

啤酒



王晔

重庆啤酒（600132）

证书号 S0190200010075

高价股权转让体现啤酒战略价值

021-38565926

wangx@xyzq.com.cn

强烈推荐（维持）

2010年6月10日

投资要点

事件：

- 重庆啤酒发布公告，称公司第一大股东重庆啤酒（集团）有限责任公司（以下简称：重啤集团）与嘉士伯啤酒厂香港有限公司（以下简称：嘉士伯香港）于2010年6月9日签订了附生效条件的股权转让协议，重啤集团拟将其持有的本公司12.25%的股权转让给嘉士伯香港。
- 此次转让重庆啤酒（600132）12.25%的股权，计59,294,582股，以人民币40.22元/股的价格，计2,384,828,088元。
- 此次转让，还需公司董事会、股东大会、职工代表大会、重庆市政府、国资委、商务部等有关部门批准。

点评：

- 2010年4月13日，重庆啤酒公告，公司控股股东重庆啤酒集团以公开征集方式转让其所持有公司的59,294,582股国有股（占公司总股本的12.25%）。当时提出的条件包括：1)受让方是国内外知名啤酒企业；2)转让价格以公告之日前30个交易日公司每日加权平均价格算术平均值为基础。
- 2010年4月29日，重庆啤酒公告，已有百威英博、华润、嘉士伯三家企业向重啤集团递交材料。
- 本次转让股权公告，明确了受让方是嘉士伯啤酒公司。我们认为，嘉士伯能获得受让资格，与其已经是重庆啤酒（600132）的二股东有关。
- 我们注意到，转让价格较此前宣布的价格要高出很多，甚至高于重庆啤酒目前二级市场股价。此前国外媒体披露，嘉士伯出价折合人民币在26元/股左右。但由于其他两家企业参与竞争，我们认为由此抬高了嘉士伯收购的成本。40.22元/股的价格，不仅较此前有较大提高，也高于重庆啤酒二级市场的收盘价（37.03元/股）。从过往历史看，产业投资者在收购中国啤酒企业的时候，往往给出超越二级市场股价的价格，这意味着投资者看好企业的资产质量、区域优势以及地方品牌价值。重庆啤酒作为西南地区最大的啤酒企业，在川、渝地区有很高的市场占有率，外资股东看中公司的行业地位，给出较二级市场股价更高的溢价，体现了公司具有的战略价值。
- 我们注意到，此次转让能否最终完成，还需要重庆啤酒董事会、股东大会、职工代表大会、重庆市政府、国资委、商务部等有关部门批准，这些环节缺一不可。嘉士伯会尽努力促使有关部门顺利批准该项转让。
- 市场担心，嘉士伯入主重庆啤酒后，对原有业务会做调整，可能剥离非啤酒业务。我们认为，至少目前看，不存在这种可能。首先，嘉士伯实现入主，成为第一大股东，需要经过多个环节，估计需要半年到一年时间才能完成。其次，嘉士伯虽然立足啤酒业务，但也没有表示过否定重庆啤酒除啤酒业务外的其

他业务的价值。

- **重庆啤酒控股子公司——重庆佳辰生物目前正进行治疗性乙肝疫苗的 II 期临床，从现有情况分析，我们认为该项目成功的可能性很大。**1998 年重庆啤酒配股融资，开始涉足治疗性乙肝疫苗的合作开发。经过 10 多年的研究，该项目已经进入到 II 期临床 B 阶段。目前正在进行的是“治疗用（合成肽）乙型肝炎疫苗治疗慢性乙型肝炎的疗效及安全性的多中心、随机、双盲、安慰剂对照的 II 期临床研究”，即将开展的是治疗用（合成肽）乙型肝炎疫苗治疗慢性乙型肝炎的疗效及安全性的多中心、随机、双盲、安慰剂对照的 II 期临床研究”。从已有情况分析，可以得出如下结论：1)治疗性乙肝疫苗有效，并且有效率较高；2)治疗性乙肝疫苗安全性好，副作用低。我们认为，随着临床试验不断进行，在 II 期临床揭盲时，我们将有更多的数据支持，来证明治疗性乙肝疫苗的疗效。
- **我们认为未来的 1-2 年，仍然是投资重庆啤酒的最佳时期。**在这一时期，II 期临床的结果将全部做完并公布，SFDA 将根据临床结果决定是否进入 III 期临床或者可能走绿色通道。我们认为，作为中国自主知识产权的一类新药，治疗性乙肝疫苗将获得巨大的市场空间，此外，该疫苗也有望申请国外的临床试验，未来有可能打开国际市场。
- **我们继续维持对重庆啤酒“强烈推荐”的评级。**自 2009 年 8 月推荐以来（重庆啤酒深度研究报告《橘子快红了》），公司股价上涨超过 100%，但从疫苗的进程看，目前仍然是很好的投资时点，继续给予“强烈推荐”评级。

附表

资产负债表

单位: 百万元	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	1405	1349	1502	1727
货币资金	380	316	422	581
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	28	27	29	30
其他应收款	74	56	64	68
存货	774	809	836	890
非流动资产	1888	2022	2060	2080
可供出售金融资产	0	0	0	0
长期股权投资	9	9	9	9
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产	1479	1598	1672	1706
在建工程	85	92	71	61
油气资产	0	0	0	0
无形资产	306	300	295	289
资产总计	3294	3371	3562	3807
流动负债	1850	1823	1793	1822
短期借款	764	800	788	792
应付票据	2	6	5	5
应付账款	183	219	217	234
其他	902	799	784	791
非流动负债	151	201	251	301
长期借款	151	201	251	301
其他	0	0	0	0
负债合计	2001	2024	2044	2123
股本	484	484	484	484
资本公积	9	9	9	9
未分配利润	537	567	711	851
少数股东权益	89	94	99	104
股东权益合计	1293	1347	1518	1684
负债及权益合计	3294	3371	3562	3807

现金流量表

单位: 百万元	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	181	195	214	209
折旧和摊销	148	179	208	235
资产减值准备	30	-6	6	3
无形资产摊销	10	10	10	10
公允价值变动损失	0	0	0	0
财务费用	49	45	48	48
投资损失	-2	-1	-1	-1
少数股东损益	8	5	5	5
营运资金的变动	-49	62	66	46
经营活动产生现金流量	459	342	423	453
投资活动产生现金流量	-41	-302	-253	-253
融资活动产生现金流量	-188	-104	-64	-40
现金净变动	230	-64	106	159
现金的期初余额	266	380	316	422
现金的期末余额	496	316	422	581

利润表

单位: 百万元	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	2260	2330	2435	2545
营业成本	1216	1239	1291	1370
营业税金及附加	241	256	268	280
销售费用	279	286	300	313
管理费用	227	245	256	267
财务费用	49	45	48	48
资产减值损失	42	20	10	10
公允价值变动	0	0	0	0
投资收益	2	1	1	1
营业利润	207	241	264	258
营业外收入	46	5	5	5
营业外支出	18	5	5	5
利润总额	235	241	264	258
所得税	45	41	45	44
净利润	190	200	219	214
少数股东损益	8	5	5	5
归属母公司净利润	181	195	214	209
EPS (元)	0.37	0.40	0.44	0.43

主要财务比率

	2009	2010E	2011E	2012E
成长性(%)				
营业收入增长率	6.6%	3.1%	4.5%	4.5%
营业利润增长率	17.4%	16.1%	9.7%	-2.4%
净利润增长率	10.9%	7.4%	9.9%	-2.4%
盈利能力(%)				
毛利率	46.2%	46.8%	47.0%	46.2%
净利率	8.0%	8.4%	8.8%	8.2%
ROE	15.1%	15.5%	15.1%	13.2%
偿债能力(%)				
资产负债率	60.8%	60.0%	57.4%	55.8%
流动比率	0.76	0.74	0.84	0.95
速动比率	0.31	0.27	0.34	0.42
营运能力(次)				
资产周转率	0.70	0.70	0.70	0.69
应收帐款周转率	80.00	75.23	76.89	76.52
每股资料(元)				
每股收益	0.37	0.40	0.44	0.43
每股经营现金	1.02	0.71	0.87	0.94
每股净资产	2.49	2.59	2.93	3.26
估值比率(倍)				
PE	98.89	92.08	83.78	85.84
PB	14.91	14.31	12.64	11.36

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,

投资建议的评级标准为:

推 荐: 相对表现优于市场

中 性: 相对表现与市场持平

回 避: 相对表现弱于市场

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

强烈推荐: 相对大盘涨幅大于 15%

推 荐: 相对大盘涨幅在 5% ~ 15% 之间

中 性: 相对大盘涨幅在 -5% ~ 5% 之间

回 避: 相对大盘涨幅小于 -5%

机构客户部

上海地区销售经理

邓亚萍

电话: 021-38565916

Email: dengyp@xyzq.com.cn

盛英君

电话: 021-38565938

Email: shengyj@xyzq.com.cn

过 枫

电话: 021-38565966

Email: guofeng120@hotmail.com

姜 洋

电话: 021-38565910

Email: jydadao@sina.com

北京地区销售经理

韩吟华

电话: 021-38565933

Email: hanyh@xyzq.com.cn

广东地区销售经理

朱元戡

电话: 021-38565941

Email: zhuyy@xyzq.com.cn

重要声明

兴业证券系列报告的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, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。