



青岛啤酒

业绩不佳，但股价已基本反映：青岛啤酒 15 年业绩预览

业绩预览

受益于资产处置收益，4 季度盈利得以摆脱困境

受益于 4 季度资产处置收益，我们预计 2015 年盈利将小幅高于市场预期，尽管同比下降 13.2%。受到销量下降 7.4% 的拖累，收入预计同比下降 5.7%。虽然自 2014 年下半年起公司市场份额不断降低，但其股价在过去一年大幅回调或已反映，目前处于低位。维持两地市场中性评级，并下调 2016 年底 A/H 目标价至 23.9 元和 28.5 港币。

关注要点

2016 年利好与利空：我们预计原材料成本将进一步下降，故可有更多费用投入市场。新产品系列将进一步满足消费升级趋势。但是，较弱的品牌力和坚持依赖大经销商的销售策略或将削弱公司的竞争力。另外，消费仍旧疲弱可能是另一个利空因素。

尚无额外利好事件的迹象：激励机制一直受到市场关注，但基于董事会即将重新选举和公司管理层对近期市场前景持保守态度，我们并不认为今年内会有任何动向。强强联合将是今年啤酒市场关注焦点，但青岛啤酒看起来并不是主角。

估值与建议

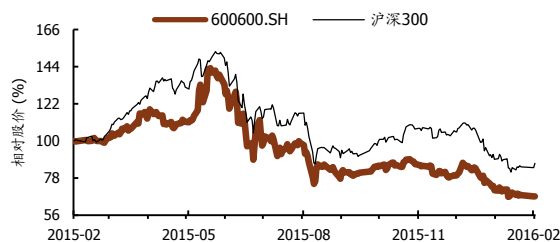
微调我们的盈利预测（分别调整 2015、2016 年盈利预测 +8.8%、-0.7%），并下调 DCF 模型中 EBIT 长期复合增长率和期末增长率的假设。将 2016 年底 A/H 股目标价自 31.3 元和 39.2 港币下调至 23.9 元和 28.5 港币，下调幅度分别为 23.6% 和 27.3%。公司目前交易于 22.2 倍市盈率和 11.5 倍 EV/EBITDA，估值基本合理。

风险

除需求疲弱以外，其他巨头强强联合可能会给公司带来更多竞争压力。

维持中性

股票代码	600600.SH	00168.HK
评级	中性	中性
最新收盘价	人民币 27.26	港币 28.90
目标价	人民币 23.90	港币 28.50
52 周最高价/最低价	人民币 59.48~25.89	港币 58.41~26.75
总市值(亿)	人民币 348	港币 409
30 日均成交额(百万)	人民币 65.84	港币 65.41
发行股数(百万)	1,351	1,351
其中：自由流通股(%)	52	48
30 日均成交量(百万股)	2.40	2.28
主营行业		食品饮料



(人民币 百万)	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	29,049	27,388	26,739	26,836
增速	2.7%	-5.7%	-2.4%	0.4%
归属母公司净利润	1,990	1,727	1,657	1,678
增速	0.8%	-13.2%	-4.0%	1.3%
每股净利润	1.47	1.28	1.23	1.24
每股净资产	11.39	12.22	13.06	13.93
每股股利	0.45	0.39	0.37	0.38
每股经营现金流	1.25	1.63	1.67	2.01
市盈率	18.5	21.3	22.2	21.9
市净率	2.4	2.2	2.1	2.0
EV/EBITDA	10.7	11.1	11.5	10.7
股息收益率	1.7%	1.4%	1.4%	1.4%
平均总资产收益率	7.3%	6.3%	5.9%	5.7%
平均净资产收益率	13.5%	10.8%	9.7%	9.2%

资料来源：彭博资讯，公司信息，中金公司研究部

袁霏阳

分析员

feiyang.yuan@cicc.com.cn

SAC 执证编号：S0080511030012

SFC CE Ref: AIZ727



财务报表和主要财务比率

财务报表 (百万元)	2014A	2015E	2016E	2017E
利润表				
营业收入	29,049	27,388	26,739	26,836
营业成本	17,899	17,010	16,584	16,662
营业税金及附加	2,183	2,058	2,009	2,016
营业费用	5,683	5,532	5,348	5,367
管理费用	1,362	1,342	1,257	1,234
财务费用	-335	-266	-341	-340
其他	0	0	0	0
营业利润	2,260	1,712	1,883	1,897
营业外收支	423	689	389	389
利润总额	2,683	2,401	2,273	2,286
所得税	663	648	591	583
少数股东损益	29	26	25	25
归属母公司净利润	1,990	1,727	1,657	1,678
EBITDA	2,872	2,787	2,636	2,698
资产负债表				
货币资金	6,389	6,247	6,814	8,365
应收账款及票据	666	638	627	628
预付款项	192	182	178	178
存货	2,487	2,363	2,304	2,083
其他流动资产	619	628	632	632
流动资产合计	10,352	10,058	10,555	11,886
固定资产及在建工程	10,171	11,390	12,040	12,129
无形资产及其他长期资产	2,813	2,603	2,408	2,229
非流动资产合计	16,652	17,661	18,117	18,025
资产合计	27,004	27,719	28,671	29,911
短期借款	433	433	433	433
应付账款及票据	8,001	7,616	7,431	7,465
其他流动负债	794	749	732	734
流动负债合计	9,228	8,798	8,596	8,632
应付长期债券	0	0	0	0
非流动负债合计	2,488	2,488	2,488	2,488
负债合计	11,717	11,287	11,084	11,121
股东权益合计	15,388	16,507	17,637	18,816
少数股东权益	-100	-75	-50	-25
负债及股东权益合计	27,004	27,719	28,671	29,911
现金流量表				
净利润	1,990	1,727	1,657	1,678
折旧和摊销	922	991	1,044	1,091
营运资本变动	-263	-278	-131	256
其他	-959	0	0	0
经营活动现金流	1,691	2,200	2,253	2,710
投资活动现金流入	1,048	0	0	0
投资活动现金流出	-458	0	0	0
投资活动现金流	-1,360	-2,000	-1,500	-1,000
股权融资	0	0	0	0
银行借款	0	0	0	0
其他	0	0	0	0
筹资活动现金流	-2,455	-342	-185	-159
汇率变动对现金的影响	-5	0	0	0
现金净增加额	-2,129	-142	568	1,550

资料来源: 公司数据, 中金公司研究部

主要财务比率	2014A	2015E	2016E	2017E
成长能力				
营业收入	2.7%	-5.7%	-2.4%	0.4%
营业利润	6.5%	-24.3%	10.0%	0.7%
EBITDA	-3.6%	-3.0%	-5.4%	2.4%
净利润	0.8%	-13.2%	-4.0%	1.3%
盈利能力				
毛利率	38.4%	37.9%	38.0%	37.9%
营业利润率	7.8%	6.2%	7.0%	7.1%
EBITDA 利润率	9.9%	10.2%	9.9%	10.1%
净利率	6.9%	6.3%	6.2%	6.3%
偿债能力				
流动比率	1.12	1.14	1.23	1.38
速动比率	0.85	0.87	0.96	1.14
现金比率	0.69	0.71	0.79	0.97
资产负债率	43.4%	40.7%	38.7%	37.2%
净债务资本比率	净现金	净现金	净现金	净现金
回报率分析				
总资产收益率	7.3%	6.3%	5.9%	5.7%
净资产收益率	13.5%	10.8%	9.7%	9.2%
每股指标				
每股净利润 (元)	1.47	1.28	1.23	1.24
每股净资产 (元)	11.39	12.22	13.06	13.93
每股股利 (元)	0.45	0.39	0.37	0.38
每股经营现金流 (元)	1.25	1.63	1.67	2.01
估值分析				
市盈率	18.5	21.3	22.2	21.9
市净率	2.4	2.2	2.1	2.0
EV/EBITDA	10.7	11.1	11.5	10.7
股息收益率	1.7%	1.4%	1.4%	1.4%

公司简介

青岛啤酒股份有限公司是中国盈利能力最强的啤酒制造和销售公司, 主品牌青岛啤酒是国内知名度最高的本土啤酒品牌。2013 年公司啤酒销量在中国排名第二, 盈利能力排名第一, 产品远销美国、日本、德国、法国等世界 70 多个国家和地区。全球啤酒行业权威报告 Barth Report 依据产量排名, 公司为世界第六大啤酒厂商。



业绩预览完整版

我们预计 2015 年啤酒销量 850 万千升，同比下降 7.4%，主品牌下降幅度相同。受益于罐装啤酒在现代渠道的强劲增长，高端产品持平。产品结构小幅提升带动吨价上升 1~2 个百分点，但吨价和销量表现均低于行业平均显示市场占有率持续下滑。

受到销量下降和渠道返点增加影响，毛利率小幅下滑。销售费用率因激烈竞争上涨。息税前利润率下滑 1.3 个百分点至 5.3%。幸好持续的政府补贴和一次性资产处置收益抵销了由于亏损子公司增多而带来的税率上升影响，盈利预计下滑 13.2% 至 17.5 亿，净利率下滑 0.6 个百分点。

青岛啤酒的净现金一如既往处于安全位置。尽管 2015 年年度资本支出 18 亿，预计年末现金余额仍然保持在 70 亿元左右。但因觊觎行业整合机会，强劲现金暂不会转化成更高的派息率。

图表 1：关键假设

人民币 百万元	2012A	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
销售收入	25,782	28,291	29,049	27,388	26,739	26,836
销售成本	15,434	17,008	17,899	17,010	16,584	16,662
毛利率	40%	40%	38%	38%	38%	38%
主营业务税金及附加	2,201	2,228	2,183	2,058	2,009	2,016
销售费用	4,931	5,611	5,683	5,532	5,348	5,367
销售费用率	19%	20%	20%	20%	20%	20%
管理费用	1,269	1,573	1,362	1,342	1,257	1,234
管理费用率	5%	6%	5%	5%	5%	5%
所得税率	26%	26%	25%	27%	26%	26%
净利润	1,759	1,973	1,990	1,727	1,657	1,678
净利润率	7%	7%	7%	6%	6%	6%
摊薄每股收益(元)	1.30	1.46	1.47	1.28	1.23	1.24
同比增速	1%	12%	1%	-13%	-4%	1%

资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 2：盈利预测调整

人民币 百万元	2015E			2016E			2017E		
	调整前	调整后	变动	调整前	调整后	变动	调整前	调整后	调整前
收入	27,182	27,388	0.8%	29,713	26,739	-10.0%	32,483	26,836	-17.4%
毛利率	36.7%	37.9%	1.2%	37.2%	38.0%	0.8%	37.7%	37.9%	0.2%
销售费用	5,273	5,532	4.9%	6,002	5,348	-10.9%	6,562	5,367	-18.2%
销售费用率	19.4%	20.2%	0.8%	20.2%	20.0%	-0.2%	20.2%	20.0%	-0.2%
管理费用	1,305	1,342	2.9%	1,426	1,257	-11.9%	1,559	1,234	-20.8%
管理费用率	4.8%	4.9%	0.1%	4.8%	4.7%	-0.1%	4.8%	4.6%	-0.2%
营业利润	1,678	2,062	22.8%	1,788	1,933	8.1%	2,078	1,947	-6.3%
营业利润率	6.2%	7.5%	1.4%	6.0%	7.2%	1.2%	6.4%	7.3%	0.9%
所得税率	25.0%	27.0%	2.0%	25.0%	26.0%	1.0%	25.0%	25.5%	0.5%
净利润	1,588	1,727	8.8%	1,669	1,657	-0.7%	1,883	1,678	-10.9%
净利润率	5.8%	6.3%	0.5%	5.6%	6.2%	0.6%	5.8%	6.3%	0.5%
每股收益(元)	1.18	1.28	8.8%	1.24	1.23	-0.7%	1.39	1.24	-10.9%

资料来源：公司数据，中金公司研究部



图表 3: DCF 模型

人民币百万元	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
息税前利润	1,542	1,556	1,634	1,716	1,802	1,892	1,986	2,085	2,190	2,299
同比变化(%)	6.7%	0.9%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%
自由现金流	339	1,296	1,410	1,531	1,657	1,790	1,930	2,076	2,230	2,392
同比变化(%)	-165.8%	282.0%	8.9%	8.5%	8.3%	8.0%	7.8%	7.6%	7.4%	7.2%
期末增长率	1.0%									
加权资本成本	8.6%									
税后债务成本率	4.5%									
股本成本率	9.1%									
无风险回报率	2.8%									
风险补偿率	6.3%									
Beta 系数	1.0									
最优资本结构	10.0%									
自由现金流贴现值								10,913		
期末价值折现金额								14,997		
企业价值								25,910		
净现金(债务)								6,379		
权益价值								32,289		
每股价值 (RMB)								23.9		

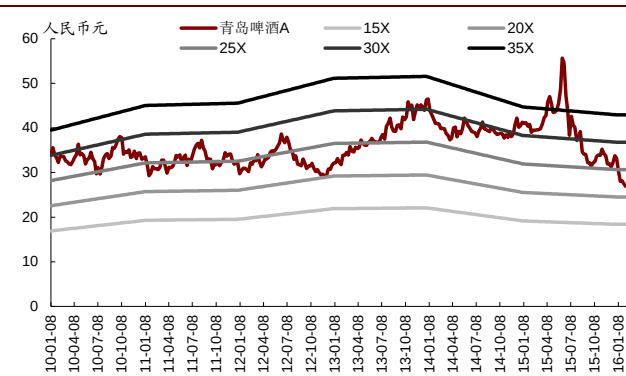
资料来源: 公司数据, 中金公司研究部

图表 4: 可比公司估值

公司	代码	市值		市盈率		市净率		净资产收益		分红收益率		EV/EBITDA	
	2016-2-16	美元	百万元	2015E	2016E	2015E	2016E	2015E	2016E	2015E	2016E	2015E	2016E
朝日集团*	2502 JP Equity		13,846	17.3	15.7	1.6	1.5	9.4	9.7	1.7	1.9	9.8	9.5
嘉士伯*	CARLB DC Equity		14,175	20.7	18.0	1.9	1.8	9.1	9.7	1.6	1.8	10.2	9.7
喜力*	HEIA NA Equity		48,056	19.3	17.9	2.8	2.6	14.6	14.6	1.9	2.1	11.1	10.4
百威*	ABI BB Equity		191,784	23.2	23.2	3.7	3.5	16.1	15.3	3.0	3.0	15.6	15.2
麒麟*	2503 JP Equity		11,160	21.1	18.2	1.6	1.5	7.5	8.2	2.7	2.8	9.0	8.6
SAB米勒*	SAB LN Equity		103,522	28.8	27.7	4.2	4.0	14.7	14.4	1.8	1.9	29.2	28.1
青岛啤酒A	600600 CH Equity		5,428	21.3	22.2	2.2	2.1	10.5	9.4	1.4	1.4	11.1	11.5
青岛啤酒H	168 HK Equity		5,311	18.9	19.7	2.0	1.8	10.5	9.4	1.6	1.5	9.6	9.9
华润啤酒	0291.HK		3,889	33.9	29.9	2.1	2.1	2.9	7.1	n.m	2.1	15.7	14.1
燕京啤酒	000729 CH Equity		2,923	27.4	26.2	1.5	1.4	5.4	5.4	1.5	1.5	10.9	10.2

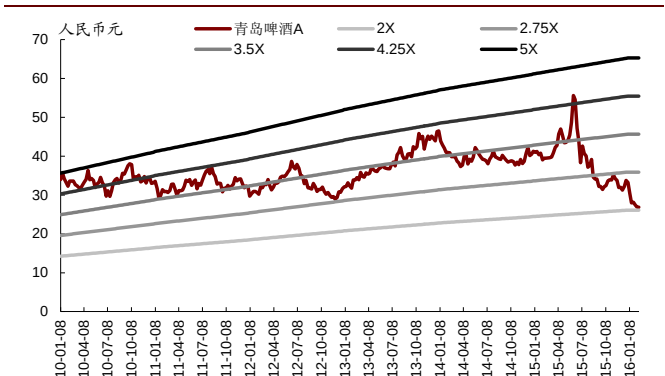
资料来源: 彭博资讯, 公司数据, 中金公司研究部; 注: *基于彭博一致预期。

图表 5: 市盈率



资料来源: 彭博资讯, 公司数据, 中金公司研究部

图表 6: 市净率



资料来源: 彭博资讯, 公司数据, 中金公司研究部



法律声明

一般声明

本报告由中国国际金融股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融股份有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中金公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。中金公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。中金公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告由受香港证券和期货委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。香港的投资者若有任何关于中金公司研究报告的问题请直接联系中国国际金融香港证券有限公司的销售交易代表。本报告作者的香港证监会中央编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）于新加坡向符合新加坡《证券期货法》及《财务顾问法》定义下的认可投资者及/或机构投资者提供。提供本报告于此类投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第 36 条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可向中金新加坡提出。本报告无意也不应，以直接或间接的方式，发送或传递给任何位于新加坡的其他人士。

本报告由受金融市场行为监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）于英国提供。本报告有关的投资和服务仅向符合《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19（5）条、38 条、47 条以及 49 条规定的人士提供。本报告并未打算提供给零售客户使用。在其他欧洲经济区国家，本报告向被其本国认定为专业投资者（或相当性质）的人士提供。

本报告将依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

特别声明

在法律许可的情况下，中金公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到中金公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

研究报告评级分布可从 <http://www.cicc.com.cn/CICC/chinese/operation/page4-4.htm> 获悉。

个股评级标准：“确信买入”（Conviction BUY）：分析员估测未来 6~12 个月，某个股的绝对收益在 30% 以上；绝对收益在 20% 以上的个股为“推荐”、在 -10%~20% 之间的为“中性”、在 -10% 以下的为“回避”；绝对收益在 -20% 以下“确信卖出”（Conviction SELL）。星号代表首次覆盖或者评级发生其它除上、下方向外的变更（如*确信卖出 - 纳入确信卖出、*回避 - 移出确信卖出、*推荐 - 移出确信买入、*确信买入 - 纳入确信买入）。

行业评级标准：“超配”，估测未来 6~12 个月某行业会跑赢大盘 10% 以上；“标配”，估测未来 6~12 个月某行业表现与大盘的关系在 -10% 与 10% 之间；“低配”，估测未来 6~12 个月某行业会跑输大盘 10% 以上。

本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

V150707

编辑：江薇



北京

中国国际金融股份有限公司
北京市建国门外大街1号
国贸写字楼2座28层
邮编: 100004
电话: (86-10) 6505-1166
传真: (86-10) 6505-1156

深圳

中国国际金融股份有限公司深圳分公司
深圳市福田区深南大道7088号
招商银行大厦25楼2503室
邮编: 518040
电话: (86-755) 8319-5000
传真: (86-755) 8319-9229

上海

中国国际金融股份有限公司上海分公司
上海市浦东新区陆家嘴环路1233号
汇亚大厦32层
邮编: 200120
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 5888-8976

Singapore

China International Capital
Corporation (Singapore) Pte. Limited
#39-04, 6 Battery Road
Singapore 049909
Tel: (65) 6572-1999
Fax: (65) 6327-1278

香港

中国国际金融(香港)有限公司
香港中环港景街1号
国际金融中心第一期29楼
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

United Kingdom

China International Capital
Corporation (UK) Limited
Level 25, 125 Old Broad Street
London EC2N 1AR, United Kingdom
Tel: (44-20) 7367-5718
Fax: (44-20) 7367-5719

北京建国门外大街证券营业部

北京市建国门外大街甲6号
SK大厦1层
邮编: 100022
电话: (86-10) 8567-9238
传真: (86-10) 8567-9235

上海德丰路证券营业部

上海市奉贤区德丰路299弄1号
A座11楼1105室
邮编: 201400
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 6887-5123

南京汉中路证券营业部

南京市鼓楼区汉中路2号
亚太商务楼30层C区
邮编: 210005
电话: (86-25) 8316-8988
传真: (86-25) 8316-8397

厦门莲岳路证券营业部

厦门市思明区莲岳路1号
磐基中心商务楼4层
邮编: 361012
电话: (86-592) 515-7000
传真: (86-592) 511-5527

重庆洪湖西路证券营业部

重庆市北部新区洪湖西路9号
欧瑞蓝爵商务中心10层及欧瑞
蓝爵公馆1层
邮编: 401120
电话: (86-23) 6307-7088
传真: (86-23) 6739-6636

佛山季华五路证券营业部

佛山市禅城区季华五路2号
卓远商务大厦一座12层
邮编: 528000
电话: (86-757) 8290-3588
传真: (86-757) 8303-6299

宁波扬帆路证券营业部

宁波市高新区扬帆路999弄5号
11层
邮编: 315103
电话: (86-0574) 8907-7288
传真: (86-0574) 8907-7328

北京科学院南路证券营业部

北京市海淀区科学院南路2号
融科资讯中心A座6层
邮编: 100190
电话: (86-10) 8286-1086
传真: (86-10) 8286-1106

深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号
免税商务大厦裙楼201
邮编: 518048
电话: (86-755) 8832-2388
传真: (86-755) 8254-8243

广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号
粤海天河城大厦40层
邮编: 510620
电话: (86-20) 8396-3968
传真: (86-20) 8516-8198

武汉中南路证券营业部

武汉市武昌区中南路99号
保利广场写字楼43层4301-B
邮编: 430070
电话: (86-27) 8334-3099
传真: (86-27) 8359-0535

天津南京路证券营业部

天津市和平区南京路219号
天津环贸商务中心(天津中心)10层
邮编: 300051
电话: (86-22) 2317-6188
传真: (86-22) 2321-5079

云浮新兴东堤北路证券营业部

云浮市新兴县新城镇东堤北路温氏科技园服务
楼C1幢二楼
邮编: 527499
电话: (86-766) 2985-088
传真: (86-766) 2985-018

福州五四路证券营业部

福州市鼓楼区五四路128-1号恒力城办公楼
38层02-03室
邮编: 350001
电话: (86-591) 8625 3088
传真: (86-591) 8625 3050

上海淮海中路证券营业部

上海市淮海中路398号
邮编: 200020
电话: (86-21) 6386-1195
传真: (86-21) 6386-1180

杭州教工路证券营业部

杭州市教工路18号
世贸丽晶城欧美中心1层
邮编: 310012
电话: (86-571) 8849-8000
传真: (86-571) 8735-7743

成都滨江东路证券营业部

成都市锦江区滨江东路9号
香格里拉办公楼1层、16层
邮编: 610021
电话: (86-28) 8612-8188
传真: (86-28) 8444-7010

青岛香港中路证券营业部

青岛市市南区香港中路9号
香格里拉写字楼中心11层
邮编: 266071
电话: (86-532) 6670-6789
传真: (86-532) 6887-7018

大连港兴路证券营业部

大连市中山区港兴路6号
万达中心16层
邮编: 116001
电话: (86-411) 8237-2388
传真: (86-411) 8814-2933

长沙车站北路证券营业部

长沙市芙蓉区车站北路459号
证券大厦附楼三楼
邮编: 410001
电话: (86-731) 8878-7088
传真: (86-731) 8446-2455

