

青岛啤酒 (600600.SH) 啤酒行业

评级: 增持 维持评级

公司点评

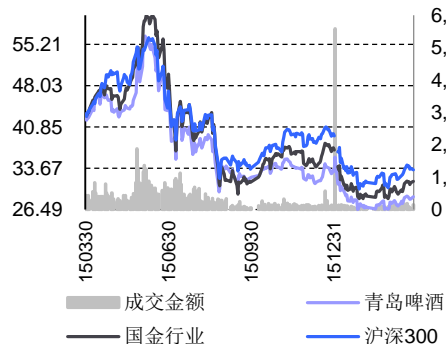
市场价格(人民币): 28.75元
目标价格(人民币): 29.00-32.00元

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)	38,840.76
年内股价最高最低(元)	56.68/26.49
沪深300指数	3169.73
上证指数	2957.82

人民币(元) 成交金额(百万元)



相关报告

- 《黎明前的黑暗, 耐心等待国企改革;-青岛啤酒业绩点评》, 2015.10.28
- 《主业承压, 投资时机仍需等待;-青岛啤酒业绩点评》, 2015.9.1

业绩整体低预期, 关注并购整合意向

公司基本情况(人民币)

项目	2014	2015	2016E	2017E	2018E
摊薄每股收益(元)	1.473	1.268	0.969	1.060	1.145
每股净资产(元)	11.39	12.18	12.85	13.56	14.26
每股经营性现金流(元)	1.25	1.91	1.03	1.50	1.84
市盈率(倍)	28.36	26.18	29.66	27.11	25.10
行业优化市盈率(倍)	27.75	25.42	21.74	21.74	21.74
净利润增长率(%)	0.85%	-13.92%	-23.55%	9.38%	8.02%
净资产收益率(%)	12.93%	10.41%	7.54%	7.82%	8.03%
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 2015 年收入录得 276.35 亿元, -4.87%YoY, 扣非后归母净利润 10.53 亿, -37.02%YoY。其中四季度营收 33.20 亿元, +0.24%, 归母净利润亏损 0.32 亿元, 亏损情况比去年同期有所改善(亏损减少 83.07%)。

经营分析

- **啤酒行业进入整体低速增长“新常态”:** 2015 年国内啤酒产量 4716 万千升, 同比下滑 5.1%。中国啤酒市场 CR5 已达到 80%, 随着 SAB 退出雪花, 外延式扩张的行业整合进入尾声, 行业格局初现。市场竞争由产能、规模的扩张转向以质量型、差异化为主的竞争, 高附加值产品市场价值凸显。
- **青啤主品牌销量同比下降, 高附加值产品持续增长。** 2015 年公司实现啤酒销量 848 万千升, 同比下降 7.4%。主品牌青岛啤酒销量 416 万千升, 同比下降 7.5%; 鸿运当头、奥古特、经典 1903 和纯生、听装、小瓶啤酒等高附加值产品实现国内销售量共计 174 万千升, 同比上升 4.8%, 实现持续增长。
- **国内低迷, 海外亮眼:** 受整体经济环境低迷和行业景气度下滑影响, 公司在全国各地销售情况均有不同程度下滑, 14 年急速扩张的华东、东南地区同比下滑 12%~14%。2015 年公司致力开拓海外市场, 海外收入 5.21 亿元, 同比上升 5.83%。
- **2016 业绩预期:** 在国内啤酒行业竞争格局维持相对稳定情况下, 公司 2016 年啤酒销量目标至少高于行业 2 个百分点。2016 年公司将继续发展中高端系列产品线。另外, 16 年对三得利啤酒中国业务的收购也将加速华东市场的一体化整合。

盈利调整

- 目前中国龙头啤酒企业净利仅维持在 5%-7%, 相比 ABI 毛利 60.2%、净利 15.2% 差距甚远, 另毛利超过 70%、净利超过 20% 的预调酒也在强势抢夺年轻消费群体, 内外压力有望催生中国啤酒市场的并购整合, 进而迎来行业拐点。建议密切关注公司收并购意向。

投资建议

- 我们预计公司 2016-2017 年营业收入 271.4 亿、287.7 亿, 对应 EPS0.97、1.06 元/股, 给予公司 2016 年 29 元目标价位, 对应 30XPE, 评级维持“增持”。

风险: 经济持续低迷; 替代品抢占市场份额; 食品安全风险。

申晟

联系人
(8621)60230204
shensheng@gjzq.com.cn

刘枝花

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

图表 1: 财务报表预测

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E		2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
主营业务收入	28,291	29,049	27,635	27,141	28,770	31,519	货币资金	8,532	6,389	8,402	8,097	9,332	10,810
增长率		2.7%	-4.9%	-1.8%	6.0%	9.6%	应收款项	420	331	341	368	406	460
主营业务成本	-17,008	-17,899	-17,192	-17,008	-17,881	-19,476	存货	2,535	2,487	2,182	2,330	2,498	2,775
% 销售收入	60.1%	61.6%	62.2%	62.7%	62.2%	61.8%	其他流动资产	788	1,146	962	1,002	1,152	1,305
毛利	11,283	11,150	10,443	10,133	10,889	12,042	流动资产	12,274	10,352	11,887	11,797	13,389	15,349
% 销售收入	39.9%	38.4%	37.8%	37.3%	37.8%	38.2%	% 总资产	44.9%	38.3%	41.7%	41.3%	43.8%	46.6%
营业税金及附加	-2,228	-2,183	-2,030	-1,994	-2,114	-2,316	长期投资	1,280	1,548	1,534	1,534	1,534	1,534
% 销售收入	7.9%	7.5%	7.3%	7.3%	7.3%	7.3%	固定资产	9,252	10,189	10,191	10,363	10,569	10,792
营业费用	-5,611	-5,683	-5,905	-5,835	-6,272	-6,966	% 总资产	33.8%	37.7%	35.8%	36.3%	34.6%	32.7%
% 销售收入	19.8%	19.6%	21.4%	21.5%	21.8%	22.1%	无形资产	3,634	4,120	4,054	4,056	4,145	4,279
管理费用	-1,573	-1,362	-1,412	-1,384	-1,482	-1,639	非流动资产	15,090	16,652	16,613	16,787	17,166	17,614
% 销售收入	5.6%	4.7%	5.1%	5.1%	5.2%	5.2%	% 总资产	55.1%	61.7%	58.3%	58.7%	56.2%	53.4%
息税前利润 (EBIT)	1,872	1,922	1,095	919	1,022	1,122	资产总计	27,365	27,004	28,501	28,584	30,555	32,963
% 销售收入	6.6%	6.6%	4.0%	3.4%	3.6%	3.6%	短期借款	1,898	435	811	2	2	2
财务费用	251	335	300	144	180	208	应付款项	8,058	7,673	7,753	7,778	8,469	9,541
% 销售收入	-0.9%	-1.2%	-1.1%	-0.5%	-0.6%	-0.7%	其他流动负债	1,158	1,121	1,189	1,597	1,745	1,996
资产减值损失	-2	4	-2	0	0	0	流动负债	11,114	9,228	9,753	9,376	10,216	11,538
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	5	3	2	2	2	2
投资收益	229	24	462	400	420	450	其他长期负债	2,373	2,486	2,580	2,106	2,245	2,358
% 税前利润	8.6%	0.9%	20.3%	22.0%	21.1%	20.9%	负债	13,491	11,717	12,335	11,484	12,463	13,898
营业利润	2,351	2,284	1,855	1,463	1,622	1,780	普通股股东权益	14,021	15,388	16,458	17,362	18,322	19,262
营业利润率	8.3%	7.9%	6.7%	5.4%	5.6%	5.6%	少数股东权益	-147	-100	-292	-262	-230	-196
营业外收支	316	399	420	359	368	372	负债股东权益合计	27,365	27,004	28,501	28,584	30,555	32,963
税前利润	2,667	2,683	2,275	1,822	1,990	2,153	比率分析						
利润率	9.4%	9.2%	8.2%	6.7%	6.9%	6.8%		2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
所得税	-692	-663	-663	-482	-525	-571	每股指标						
所得税率	25.9%	24.7%	29.1%	26.5%	26.4%	26.5%	每股收益	1.461	1.473	1.268	0.969	1.060	1.145
净利润	1,975	2,020	1,612	1,340	1,465	1,581	每股净资产	10.378	11.390	12.182	12.852	13.562	14.257
少数股东损益	2	29	-101	30	32	34	每股经营现金净流	2.518	1.251	1.906	1.032	1.498	1.835
归属于母公司的净利	1,973	1,990	1,713	1,310	1,433	1,547	每股股利	0.450	0.450	0.390	0.300	0.350	0.450
净利率	7.0%	6.9%	6.2%	4.8%	5.0%	4.9%	回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	14.07%	12.93%	10.41%	7.54%	7.82%	8.03%
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E	总资产收益率	7.21%	7.37%	6.01%	4.58%	4.69%	4.69%
净利润	1,975	2,020	1,612	1,340	1,465	1,581	投入资本收益率	8.69%	9.11%	4.54%	3.91%	4.12%	4.29%
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	增长率						
非现金支出	887	930	967	936	1,015	1,103	主营业务收入增长率	9.73%	2.68%	-4.87%	-1.79%	6.00%	9.55%
非经营收益	-633	-367	-741	-695	-872	-910	EBIT 增长率	-3.81%	2.67%	-43.02%	-16.08%	11.19%	9.81%
营运资金变动	1,172	-892	956	-187	416	704	净利润增长率	12.20%	0.85%	-13.92%	-23.55%	9.38%	8.02%
经营活动现金净流	3,401	1,691	2,794	1,394	2,023	2,479	总资产增长率	15.65%	-1.32%	5.54%	0.29%	6.90%	7.88%
资本开支	-2,025	-1,943	-1,271	-752	-949	-1,095	资产管理能力						
投资	40	-422	48	0	0	0	应收账款周转天数	1.5	1.7	1.6	1.9	2.0	2.1
其他	489	1,005	986	400	420	450	存货周转天数	52.5	51.2	49.6	50.0	51.0	52.0
投资活动现金净流	-1,496	-1,360	-237	-352	-529	-645	应付账款周转天数	50.4	53.0	54.0	55.0	55.0	55.0
股权募资	10	0	0	0	0	0	固定资产周转天数	112.8	114.6	130.7	134.1	127.7	117.9
债权募资	-170	-1,477	357	-1,321	146	116	偿债能力						
其他	-620	-982	-386	-27	-405	-473	净负债/股东权益	-47.78%	-38.93%	-46.94%	-47.33%	-51.56%	-56.68%
筹资活动现金净流	-780	-2,460	-29	-1,347	-259	-357	EBIT 利息保障倍数	-7.4	-5.7	-3.7	-6.4	-5.7	-5.4
现金净流量	1,126	-2,129	2,529	-305	1,236	1,477	资产负债率	49.30%	43.39%	43.28%	40.18%	40.79%	42.16%

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

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2014-04-30	买入	39.44	47.58~47.58
2	2015-09-01	增持	34.12	35.00~36.00
3	2015-10-28	增持	34.52	38.00~40.00

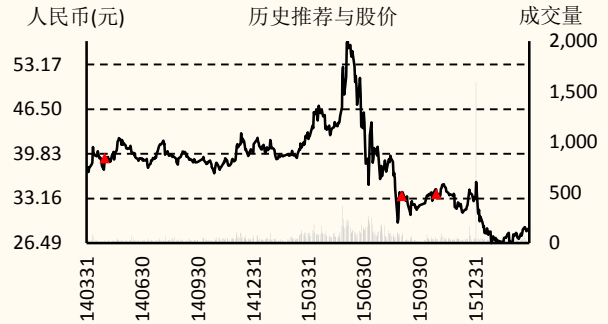
来源：国金证券研究所

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



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 15%以上；
增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
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%以上。

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