

青岛啤酒 (600600.SH) 啤酒行业

评级: 增持 维持评级

业绩点评

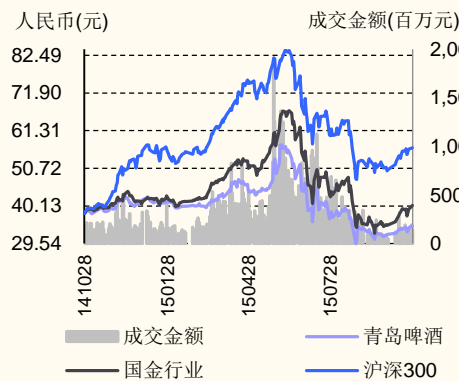
市场价格 (人民币): 34.52 元
目标价格 (人民币): 38.00-40.00 元

黎明前的黑暗, 耐心等待国企改革;

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	695.91
流通港股(百万股)	655.07
总市值(百万元)	46,635.93
年内股价最高最低(元)	57.38/29.54
沪深 300 指数	3592.88
上证指数	3434.34



相关报告

1. 《主业承压, 投资时机仍需等待; 青岛啤酒业绩点评》, 2015.9.1

公司基本情况(人民币)

项目	2013	2014	2015E	2016E	2017E
摊薄每股收益(元)	1.461	1.473	1.203	1.255	1.420
每股净资产(元)	10.38	11.39	12.33	13.32	14.48
每股经营性现金流(元)	2.52	1.25	1.47	1.81	2.06
市盈率(倍)	33.51	28.36	37.11	35.59	31.45
行业优化市盈率(倍)	29.34	27.75	33.71	33.71	33.71
净利润增长率(%)	12.20%	0.85%	-18.30%	4.26%	13.17%
净资产收益率(%)	14.07%	12.93%	9.76%	9.42%	9.81%
总股本(百万股)	1,350.98	1,350.98	1,350.98	1,350.98	1,350.98

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

■ 青岛啤酒 3 季度收入 82.5 亿, 净利润 5.2 亿, 扣非后归属母公司净利润 5.5 亿, 分别同比增长-6.04%, -34.22%, 0.40%, 符合预期。

经营分析

- 2015 年 1-9 月, 公司实现营业收入人民币 243.15 亿元; 实现归属于上市公司股东的净利润人民币 17.45 亿元。前三季度公司累计实现啤酒销售量 754 万千升, 其中主品牌“青岛啤酒”实现销量 363 万千升。公司继续开拓中高端产品市场, 前三季度公司奥古特、纯生、听装、小瓶和经典 1903 等高附加值产品共计实现销售量 147 万千升, 保持了在国内中高端市场的领先地位。
- 2014 年 6 月 25 日, 接公司控股股东青啤集团通知, 公司将于 2020 年 6 月底前推进上市公司提出管理层长期激励计划。
- 根据我们中期策略会的预判, 2015-2016 年将是行业加速下滑探底, 国有大企业收入、利润快速下滑的黑暗时期, 同时, 2016 年会是国有啤酒企业发生变化的元年。青岛啤酒将会在百威的经营、资本双重夹击下, 加速国有企业改革的步伐。

盈利调整

- 我们适当下调 2015 年业绩预测, 预计 2015-2017 年 EPS1.28、1.39、1.5 元/股, 目前股价 33 元, 对应 2015 年 PE26, PS1.48, PB2.7 倍。

投资建议

- 考虑到公司啤酒销量吨价格 6000 元人民币 (扣除负债), 远低于其在一级市场的合理收购价值 (对标重庆啤酒被收购价 8500 元/吨, 对标 SAB 被收购价格 6500 美元/吨), 同时考虑即使被收购可能不大, 公司有明确股权激励的意向, 国企改革业绩弹性较大, 有一定的股价催化剂, 给予增持评级。

风险提示

- 国企改革进程和激励力度存在不确定性。
- 经济下行、高端餐饮不景气、行业竞争激烈下的公司收入、利润增长空间不大。

刘枝花 分析师 SAC 执业编号: S1130515060001
(8621)61038289
liuzh@gjzq.com.cn

图表 1: 三张表摘要

损益表 (人民币百万元)

	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
主营业务收入	25,782	28,291	29,049	27,412	27,076	29,254
增长率		9.7%	2.7%	-5.6%	-1.2%	8.0%
主营业务成本	-15,434	-17,008	-17,899	-16,786	-16,561	-17,892
% 销售收入	59.9%	60.1%	61.6%	61.2%	61.2%	61.2%
毛利	10,348	11,283	11,150	10,626	10,515	11,361
% 销售收入	40.1%	39.9%	38.4%	38.8%	38.8%	38.8%
营业税金及附加	-2,201	-2,228	-2,183	-2,249	-2,213	-2,358
% 销售收入	8.5%	7.9%	7.5%	8.2%	8.2%	8.1%
营业费用	-4,931	-5,611	-5,683	-5,427	-5,361	-5,741
% 销售收入	19.1%	19.8%	19.6%	19.8%	19.8%	19.6%
管理费用	-1,269	-1,573	-1,362	-1,151	-1,137	-1,229
% 销售收入	4.9%	5.6%	4.7%	4.2%	4.2%	4.2%
息税前利润 (EBIT)	1,946	1,872	1,922	1,798	1,804	2,034
% 销售收入	7.5%	6.6%	6.6%	6.6%	6.7%	7.0%
财务费用	178	251	335	127	169	216
% 销售收入	-0.7%	-0.9%	-1.2%	-0.5%	-0.6%	-0.7%
资产减值损失	-1	-2	4	-1	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	15	229	24	56	66	78
% 税前利润	0.6%	8.6%	0.9%	2.5%	2.8%	2.9%
营业利润	2,138	2,351	2,284	1,980	2,039	2,328
营业利润率	8.3%	8.3%	7.9%	7.2%	7.5%	8.0%
营业外收支	346	316	399	312	337	342
税前利润	2,484	2,667	2,683	2,292	2,376	2,669
利润率	9.6%	9.4%	9.2%	8.4%	8.8%	9.1%
所得税	-639	-692	-663	-589	-612	-683
所得税率	25.7%	25.9%	24.7%	25.7%	25.8%	25.6%
净利润	1,845	1,975	2,020	1,703	1,763	1,987
少数股东损益	86	2	29	48	45	42
归属于母公司的净利润	1,759	1,973	1,990	1,655	1,718	1,945
净利率	6.8%	7.0%	6.9%	6.0%	6.3%	6.6%

现金流量表 (人民币百万元)

	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
净利润	1,845	1,975	2,020	1,703	1,763	1,987
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	845	887	930	907	916	922
非经营收益	-282	-633	-367	-240	-329	-455
营运资金变动	696	1,172	-892	-250	98	356
经营活动现金净流	3,104	3,401	1,691	2,120	2,449	2,810
资本开支	-2,365	-2,025	-1,943	-736	104	130
投资	-4	40	-422	0	0	0
其他	375	489	1,005	56	66	78
投资活动现金净流	-1,995	-1,496	-1,360	-680	169	208
股权募资	70	10	0	0	-10	0
债权募资	-22	-170	-1,477	-578	-364	-77
其他	-438	-620	-982	-14	-351	-351
筹资活动现金净流	-390	-780	-2,460	-592	-725	-428
现金净流量	719	1,126	-2,129	848	1,893	2,589

资产负债表 (人民币百万元)

	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
货币资金	7,118	8,532	6,389	7,237	9,130	11,719
应收款项	232	420	331	340	323	344
存货	2,360	2,535	2,487	2,670	2,544	2,724
其他流动资产	432	788	1,146	663	595	645
流动资产	10,142	12,274	10,352	10,909	12,592	15,433
% 总资产	42.9%	44.9%	38.3%	39.6%	44.2%	50.4%
长期投资	171	1,280	1,548	1,548	1,548	1,548
固定资产	9,032	9,252	10,189	9,371	8,757	8,131
% 总资产	38.2%	33.8%	37.7%	34.0%	30.8%	26.5%
无形资产	3,635	3,634	4,120	4,967	4,930	4,823
非流动资产	13,519	15,090	16,652	16,641	15,864	15,195
% 总资产	57.1%	55.1%	61.7%	60.4%	55.8%	49.6%
资产总计	23,661	27,365	27,004	27,550	28,456	30,628
短期借款	150	1,898	435	457	380	168
应付款项	5,945	8,058	7,673	6,887	6,896	7,436
其他流动负债	1,240	1,158	1,121	1,718	1,596	1,664
流动负债	7,336	11,114	9,228	9,062	8,873	9,268
长期贷款	452	5	3	3	3	4
其他长期负债	3,089	2,373	2,486	1,847	1,539	1,680
负债	10,878	13,491	11,717	10,911	10,415	10,952
普通股股东权益	12,468	14,021	15,388	16,691	18,048	19,642
少数股东权益	315	-147	-100	-52	-7	35
负债股东权益合计	23,661	27,365	27,004	27,550	28,456	30,628

比率分析

	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
每股指标						
每股收益	1.302	1.461	1.473	1.225	1.272	1.439
每股净资产	9.229	10.378	11.390	12.355	13.359	14.539
每股经营现金净流	2.297	2.518	1.251	1.569	1.813	2.080
每股股利	0.160	0.180	0.260	0.260	0.260	0.260
回报率						
净资产收益率	14.11%	14.07%	12.93%	9.91%	9.52%	9.90%
总资产收益率	7.43%	7.21%	7.37%	6.01%	6.04%	6.35%
投入资本收益率	9.65%	8.69%	9.11%	7.76%	7.23%	7.59%
增长率						
主营业务收入增长率	11.33%	9.73%	2.68%	-5.64%	-1.23%	8.05%
EBIT增长率	-8.11%	-3.81%	2.67%	-6.46%	0.32%	12.77%
净利润增长率	1.20%	12.20%	0.85%	-16.85%	3.85%	13.16%
总资产增长率	9.37%	15.65%	-1.32%	2.02%	3.29%	7.63%
资产管理能力						
应收账款周转天数	1.2	1.5	1.7	1.5	1.5	1.5
存货周转天数	60.0	52.5	51.2	58.1	56.1	55.6
应付账款周转天数	43.2	50.4	53.0	45.5	47.5	47.9
固定资产周转天数	118.1	112.8	114.6	114.7	107.8	92.0
偿债能力						
净负债/股东权益	-39.94%	-47.78%	-38.93%	-40.73%	-48.48%	-58.69%
EBIT利息保障倍数	-10.9	-7.4	-5.7	-14.2	-10.6	-9.4
资产负债率	45.97%	49.30%	43.39%	39.61%	36.60%	35.76%

来源: 国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2013-10-31	增持	47.13	52.10~54.00
2	2014-03-26	增持	39.62	44.40~47.58
3	2014-04-30	买入	39.44	47.58~47.58
4	2015-09-01	增持	34.12	35.00~36.00

来源：国金证券研究所



长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

- 买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 20% 以上；
- 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—20%；
- 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
- 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5% 以下。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券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，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。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，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券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多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7BD