



Company Report: Tsingtao Brewery (00168 HK)

公司报告: 青岛啤酒 (00168 HK)

中文版

Chinese version

Sunny Kwok 郭日升

+852 2509 2642

sunny.kwok@gtjas.com.hk

19 June 2015

Slow Earnings Growth but Attractive Discount to A-Shares

盈利低速增长但与A股折让较大

- Beer industry's production volume in China decreased by 4.3% during Jan.-May 2015, while revenue and profit before tax growth of beer manufacturers in China were 1.3% and 60.2%, respectively, during Jan.-Apr. 2015. **Tsingtao's sales volume, revenue and core net profit growth in 1Q15 were -5.5%, -3.1% and -2.1%, respectively, which all underperformed industry averages and major peers.**
- Tsingtao targets to gain market share and aims to achieve sales volume growth which is at least 2 ppt above industry average. We believe Tsingtao has the ability to achieve such results but given weakening demand for beer, the Company's sales growth is expected to remain slow. All beer manufacturers are targeting to improve their sales mix for profitability improvement but Tsingtao is sacrificing its low-end products' sales volume. **To conclude, we trim previous reported EPS forecast for 2015-2016 by 3.7% and 0.8%, respectively.** Tsingtao's reported EPS is expected to reach RMB1.593, RMB1.701 and RMB1.783 in 2015-2017, respectively.
- Tsingtao's H-shares are now trading at roughly 22.5% discount to its A-shares but H-share valuation is just fair. **CAGR of Tsingtao's sales during 2009-2014 was 10.0% but core operating profit CAGR for the same period was only 2.4%.** Therefore, we still maintain "Neutral" on Tsingtao and slightly revise up TP to HK\$50.00 on roll over. The TP represents 24.9x 2015 PER, 23.3x 2016 PER and 22.3x 2017 PER.
- 2015年1-5月国内啤酒产量按年减少4.3%，而国内啤酒行业收入及利润总额于2015年1-4月的增速分别为1.3%及60.2%。**青岛啤酒销量、营业额及核心净利于2015年第1季的增速分别为-5.5%、-3.1%及-2.1%，均跑输行业及主要竞争对手。**
- 青岛啤酒希望争取更高市场份额，销量的增长目标为高于行业增速2个百分点。我们认为青岛啤酒有能力达成目标但由于国内啤酒需求转弱，公司销售增速预期将维持较慢增长。国内所有啤酒生产厂均希望改善现有的产品组合去提升盈利能力，但青岛啤酒低端产品的销量增长受到负面影响。**综合而言，我们分别下调公司于2015-2016年每股报告净利3.7%及0.8%。**青岛啤酒2015-2017年每股报告净利预期将分别达到人民币1.593元、人民币1.701元及人民币1.783元。
- H股较A股折让大约22.5%，但H股估值仅为合理。**2009-2014年青岛啤酒收入的复合年均增长率为10.0%，但同期核心经营溢利的复合年均增长率只有2.4%。**因此，我们重申公司的投资评级为“中性”，目标价因时间推移轻微上调至50.00港元。该目标价相当于公司2015-2017年市盈率分别为24.9、23.3及22.3倍。

Rating:

Neutral

Maintained

评级:

中性 (维持)

6-18m TP 目标价:

HK\$50.00

Revised from 原目标价:

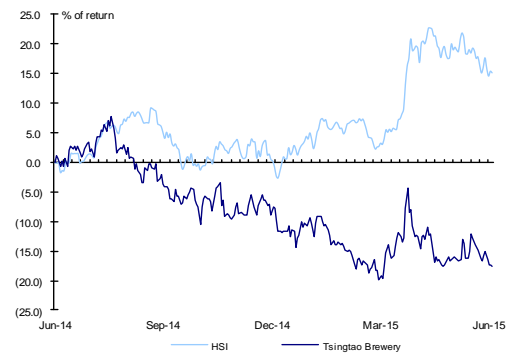
HK\$49.00

Share price 股价:

HK\$48.850

Stock performance

股价表现



Change in Share Price 股价变动	1 M 1 个月	3 M 3 个月	1 Y 1 年
Abs. % 绝对变动 %	(2.0)	0.0	(17.7)
Rel. % to HS index 相对恒指变动 %	1.2	(10.7)	(32.8)
Avg. share price(HK\$) 平均股价 (港元)	50.2	50.9	54.4

Source: Bloomberg, Guotai Junan International.

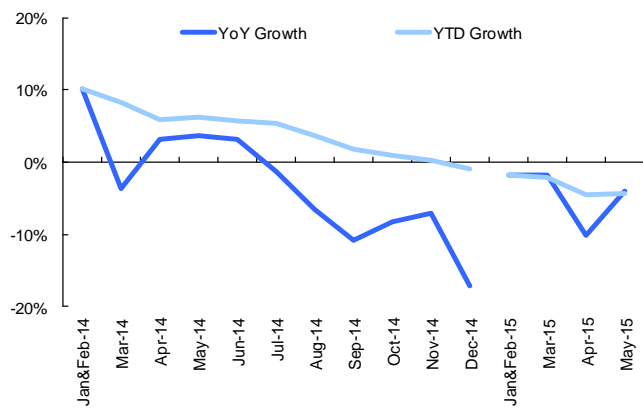
Year End 年结	Turnover 收入	Net Profit 股东净利	EPS 每股净利	EPS 每股净利变动	PER 市盈率	BPS 每股净资产	PBR 市净率	DPS 每股股息	Yield 股息率	ROE 净资产收益率
12/31	(RMB m)	(RMB m)	(RMB)	(Δ%)	(x)	(RMB)	(x)	(RMB)	(%)	(%)
FY13A	28,291	1,973	1.461	12.2	26.1	10.378	3.7	0.450	1.2	14.9
FY14A	29,049	1,990	1.473	0.8	26.5	11.390	3.4	0.450	1.2	13.5
FY15F	30,200	2,153	1.593	8.2	24.4	12.530	3.1	0.550	1.4	13.3
FY16F	32,069	2,299	1.701	6.8	22.8	13.678	2.8	0.650	1.7	13.0
FY17F	33,407	2,409	1.783	4.8	21.8	14.808	2.6	0.750	1.9	12.5

Shares in issue (m) 总股数 (m)	1,351.0	Major shareholder 大股东	Tsingtao Group 30.6%
Market cap. (HK\$ m) 市值 (HK\$ m)	65,995.5	Free float (%) 自由流通比率 (%)	58.8
3 month average vol. 3 个月平均成交股数 ('000)	2,507.5	FY15 Net gearing (%) 15 年净负债/股东资金 (%)	Net Cash
52 Weeks high/low (HK\$) 52 周高/低	64.000 / 47.600	FY15 Est. NAV (HK\$) 15 年每股估值 (港元)	50.0

Source: the Company, Guotai Junan International.

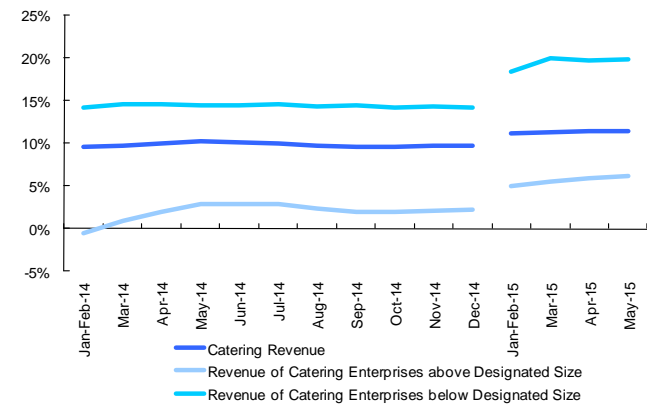
2015年1季度, 公司跑输其同业。2015年1-5月国内啤酒产量按年减少4.3%, 而国内啤酒行业收入及利润总额于2015年1-4月的增速分别为1.3%及60.2%。2015年1-5月啤酒厂商的销售增长慢于其他酒类。按照销售量计算, 青岛啤酒(公司)是中国的第二大啤酒厂商。公司2015年第1季的业绩疲弱并跑输其主要同业。虽然第1季仍是啤酒的淡季, 啤酒的疲弱需求以及同业的激烈竞争于未来几个季度可能持续对青岛啤酒构成威胁。另外, 公司的销售组合的提升牺牲了销售量增长, 后者颇为令人失望。2015年公司希望争取更高市场份额, 销量的增长目标为高于行业增速2个百分点。我们认为青岛啤酒有能力达成目标, 是由于持续的整合将市场的小型啤酒厂商淘汰掉。中国的啤酒产量增长有望在2015年预期比较炎热的夏天而加快(2014年夏天相对凉快及多雨)。不过, 我们仅预期2015年青岛啤酒的销量同比增加2.5%。假设想到进一步的兼并收购, 我们并不预计公司在2015-2016年能够销售1,000万千升啤酒。

图-1: 中国啤酒产量增长



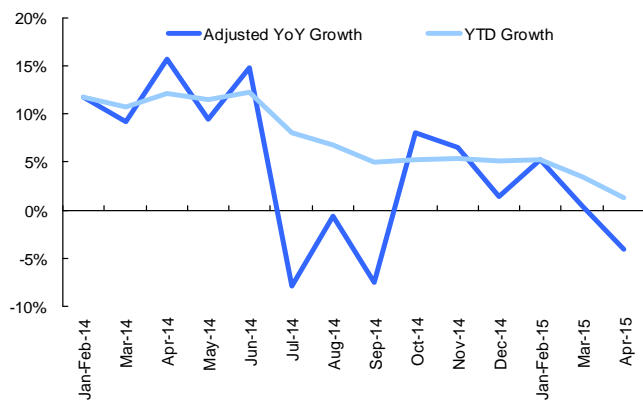
资料来源: 中国统计局。

图-2: 中国餐饮业收入年初至今增长



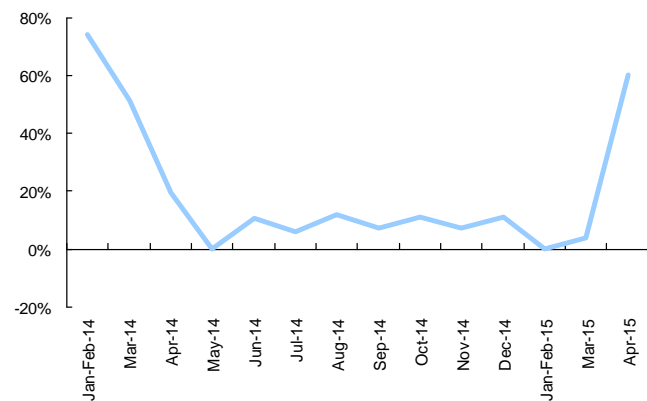
资料来源: 中国统计局、国泰君安国际。

图-3: 啤酒行业: 收入的同比及年初至今增长



资料来源: 中国统计局、国泰君安国际。

图-4: 啤酒行业: 年初至今税前利润增长



资料来源: 中国统计局、国泰君安国际。

表-1: 同业的经业绩比较 (15年1季度)

人民币 百万	青岛啤酒 00168 HK	华润创业 * 00291 HK	ABInBev ** ABI BB	燕京啤酒 000729 CH
销量 (万千升)	206	265	168	121
同比增长	-5.5%	2.9%	16.5%	1.9%
销售均价 (人民币/ 千升)	3,485	2,583	3,703	2,593
同比增长	2.5%	7.4%	2.5%	2.2%
收入	7,178	6,842	6,218	3,146
同比增长	-3.1%	10.5%	19.5%	4.2%
毛利率	32.2%	n.a.	n.a.	21.4%
同比增长	-0.8 ppt	n.a.	n.a.	-0.3 ppt
EBITDA	n.a.	696	1,615	n.a.
同比增长	n.a.	29.0%	52.2%	n.a.
净利润	521	80	n.a.	53
同比增长	-11.0%	752.3%	n.a.	5.2%
报告净利率	7.3%	1.2%	n.a.	1.7%
同比增长	-0.6 ppt	1.0 ppt	n.a.	相同

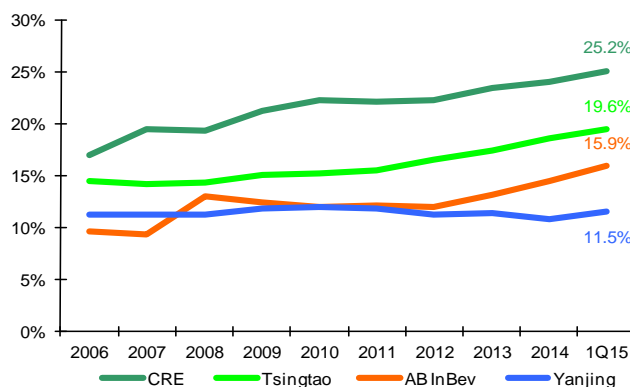
资料来源: 各公司、Bloomberg、国泰君安国际。

* 假设100%股权。

** 仅中国业务。

行业整合仍未结束, 但预计有所放缓。2014年, 中国全年啤酒人均产量为 36.0 升, 同比下降 1.5%。2013年, 因为日本的全年啤酒人均消费为 43.1 升, 我们对中国的啤酒消费的长期增长保持审慎。与其他食品及饮料市场比较, 我们预期国内啤酒消费的长期增长将仍然疲弱。长期而言, 中国的全年啤酒消费增长预期慢于 GDP 增长。中国四大啤酒厂商于 2014 年和 2015 年的集中比率, 分别达到 68.0%和 72.2%, 同比增加 2.2 个百分点和 2.0 个百分点。这些大型公司仍有空间扩大它们的市场份额, 但行业整合的速度预计放缓。另外, 我们并不预期这些啤酒厂商会在 2016 年之前直接提高它们的销售均价, 但是产品组合升级有帮助。

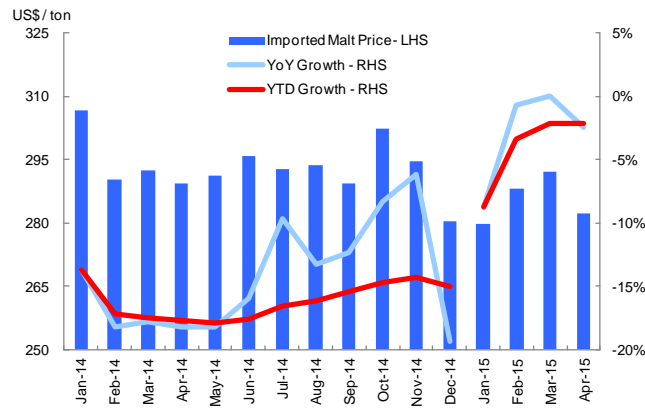
表-5: 按啤酒产量划分的市场份额



资料来源: 中国统计局、各公司。

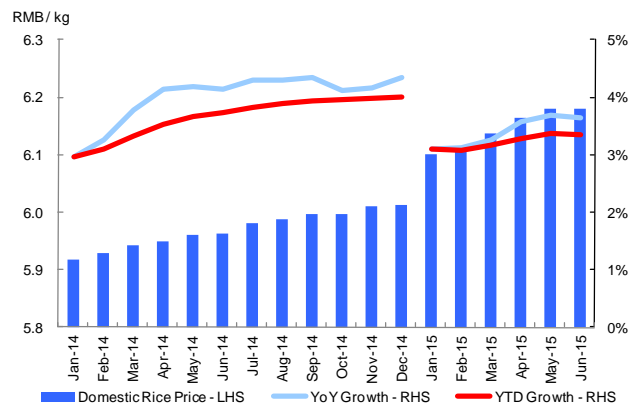
2015 年生产成本保持平稳。麦芽价格保持在低位, 包装成本及大米价格并不预计为啤酒厂商带来巨大压力啤酒。销售组合改善预计抵消劳工成本上涨造成的负面影响。因为我们并不预期公司会直接提高销售均价, 青岛啤酒于 2015 年的毛利率与 2014 年的处于相近水平。

图-6: 国外麦芽价格



资料来源: 中国海关、NYSE Liffe、国泰君安国际。

图-7: 国内大米价格



资料来源: 中国统计局、国泰君安国际。

盈利预测假设及修订:

由于销量及财务收入较低, 下调盈利。我们下调青岛啤酒的销量预期, 因为中国的啤酒需求由于经济增长放缓而继续疲弱。中国的降息预计对公司的净财务收入构成负面影响。因此, 我们分别下调青岛啤酒于 2015-2016 年每股报告净利 3.7%及 0.8%。青岛啤酒 2015-2017 年每股报告净利预期将分别达到人民币 1.593 元、人民币 1.701 元及人民币 1.783 元, 增长 8.2%、6.8%和 4.8%。

表-2: 盈利预测修订

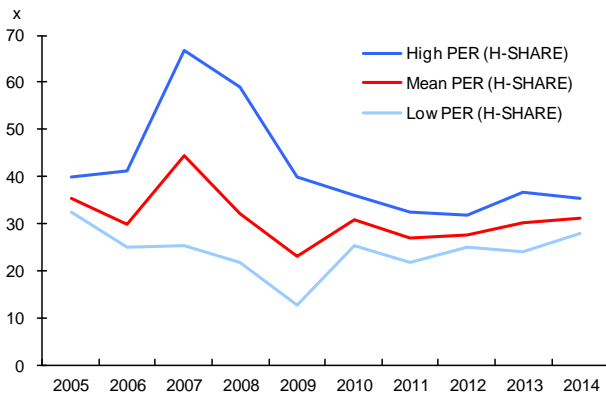
人民币 百万	新			旧		变动	
	2015F	2016F	2017F	2015F	2016F	2015F	2016F
销量 (万千升)	938	976	1,000	973	1,012	-3.6%	-3.6%
收入	30,200	32,069	33,407	31,295	32,697	-3.5%	-1.9%
毛利润	9,304	9,879	10,259	9,644	10,051	-3.5%	-1.7%
核心经营利润	2,297	2,519	2,676	2,336	2,499	-1.7%	0.8%
报告净利润	2,153	2,299	2,409	2,235	2,318	-3.7%	-0.8%
核心净利润	1,916	2,085	2,203	2,007	2,113	-4.5%	-1.3%
报告每股盈利 (人民币)	1.593	1.701	1.783	1.654	1.716	-3.7%	-0.8%
核心每股盈利 (人民币)	1.418	1.543	1.631	1.485	1.564	-4.5%	-1.3%
毛利率	30.8%	30.8%	30.7%	30.8%	30.7%	相同	0.1 ppt
核心经营利润率	7.6%	7.9%	8.0%	7.5%	7.6%	0.1 ppt	0.2 ppt
核心净利润	7.1%	7.2%	7.2%	7.1%	7.1%	相同	0.1 ppt
核心净利率	6.3%	6.5%	6.6%	6.4%	6.5%	-0.1 ppt	相同

资料来源: 国泰君安国际。

* 不包括政府补贴及其他非核心项目。

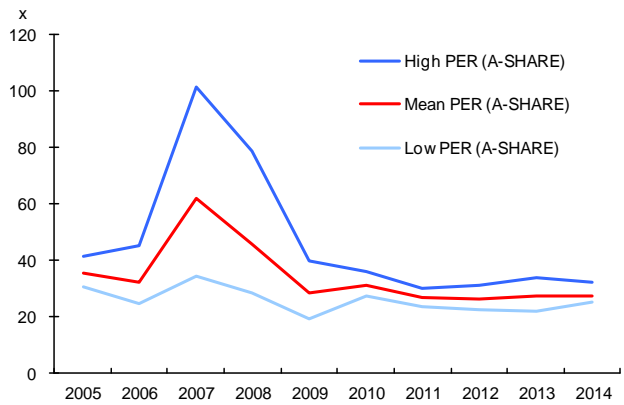
重申投资评级为“中性”, 目标价上调至50.00港元。虽然我们并不预期青岛啤酒的市场份额会有所增长, 中国放缓的啤酒消费增长预计对公司的盈利增长构成负面影响。青岛啤酒的核心经营利润(2009年: 人民币17.11亿元; 2014年: 人民币19.22亿元)增长和收入(2009年-2014年: 10.0%的复合年均增长率)增长并不一致。青岛啤酒的盈利对于销售均价的上调十分敏感, 但是我们预期2015年和2016年销售均价上调的概率不高。另一方面, 青岛啤酒的财务数据及现金流均极为健康, 我们预计公司未来的派息比率持续增长。H股较A股的平均折让于2000-2015年分别为20.0%和6.0%, 以及H股较A股的溢价于2010-2015年为5.1%。目前H股较A股折让大约22.5%, 但H股估值仅为合理, 因为公司的估值相当24.4倍2015年市盈率。基于疲弱的销量增长预期, 盈利增长预计非常缓慢。我们的DCF目标价相为50.00港元, 当于公司2015-2017年市盈率分别为24.9、23.3及22.3倍。重申投资评级为“中性”。

图-8: 青岛啤酒(H-股)当年的市盈率区间



资料来源: 公司、Bloomberg、国泰君安国际。

图-9: 青岛啤酒(A-股)当年的市盈率区间



资料来源: 公司、Bloomberg、国泰君安国际。

表-3: 啤酒同业估值比较

公司	股票代码	货币	股价	市值 (港元\$ 百万)	市盈率 (倍)			市净率 (倍)	ROE (%)	毛利率 (%)	经营 利润率
					FY14A	FY15F	FY16F	FY15F	FY15F	FY15F	FY15F
青岛啤酒	00168 HK	HK\$	48.850	76,035	26.3	24.9	22.5	3.1	13.1	34.0	7.1
华润创业	00291 HK	HK\$	25.800	62,471	n.a.	127.1	62.2	1.3	1.7	24.4	0.9
燕京啤酒	000729 CH	RMB	11.840	41,545	45.7	39.1	35.9	2.6	6.7	41.2	7.8
Anheuser-Busch Inbev	ABI BB	EUR	107.400	1,528,434	25.3	22.1	21.0	3.6	16.9	60.3	32.7
简单平均					32.4	53.3	35.4	2.7	9.6	40.0	12.2
加权平均					25.8	26.5	22.9	3.5	15.9	57.3	29.8

资料来源: Bloomberg、国泰君安国际。

附录:

表-4: 2015年1季度季度业绩回顾

人民币 百万	损益表		
	2014年1季度	2015年1季度	同比
收入	7,408	7,178	-3.1%
销售成本	(4,425)	(4,346)	-1.8%
税项费用	(538)	(518)	-3.7%
毛利润	2,445	2,314	-5.4%
分销费用	(1,574)	(1,363)	-13.4%
行政费用	(292)	(320)	9.4%
核心经营利润	579	631	9.0%
投资收益	(9)	(17)	81.8%
财务收入, 净额	85	61	-27.9%
核心税前利润	655	675	3.2%
其他收益, 净额	134	58	-56.4%
税前利润	788	734	-6.9%
所得税	(207)	(211)	1.9%
税后利润	581	523	-10.1%
少数股东权益	4	(2)	n.a.
报告净利润	586	521	-11.0%
核心净利润	485	475	-2.1%
毛利率	33.0%	32.2%	-0.8 ppt
核心经营利润率	7.8%	8.8%	1.0 ppt
报告净利率	7.9%	7.3%	-0.6 ppt
核心净利率	6.5%	6.6%	0.1 ppt

资料来源: 公司。

* 不包括政府补贴及其他非核心项目

财务报表及比率

损益表					
Year end Dec (RMB m)	FY13A	FY14A	FY15F	FY16F	FY17F
Sales	28,291	29,049	30,200	32,069	33,407
yo ^y growth	9.7%	2.7%	4.0%	6.2%	4.2%
COGS	(17,008)	(17,899)	(18,657)	(19,850)	(20,741)
Tax expenses	(2,228)	(2,183)	(2,240)	(2,340)	(2,407)
Gross Profit	9,055	8,967	9,304	9,879	10,259
yo ^y growth	11.2%	-1.0%	3.7%	6.2%	3.8%
Distribution expenses	(5,611)	(5,683)	(5,587)	(5,853)	(6,013)
Administrative expenses	(1,573)	(1,362)	(1,419)	(1,507)	(1,570)
Core Operating Profit	1,872	1,922	2,297	2,519	2,676
yo ^y growth	-3.8%	2.7%	19.5%	9.7%	6.2%
Share of JVs & Associates	229	24	25	28	30
Finance income, net	251	335	299	333	365
Core Profit before tax	2,353	2,281	2,621	2,880	3,071
Other gains, net	314	402	316	285	274
Profit before tax	2,667	2,683	2,937	3,165	3,345
Income tax	(692)	(663)	(734)	(791)	(836)
Profit after tax	1,975	2,020	2,203	2,374	2,509
Minority interests	(2)	(29)	(50)	(75)	(100)
Reported Net Profit	1,973	1,990	2,153	2,299	2,409
yo ^y growth	12.2%	0.8%	8.2%	6.8%	4.8%
Core Net Profit *	1,656	1,671	1,916	2,085	2,203
yo ^y growth	12.6%	0.9%	14.6%	8.8%	5.7%
Reported EPS (RMB)	1.461	1.473	1.593	1.701	1.783
Core EPS (RMB)	1.226	1.237	1.418	1.543	1.631
DPS (RMB)	0.450	0.450	0.550	0.650	0.750

现金流量表					
Year end Dec (RMB m)	FY13A	FY14A	FY15F	FY16F	FY17F
Profit after tax	1,975	2,020	2,203	2,374	2,509
Depreciation	712	731	862	908	945
Amortisation	167	192	207	209	211
Others	547	(1,251)	(51)	110	(202)
Operating Cash Flow	3,401	1,691	3,221	3,600	3,464
CAPEX	(2,036)	(2,371)	(1,500)	(1,500)	(1,500)
Others	828	997	367	350	378
Investing Cash Flow	(1,208)	(1,374)	(1,133)	(1,150)	(1,122)
Change in bank borrowings	(160)	(1,477)	(137)	(100)	(100)
Dividends paid	(540)	(608)	(608)	(743)	(878)
Others	(78)	(369)	(57)	(51)	(50)
Financing Cash Flow	(778)	(2,455)	(802)	(894)	(1,028)
Change in cash	1,415	(2,138)	1,286	1,556	1,313
Foreign exchange effect	(2)	(5)	0	0	0
Cash balance at year end	8,532	6,389	7,674	9,231	10,544

资料来源：公司、国泰君安国际。

* 不包括政府补贴、收购溢价收益及其他非经常性项目。

资产负债表					
As at Dec 31 (RMB m)	FY13A	FY14A	FY15F	FY16F	FY17F
PPE & CIP	9,247	10,171	10,546	10,881	11,184
Intangible assets & Goodwill	3,613	4,088	4,080	4,071	4,060
Others	2,231	2,393	2,403	2,403	2,407
Non-current assets	15,090	16,652	17,029	17,354	17,650
Inventories	2,535	2,487	2,676	2,748	2,935
Trade receivables	152	125	123	140	153
Other receivables	457	377	400	429	460
Cash and cash equivalents	8,532	6,389	7,674	9,231	10,544
Others	599	974	1,060	1,166	1,283
Current assets	12,274	10,352	11,933	13,713	15,374
Trade payables	2,707	2,494	2,617	2,806	2,876
Other payables	5,528	5,512	5,750	6,043	6,350
Borrowings	101	433	300	200	100
Others	2,778	789	850	900	900
Current liabilities	11,114	9,228	9,517	9,949	10,226
Borrowings	5	3	0	0	0
Others	2,373	2,486	2,567	2,615	2,668
Non-current liabilities	2,378	2,488	2,567	2,615	2,668
Minority interests	(147)	(100)	(50)	25	125
Shareholders' equity	14,021	15,388	16,928	18,479	20,005
BPS (RMB)	10.378	11.390	12.530	13.678	14.808

财务比率					
	FY13A	FY14A	FY15F	FY16F	FY17F
Gross Margin (%)	32.0	30.9	30.8	30.8	30.7
Core Operating Margin (%)	6.6	6.6	7.6	7.9	8.0
Reported Net Margin (%)	7.0	6.9	7.1	7.2	7.2
Core Net Margin (%)	5.9	5.8	6.3	6.5	6.6
ROE (%)	14.9	13.5	13.3	13.0	12.5
ROA (%)	7.7	7.4	7.9	7.9	7.8
Inventory turnover days	52.5	51.2	50.5	50.0	50.0
Account receivable days	1.5	1.7	1.5	1.5	1.6
Account payable days	50.4	53.0	50.0	50.0	50.0
Cash conversion cycle	3.6	(0.1)	2.0	1.5	1.6
Current ratio (x)	1.1	1.1	1.3	1.4	1.5
Quick ratio (x)	0.9	0.9	1.0	1.1	1.2
Net gearing (%)	Net Cash	Net Cash	Net Cash	Net Cash	Net Cash
Net interest cover (x)	Net Interest Income	Net Interest Income	Net Interest Income	Net Interest Income	Net Interest Income
Payout ratio (%)	30.8	30.5	34.5	38.2	42.1

个股评级标准

参考基准: 香港恒生指数

评级区间: 6至18个月

评级	相对表现
买入	超过 15% 或公司、行业基本面良好
收集	5% 至 15% 或公司、行业基本面良好
中性	-5% 至 5% 或公司、行业基本面中性
减持	-15% 至 -5% 或公司、行业基本面不理想
卖出	小于-15% 或公司、行业基本面不理想

行业评级标准

参考基准: 香港恒生指数

评级区间: 6至18个月

评级	相对表现
跑赢大市	超过 5% 或行业基本面良好
中性	-5% 至 5% 或行业基本面中性
跑输大市	小于-5% 或行业基本面不理想

利益披露事项

- (1) 分析员或其有联系者并未担任本研究报告所评论的发行人的高级人员。
- (2) 分析员或其有联系者并未持有本研究报告所评论的发行人的任何财务权益。
- (3) 除中国全通(控股)有限公司(00633)、广深铁路-H股(00525)、国泰君安国际(01788)及滨海投资(02886)外, 国泰君安或其集团公司并未持有本研究报告所评论的发行人的市场资本值1%或以上的财务权益。
- (4) 国泰君安或其集团在现在或过去12个月内没有与本研究报告所评论的发行人存在投资银行业务的关系。

免责声明

本研究报告内容既不代表国泰君安证券(香港)有限公司(“国泰君安”)的推荐意见也并不构成所涉及之个别股票的买卖或交易之要约。国泰君安或其集团公司有可能会与本报告涉及的公司洽谈投资银行业务或其它业务(例如:配售代理、牵头经辨人、保荐人、包销商或从事自营投资于该股票)。

国泰君安的销售员, 交易员和其它专业人员可能会向国泰君安的客户提供与本研究部中的观点截然相反的口头或书面市场评论或交易策略。国泰君安集团的资产管理部和投资业务部可能会做出与本报告的推荐或表达的意见不一致的投资决策。

报告中的资料力求准确可靠, 但国泰君安并不对该等数据的准确性和完整性作出任何承诺。报告中可能存在的一些基于对未来政治和经济的某些主观假定和判断而做出预见性陈述, 因此可能具有不确定性。投资者应明白及理解投资证券及投资产品之目的, 及当中的风险。在决定投资前, 如有需要, 投资者务必向其各自专业人士咨询并谨慎抉择。

本研究报告并非针对或意图向任何属于任何管辖范围的市民或居民或身处于任何管辖范围的人士或实体发布或供其使用, 而此等发布, 公布, 可供使用情况或使用会违反适用的法律或规例, 或会令国泰君安或其集团公司在此等管辖范围内受制于任何注册或领牌规定。

© 2015 国泰君安证券(香港)有限公司 版权所有, 不得翻印
 香港中环皇后大道中181号新纪元广场低座27楼
 电话 (852) 2509-9118 传真(852) 2509-7793
 网址: www.gtja.com.hk