

青岛啤酒 (600600. SH)

2015 年报点评：业绩承压，仍需等待

 评级：**增持**

 前次：**增持**

目标价 (元)：

29.7

分析师

联系人

胡彦超

张帅

S0740512070001

zhangshuai@r.qlzq.com.cn

021-20315176

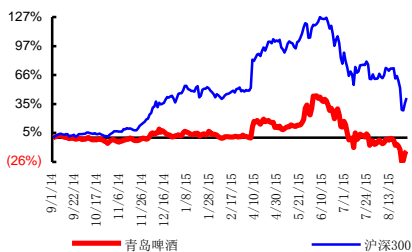
huyc@r.qlzq.com.cn

2016 年 3 月 28 日

基本状况

总股本(百万股)	1,351
流通股本(百万股)	696
市价(元)	28.75
市值(百万元)	20,010
流通市值(百万元)	38,841

股价与行业-市场走势对比



业绩预测

指标	2013A	2014A	2015A	2016E	2017E
营业收入 (百万元)	28,290.	29,049.	27,635.	27,589.	27,920.
营业收入增速	9.73%	2.68%	-4.87%	-1.50%	1.20%
净利润增长率	12.20%	0.85%	-13.92%	-5.79%	1.22%
摊薄每股收益 (元)	1.46	1.47	1.27	1.19	1.21
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	29.36	29.01
PEG	2.75	36.84	—	—	23.79
每股净资产 (元)	10.38	11.39	12.62	13.76	14.92
每股现金流量	2.52	1.25	1.54	1.65	1.70
净资产收益率	14.07%	12.93%	10.07%	8.66%	8.09%
市净率	4.72	4.04	2.77	2.54	2.35
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 年报，扣非后低于预期、业绩继续承压。**2015 全年公司实现销售收入 276.3 亿元，同比下滑 4.87% 亿元；实现归属于上市公司股东净利润 17.13 亿元，同比下滑 13.92%，扣非后净利润为 10.53 亿元（出售宏基伟业、寿光晨鸣），同比下滑大幅 37.02%。单就 Q4 来看，公司实现收入 33.2 亿元，同比持平，净利润为 3200 万元，同比增加 83%，扣非后亏损 4.69 亿元，同比下滑 50%。同时，公司公布 2015 年度利润分配预案，每股拟派股利现金 0.39 元（含税），分红率为 30.7%。
- **全年销量下滑超过 7%，规模效应降低致使毛利率趋降。**受宏观经济放缓、整体消费低迷以及啤酒消费人群结构调整等影响，2015 年国内啤酒销量 4716 万千升，同比下降 5.1%，已连续两年出现负增长，并创近五年新低。公司 2015 年实现销量 848 万千升，同比下降 7.36%，其中主品牌销量 416 万千升，同比下滑 7.56%，为数不多的亮点在于高端产品销量 174 万千升（鸿运当头、奥古特、经典 1903 和纯生、听装、小瓶啤酒等），实现微增。单就 Q4 消费淡季来看，公司实现销量 94 万千升，同比下降 6%，销量降幅环比三季度缩小。公司销量下滑一方面源于国内啤酒整体消费的减少，另一方面则源于与百威等海外巨头的竞争加剧（公司主品牌与百威定位接近），我们看到在百威较为强势的华东和华南地区，公司收入下滑最为明显，幅度均达到两位数。销量的下降致使公司规模效应降低，在原材料价格基本保持稳定的前提下，公司吨酒成本提升，毛利率有所下降，同比下降 0.59 个百分点。
- **费用投放仍然保持较高水平，净利润下滑幅度持续扩大。**公司扣非后净利润同比下滑 37%，主要原因在于销量下滑较大，而对费用的投放仍然保持较高水平，同时公司身为国企，对管理成本的管控能力相对较弱，2015 年公司销售费用率提升 1.81 个百分点至 21.37%，管理费用率提升 0.42 个百分点至 5.11%。尤其是 Q4，公司扣非后亏损达 4.69 亿元，创历史最高水平，同比下滑超过 50%。对于啤酒企业，四季

度为消费淡季动销不畅，营收环比会出现大幅下滑，但一般销售费用的投放仍具有延续性，所以通常导致 Q4 出现亏损，从公司历年表现来看，四季度大多时候也出现亏损，季节性特性比较明显。但今年亏损幅度尤其较大，一方面在于销售情况确实不佳，另一方面在于整合三得利所致，其 2015 年亏损超过 3 个亿，Q4 单季公司销售费用率达到了 32.95%，同比提升 11.83 个百分点，管理费用率达到了 12.59%，同比微增。

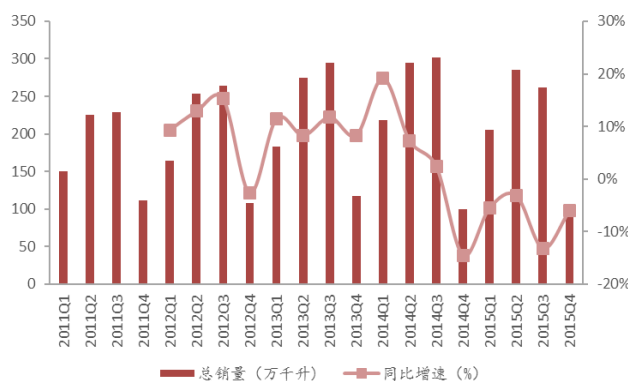
- **行业拐点尚需时日，公司改善仍需等待。**2016 年 3 月 2 日华润宣布回购 SABMiller 所持雪花股权，验证我们之前判断，国内啤酒行业竞争格局短期难以改善，行业集中度很高但相对市占率差距仍然不大，行业净利率拐点、吨酒价值提升尚需时日。国内啤酒行业未来 2-3 年内可能仍然处于调整期，而国内啤酒企业大多为国企，机制、管理等方面都不具优势，在百威等海外巨头的冲击下，以及进口啤酒（2015 年进口量达 53.83 万千升，同比大幅增加 59.4%）、精酿啤酒的兴起下，国内啤酒厂商的竞争压力越来越大。期待国内啤酒企业之间的整合带来行业格局的改变，同时期待公司本身机制在国企改革大背景下的转变，否则，即使渡过行业自然调整期，公司以后的处境可能仍然相对艰难。
- **目标价 29.7 元，“增持”评级。**预计公司 2016-2017 年实现营业收入 275.9、279.2 亿元，归属于上市公司净利润为 16.1、16.3 亿元，对应 EPS 为 1.19、1.21。目标价 29.7 元，对应 2016 年 25 倍 PE，维持“增持”评级。
- **风险提示：**食品安全问题、行业竞争加剧。

图表 1: 2015 年 Q4 公司啤酒销量下滑 6%



来源：公司公告、中泰证券研究所

图表 2: 2015 年 Q4 公司主品牌销量下滑 3.64%



来源：公司公告、中泰证券研究所

图表 3：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
营业总收入	25,782	28,291	29,049	28,008	27,589	27,920	货币资金	7,118	8,532	6,389	7,250	8,489	9,842
增长率	11.33%	9.7%	2.7%	-3.6%	-1.5%	1.2%	应收账款	232	420	331	327	328	331
营业成本	-15,434	-17,008	-17,899	-17,239	-17,066	-17,237	存货	2,360	2,535	2,487	2,508	2,449	2,476
% 销售收入	59.9%	60.1%	61.6%	61.5%	61.9%	61.7%	其他流动资产	432	788	1,146	1,107	1,113	1,116
毛利	10,348	11,283	11,150	10,769	10,523	10,683	流动资产	10,142	12,274	10,352	11,192	12,379	13,765
% 销售收入	40.1%	39.9%	38.4%	38.5%	38.1%	38.3%	% 总资产	42.9%	44.9%	38.3%	39.9%	41.8%	44.0%
营业税金及附加	-2,201	-2,228	-2,183	-2,186	-2,130	-2,154	长期投资	171	1,280	1,548	1,998	2,498	2,898
% 销售收入	8.5%	7.9%	7.5%	7.8%	7.7%	7.7%	固定资产	9,032	9,252	10,189	10,143	10,039	9,941
营业费用	-4,931	-5,611	-5,683	-5,484	-5,518	-5,640	% 总资产	38.2%	33.8%	37.7%	36.1%	33.9%	31.7%
% 销售收入	19.1%	19.8%	19.6%	19.6%	20.0%	20.2%	无形资产	3,635	3,634	4,120	3,951	3,932	3,917
管理费用	-1,269	-1,573	-1,362	-1,406	-1,379	-1,396	非流动资产	13,519	15,090	16,652	16,887	17,265	17,551
% 销售收入	4.9%	5.6%	4.7%	5.0%	5.0%	5.0%	% 总资产	57.1%	55.1%	61.7%	60.1%	58.2%	56.0%
息税前利润 (EBIT)	1,946	1,872	1,922	1,694	1,496	1,494	资产总计	23,661	27,365	27,004	28,080	29,644	31,316
% 销售收入	7.5%	6.6%	6.6%	6.0%	5.4%	5.4%	短期借款	150	1,898	435	2	2	2
财务费用	178	251	335	189	236	275	应付款项	5,945	8,058	7,673	7,399	7,423	7,484
% 销售收入	-0.7%	-0.9%	-1.2%	-0.7%	-0.9%	-1.0%	其他流动负债	1,240	1,158	1,121	1,219	1,182	1,193
资产减值损失	-1	-2	4	0	0	0	流动负债	7,336	11,114	9,228	8,620	8,606	8,679
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	452	5	3	3	3	3
投资收益	15	229	24	91	92	80	其他长期负债	3,089	2,373	2,486	2,486	2,486	2,486
% 税前利润	0.6%	8.6%	0.9%	3.9%	4.2%	3.6%	负债	10,878	13,491	11,717	11,108	11,095	11,167
营业利润	2,138	2,351	2,284	1,974	1,824	1,849	普通股股东权益	12,468	14,021	15,388	17,036	18,586	20,155
营业利润率	8.3%	8.3%	7.9%	7.0%	6.6%	6.6%	少数股东权益	315	-147	-100	-65	-37	-6
营业外收支	346	316	399	362	367	370	负债股东权益合计	23,661	27,365	27,004	28,080	29,644	31,316
税前利润	2,484	2,667	2,683	2,336	2,190	2,219	比率分析						
利润率	9.6%	9.4%	9.2%	8.3%	7.9%	7.9%	每股指标						
所得税	-639	-692	-663	-591	-552	-558	每股收益 (元)	1.302	1.461	1.473	1.265	1.192	1.207
所得税率	25.7%	25.9%	24.7%	25.3%	25.2%	25.2%	每股净资产 (元)	9.229	10.378	11.390	12.610	13.757	14.919
净利润	1,845	1,975	2,020	1,745	1,638	1,661	每股经营现金净额 (元)	2.297	2.518	1.251	1.531	1.651	1.700
少数股东损益	86	2	29	36	28	31	每股股利 (元)	0.000	0.000	0.450	0.045	0.045	0.045
归属于母公司的净利润	1,759	1,973	1,990	1,709	1,610	1,630	回报率						
净利率	6.8%	7.0%	6.9%	6.1%	5.8%	5.8%	净资产收益率	14.11%	14.07%	12.93%	10.03%	8.66%	8.09%
现金流量表 (人民币百万元)							总资产收益率	7.43%	7.21%	7.37%	6.09%	5.43%	5.21%
净利润	1,845	1,975	2,020	1,745	1,638	1,661	投入资本收益率	18.81%	22.59%	18.21%	16.04%	14.49%	14.76%
少数股东损益	0	0	0	36	28	31	增长率						
非现金支出	845	887	930	976	1,011	1,046	营业总收入增长率	11.33%	9.73%	2.68%	-3.58%	-1.50%	1.20%
非经营收益	-282	-633	-367	-438	-458	-450	EBIT 增长率	-8.11%	-3.81%	2.67%	-11.87%	-11.67%	-0.17%
营运资金变动	696	1,172	-892	-216	39	39	净利润增长率	1.20%	12.20%	0.85%	-14.11%	-5.79%	1.22%
经营活动现金净流	3,104	3,401	1,691	2,104	2,258	2,327	总资产增长率	9.37%	15.65%	-1.32%	3.98%	5.57%	5.64%
资本开支	2,365	2,025	1,943	399	521	562	资产管理能力						
投资	-4	40	-422	-450	-500	-400	应收账款周转天数	1.2	1.5	1.7	1.6	1.6	1.6
其他	375	489	1,005	91	92	80	存货周转天数	60.0	52.5	51.2	53.1	52.4	52.4
投资活动现金净流	-1,995	-1,496	-1,360	-759	-930	-882	应付账款周转天数	43.2	50.4	53.0	50.5	51.3	51.4
股权筹资	70	10	0	0	0	0	固定资产周转天数	110.1	110.2	112.2	117.1	114.6	108.3
债权筹资	-22	-170	-1,477	-433	0	0	偿债能力						
其他	-438	-620	-982	-15	-61	-61	净负债/股东权益	-39.94%	-47.78%	-38.93%	-42.69%	-45.74%	-48.83%
筹资活动现金净流	-390	-780	-2,460	-448	-61	-61	EBIT 利息保障倍数	-10.9	-7.4	-5.7	-9.0	-6.3	-5.4
现金流量	719	1,126	-2,129	897	1,267	1,384	资产负债率	45.97%	49.30%	43.39%	39.56%	37.43%	35.66%

来源：中泰证券研究所

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：

本报告仅供中泰证券有限公司（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“中泰证券有限公司”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“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。