

青岛啤酒 (600600)

短期并表改善业绩，长期关注企业竞合

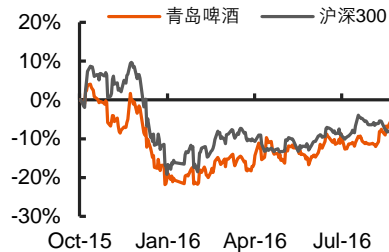
中性 (维持)

现价: 31.06 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)	393.28
流通 A 股市值(亿元)	216.15
每股净资产(元)	12.68
资产负债率(%)	43.85

行情走势图



相关研究报告

《青岛啤酒*600600*业绩持续下滑，改善尚待时日》 2016-08-30

证券分析师

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

文献 投资咨询资格编号
S1060511010014
0755-22627143
WENXIAN001@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年三季度业绩，1-3Q16实现收入230.4亿，同比降5.3%；归母净利18.4亿，同比增5.4%；扣非净利13.9亿，同比降8.9%；每股收益1.36元。测算3Q16收入82.9亿，同比增0.5%；归母净利7.7亿，同比增41.1%，每股收益0.57元。

平安观点:

■ **3Q16 业绩超预期，主因在于收购三得利持有的青啤（上海）投资有限公司 50%股份与青啤（上海）实业有限公司 50%股份并表。**3Q16 净利增 41%，主要来自于毛利率提升 8.1pct，以及收购并表使得营业外收入与投资收益大增。

■ **3Q16 销量降幅收窄，高端市场冲击持续。**16 年 1-9 月啤酒行业产量同比降 1.7%，持续下滑原因可能在于一是经济下行，消费放缓；二是竞品挤压。青啤 3Q16 销量降 0.8%，受益于去年同期低基数较低，降幅收窄。1-3Q 青啤主品牌销量降 9.3%，高于其他品牌 4.1%的降幅；1-3Q16 进口啤酒数量同比增 19%，持续冲击国内高端品，青啤高端附加值品牌降 7.5%。预计 16 年公司营收 260 亿，同比降 6%。

■ **毛利率与销售费用率同比大幅提升，非经常损益推动净利增 41%。**3Q16 毛利率 46.6%同比增 8.1pct，原因一是收购上海投资公司股权，产品采购由外购模式转为内部交易致成本下降；二是主要原料大麦、玻璃等价格下行。销售费用率增 4.1pct，与部分地区市场投放费用增加有关。收购上海投资公司股权导致营业外收入与投资收益大增，带动单季度净利增 41%。考虑 4Q15 投资收益抬高基数，预计 16 年净利 16.6 亿，同比降 3%。

■ **行业整体下行，关注企业竞合可能产生新变化。**啤酒人均消费达到天花板，重度消费群体数量下降，行业整体下行趋势将持续。值得注意的是企业策略可能从“抢市场”向“获利润”转变，目前已有个别企业关闭效益差工厂，收缩战线以谋求利润提升。如果龙头企业未来均调整战略向此靠拢，行业竞争格局可能重塑，企业净利将有明显提升。短期竞争仍然激烈，新趋势需不断观察验证，值得关注。

■ **盈利预测与估值：**考虑并表带来非经常损益因素，上调 16 年盈利预测 12%，预计 16-18 年 EPS 为 1.23、1.13、1.24 元，同比-3%、-9%与+10%，最新股价对应 PE 为 26、28、25。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。

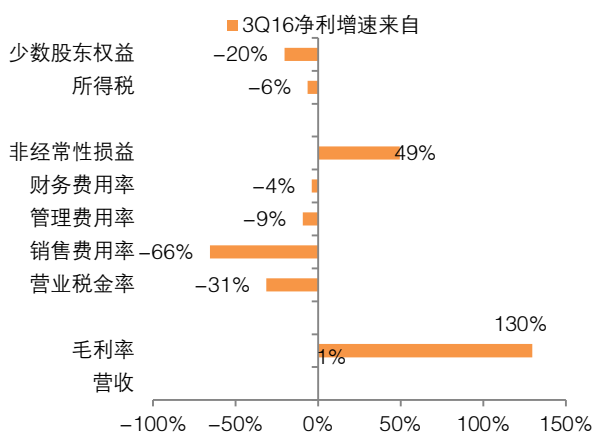
	2014A	2015E	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	29049	27635	25979	26130	27444
YoY(%)	2.7	-4.9	-6.0	0.6	5.0
净利润(百万元)	1990	1713	1663	1523	1678
YoY(%)	0.8	-13.9	-2.9	-8.5	10.2
毛利率(%)	38.4	37.8	41.5	41.7	41.8
净利率(%)	6.9	6.2	6.4	5.8	6.1
ROE(%)	13.5	10.8	9.9	8.6	8.9
EPS(摊薄/元)	1.47	1.27	1.23	1.13	1.24
P/E(倍)	21.1	24.5	25.2	27.6	25.0
P/B(倍)	2.7	2.5	2.5	2.3	2.2

图表1 三季报快读：3Q16收入增0.5%，净利增41.1% 单位：百万元，元/股

	3Q15	3Q16	QoQ	1-3Q15	1-3Q16	HoH	
营业收入	8,248	8,290	0.5%	24,315	23,036	-5.3%	
营业成本	5,075	4,427	-12.8%	14,897	13,155	-11.7%	
毛利率	38.5%	46.6%	8.1%	38.7%	42.9%	4.2%	收购并表使得采购由外购模式转为内部交易、部分原料价格下降
毛利	3,174	3,864	21.7%	9,418	9,881	4.9%	
营业税金及附加	614	780	27.0%	1,797	1,797	0.0%	
销售费用	1,659	2,008	21.0%	4,811	5,083	5.7%	部分区域市场费用投放增加
管理费用	358	408	14.0%	994	1,026	3.1%	
财务费用	-83	-64	23.1%	-231	-192	16.6%	
资产减值损失	-1	-1	53.9%	-0	3	882.6%	
公允价值变动收益	0	0	0.0%	0	0	0.0%	
投资收益	21	120	459.1%	47	149	217.3%	收购上海投资公司股权，将原持有50%股权的公允价值大于账面价值的差额计入投资收益
营业利润	649	853	31.5%	2,094	2,256	7.7%	
营业利润率	7.9%	10.3%	2.4%	8.6%	9.8%	1.2%	
营业外收入	99	268	169.3%	380	538	41.8%	收购上海投资公司股权，形成的负商誉计入营业外收入
营业外支出	17	26	54.1%	94	182	92.3%	
利润总额	731	1,095	49.7%	2,379	2,612	9.8%	
所得税	212	246	16.0%	640	689	7.6%	
所得税率	33.8%	33.6%	-0.2%	31.3%	32.7%	1.4%	
少数股东权益	-27	78	384.0%	-7	83	1364.4%	收购上海实业公司少数股权，原少数股东不再分占其经营亏损所致。
归属于母公司净利润	546.59	771.02	41.1%	1,745.32	1,840.05	5.4%	
净利率	6.6%	9.3%	2.7%	7.2%	8.0%	0.8%	
EPS	0.40	0.57	41.1%	1.29	1.36	5.4%	

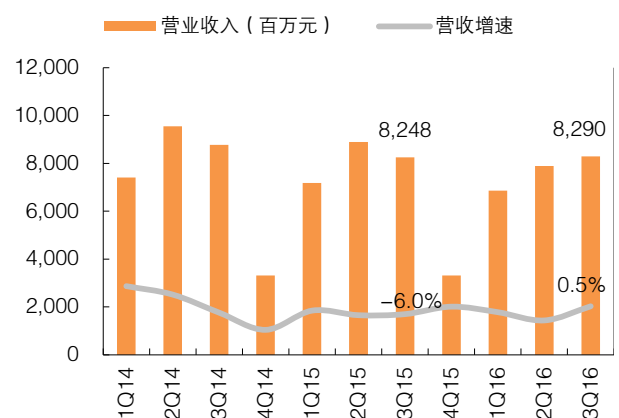
资料来源：公司公告、平安证券研究所、wind

图表2 毛利率提升与非经常损益增加是3Q16净利提升主因



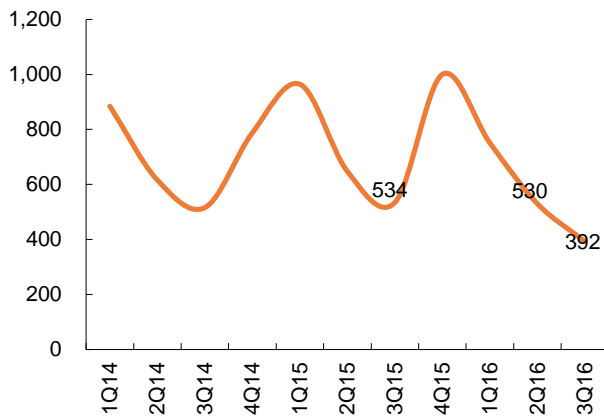
资料来源：公司公告、平安证券研究所、Wind

图表3 3Q16公司营收同比增0.5%



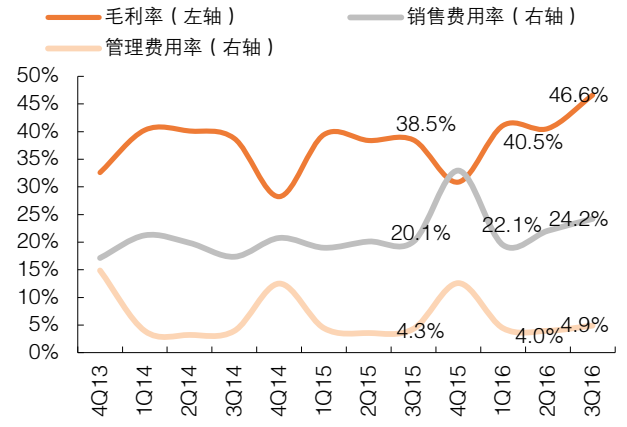
资料来源：公司公告、平安证券研究所、wind

图表4 3Q16末预收款环比2Q16降至3.9亿 单位：百万元



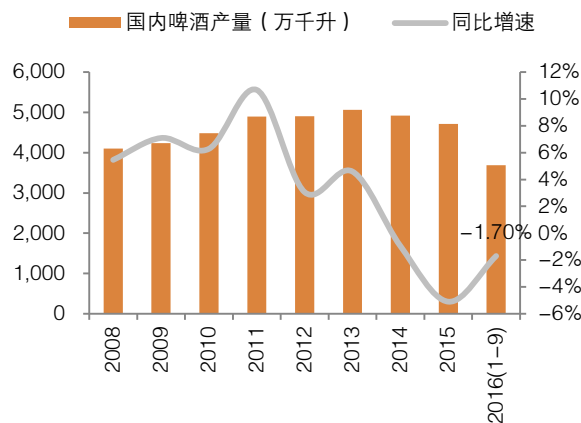
资料来源：公司公告、平安证券研究所、Wind

图表5 3Q16毛利率、销售费用率与管理费用率均同比提升



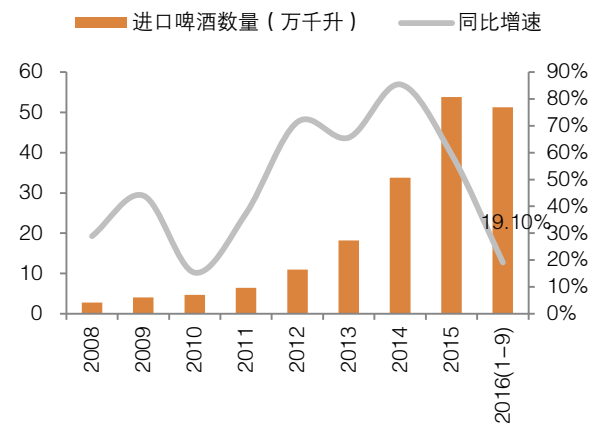
资料来源：公司公告、平安证券研究所、wind

图表6 2016年1-9月国产啤酒产量同比降1.7%



资料来源：公司公告、平安证券研究所、Wind

图表7 2016年1-9月进口啤酒数量同比增19.1%



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	12244	13306	14924
现金	8402	9092	10144	11606
应收账款	141	132	133	140
其他应收款	201	189	190	199
预付账款	44	39	39	41
存货	2182	1929	1933	2027
其他流动资产	917	862	867	911
非流动资产	16613	16513	16527	16561
长期投资	1508	1508	1508	1508
固定资产	10184	10122	10123	10155
无形资产	2707	2696	2696	2704
其他非流动资产	2214	2188	2200	2194
资产总计	28501	28757	29833	31485
流动负债	9753	9291	9270	9712
短期借款	810	760	760	760
应付账款	2691	2379	2383	2499
其他流动负债	6251	6152	6126	6452
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	11873	11851	12294
少数股东权益	-292	-232	-189	-141
股本	1351	1351	1351	1351
资本公积	4075	4075	4075	4075
留存收益	10946	11571	12626	13787
归属母公司股东权益	16458	17116	18171	19333
负债和股东权益	28501	28757	29833	31485

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	1850	2295	2699
净利润	1713	1663	1523	1678
折旧摊销	-101	60	43	48
财务费用	-300	-270	-224	-227
投资损失	0	0	0	0
营运资金变动	-701	507	-2	-173
其他经营现金流	1963	-111	955	1374
投资活动现金流	-237	-886	-956	-996
资本支出	760	685	744	774
长期投资	0	0	0	0
其他投资现金流	-997	-1571	-1700	-1771
筹资活动现金流	-31	-307	-288	-242
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	-257	-288	-242
现金净增加额	2307	657	1051	1461

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	15200	15224	15966
营业税金及附加	2030	1909	1920	2016
营业费用	5905	5897	5801	6010
管理费用	1412	1403	1369	1372
财务费用	-300	-270	-224	-227
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	160	80	80
营业利润	1855	2000	2121	2386
营业外收入	559	659	462	462
营业外支出	139	200	200	200
利润总额	2275	2460	2382	2648
所得税	663	736	816	922
净利润	1612	1723	1566	1725
少数股东损益	-101	60	43	48
归属母公司净利润	1713	1663	1523	1678
EBITDA	2059	2531	2772	3035
EPS (元)	1.27	1.23	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	7.8	6.0	12.5
归属于母公司净利润(%)	-13.9	-2.9	-8.5	10.2
获利能力	-	-	-	-
毛利率(%)	37.8	41.5	41.7	41.8
净利率(%)	6.2	6.4	5.8	6.1
ROE(%)	10.8	9.9	8.6	8.9
ROIC(%)	4.4	7.4	8.4	9.7
偿债能力	-	-	-	-
资产负债率(%)	43.3	41.3	39.7	39.0
净负债比率(%)	-31.0	-34.0	-37.8	-43.1
流动比率	1.22	1.32	1.44	1.54
速动比率	1.00	1.11	1.23	1.33
营运能力	-	-	-	-
总资产周转率	1.00	0.91	0.89	0.90
应收账款周转率	227.1	227.0	234.9	240.0
应付账款周转率	6.8	6.2	6.6	6.8
每股指标(元)	-	-	-	-
每股收益(最新摊薄)	1.27	1.23	1.13	1.24
每股经营现金流(最新摊薄)	1.91	1.37	1.70	2.00
每股净资产(最新摊薄)	12.18	12.67	13.45	14.31
估值比率	-	-	-	-
P/E	24.5	25.2	27.6	25.0
P/B	2.5	2.5	2.3	2.2
EV/EBITDA	21.1	17.2	15.7	14.4

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股份有限公司（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。

平安证券股份有限公司 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