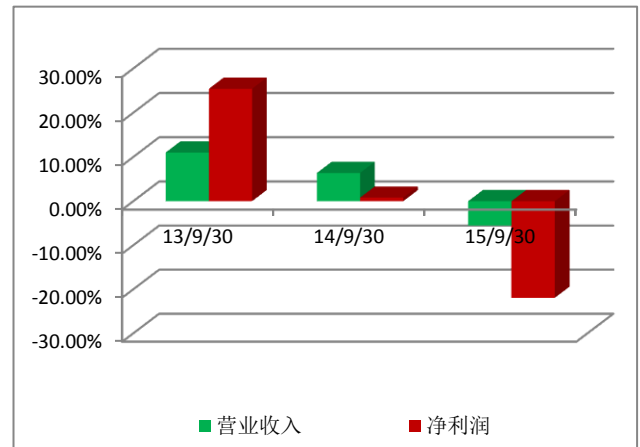
图 3、营业收入及净利润变动

单位：亿元



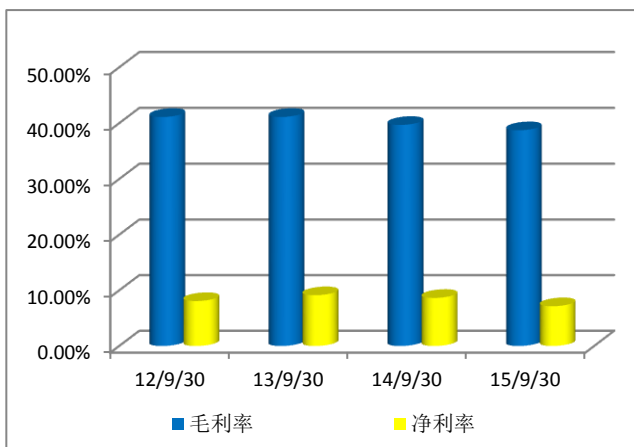
资料来源：公司公告，太平洋研究院整理

图 4、营业收入及净利润同比增长率



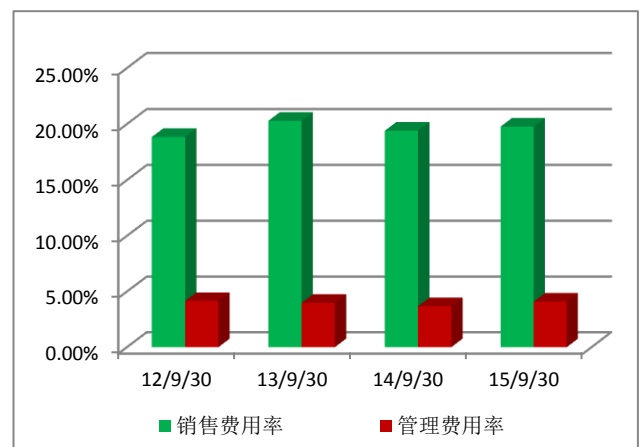
资料来源：公司公告，太平洋研究院整理

图 5、毛利率、净利率变动情况



资料来源：公司公告，太平洋研究院整理

图 6、销售费用、管理费用变动情况



资料来源：公司公告，太平洋研究院整理

| 资产负债表(百万) | | | | | | 利润表(百万) | | | | | |
|-----------|---------|---------|--------|--------|--------|--------------|--------|--------|---------|--------|--------|
| | 2013A | 2014A | 2015E | 2016E | 2017E | | 2013A | 2014A | 2015E | 2016E | 2017E |
| 货币资金 | 6,389 | 9,140 | 10,734 | 11,716 | 13,930 | 营业收入 | 28,291 | 29,049 | 27,423 | 26,051 | 25,270 |
| 应收和预付款项 | 522 | 954 | 987 | 938 | 910 | 营业成本 | 17,008 | 17,899 | 16,865 | 16,022 | 15,541 |
| 存货 | 2,487 | 1,778 | 1,686 | 1,602 | 1,554 | 营业税金及附加 | 2,228 | 2,183 | 2,016 | 1,915 | 1,857 |
| 其他流动资产 | 783 | 849 | 850 | 850 | 850 | 销售费用 | 5,611 | 5,683 | 5,430 | 5,158 | 5,003 |
| 流动资产合计 | 10,352 | 12,844 | 14,258 | 15,106 | 17,244 | 管理费用 | 1,573 | 1,362 | 1,412 | 1,342 | 1,301 |
| 长期股权投资 | 1,536 | 1,559 | 1,559 | 1,559 | 1,559 | 财务费用 | (251) | (335) | (22) | (39) | (45) |
| 投资性房地产 | | | | | | 资产减值损失 | 2 | (4) | (1) | (1) | (1) |
| 固定资产 | 9,119 | 9,530 | 10,108 | 9,386 | 8,664 | 投资收益 | 229 | 24 | 50 | 50 | 50 |
| 在建工程 | 1,052 | 612 | 112 | 112 | 112 | 公允价值变动 | | | | | |
| 无形资产开发支出 | 2,781 | 2,727 | 2,672 | 2,618 | 2,563 | 营业利润 | 2,351 | 2,284 | 1,774 | 1,705 | 1,662 |
| 长期待摊费用 | | | | | | 其他非经营损益 | 316 | 399 | 300 | 300 | 300 |
| 其他非流动资产 | 76.63 | 115.67 | 115.67 | 115.67 | 115.67 | 利润总额 | 2,667 | 2,683 | 2,074 | 2,005 | 1,962 |
| 资产总计 | 27,004 | 29,646 | 28,825 | 28,896 | 30,257 | 所得税 | 692 | 663 | 518 | 501 | 491 |
| 短期借款 | 433 | 439 | 0 | 0 | 0 | 净利润 | 1,975 | 2,020 | 1,555 | 1,504 | 1,472 |
| 应付和预收款项 | 7,673 | 8,779 | 9,185 | 7,853 | 7,743 | 少数股东损益 | 2 | 29 | 2 | 2 | 1 |
| 长期借款 | 3 | 2 | 2 | 2 | 2 | 归母股东净利润 | 1,973 | 1,990 | 1,554 | 1,503 | 1,470 |
| 其他负债 | 3,608 | 4,108 | 650 | 550 | 550 | | | | | | |
| 负债合计 | 11,717 | 13,328 | 9,837 | 8,405 | 8,296 | | | | | | |
| 股本 | 1,351 | 1,351 | 1,351 | 1,351 | 1,351 | | | | | | |
| 资本公积 | 4,079 | 4,074 | 4,074 | 4,074 | 4,074 | | | | | | |
| 留存收益 | 9,880 | 11,018 | 12,571 | 14,074 | 15,544 | | | | | | |
| 归母公司股东权益 | 15,388 | 16,511 | 17,996 | 19,498 | 20,969 | | | | | | |
| 少数股东权益 | (100) | (193) | (191) | (190) | (188) | | | | | | |
| 股东权益合计 | 15,287 | 16,319 | 17,805 | 19,309 | 20,781 | | | | | | |
| 负债和股东权益 | 27,004 | 29,646 | 27,642 | 27,714 | 29,076 | | | | | | |
| 现金流量表(百万) | | | | | | 预测指标 | | | | | |
| 经营性现金流 | 3,401 | 1,691 | 2,760 | 892 | 2,119 | 毛利率 | 39.9% | 38.4% | 38.5% | 38.5% | 38.5% |
| 投资性现金流 | (1,496) | (1,360) | (750) | 50 | 50 | 销售净利率 | 7.0% | 6.9% | 5.7% | 5.8% | 5.8% |
| 融资性现金流 | (778) | (2,455) | (416) | 39 | 45 | 销售收入增长率 | 9.7% | 2.7% | -5.6% | -5.0% | -3.0% |
| 现金增加额 | 1,126 | (2,129) | 1,594 | 981 | 2,214 | EBIT 增长率 | -3.85% | 2.96% | -11.66% | -5.00% | -3.00% |
| | | | | | | 净利润增长率 | 7.1% | 2.3% | -23.0% | -3.3% | -2.1% |
| | | | | | | ROE | 13.5% | 12.8% | 9.1% | 8.1% | 7.3% |
| | | | | | | ROA | 7.3% | 7.1% | 5.3% | 5.2% | 5.0% |
| | | | | | | ROIC | | | | | |
| | | | | | | EPS(X) | 1.46 | 1.47 | 1.15 | 1.11 | 1.09 |
| | | | | | | PE(X) | 24 | 24 | 30 | 31 | 32 |
| | | | | | | PB(X) | / | / | 2.64 | 2.43 | 2.26 |
| | | | | | | PS(X) | 1.662 | 1.618 | 1.714 | 1.805 | 1.860 |
| | | | | | | EV/EBITDA(X) | / | / | 18.61 | 18.27 | 17.65 |

资料来源: WIND, 太平洋证券

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅低于-15%。



研究院/机构业务部

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号D座

电话： (8610)88321761/88321717

传真： (8610) 88321566

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告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。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。