

青岛啤酒有限公司

ABI 股权转让，对公司盈利无大影响

青岛啤酒(H股)1月23日发布公告,公司第二大股东ABI出售19.99%的股份给朝日啤酒公司。股权出售后,ABI仍然持有公司7.01%的股份。我们认为ABI出售股权原因主要在于偿还其之前收购安海斯—布希啤酒的债务,与青岛啤酒本身经营并无关系,因此对公司盈利并无大影响。另一方面,在经济下滑情况下,啤酒较低的价格定位具有较好的防御性,我们预测2008-2010年的EPS分别为RMB0.57、0.73和0.96,目前价位相当于16.9X09PE,12.8X10PE,用DCF法估值得出目标价为HK\$17.2,给予买入评级。

股权转让对公司盈利无大影响 公司第二大股东ABI宣布出售19.99%的股份给朝日啤酒公司。出售后,ABI仍然持有公司7.01%的股份。我们认为,ABI出售股份的原因在于归还之前收购安海斯—布希产生的债务,与公司经营并无大关系。朝日啤酒收购该部分股份耗资6.66亿美元,相当于23.4X09PE, HK\$19.7 每股的收购价,相对香港食品饮料行业上市公司平均有64%的市场溢价。我们认为收购价格是给予龙头公司合理的溢价。此次收购对公司盈利无大的影响。

经济下滑中,啤酒业具有较好的防御性 根据国家统计局数据显示,啤酒业2008年9-11月份的销量累计同比增长7.1%,好于1-8月份4.4%的同比增长率。白酒和红酒同时期销量出现下滑趋势。我们认为啤酒较低的价格定位保证了其在经济下滑周期中仍有相对稳定的需求。我们预计青岛啤酒在2009年的销量增长能够保持在7%左右。

大麦价格下跌有望提高毛利率 根据行业协会数据显示,2008年下半年啤酒行业毛利率仍然呈现下降趋势,归因于大部分啤酒企业仍然使用高价时期的大麦库存。而目前国际大麦价格已经从2008年初下跌40%,我们认为随着高价大麦库存的消化,公司毛利率在2009年将上升。

估值预测 公司08年第三季度的季报显示,销量同比增加7%,好于上半年5.5%的增长率。我们预测2008-2010年EPS分别为RMB0.57、0.73和0.96。目前价位相当于16.9x09PE,12.8x10PE,给予目标价为HK\$17.2。我们给予买入评级。

简明盈利预测及财务分析

百万元人民币	2006	2007	2008E	2009E	2010E
主营收入	11,677	13,530	16,445	18,348	20,313
同比增长	16.5%	15.9%	21.5%	11.6%	10.7%
净利润	702	602	742	956	1,261
同比增长	56.1%	-14.3%	37.7%	28.8%	31.9%
EPS(元)	0.34	0.41	0.57	0.73	0.96
P/E(倍)	36.1	30.0	21.8	16.9	12.8

资料来源：公司资料，招商证券（香港）公司预测

买入

(上调)

目标价：HK\$ 17.2

现价：HK\$14.2

2009年02月03日

彭博：168HK

路透：0168.HK

股本数据

总股本(百万股)	655.069
总市值(港元百万)	23023.25
52周高/低(港元)	28.90/11.44
平均成交额(港元百万)	41.77
主要股东	(%)
青岛啤酒股份有限公司	30.56%
自由流通量	45.96%
行业	食品饮料

招商证券(香港)研究部

孙娜

(86-755)82943165

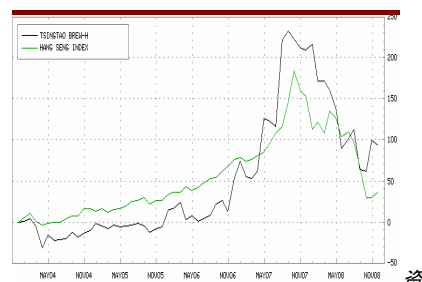
sunna@cmschina.com.cn

王晓滢

(86-755)82960245

Wangxiaodi@cmschina.com.cn

一年以来股价与恒指表现对比图



资料来源：Bloomberg

表 1：销售预测

营业收入(RMB M)	2006	2007	2008E	2009E	2010E
主品牌	4,687	6,038	8,086	9,056	10,519
第二品牌及其他	6,990	7,492	8,359	9,292	9,794
销售组合					
主品牌	40.1%	44.6%	49.2%	49.4%	51.8%
第二品牌及其他	59.9%	55.4%	50.8%	50.6%	48.2%
销售增长 (YOY)					
主品牌	32.9%	28.8%	33.9%	12.0%	16.2%
第二品牌及其他	7.7%	7.2%	12%	11%	5%

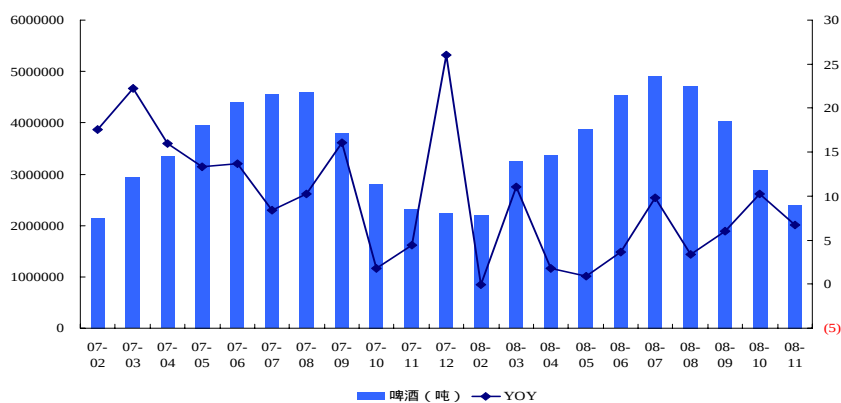
资料来源：公司资料，招商证券（香港）公司预测

图 1：大麦期货价格



资料来源: Bloomberg 招商证券（香港）

图 2：啤酒产量图



资料来源: 国家统计局 招商证券（香港）

表 2: 世界啤酒业估值比较

股票代码	公司名称	市值 百万美元	ROE (08E)	ROE (09E)	P/E (08E)	P/E (09E)
中国						
168 HK Equity	青岛啤酒 H	3,007	11.0	13.3	16.9	12.8
000729 CH Equity	燕京啤酒	3,011	9.6	11.5	22.9	18.4
600600 CH Equity	青岛啤酒 A	3,228	12.9	14.9	27.6	20.5
600132 CH Equity	重庆啤酒	815	18.3	19.0	27.7	25.5
平均					23.4	19.3
亚太						
2503 JP Equity	KIRIN HOLDINGS	11,191	10.6	5.8	9.6	12.4
2502 JP Equity	ASAHI BREWERIES	8,307	9.7	9.6	16.4	16.0
FGL AU Equity	FOSTER'S GROUP L	7,635	19.3	19.8	15.0	14.1
LNN AU Equity	LION NATHAN LTD	3,239	32.5	33.3	17.6	15.9
2501 JP Equity	SAPPORO HOLDINGS	2,205	9.1	4.0	15.3	13.8
APB SP Equity	APB BREWERIES	1,817	14.1	16.3	19.1	16.4
000140 KS Equity	HITE HOLDINGS CO	180	11.0	11.1	2.2	2.1
平均					13.6	13.0
北美						
BUD US Equity	ANHEUSER BUSCH	48,147	69.9	79.1	21.5	18.6
TAP US Equity	MOLSON COORS-B	7,799	7.4	8.9	14.0	11.5
SAM US Equity	BOSTON BEER-A	474	15.1	15.3	26.2	18.7
平均					14.5	12.2
西欧						
INB BB Equity	INBEV NV	25,282	13.3	13.7	9.8	9.3
SAB LN Equity	SABMILLER PLC	22,998	11.6	12.0	9.7	8.7
HEIA NA Equity	HEINEKEN NV	15,699	18.9	18.8	10.6	9.7
平均					10.0	9.2

资料来源: Bloomberg 招商证券 (香港)

表 3: 损益表预测

人民币 (百万)	2006	2007	2008E	2009E	2010E
主营业务收入	11677	13530	16445	18348	20313
减：主营业务成本	(8003)	(9216)	(11166)	(12201)	(13630)
主营业务利润	3674	4314	5279	6147	6683
加：其他业务利润	93	97	164	147	163
减：营业费用	(2021)	(2652)	(3289)	(3633)	(3656)
管理费用	(837)	(689)	(888)	(1138)	(1219)
财务费用	(27)	(15)	(42)	(11)	0
营业利润	882	1055	1224	1512	1970
利润总额	882	1055	1142	1420	1869
减：所得税	(179)	(414)	(363)	(454)	(598)
少数股东损益	(1)	(40)	(37)	(10)	(10)
净利润	702	602	742	956	1261
EPS (元)	0.34	0.41	0.57	0.73	0.96

资料来源：公司资料，招商证券（香港）公司预测

表 4：现金流量表预测

人民币 (百万)	2006	2007	2008E	2009E	2010E
经营活动现金流	1110	1122	1296	2333	1971
净利润	448	539	742	956	1261
折旧摊销	0	0	617	661	686
财务费用	0		(42)	(11)	0
营运资金变动	0	0	(144)	693	17
其它	0	0	2	3	(2)
投资活动现金流	(522)	(1114)	(1014)	(1020)	(1020)
资本支出			(1020)	(1020)	(1020)
长期投资变动			0	0	0
其他资产变动			6	0	0
筹资活动现金流	(623)	98	1088	(502)	(647)
短期借款变动			29	0	0
长期借款变动			(15)	(13)	(17)
普通股增加			0	0	0
资本公积增加			389	0	0
其他			(441)	(502)	(647)
现金净增加额	(35)	106	1370	811	304

资料来源：公司资料，招商证券（香港）公司预测

表 5：资产负债表预测

人民币（百万）	2006	2007	2008E	2009E	2010E
流动资产	3,436	4,730	6,995	7,950	8,856
现金	1,213	1,315	2,780	3,731	4,124
应收票据	45	37	33	38	42
应收帐款	101	94	117	114	148
存货	1,641	2,187	2,713	2,527	2,831
其他	435	1,097	1,352	1,540	1,711
非流动资产	6,142	6,815	7,225	7,582	7,917
长期投资	-	-	-	-	-
固定资产	5,099	5,609	6,002	6,351	6,675
无形资产	232	237	247	257	267
其他	811	969	976	974	975
资产总计	9,578	11,545	14,221	15,532	16,773
流动负债	3,656	5,315	6,005	6,741	7,277
短期借款	600	971	1,000	1,000	1,000
应付票据	250	207	271	303	311
应付帐款	795	1,081	1,334	1,516	1,571
其他	2,011	3,056	3,400	3,922	4,394
长期负债	222	241	221	212	193
长期借款	85	91	81	71	81
其他	137	150	151	339	340
负债合计	3,878	5,556	6,226	6,953	7,469
少数股东权益	452	479	547	370	350
股本	1,308	1,308	1,308	1,308	1,308
资本公积金	3,797	3,633	4,022	4,022	4,022
留存收益	143	568	2,107	2,681	3,395
股东权益合计	5,700	5,988	7,995	8,579	9,304

资料来源：公司资料，招商证券（香港）公司预测

表 6：主要财务比率预测

	2006	2007	2008E	2009E	2010E
年成长率					
营业收入	17%	16%	22%	12%	11%
营业利润	21%	17%	22%	16%	9%
净利润	46%	20%	38%	29%	32%
获利能力					
毛利率	31.5%	31.9%	32.1%	33.5%	32.9%
净利率	3.8%	4.0%	4.5%	5.2%	6.2%
ROE	7.9%	9.0%	11.0%	13.3%	16.1%
ROIC	13.6%	21.4%	17.8%	21.0%	25.9%
偿债能力					
资产负债率	38.2%	46.0%	42.1%	43.1%	43.2%
净负债比率	7.2%	9.3%	7.7%	7.1%	6.5%
流动比率	0.94	0.89	1.16	1.16	1.19
速动比率	0.49	0.48	0.71	0.79	0.80
营运能力					
资产周转率	1.22	1.17	1.17	1.21	1.25
应收帐款周转率	113.23	138.50	157.13	162.95	161.03
应付帐款周转率	10.63	9.83	9.31	8.77	9.16
每股资料					
每股收益	0.34	0.41	0.57	0.73	0.96
每股经营现金	0.85	0.86	0.99	1.78	1.51
每股净资产	4.36	4.58	5.17	5.51	5.98
每股股利	0.22	0.22	0.28	0.37	0.48
估值比率					
PE	36.1	30.0	21.8	16.9	12.8
PB	2.8	2.7	2.4	2.2	2.1

资料来源：公司资料，招商证券（香港）公司预测

附录：2008 年中国啤酒业 10 大新闻事件—华夏酒报

- 1、2008 年 4 月 29 日，嘉士伯获得了苏纽公司在中国的所有业务，其中，包含重庆啤酒的 17.46% 的股权。
- 2、2008 年 5 月 1 日起，GB1982-2005《啤酒工业污染物排放标准》在啤酒行业全面执行。
- 3、2008 年 5 月 30 日，河南四铃啤酒厂因 60 多个月不给职工交纳社保基金、90 多个月不给职工缴纳医疗基金，拖欠工资 6 个月，工厂 150 名职工罢免了厂里的董事长，相关部门称罢免有效。
- 4、2008 年 6 月，华润雪花开始了在全国范围内的“换标”，新标更突出“中国元素”。
- 5、2008 年 6 月 10 日，青岛啤酒股份有限公司第六届董事会第一次会议召开，会议选举金志国为青岛啤酒股份有限公司第六届董事会董事长，王帆、伯乐思为副董事长，聘任孙明波为青岛啤酒股份有限公司总裁。
- 6、2008 年 6 月 12 日，武汉警方成立专案组，经过 3 个多月打击啤酒“酒霸”专项整治行动，共破获挂牌督办的 27 起啤酒“酒霸”案，抓获嫌疑人 30 名。
- 7、2008 年 7 月 14 日，世界第二大啤酒集团英博啤酒以 520 亿美元报价，宣布收购世界第三大啤酒集团安海斯-布什公司（AB）。国家商务部 11 月 18 日公布，由于英博公司收购 AB 公司没有在中国啤酒市场产生垄断，所以批准该笔交易。不过，商务部附加了一些限制性条件。
- 8、2008 年 11 月 11 日，青岛啤酒科研开发中心与中国科学院微生物研究所再次签订合作协议，并合作挂牌成立“酵母研究联合实验室”。
- 9、2008 年 11 月 21 日，全国塑料制品标准化技术委员会（SAC/TC48）在珠海召开《聚对苯二甲酸乙二醇酯（PET）啤酒瓶》国家标准审查会议，来自全国各地的 20 余名专家参加了审查会。该标准已通过专家小组审查，待修改完善后形成报批稿上报国家标准维审批并颁布实施。
- 10、2008 年 12 月 10 日，由河南维雪啤酒有限公司牵头、中国食品发酵工业研究所、河南省信阳市质量技术监督局等参与起草了《啤酒小麦芽》国家标准通过了专家审定。

投资评级定义和免责条款

投资评级	定义
买入	预期股价在未来12个月较市场指数上升20%以上
优于大市	预期股价在未来12个月较市场指数上升10-20%之间
中性	预期股价在未来12个月较市场指数上升或下跌10%以内
逊于大市	预期股价在未来12个月较市场指数下跌10-20%之间
卖出	预期股价在未来 12 个月较市场指数下跌 20%以上

免责条款：

本报告由招商证券(香港)有限公司提供。招商证券(香港)现持有香港证券及期货事务监察委员会(SFC)所发的营业牌照，并由 SFC 按照《证券及期货条例》进行监管。招商证券(香港)目前的经营范围包括第 1 类(证券交易)、第 2 类(期货合约交易)、第 4 类(就证券提供意见)、第 6 类(就机构融资提供意见)和第 9 类(提供资产管理)。本报告中的内容和意见仅供参考，其并不构成对所述证券或相关金融工具的建议、出价、询价、邀请、广告及推荐等。

本报告的信息来源于招商证券(香港)认为可靠的公开资料，但我公司对这些信息的准确性、有效性和完整性均不作任何保证。招商证券(香港)可随时更改报告中的内容、意见和估计等，且并不承诺提供任何有关变更的通知。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。投资者须按照自己的判断决定是否使用本报告所载的内容和信息并自行承担相关的风险，且投资者应按其本身的投资目标及财务状况而非本报告作出自己的投资决策。

招商证券(香港)或关联机构可能会持有报告中所提到公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归招商证券(香港)所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和刊登。

作者声明：本人未持有该公司股票及其相关的衍生证券。

招商证券(香港)有限公司
香港中环交易广场一期 48 楼
公司网址：<http://www.newone.com.hk>
电话：(852) 31896888 传真：(852) 31010828