

青岛啤酒 (600600)

业绩持续下滑，改善尚待时日

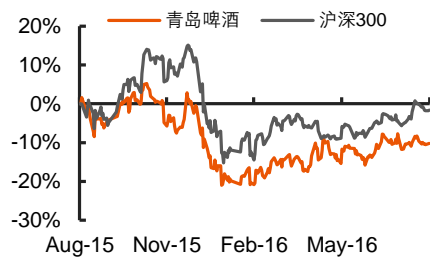
中性 (维持)

现价: 29.73 元

主要数据

行业	食品饮料
公司网址	www.tsingtao.com.cn
大股东/持股	青岛啤酒/30.83%
实际控制人/持股	青岛市人民政府国有资产监督管理委员会/%
总股本(百万股)	1,351
流通 A 股(百万股)	696
流通 B/H 股(百万股)	655
总市值 (亿元)	356.51
流通 A 股市值(亿元)	206.69
每股净资产(元)	12.58
资产负债率(%)	45.89

行情走势图



证券分析师

张宇光 投资咨询资格编号
S1060515090001
0755-22627694
ZHANGYUGUANG467@PINGAN.COM.CN

文献 投资咨询资格编号
S1060511010014
0755-22627143
WENXIAN001@PINGAN.COM.CN

王俏怡 投资咨询资格编号
S1060515110001
0755-22626689
WANGQIAOYI597@PINGAN.COM.CN

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

投资要点

事项:

青岛啤酒公布16年中报，1H16实现营收147.5亿，同比降8.2%；归母净利润10.7亿，同比降10.8%，每股收益0.79元。测算2Q16收入78.8亿，同比降11.3%；归母净利润5.4亿，同比降21.0%，每股收益0.40元。

平安观点:

■ **2Q16 营收与净利均低于预期。**2Q16 净利降 21.0%，主要来自于收入降 11.3%、销售费用率提升 1.9pct。

■ **销量延续下滑态势，高端品冲击加大。**1H16 啤酒行业产量同比降 4%，原因在于一是竞品挤压现象未有缓解；二是宏观经济下行，餐饮景气度低；三是 16 年多雨气候使得啤酒消费需求下降。青啤 2Q16 销量降 12.9%，降幅高于行业，其中主品牌降 15.9%，其它品牌降 10.5%。进口啤酒对高端市场造成冲击，高端降 14.9%，降幅高于整体。分区域来看，1H16 华南、东南降 18.6%、24.9%，降幅较大，应是与百威在该地区加大投入有关；公司继续做深山东、华北等传统优势市场，降幅均在 10%以内。考虑到 2H15 基数较低，2H16 收入降幅可能收窄，预计 16 年营收 260 亿，同比降 6%。

■ **毛利率有所改善，费用率提升，净利降幅高于营收。**2Q16 毛利率 40.5%，提升 2.2pct，主要源于大麦、玻璃等部分原料价格略有下行。销售费用率增 1.9pct，应是与体育大年加大营销投入有关；管理费用率增 0.4pct，基本维持稳定。往全年看毛利率可能提升，销售费用率同比仍将走高，叠加 4Q15 投资收益抬高基数，估计 16 年净利 14.8 亿，同比降 14%。

■ **竞争格局难有明显好转，改善尚待时日。**华润宣布回收 SAB 所持雪花股权，国内啤酒行业竞争格局基本没有变化。行业集中度虽高，但各家市场份额相差不大，竞争仍处焦灼状态，短期利润难有明显提升。进口啤酒数量 1H16 增 40%增速较快，占比虽低但主要冲击高端市场，国内企业升级压力增大，行业改善尚待时日。

■ **盈利预测与估值:**根据中报情况下调 16 年收入预测值，下调 16-18 年 EPS 约 16%、18%、11%，预计 16-18 年 EPS 分别为 1.09、1.13、1.24 元，同比-14%、+3%与+10%，最新股价对应 PE 为 27、26、24 倍。考虑到行业仍面临调整压力，竞争格局难以改善，恢复时间尚不确定，维持“中性”投资评级。

■ **风险提示:**啤酒行业调整时间与百威英博扩张速度超预期。

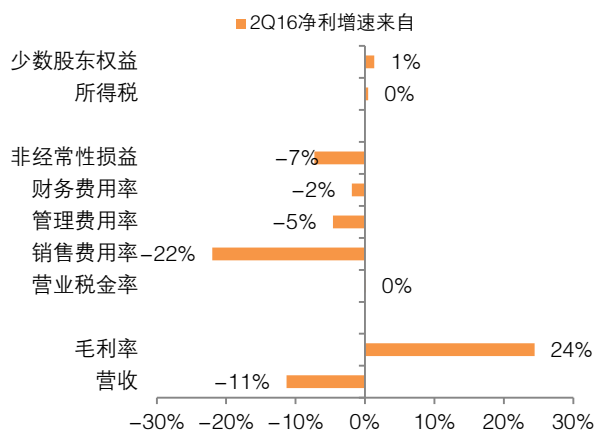
	2014A	2015E	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	29049	27635	25979	26130	27444
YoY(%)	2.7	-4.9	-6.0	0.6	5.0
净利润(百万元)	1990	1713	1476	1521	1672
YoY(%)	0.8	-13.9	-13.8	3.0	9.9
毛利率(%)	38.4	37.8	40.5	40.8	41.0
净利率(%)	3.9	4.5	3.8	4.0	4.3
ROE(%)	13.5	10.8	8.8	8.7	9.0
EPS(摊薄/元)	1.47	1.27	1.09	1.13	1.24
P/E(倍)	20.2	23.4	27.2	26.4	24.0
P/B(倍)	2.6	2.4	2.4	2.2	2.1

图表1 中报快读：2Q16收入降11.3%，净利降21.0%单位：百万元，元/股

	2Q15	2Q16	QoQ	1H15	1H16	HoH	
营业收入	8,888	7,884	-11.3%	16,067	14,746	-8.2%	产品销量下降
营业成本	5,476	4,688	-14.4%	9,822	8,729	-11.1%	
毛利率	38.4%	40.5%	2.2%	38.9%	40.8%	1.9%	部分原料价格下降
毛利	3,412	3,197	-6.3%	6,244	6,017	-3.6%	
营业税金及附加	665	589	-11.4%	1,183	1,075	-9.1%	
销售费用	1,788	1,740	-2.7%	3,152	3,076	-2.4%	体育大年，营销、品牌推广力度加大，销售费用率提升
管理费用	317	314	-1.1%	637	618	-2.9%	
财务费用	-86	-64	26.5%	-148	-129	12.9%	受存款基准利率影响利息收入减少
资产减值损失	1	2	299.6%	1	4	322.6%	个别子公司固定资产减值损失增加
公允价值变动收益	0	0	0.0%	0	0	0.0%	
投资收益	43	38	-10.1%	26	29	14.6%	
营业利润	770	654	-15.0%	1,445	1,403	-2.9%	
营业利润率	8.7%	8.3%	-0.4%	9.0%	9.5%	0.5%	
营业外收入	185	231	25.2%	280	271	-3.5%	
营业外支出	41	153	276.6%	78	156	100.6%	部分子公司处置固定资产及土地使用权损失增加
利润总额	914	732	-19.9%	1,648	1,517	-7.9%	
所得税	217	189	-12.8%	428	443	3.4%	
所得税率	29.9%	30.8%	0.9%	30.2%	32.3%	2.1%	
少数股东权益	19	8	-60.5%	21	5	-73.6%	
归属于母公司净利润	678	535	-21.0%	1,199	1,069	-10.8%	
净利率	7.8%	6.9%	-1.0%	7.6%	7.3%	-0.3%	
EPS	0.50	0.40	-21.0%	0.89	0.79	-10.8%	

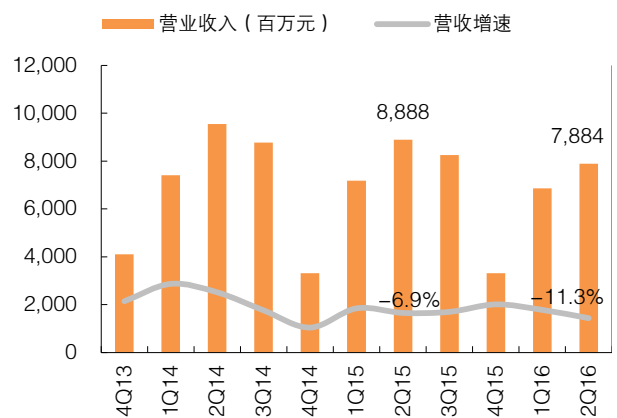
资料来源：公司公告、平安证券研究所、wind

图表2 营收下降、销售费用率提升是2Q16净利下降主因



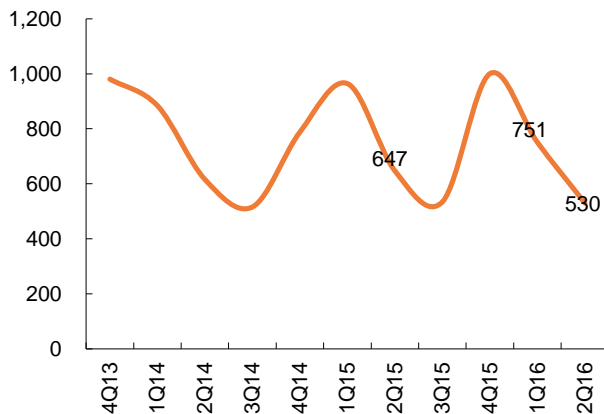
资料来源：公司公告、平安证券研究所、Wind

图表3 2Q16公司营收同比降11.3%



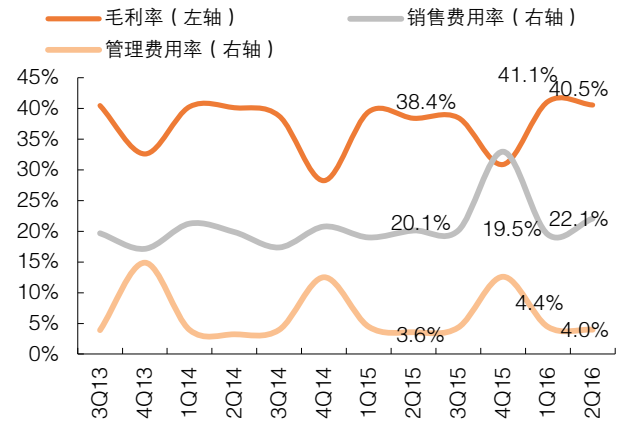
资料来源：公司公告、平安证券研究所、wind

图表4 2Q16末预收款环比1Q16降至5.3亿单位：百万元



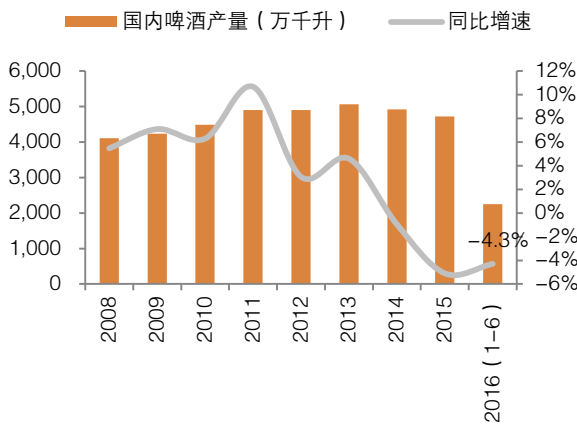
资料来源：公司公告、平安证券研究所、Wind

图表5 2Q16毛利率、销售费用率与管理费用率均同比提升



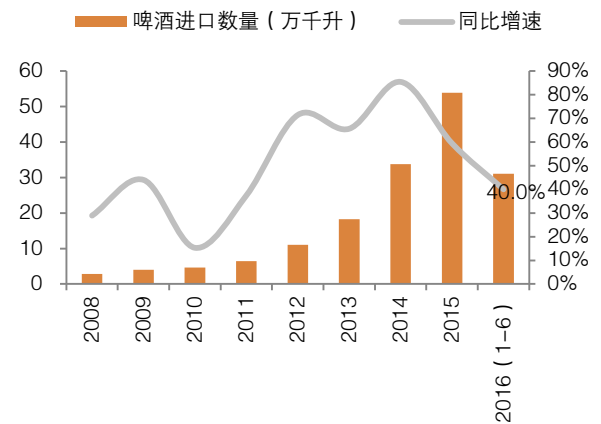
资料来源：公司公告、平安证券研究所、wind

图表6 2016年1-6月国产啤酒产量同比降4.3%



资料来源：公司公告、平安证券研究所、Wind

图表7 2016年1-6月进口啤酒数量同比增40%



资料来源：公司公告、平安证券研究所、wind

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2015A	2016E	2017E	2018E
流动资产	11887	11975	12928	14345
现金	8402	8790	9732	10999
应收账款	141	132	133	140
其他应收款	201	189	190	199
预付账款	44	40	40	42
存货	2182	1962	1965	2054
其他流动资产	917	862	867	911
非流动资产	16613	16520	16538	16573
长期投资	1508	1508	1508	1508
固定资产	10184	10128	10132	10164
无形资产	2707	2697	2698	2707
其他非流动资产	2214	2188	2200	2195
资产总计	28501	28495	29466	30919
流动负债	9753	9334	9369	9794
短期借款	810	760	760	760
应付账款	2691	2419	2423	2533
其他流动负债	6251	6154	6185	6500
非流动负债	2582	2582	2582	2582
长期借款	2	2	2	2
其他非流动负债	2580	2580	2580	2580
负债合计	12335	11915	11951	12375
少数股东权益	-292	-407	-525	-655
股本	1351	1351	1351	1351
资本公积	4075	4075	4075	4075
留存收益	10946	11442	12495	13653
归属母公司股东权益	16458	16987	18040	19198
负债和股东权益	28501	28495	29466	30919

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2015A	2016E	2017E	2018E
经营活动现金流	2575	1563	2150	2531
净利润	1713	1476	1521	1672
折旧摊销	-101	-114	-118	-130
财务费用	-300	-262	-206	-201
投资损失	0	0	0	0
营运资金变动	-701	440	-2	-162
其他经营现金流	1963	23	955	1353
投资活动现金流	-237	-893	-962	-997
资本支出	760	690	748	775
长期投资	0	0	0	0
其他投资现金流	-997	-1584	-1709	-1773
筹资活动现金流	-31	-315	-248	-267
短期借款	377	-50	0	0
长期借款	-2	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0
其他筹资现金流	-406	-265	-248	-267
现金净增加额	2307	355	941	1267

利润表

单位:百万元

会计年度	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	27635	25979	26130	27444
营业成本	17192	15455	15480	16182
营业税金及附加	2030	1909	1920	2016
营业费用	5905	5975	5958	6175
管理费用	1412	1247	1254	1317
财务费用	-300	-262	-206	-201
资产减值损失	2	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	462	60	60	60
营业利润	1855	1715	1784	2015
营业外收入	559	559	559	559
营业外支出	139	250	250	250
利润总额	2275	2024	2093	2324
所得税	663	662	690	782
净利润	1612	1362	1403	1542
少数股东损益	-101	-114	-118	-130
归属母公司净利润	1713	1476	1521	1672
EBITDA	2059	2354	2474	2710
EPS (元)	1.27	1.09	1.13	1.24

主要财务比率

会计年度	2015A	2016E	2017E	2018E
成长能力	-	-	-	-
营业收入(%)	-4.9	-6.0	0.6	5.0
营业利润(%)	-18.8	-7.5	4.0	12.9
归属于母公司净利润(%)	-13.9	-13.8	3.0	9.9
获利能力	-	-	-	-
毛利率(%)	37.8	40.5	40.8	41.0
净利率(%)	4.5	3.8	4.0	4.3
ROE(%)	10.8	8.8	8.7	9.0
ROIC(%)	4.4	6.6	7.1	8.2
偿债能力	-	-	-	-
资产负债率(%)	43.3	41.8	40.6	40.0
净负债比率(%)	-31.0	-32.9	-36.5	-41.3
流动比率	1.22	1.28	1.38	1.46
速动比率	1.00	1.07	1.17	1.26
营运能力	-	-	-	-
总资产周转率	1.00	0.91	0.90	0.91
应收账款周转率	227.1	227.0	234.9	240.0
应付账款周转率	6.8	6.3	6.6	6.8
每股指标(元)	-	-	-	-
每股收益(最新摊薄)	1.27	1.09	1.13	1.24
每股经营现金流(最新摊薄)	1.91	1.16	1.59	1.87
每股净资产(最新摊薄)	12.18	12.57	13.35	14.21
估值比率	-	-	-	-
P/E	23.4	27.2	26.4	24.0
P/B	2.4	2.4	2.2	2.1
EV/EBITDA	20.2	17.6	16.7	15.2

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在±10%之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在±5%之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司 2016 版权所有。保留一切权利。

中国平安 PINGAN

平安证券综合研究所

电话：4008866338

深圳

深圳福田区中心区金田路 4036 号荣
超大厦 16 楼
邮编：518048
传真：(0755) 82449257

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融
大厦 25 楼
邮编：200120
传真：(021) 33830395

北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街
中心北楼 15 层
邮编：100033