

公司动态点评

饮料行业

啤酒

青岛啤酒（600600）

谨慎推荐

（维持评级）

2009 年 02 月 02 日

群雄并起 逐鹿中原

食品饮料行业分析师：黄茂

事项：

世界最大的啤酒公司百威英博（Anheuser-Busch InBev，或者 ABI）1 月 23 日公告将青岛啤酒 19.9% 的股权转让给朝日啤酒，作价 6.67 亿美元，并用以偿还收购 AB 所承担的借款。本次股权转让全部为 H 股，作价每股 19.78 港元，约合 17.4 元人民币，比宣布日港股溢价 38%，比 A 股折价 5.4%。剩余的约 7% 无投票权的股份，百威英博尚未有计划出售。本次转让之后，百威英博将撤出在青啤的两名非执行董事，改由朝日派驻。市场之前对百威英博出售青啤股权以获得融资已有一定的预期。

评论：

■ 青啤与英博不过是结束了一场同床异梦的婚姻

百威英博是全球最大的啤酒公司，在南/北美洲和东欧处于强势地位，07 年的合并产量达 4150 万千升，是青啤的 8 倍，相当于整个中国的消费量。在中国，百威英博拥有全球品牌百威和哈尔滨啤酒和雪津啤酒两个区域强势品牌，以及一批地方品牌，并参股珠江啤酒。07 年百威英博在中国的啤酒总产量高达 628 万千升，权益产量达 476 万千升（均不含青岛啤酒部分权益），超过青岛啤酒 506 万千升的总产量，成为中国第二大啤酒集团。在百威英博在中国的势力甚至略胜过青啤的情况下，双方的合作又无法进一步深入，反而成为彼此的束缚，分手是一个必然的选择。

由于全球新增啤酒消费量中，有一半都来自中国。我们认为百威英博此举主要是融资和中国的战术调整，不是也不可能是不看好销量最大、增长最快的中国市场。但是由于受到青啤坚持中国品牌的经营战略，无论是股权层面上还是经营层面的合作上都没有实质性的进展。同时，百威和青啤的高端定位有直接的冲突，中低端的地方品牌在浙江、湖南、湖北、广东等地也有正面的竞争。我们认为，分手后百威英博将会走到台前，进入中国啤酒市场的寡头竞争之中。而青啤也可以独立的规划自己的全球战略，而不再是英博在中国的影子。

从经营风格上看，InBev 旗下有 200 多个品牌，而 AB 则主要经营百威品牌，而合并后的百威英博的管理层以 InBev 为主，经营的模式也可能会偏向欧洲旧世界的多品牌差异化营销模式。但是，其大中华区的总裁由原来 AB 大中国区总裁程业仁担任，程先生在任期间成功主导了对哈啤的收购，并大幅增持了青啤的股权。我们认为百威英博在中国未来仍会持续多品牌发展的战略，用哈啤或者雪津来作为全国性的中低档品牌进行推广的可能性偏低，而

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。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。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的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。本报告版权归国信证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。

创造价值 成就你我

继续收购其他品牌可能更符合管理层的一贯思路。

■ 青啤与朝日更有互补优势

朝日啤酒是日本最大的啤酒公司，07 年销售啤酒超过 236 万千升，其中在中国境内投资企业产量达到 64 万千升，主要是西湖啤酒和烟台啤酒有 20 多万吨的产量。目前朝日除了生产当地中低档品牌之外，还生产“Asahi Super Dry”等高端品牌。

我们判断朝日啤酒最终入围的主要原因在于：1、朝日啤酒与青啤和百威英博都有良好的合作关系，是一个大家都可以接受的选择。朝日与青啤在深圳和烟台都有合资啤酒厂，而与百威英博在德国、英格兰和捷克都有合作；2、朝日啤酒在中国的资源有限，除上述合资厂之外，仅有西湖啤酒、北京啤酒两个地方品牌，他们的合作不会对百威英博构成威胁。

由于朝日在中国啤酒行业投资的规模过小，缺乏规模效应，因此一直在亏损。我们认为朝日未来将旗下企业卖给青啤可以实现双赢。青啤和朝日在中国市场上规模的巨大差距，使得双方利益冲突更少互补性更多，但是总体对青啤的帮助也会比较有限。

■ 交易价格偏低

按照公布的交易金额，吨产能的交易价格不过才 3700 元左右，显著低于当年百威英博收购哈啤、雪津和苏纽收购重啤股权 4000-6000 元/吨的估值，而且青啤作为行业龙头估值本应该更高一些。除了金融危机和美元贬值的原因，不含控股权溢价也应该是一个重要原因，但我们认为这也显示出国外巨头已经调低了对中国啤酒市场的预期。

■ 群雄并起 啤酒市场竞争会更加激烈

按照 2007 年的统计数据，雪花、百威英博、青岛、燕京 4 家啤酒集团的合计销量为 2234 万千升，占全国总产量的 57%。如果加上金星、重啤、嘉士伯和金威这四个第二阵营的企业，则市场占有率将会超过 70%。由于目前第一阵营内部的差距尚不大，争做行业龙头的冲动强烈，百威英博的加入必然会进一步加剧第一阵营内的争斗。对于青啤而言，百威可能会在中高档市场带来一定的压力。总的来说，百威英博与青啤的分手必然会降低市场集中度，加剧市场竞争。

但是百威英博的强势崛起，也可能会刺激国内企业的相互整合，采取“抱团取暖”的策略，反而会加快行业内的整合速度。尤其是燕啤和第二阵营内的企业。

■ 风险提示

市场竞争的加剧可能会导致青啤营销费用超出预期。

■ 下调盈利预测，维持公司“谨慎推荐”的投资评级

考虑到消费的疲软和企业高价原材料库存超过预期，我们下调了 09 年的销量增速 3 个百分点，并将单位成本的下降幅度上跳了 1 个百分点。这样我们 08-10 年的盈利预测就分别调整为 0.55 元、0.73 元和 0.95 元，分别下调 4%、8%和

8%，目前股价对应的市盈率分别为 34、25 和 19 倍。目前的估值水平仍有一定的吸引力，我们继续维持对青岛啤酒“谨慎推荐”的投资评级。

表 1：青岛啤酒收入预测（单位：百万元）

	2007A	2008E	2009E	2010E
啤酒				
销售收入（万元）	13,530	15,925	17,210	19,688
销售成本	7,869	9,430	9,888	11,312
产量（万吨）	50.5	54.0	57.8	63.6
销量增长	11.23%	7.0%	7.0%	10.0%
吨酒收入（元/吨）	2,679	2,947	2,977	3,096
	4.16%	10.0%	1.0%	4.0%
吨酒成本	1,558	1,745	1,710	1,779
	3.95%	12.0%	-2.0%	4.0%

数据来源：国信证券经济研究所

表 2：青岛啤酒盈利预测（单位：百万元）

	2007A	2008E	2009E	2010E
一、营业总收入(元)	13,709	15,925	17,210	19,688
营业成本(元)	8,002	9,430	9,888	11,312
营业税金及附加(元)	1,322	1,401	1,514	1,693
销售费用(元)	2,651	3,169	3,494	3,898
管理费用(元)	667	796	826	925
财务费用(元)	(6)	54	80	80
资产减值损失(元)	167	140	100	50
公允价值变动净收益(元)	(19)	0	0	0
投资净收益(元)	(1)	0	0	0
二、营业利润(元)	886	934	1,308	1,729
加：营业外收入(元)	154	140	120	120
减：营业外支出(元)	36	0	0	0
三、利润总额(元)	1,004	1,074	1,428	1,849
减：所得税(元)	406	316	397	494
四、净利润(元)	598	759	1,030	1,356
减：少数股东损益(元)	40	46	72	108
归属于母公司所有者的净利润(元)	558	713	958	1,247
EPS	0.43	0.55	0.73	0.95
PE	43	34	25	19
销售毛利率	41.63%	40.79%	42.54%	42.54%
销售净利率	4.07%	4.48%	5.57%	6.33%
营业利润率	7.78%	7.09%	8.64%	9.44%
主营业务税金率	9.77%	8.80%	8.80%	8.60%
营业费用率	19.34%	19.90%	20.30%	19.80%
管理费用率	4.87%	5.00%	4.80%	4.70%
有效所得税税率	34.65%	26.00%	26.00%	26.00%
少数股东损益率	6.67%	6.00%	7.00%	8.00%
收入增长率	15.86%	16.16%	8.07%	14.40%
净利润增长率	27.73%	27.76%	34.39%	30.13%
营业利润增长率	22.76%	5.75%	31.85%	24.99%

数据来源：国信证券经济研究所

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。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。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的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。本报告版权归国信证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。

国信证券投资评级:		
类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内, 股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内, 股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内, 股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内, 股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内, 行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内, 行业指数表现优于市场指数 5%-10%之间
	中性	预计 6 个月内, 行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内, 行业指数表现弱于市场指数 5%以上