



中国香港股票推介

2017 年 4 月 12 日



青岛啤酒 (168 HK; 33.7 港元; 目标价: 37.2 港元)

补税及投资致业绩下滑 关注股权变动可能  风险等级: 3

经营回顾: 收入同减 5.53%, 补交所得税及投资收益因素致利润下滑

青岛啤酒 2016 年实现销售收入 261.06 亿元, 同降 5.53%; 净利润 10.43 亿, 同降 39.09%, 扣非净利润 8.19 亿元、同减 22.16; EPS0.77 元。公司拟为每 10 股派发现金红利 3.5 元含税, 分红率 45.31%。Q4 收入 30.70 亿元、同减 7.52%, 净亏损-7.97 亿元, 利润大幅下降主因补交 2007 年前所得税优惠税率执行差异 3.39 亿元、15 年公司转让子公司投资收益 4.45 亿、基数较大及 16 年收购三得利公司账面成本与公允价值差额计入投资收益 1.3 亿元, 扣除上述影响 16 年归母净利润同减 6.8%。整体毛利率 41.53%、同增 3.74pcts, 主因原材料成本下降以及收购上海投资公司股权后采购转为内部交易导致成本下降; 期间费用 27.24%, 同增 1.84pcts, 其中销售费用率 23.10%, 同增 1.73pcts, 由于促销与品牌推广费用增加所致。管理费用率及财务费用率基本持平, 整体净利率 4.24%、同减 1.59pcts。

行业情况与产品结构: 销量降幅同比趋缓, 加快高端产品升级

2016 年啤酒行业实现产量 4506 万千升, 同比下降 0.1%, 下半年以来有所复苏, 8-12 月保持增长, 结合房地产投资增速等因素判断, 我们对啤酒行业中期持谨慎乐观态度。受行业较低景气度影响, 青啤 2016 年实现销量 792 万千升, 同比下降 6.6%, 降幅同比趋缓, 与行业趋势吻合。分产品看, 公司继续推进实施“青岛啤酒主品牌+崂山啤酒第二品牌”的品牌战略, 核心产品青岛啤酒主品牌 2016 年实现销量 381 万千升, 同比下降 8.6%, 其中高端品牌鸿运当头、奥古特、经典 1903、纯生等产品实现销量 163 万千升, 同比下滑 6.3%; 副品牌销量 411 万千升, 同比减少 4.7%。公司加快向以听装啤酒和精酿产品为代表的产品升级, 开发了皮尔森、全麦白啤、原浆桶啤等顺应消费者的特色化产品, 以保持产品市场竞争优势, 目标使公司销量高于国内啤酒行业增长率两个百分点。

区域及渠道表现: 港澳及海外地区表现优秀, 渠道、营销创新促品牌力提升

2016 年前两大区域山东、华北营收分别同增 0.05%、1.01%, 优势区域保持稳定; 东南、华南地区营收分别同减 38.69%、14.90%, 主因区域内竞品强势、竞争压力较大; 港澳及其他海外地区营收 5.9 亿元同增 14.22%, 公司积极开拓海外市场, 已销至 94 个国家和地区, 结合“一带一路”战略加大沿海、沿黄河市场战略带的建设, 有望加快公司品牌全球化脚步。渠道上, 公司“大客户+微观运营”营销模式深化销售网络、提高终端掌控力, 目前在全国已拥有近 1.6 万家经销商; 创新移动互联新营销模式, 建立“官方旗舰店+官方商城+网上零售商+分销专营店”的立体化电子商务渠道体系, 搭建自有电商渠道, 上线移动端“青岛啤酒微信商城”、“APP 青啤快购”更好满足消费者需求和体验。品牌传播上, 结合欧洲杯、奥运会等体育和音乐赛事开展营销活动。全面提升品牌的国际化, 据世界品牌实验室报道, 2016 年青岛啤酒以 1168.75 亿元的品牌价值继续保持中国啤酒行业品牌价值第一, “崂山啤酒”的品牌价值亦达 155.76 亿元。

未来看点: 朝日 20%股权去向引猜想, 关注股权变动可能

外媒报道朝日有意出售 20%青啤股权, 从接手方分三种情况分析: 1. 若能够引入华润, 且华润深度参与公司运营, 则两者协同将成为绝对的市场龙头, 43%的份额与第二名百威英博 16%的份额迅速拉开差距, 但目前来看, 华润与青岛的合作存在掣肘, 面临反垄断审批和地方政府博弈; 2. 若引入嘉士伯, 则以上两因素影响小, 双方品牌、渠道携手共赢, 分利压力小, 协同合作可能性较大。3. 公司回购取决于青岛国资委态度与意愿。若最终顺利成行, 则整合事件驱动下行业乃至公司的经营策略和产品竞争力均有望出现新变化, 从而打破目前整体较低迷的经营困境, 焕发新活力。风险因素为: 行业持续低迷; 原料价格上涨; 竞争格局恶化。

建议关注

结合行业发展现状和公司经营情况及战略, 下调 2017-2018 年 EPS 预测至 1.14/1.27 元 (原为 1.42/1.57 元), 新增 2019 年 EPS 预测 1.42 元, 给予 A/H 股目标价 35 元/37.2 港元, 建议关注。

资料来源: 相关公司、中信证券 风险等级: 由低至高分 1 至 5 级

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

评级说明

投资建议的评级标准	评级	说明
股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 20%以上；
	增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 5%~20%之间
	持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
	卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上；
行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 10%以上；
	中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间；
	弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上

其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含 CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

法律主体声明

香港特区：本研究报告在香港由中信证券经纪（香港）有限公司（下称“中信证券经纪”，受香港证券及期货事务监察委员会监管，中央编号：AAE879）分发。

新加坡：本研究报告在新加坡由 CLSA Singapore Pte Limited（下称“CLSA Singapore”）分发，并仅向新加坡《证券及期货法》s.4A (1) 定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”提供。上述任何投资者如希望交流本报告或就本报告所评论的任何证券进行交易应与 CLSA Singapore 的新加坡金融管理局持牌代表进行交流或通过后者进行交易。如您属于“认可投资者或专业投资者”，请注意，CLSA Singapore 与您的交易将豁免于新加坡《财务顾问法》的某些特定要求：(1) 适用《财务顾问规例》第 33 条中的豁免，即豁免遵守《财务顾问法》第 25 条关于向客户披露产品信息的规定；(2) 适用《财务顾问规例》第 34 条中的豁免，即豁免遵守《财务顾问法》第 27 条关于推荐建议的规定；以及 (3) 适用《财务顾问规例》第 35 条中的豁免，即豁免遵守《财务顾问法》第 36 条关于披露特定证券利益的规定。

针对不同司法管辖区的声明

香港特区：对于本研究报告所评论的证券及金融工具，中信证券经纪及其每一间在香港从事投资银行、自营交易或代理经纪业务的集团公司，(i) 有需要披露的财务权益；(ii) 在过去的 12 个月内就投资银行服务曾收到任何补偿或委托；(iii) 有雇员担任高级人员；(iv) 未进行做市活动。

新加坡：监管法规或交易规则要求对研究报告涉及的实际、潜在或预期的利益冲突进行必要的披露。须予披露的利益冲突可依照相关法律法规要求在特定报告中获得，详细内容请查看 <https://www.clsa.com/disclosures/>。该等披露内容仅涵盖 CLSA group, CLSA Americas 及 CA Taiwan 的情况，不反映中信证券、Credit Agricole Corporate & Investment Bank 及/或其各自附属机构的情况。如投资者浏览上述网址时遇到任何困难或需要过往日期的披露信息，请联系 compliance_hk@clsa.com。

美国：本研究报告由中信证券编制。本研究报告在美国由中信证券（CITIC Securities International USA, LLC（下称“CSI-USA”）除外）和 CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）仅向符合美国《1934 年证券交易法》15a-6 规则定义且分别与 CSI-USA 和 CLSA Americas 进行交易的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与 CLSA group of companies 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当分别联系 CSI-USA 和 CLSA Americas。

英国：本段“英国”声明受英国法律监管并依据英国法律解释。本研究报告在英国须被归为营销文件，它不按《英国金融行为管理手册》所界定、旨在提升投资研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟由 CLSA (UK) 发布，该公司由金融行为管理局授权并接受其管理。本研究报告针对《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19 条所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告的内容。

一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该研究报告发送、发布的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为出售任何证券或金融工具的要约，或者证券或金融工具交易的要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具的分析，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适用所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2017 版权所有。保留一切权利。