

食品饮料/必需消费

青岛啤酒 (600600)

行业景气低迷、竞争加剧，短期业绩承压

——青岛啤酒 2015 年中报点评

	闫伟 (分析师)	区少萍 (研究助理)	胡春霞 (分析师)
	021-38674873	0755-23976861	021-38676186
	yanwei@gtjas.com	oushaoping@gtjas.com	huchunxia@gtjas.com
证书编号	S0880515080002	S0880115040044	S0880511010015

本报告导读：

业绩略低于市场预期。受竞争对手冲击公司市占率略有下降，预计短期销量仍难乐观；

H1 固定成本占比提升致盈利水平下降，行业竞争加剧下预计销售费用率仍将高企。

投资要点：

- **维持“谨慎增持”**：因行业景气低迷及竞争加剧，下调 2015、2016 年 EPS 预测为 1.38、1.47 元（前次预测为 1.50、1.69 元）；因相比前次预测行业估值中枢明显下降，参考可比公司给予 2016 年 25 倍 PE，下调目标价至 37 元（前次预测为 53.34 元），维持谨慎增持。
- **业绩略低于市场预期**：2015H1 公司营业收入、归母净利润 160.7 亿、12.0 亿元，同比降 5.2%、14.7%，扣非归母净利润 10.4 亿元，同比降 16.6%；EPS 为 0.887 元；Q2 收入、净利同比降 6.9%、17.3%。H1 销售商品收现 171.8 亿元，经营现金流 44.2 亿元、同比增 11.2%。
- **受竞争对手冲击市占率略有下降，预计短期内销量仍难乐观**。因行业景气低迷及竞争加剧，H1 公司共销售啤酒 492 万吨，同比降 7.4%，市场份额同比降 0.5pct 至 20%；其中，华东、东南、华南市场受 ABI 竞争冲击较大（三大区域 H1 收入增速分别降 15%、11%、8%；同期 ABI 中国销量内生增长 1.7%、收入增 10.2%，市占率升 2pct 至 15.8%）。分产品看，非超高端主品牌及副品牌销量分别降 12.3%、8.1%，超高端销量因渠道相对稳定仍保持 3% 增长。预期公司啤酒销量短期内仍难乐观，估算全年销量降 5%-7%。
- **销量下降固定成本占比提升导致盈利水平下降，竞争加剧下预计销售费用率仍将高企**。因超高端占比提高，H1 公司啤酒吨价升 2.3%，但销量下降使固定成本占比提升、吨成本同比升 4.5%，毛利率降 1.3pct 至 38.9%，净利率同比降 0.8pct 至 7.5%。H1 销售费用同比减少 9%、销售费用率下降 0.9pct，但行业竞争加剧之下，预计未来销售费用率仍将高企。

风险提示：气温偏低或经济下行使销量增长低于预期、竞争加剧

财务摘要 (百万元)	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	28,291	29,049	28,102	29,564	31,104
(+/-)%	10%	3%	-3%	5%	5%
经营利润 (EBIT)	1,872	1,922	1,851	2,067	2,300
(+/-)%	-4%	3%	-4%	12%	11%
净利润	1,973	1,990	1,861	1,981	2,184
(+/-)%	12%	1%	-6%	6%	10%
每股净收益 (元)	1.46	1.47	1.38	1.47	1.62
每股股利 (元)	0.45	0.45	0.45	0.45	0.45

利率和估值指标	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
经营利润率 (%)	6.6%	6.6%	6.6%	7.0%	7.4%
净资产收益率 (%)	14.1%	12.9%	11.2%	11.0%	11.2%
投入资本回报率 (%)	22.6%	18.2%	19.2%	22.4%	27.5%
EV/EBITDA	14.3	14.1	13.5	11.9	10.2
市盈率	23.4	23.2	24.8	23.3	21.1
股息率 (%)	1.3%	1.3%	1.3%	1.3%	1.3%

评级：谨慎增持

上次评级：谨慎增持

目标价格：37.00

上次预测：53.34

当前价格：34.12

2015.08.31

交易数据

52 周内股价区间 (元)	29.00-60.21
总市值 (百万元)	46,096
总股本/流通 A 股 (百万股)	1,351/696
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/655
流通股比例	100%
日均成交量 (百股)	1239.48
日均成交值 (百万元)	542.86

资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	15,973
每股净资产	11.82
市净率	2.9
净负债率	-58.24%

EPS (元)	2014A	2015E
Q1	0.43	0.39
Q2	0.61	0.50
Q3	0.57	0.56
Q4	-0.14	-0.07
全年	1.47	1.38

52 周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	-9%	-31%	-13%
相对指数	3%	-1%	-59%

相关报告

《聚焦结构升级及基地扩张，期待下半年恢复增长》2015.06.23

《业绩低于预期，期待下半年增速改善》2015.03.31

《业绩符合预期，不利天气致三季度销量偏弱》2014.10.30

《业绩平稳，市场份额持续快速提升》2014.08.29

《董事会平稳换届，启动黄河流域基地带》

模型更新时间: 2015.08.31

股票研究

必需消费

食品饮料

青岛啤酒 (600600)

评级: 谨慎增持

上次评级: 谨慎增持

目标价格: 37.00

上次预测: 53.34

当前价格: 34.12

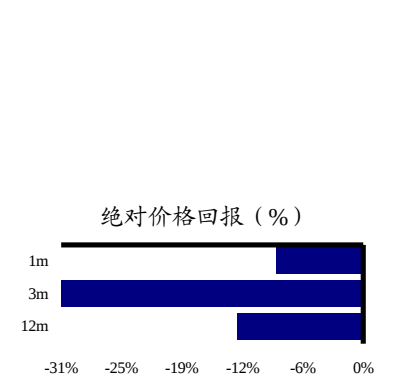
公司网址

www.tsingtao.com.cn

公司简介

公司是中国啤酒行业品牌溢价能力、盈利能力最强的公司,产品远销美国、日本、德国、法国、英国、意大利、加拿大、巴西、墨西哥等世界 70 多个国家和地区。

全球啤酒行业权威报告 BarthReport 依据产量排名,公司为世界第六大啤酒厂商。



52 周价格范围 29.00-60.21
市值 (百万) 46,096

财务预测 (单位: 百万元)

损益表

	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E	2018E
营业总收入	28,291	29,049	28,102	29,564	31,104	32,724
营业成本	17,008	17,899	17,314	18,081	18,882	19,718
税金及附加	2,228	2,183	2,110	2,220	2,336	2,458
销售费用	5,611	5,683	5,508	5,809	6,127	6,463
管理费用	1,573	1,362	1,318	1,387	1,459	1,535
EBIT	1,872	1,922	1,851	2,067	2,300	2,551
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	229	24	26	26	26	26
财务费用	-251	-335	-133	-180	-221	-267
营业利润	2,351	2,284	2,010	2,272	2,546	2,843
所得税	692	663	621	661	728	802
少数股东损益	2	29	28	29	32	36
净利润	1,973	1,990	1,861	1,981	2,184	2,405

资产负债表

货币资金、交易性金融资产	8,532	6,389	7,839	9,555	11,813	14,052
其他流动资产	655	954	913	913	913	913
长期投资	1,280	1,548	1,549	1,549	1,550	1,550
固定资产合计	9,252	10,189	10,007	9,793	9,547	9,271
无形及其他资产	3,858	4,197	4,289	4,314	4,337	4,358
资产合计	27,365	27,004	28,377	30,250	32,218	34,562
流动负债	11,114	9,228	9,238	9,707	10,063	10,571
非流动负债	2,378	1,997	2,079	2,081	2,084	2,088
股东权益	14,021	15,378	16,564	17,937	19,514	21,310
投入资本(IC)	6,139	7,937	7,254	6,942	6,295	5,892

现金流量表

NOPLAT	1,387	1,447	1,393	1,556	1,731	1,920
折旧与摊销	885	933	983	1,016	1,048	1,081
流动资金增量	1,619	-346	-63	122	424	148
资本支出	-2,025	-1,943	-394	-427	-427	-427
自由现金流	1,866	91	1,919	2,267	2,776	2,722
经营现金流	3,401	1,691	2,172	2,724	3,265	3,246
投资现金流	-1,496	-1,360	-370	-402	-402	-402
融资现金流	-778	-2,455	-353	-606	-605	-605
现金流净增加额	1,128	-2,124	1,450	1,716	2,258	2,239

财务指标

成长性

收入增长率	9.7%	2.7%	-3.3%	5.2%	5.2%	5.2%
EBIT 增长率	-3.8%	2.7%	-3.7%	11.7%	11.3%	10.9%
净利润增长率	12.2%	0.8%	-6.5%	6.4%	10.2%	10.1%
利润率	39.9%	38.4%	38.4%	38.8%	39.3%	39.7%
毛利率	6.6%	6.6%	6.6%	7.0%	7.4%	7.8%
EBIT 率	7.0%	6.9%	6.6%	6.7%	7.0%	7.3%

收益率

净资产收益率(ROE)	14.1%	12.9%	11.2%	11.0%	11.2%	11.3%
总资产收益率(ROA)	7.2%	7.4%	6.6%	6.5%	6.8%	7.0%
投入资本回报率(ROIC)	22.6%	18.2%	19.2%	22.4%	27.5%	32.6%

运营能力

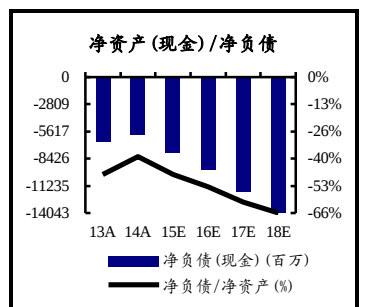
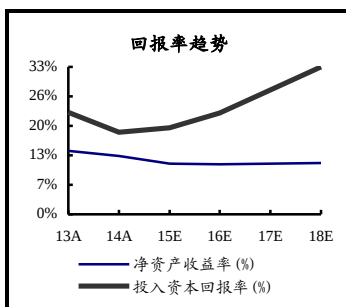
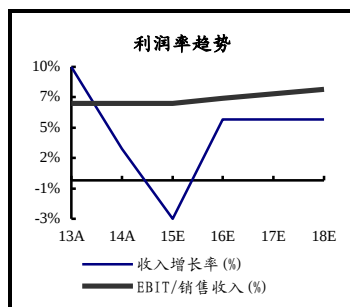
存货周转天数	53	51	51	51	51	51
应收账款周转天数	2	2	2	2	2	2
总资产周转天数	329	342	360	362	367	372
净利润现金含量	1.72	0.85	1.17	1.38	1.49	1.35
资本支出/收入	7%	7%	1%	1%	1%	1%

偿债能力

资产负债率	49.3%	41.6%	39.9%	39.0%	37.7%	36.6%
净负债率	-47.3%	-38.7%	-47.3%	-53.2%	-60.5%	-65.9%

估值比率

PE	23.4	23.2	24.8	23.3	21.1	19.2
PB	3.3	3.0	2.8	2.6	2.4	2.2
EV/EBITDA	14.3	14.1	13.5	11.9	10.2	8.8
P/S	1.6	1.6	1.6	1.6	1.5	1.4
股息率	1.3%	1.3%	1.3%	1.3%	1.3%	1.3%



本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地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，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（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本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gt.jaresearch@gt.jas.com		