

青岛啤酒 (600600)

行业新变化，青啤新机会

投资评级：增持（首次）

2017年03月29日

投资要点：

■ **啤酒国内产量增速改善，行业竞合可能产生新变化。**17年1-2月啤酒行业销量同比降0.1%，降幅较前几年有明显收窄，主因在于经历三年连续下滑后基数已低，往未来展望由于消费习惯改变、竞品持续挤压、啤酒重度消费群体数量递减等原因，行业总量大体维持现有水平。重啤示范效应明显，各企业策略可能从“抢市场”向“获利润”转变，目前已有企业已经或计划关闭效益差工厂，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，企业净利率将有明显提升，行业新变化值得关注。目前啤酒行业呈3+2格局，雪花、青岛与百威三家全国性公司是行业主要玩家。短期雪花与百威产品、渠道错位，青啤与两家均有交集，青啤朝日20%股权花落谁家或将带来行业新变化。

■ **产品升级+创新营销，青啤3Q16销量降幅收窄。**15年开始青啤销量-7.3%，呈现明显下滑趋势，主因在于一方面行业整体增速下降；另一方面内部渠道结构转变调整，稳定性变弱。公司3Q16销量同比降0.8%，降幅收窄，外部原因在于行业整体略有改善，内部原因在于，一是公司产品升级，先后推出了精酿、原浆等产品迎合消费趋势，完善产品结构；二是创新营销，如开展体育营销、搭建电商平台等。我们预计16年公司销量下滑幅度在6%左右，16年收入263亿，同比-5%。利润方面受到补缴以前年度差异税款，估计净利10.4亿，同比-39%。

■ **行业企稳+产品可能提价，公司17年呈现向好趋势。**当前行业销量有企稳表现，草根调研了解到1Q17百威、华润等销量略有增长，青啤、燕京仍等有约1%下滑，延续2H16以来改善趋势。受到包材价格及运费上涨影响，啤酒成本端出现压力，我们估计厂家大概率会提价，幅度可能在5%左右，覆盖成本后略有节余。行业销量企稳+产品可能提价，预计青啤17年营收大概率转正。

■ **盈利预测与投资建议：**预计16-18年EPS为0.77、1.05、1.11元，同比增-39%、37%、5%，最新股价对应PE分别为44、32、31倍。考虑到行业竞合可能带来整体利润率提升，竞争格局改变将给公司带来改善机会，提价可覆盖成本上行，首次覆盖给予“增持”投资评级。

■ **风险提示：**啤酒销售持续大幅下滑、原料成本上涨幅度超预期。

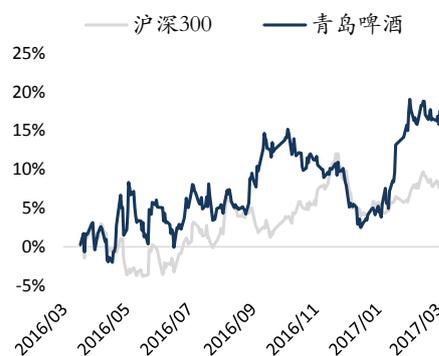
证券分析师 马浩博

执业资格证书号码：S0600515090002

mahb@dwzq.com.cn

021-60199762

股价走势



市场数据

收盘价(元)	33.56
一年最低价/最高价	27.7/34.04
市净率	2.65
流通市值(亿)	233.55

基础数据

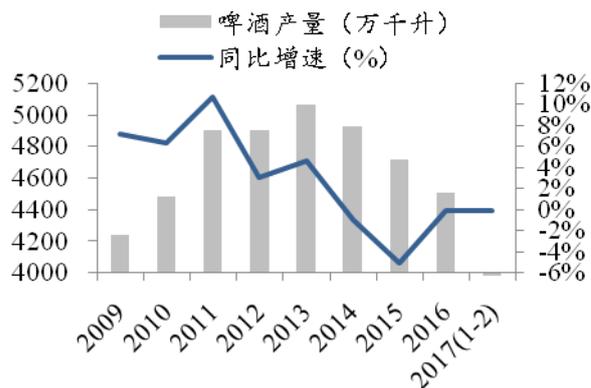
每股净资产	12.22
资产负债率	45.12
总股本(百万股)	1350.98
流通股A股(百万股)	695.91

1. 产量降幅收窄，结构升级持续，关注行业竞争

1.1. 产量略有改善，总量大体稳定

国内啤酒产量降幅收窄，估计未来行业总量持平。17 年 1-2 月啤酒行业销量同比降 0.1%，降幅较前几年有明显收窄，主因在于经历三年连续下滑后基数已低，往未来展望由于消费习惯改变、竞品持续挤压、啤酒重度消费群体数量递减等原因，行业总量大体维持现有水平。

图表 1：啤酒产量降幅收窄



资料来源：wind，东吴证券研究所

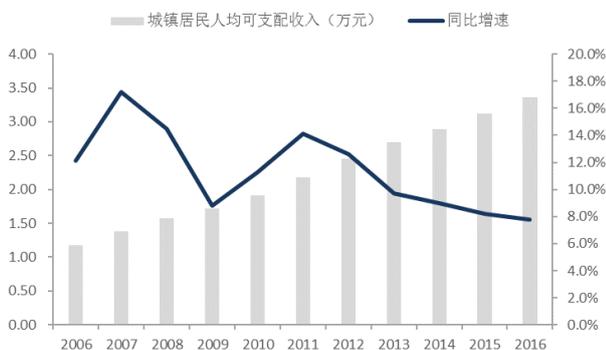
1.2. 结构升级持续

高端啤酒占比持续上升。低端啤酒虽是国内啤酒消费主力，占比持续下滑，从 05 年的 92% 下降 14pct 至 15 年 78%。同期中高端啤酒实现快于行业的增长。目前高端啤酒（零售价在 8 元/500ml 以上）销量占比已达 10%，其中消费大省广东、福建高端啤酒销量占比达 20%。

两大因素驱动结构持续升级。往未来展望，收入提升与消费需求转变两大驱动因素持续发酵，预计啤酒行业将延续结构升级趋势。

1) 人均收入稳步提升：近年来，我国城镇居民人均可支配收入稳步上升，从而给予中高端啤酒市场需求以稳定支撑，预计未来中高端啤酒销量占比会进一步提高。

图表 2：城镇居民人均收入



资料来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

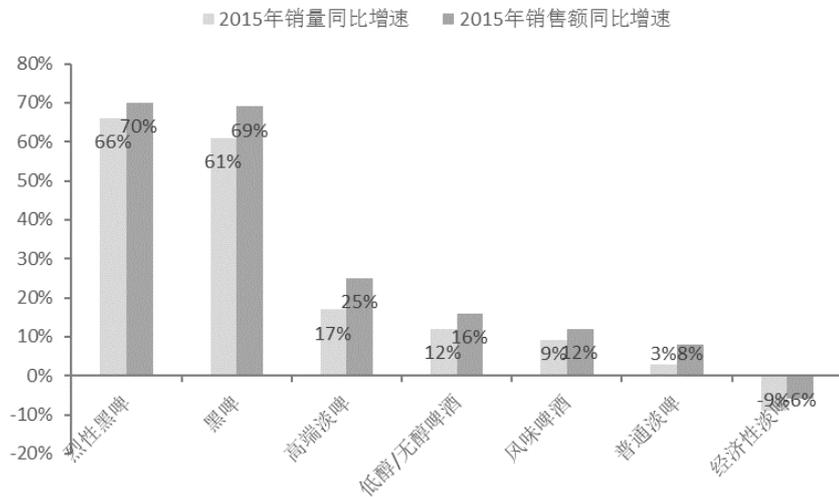
图表 3：国内啤酒产量



资料来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

消费者对啤酒需求正逐渐转变。直接原因可能是收入增长，财富增加。表现为：一是消费者对中高端啤酒需求旺盛，体现在中高端啤酒销量增速持续高于低端啤酒销量增速；二是消费者开始追求更好的口感和多样化的种类，体现在进口啤酒数量持续增长。

图表 4: 国内啤酒细分品类增速



资料来源: EuroMonitor, , 东吴证券研究所

1.3. 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，行业总量难有大幅增长。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

2. 啤酒行业具有较强提价预期

成本上行压力增大，啤酒行业具有提价预期。出于环保压力，4Q16 很多中小纸商企业关停，导致纸箱价格快速上行（估计涨幅约 30%）。大部分啤酒中高档酒，包括青岛、雪花、百威英博、燕京、嘉士伯等均用纸箱化的产品，纸箱占成本 8%-10%。由于纸箱无期货，无法套期保值只能随行就市，给啤酒企业带来较大压力。我们认为 2Q17，部分啤酒产品具有涨价预期。根据渠道调研，雪花在强势市场会有价格修正，比如东北（黑龙江）已经有涨价方案，其他企业预计也会在强势市场通过涨价缓解纸箱成本上升的压力。

预计提价幅度约 5%，大部分转嫁给渠道。考虑到提价除覆盖成本上涨外还应略有节余，我们预计本轮提价幅度在 5% 左右。不同渠道转嫁效果不同，如占比 5% 的现代商超渠道利润率较低（8%-10%），大概率会以提高终端价的方式转嫁到消费者；传统渠道、餐饮、夜场等利润率较高（超 50%），提价很可能会转价给渠道而非消费者。由于渠道本身利润丰厚，并不会影响出货动力，且成本上涨是行业共行，因此本轮提价对销量的负面影响有限。

3. 3Q16 青啤略有改善，17 年趋势向好

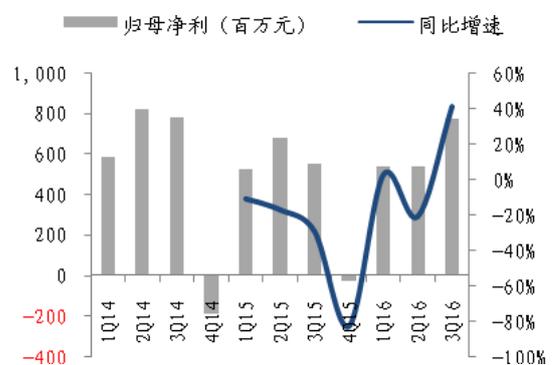
3Q16 青啤酒业绩有改善趋势。青啤 3Q16 收入、利润分别增 0.5%、41%，主因在于三得利并表提振业绩。从销售情况来看，3Q16 公司销量 -0.8%，已有较大幅度改善。外部原因在于行业整体略有改善，内部原因在于，一是公司产品升级，先后推出了精酿、原浆等产品迎合消费趋势，完善产品结构；二是创新营销，如开展体育营销、搭建电商平台等。3Q16 毛利率 46.6% 同比增 8.1pct，原因一是收购上海投资公司股权，产品采购由外购模式转为内部交易致成本下降；二是主要原料大麦等价格下行。销售费用率增 4.1pct，与部分地区市场投放费用增加有关。收购上海投资公司股权导致营业外收入与投资收益大增，带动单季度净利增 41%。

图表 5: 3Q16 公司收入同比增 0.5%



资料来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

图表 6: 3Q16 公司净利同比增 41.1%



资料来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

我们预计 17 年青啤整体趋势向好。主要考虑，一是行业销量企稳，预计青啤 17 年销量可同比持平；二是产品结构提升，精酿、原浆等新品占比提升；三是具有提价预期，估计公司营收增速大概率转正。考虑到 16 年补缴以前年度差异税款拉低基数，17 年净利可能实现大幅增长。此外，啤酒行业可能出现的整合也值得关注。

图表 7: 青岛啤酒三年预测财务报表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2015	2016E	2017E	2018E		2015	2016E	2017E	2018E
流动资产	11887.3	12013.3	12822.8	13859.6	营业收入	27634.7	26270.7	26575.6	27909.4
现金	8401.8	8808.7	9589.2	10472.8	营业成本	17192.1	15370.4	15474.7	16227.9
应收款项	341.4	310.9	310.9	320.4	营业税金及附加	2030.4	1970.3	1993.2	2093.2
存货	2182.4	1974.1	1992.6	2089.6	营业费用	5904.5	6068.5	6112.4	6363.4
其他	961.7	919.5	930.1	976.8	管理费用	1412.4	1576.2	1461.7	1507.1
非流动资产	16613.3	16828.3	17163.6	17447.1	财务费用	-299.6	-82.2	-77.2	-85.6
长期股权投资	1507.7	1496.4	1496.3	1504.7	投资净收益	462.4	171.0	80.0	80.0
固定资产	10190.9	10552.7	11023.4	11433.9	其他	-2.1	-2.1	-2.1	-2.1
无形资产	2707.1	2571.7	2436.4	2301.0	营业利润	1855.2	1536.3	1688.8	1881.4
其他	2207.5	2207.5	2207.5	2207.5	营业外净收支	419.7	420.5	279.0	251.0
资产总计	28500.6	28841.6	29986.4	31306.7	利润总额	2274.8	1956.8	1967.8	2132.4
流动负债	9753.0	9411.5	9656.7	10035.5	所得税费用	662.8	978.4	629.7	725.0
短期借款	811.2	1270.0	1427.0	1450.0	少数股东损益	-101.1	-61.4	-83.9	-88.3
应付账款	2691.1	2387.7	2467.5	2560.9	归属母公司净利润	1713.1	1039.8	1422.0	1495.7
其他	6250.6	5753.8	5762.2	6024.6	EBIT	3125.6	3255.5	3526.8	3811.1
非流动负债	2581.6	2677.1	2773.8	2870.9	EBITDA	4076.0	4091.5	4445.3	4814.4
长期借款	1.7	1.7	1.7	1.7	重要财务与估值指标	2015	2016E	2017E	2018E
其他	2579.9	2675.4	2772.1	2869.2	每股收益(元)	1.27	0.77	1.05	1.11
负债总计	12334.6	12088.6	12430.5	12906.4	每股净资产(元)	12.18	12.64	13.28	13.94
少数股东权益	-292.1	-328.9	-379.2	-432.2	发行在外股份(百万股)	1351.0	1351.0	1351.0	1351.0
归属母公司股东权益	16458.1	17081.9	17935.1	18832.5	ROIC(%)	5.2%	4.1%	6.4%	6.9%
负债和股东权益总计	28500.6	28841.6	29986.4	31306.7	ROE(%)	10.4%	6.1%	7.9%	7.9%
现金流量表 (百万元)	2015	2016E	2017E	2018E	毛利率(%)	37.8%	41.5%	41.8%	41.9%
经营活动现金流	2574.6	1594.9	2455.6	2754.5	EBIT Margin(%)	11.3%	12.4%	13.3%	13.7%
投资活动现金流	-236.7	-1230.8	-1263.3	-1295.6	销售净利率(%)	6.2%	4.0%	5.4%	5.4%
筹资活动现金流	-30.7	42.8	-411.8	-575.3	资产负债率(%)	43.3%	41.9%	41.5%	41.2%
现金净增加额	2309.0	407.0	780.4	883.6	收入增长率(%)	-4.9%	-4.9%	1.2%	5.0%
折旧和摊销	950.4	835.9	918.5	1003.3	净利润增长率(%)	-13.9%	-39.3%	36.8%	5.2%
资本开支	-763.4	-1242.2	-1263.4	-1287.1	P/E	26.80	44.16	32.29	30.70
营运资本变动	676.0	-246.0	163.3	306.4	P/B	2.79	2.69	2.56	2.44
企业自由现金流	3758.9	1626.6	2216.7	2537.9	EV/EBITDA	14.29	14.18	13.13	12.22

资料来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘在 5% 以上；

中性：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；

减持：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘在 -5% 以下。

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：(0512) 62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>