

从并购角度看惠泉啤酒的价值

(一) 行业过往并购案例

① 嘉士伯收购重庆啤酒

● 夺得控制权 (2010 年)

✓ 时间轴

2010 年 6 月，转让协议签署：重啤集团以人民币 40.22 元/股的价格，共计人民币 23.84 亿元，将其持有的重庆啤酒 12.25% 股权转让给嘉士伯香港；

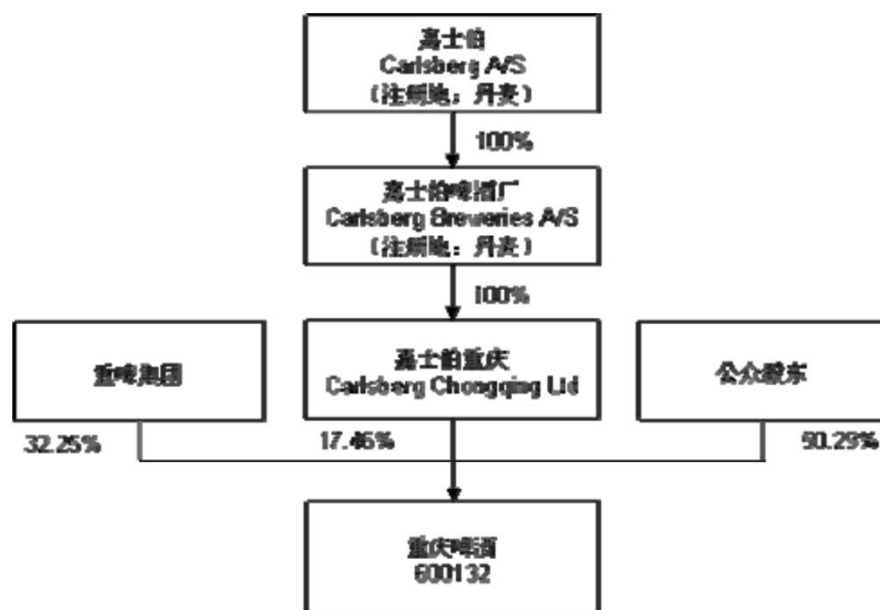
2010 年 7 月，转让事宜获职工代表大会批准；

2010 年 11 月，转让事宜获国资委批准；

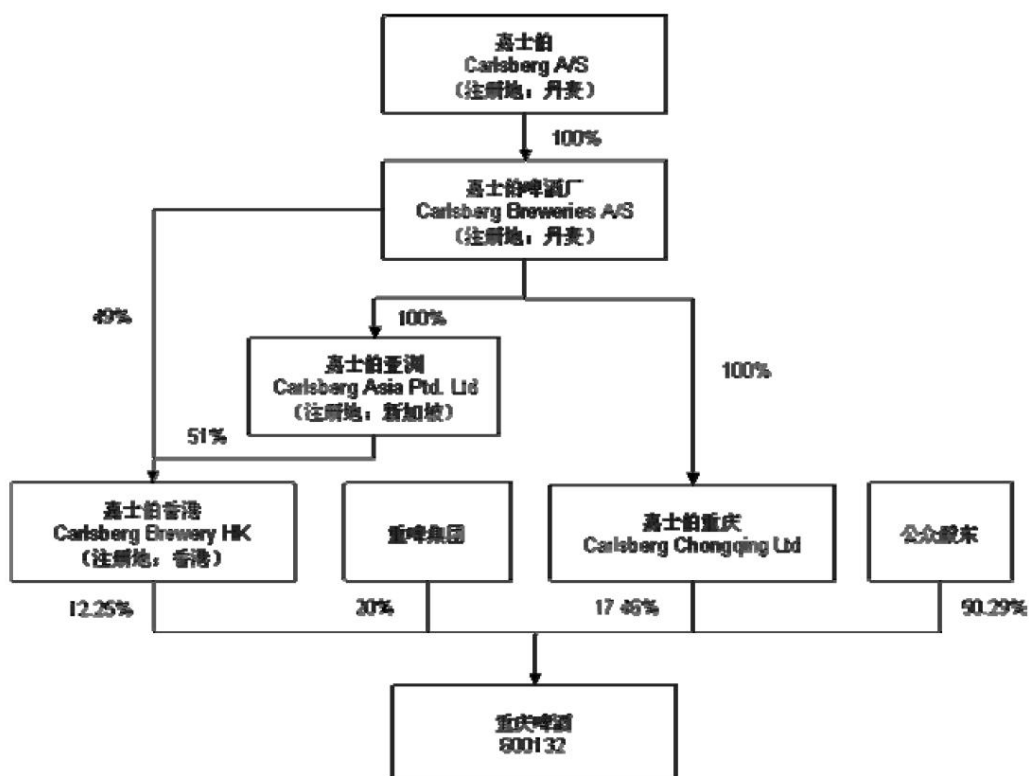
2010 年 12 月，转让事宜获国家商务部批准并完成股权交割；

✓ 股权架构

转让前股权架构：



✚ 转让后股权架构：



✚ 转让后对上市公司的影响：

本次转让后，重庆啤酒集团持有上市公司 20% 股权，嘉士伯将合计持有重庆啤酒 29.71% 的股权，成为上市公司新的实际控制人。

✓ 转让估值

✚ 重庆啤酒近阶段简要财务数据如下所示：

单位：亿元	2010H1	2009	2008
营业收入	10.12	22.60	21.21
净利润	0.92	1.81	1.63
净资产	11.51	12.03	10.69

✚ 嘉士伯收购的整体估值高达 194.61 亿元，对应 2009 年 PE/PB 分别为

107.52/16.18，体现了控制权转让的溢价，当时二级市场的市值为 145 亿元，溢价 34.21%；

- ✚ 由于当时市场依然有重庆啤酒乙肝疫苗的预期，因此，二级市场的股价已经远远超出啤酒行业的平均估值，因此，单纯看 34%的溢价貌似不高，但结合啤酒主营业务来看，付出了较大的溢价。

- 进一步要约

- ✓ 时间轴

- ✚ 2013 年 3 月：嘉士伯发出要约收购，以 20 元/股获得重啤集团持有的重庆啤酒 20%股份，整体要约估值达 96.8 亿元；
 - ✚ 2013 年 9 月：商务部反垄断局给予收购要约批复；
 - ✚ 2013 年 10 月：证监会受理要约材料，并于月底取得要要约收购报告书无异议文件；
 - ✚ 2013 年 11 月：嘉士伯向全体股东发出要约，收购除嘉士伯及其一致行动人以外的 1.46 亿股，占总股本 30.29%的股份（含重庆啤酒集团持有的 20%股份），不以终止重庆啤酒上市地位为目的；
 - ✚ 2013 年 12 月：要约收购完成，嘉士伯通过香港及嘉士伯重庆合计持有重庆啤酒 60%的股份。

- ✓ 转让估值

- ✚ 重庆啤酒近阶段简要财务数据如下所示：

单位: 亿元	2013Q3	2012	2011
营业收入	28.38	31.49	26.94
净利润	2.18	1.59	2.01
净资产	19.05	18.54	14.80

✚ 嘉士伯要约收购估值达 96.80 亿元，对应 2012 年 PE/PB 分别为 60.88/5.22，当时二级市场的市值为 76.91 亿元，溢价 26.02%；

② 英博收购雪津

- ✓ 全球第一大啤酒巨头比利时英博啤酒集团 2006 年 1 月以最高价竞走了雪津 39.48% 的国有股权。
- ✓ 随后，雪津的其他股东也将以同等条件、同等价格将剩余的 60.52% 的股权分两次出让给英博集团。也就是英博集团以 58.86 亿元人民币的代价取得雪津 100% 的控股权。
- ✓ 由于雪津为非上市公司，我们无法获取其详细的财务数据，据当时媒体披露，雪津 2005 年末的净资产 5 亿有余，英博 58.86 亿元的收购价对应了 10PB，而且还是一家非上市公司，可见啤酒行业的股权并购价值非常凸出。

(二) 惠泉啤酒的现状

● 惠泉简介

- ✓ 惠泉啤酒成立于 1997 年 12 月，现注册资本 2.5 亿元，企业位于福建省

泉州市惠安县，主要从事啤酒的产销。企业现有员工人数为 1781 人，2017 年营业收入 5.69 亿元，总资产 12.5 亿元，净资产 11.3 亿元，市值 16 亿元；企业大股东为北京燕京啤酒股份有限公司，实际控制人为北京市国资委；

- ✓ 惠泉现拥有惠安北厂、福建福鼎、江西抚州三个啤酒生产基地，总生产规模设计年产能力 80 万吨，实际产能 55 万吨；
- ✓ 企业至三季度末购买的理财产品资金高达 4.3 亿元，叠加 2.3 亿的现金，企业目前可动用的资金高达 6.6 亿元；
- ✓ 企业无有息负债，流动资产完全覆盖流动负债，资产负债率不到 10%。

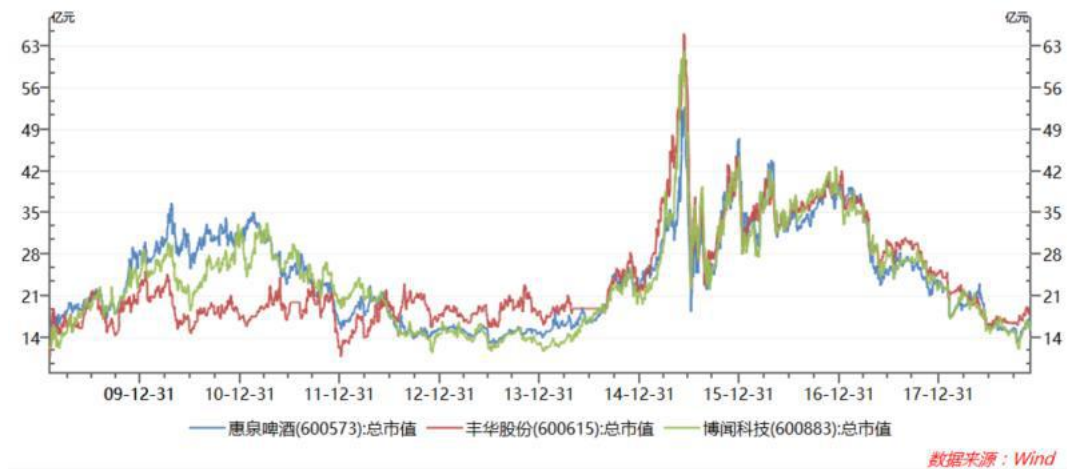
● 同业竞争之殇

- ✓ 企业大股东为北京燕京啤酒股份有限公司，持有企业 50.08% 股份，占据控股地位，其自身同样经营啤酒业务，为深交所上市公司，交易代码为 000729.SZ。
- ✓ 企业的同业整改业务，要追溯到 2012 年。2012 年 8 月底，企业收到福建监管局的责令改正措施的决定书，即除了企业治理的问题外，最重要的一条便是同业竞争问题，企业与控股股东燕京啤酒同属啤酒生产企业，但同业竞争的问题（控股股东在 2003/2006 年分别做过承诺），但始终未得到解决；
- ✓ 直至 2014 年 6 月 4 的公告里披露，企业在啤酒业务上依旧还是模棱两可的托管模式。企业给出的整改方案仅仅只是进行业务托管，划区销售，而所谓的注入更是无稽之谈；

- ✓ 企业控股股东自身也是 A 股上市公司，两个上市平台，运作同样的啤酒业务，不得不说是一种资源的浪费。燕京控股股东北京控股，其自身经营重心并非在啤酒业务上。

- 安全边际

- ✓ 目前，两市虽然有上百个上市公司的交易市值位于在 20 亿以下，然而，剔除次新股、创业板之后，无有息负债，较为干净的壳公司较为稀缺；
- ✓ 我们长期跟踪了 3 家“干净”的壳公司，除了惠泉之外，另两个分别是博闻科技（600883）以及丰华股份（600615）；
- ✓ 三家上市公司近年来走势如下图所示：



- ✓ 三家上市公司简要市值、财务数据如下表所示：

单位：亿元	惠泉啤酒	博闻科技	丰华股份
目前市值	16.7	15.3	18.6
10Y最高	54.35	63.27	67.59
10Y最低	12.43	10.68	10.69
账面净资产	11.31	6.61	6.06
流动负债	1.05	0.1	0.43
现金及等价物	6.6	3.61	5.61
可售金融资产	0	3.11	0

- ✓ 从历史统计的角度看，惠泉啤酒目前的估值区间，位于历史底部，继续下跌的空间非常有限。

(三) 达利入股后的猜想

- ✓ 惠泉三季度新进股东泉州吉祥投资有限责任公司(目前位列第十大股东), 注册资金 5000 万元, 由田元昕、许阳阳各出资 50%, 于今年 4 月成立专注于股权投资(含二级市场)的公司。许阳阳目前任职于达利集团副总裁兼执行董事, 是达利集团实际控制人许世辉的女儿。
- ✓ 泉州吉祥投资有限责任公司的工商注册信息如下图所示：



泉州吉祥投资有限责任公司 存续

电话：--

邮箱：--

官网：--

地址：福建省泉州市惠安县崇山镇林口村

初创期



基础信息	金融行为	经营状况	法律诉讼	经营风险	知识产权
------	------	------	------	------	------

基础信息

工商信息（部分信息根据大数据计算生成）

国民经济行业分类	其他金融业	万得行业分类	多元金融	万得主题行业分类	--
注册资金	5,000万人民币	经营状态	存续	成立日期	2018-04-04
法定代表人	田元昕	疑似实际控制人	--	核准日期	2018-04-04
统一社会信用代码	91350521MA31L4GG12	组织机构代码	MA31L4GG1	注册号	--
公司类型	有限责任公司(自然人投资或控股)	营业期限	2018-04-04 至 2068-04-03	登记机关	福建省惠安县市场监督管理局
所属省份	福建省	公司简称	--	公司英文名	--
办公地址	福建省泉州市惠安县崇山镇林口村				
注册地址	福建省泉州市惠安县崇山镇林口村				
公司简介	--				
经营范围	对第一、二、三产业的投资；证券投资；股权投资；资本投资服务；控股公司服务；投资管理咨询；自营和代理各类商品和技术的进出口业务。（依法须经批准的项目，经相关部门批准后方可开展经营活动）				

股东信息 (2)

[股权结构图](#) | [疑似实际控制人](#)

序号	股东名称	持股比例	认缴出资(万元)
1	田元昕	50.00%	2,500
2	许阳阳	50.00%	2,500

- ✓ 达利在三季度末高调入驻，我们判断，未来继续增持的概率极大，达利很有可能通过二级市场增持至 4.9%，耗资 0.75 亿元；
- ✓ 惠泉目前经净资产为 11.3 亿元，且现金占据大半，达利若溢价 200%收购燕京手中 25%的股份，耗资约 8.5 亿元；
- ✓ 若以上假设成立，则达利从燕京手上拿到控股权的代价大约为 9.25 亿元；9.25 亿元，就控制了上市公司，可以动用上市公司 6.6 亿现金，三个生产基地，80 万吨的啤酒产能；

(四) 收购后整合的空间想象

- ✓ 达利收购后完全可以利用自有渠道 (5000 多家经销商) 和自有整合能力, 进行扩张, 使得惠泉品牌占领过去失去的份额, 甚至完全可以走出福建, 江西, 向其他地区扩张;
- ✓ 重庆啤酒目前 30 多亿元销售规模, 净利润率约为 10%, 市值约 140 亿元;
- ✓ 从股权价值看, 达利溢价 200%收购后, 若整合顺利, 以区域啤酒的定额位来看, 重庆啤酒就是很好的对标, 目标市值在 130-150 亿元之间, 较达利溢价收购的估值依然有数倍的增长空间。

(五) 结论

- ✓ 无论从 8 年前嘉士伯以 194 亿的整体估值获得重庆啤酒控股权, 还是 12 年前英博以 58 亿的整体估值收购雪津 100%股权, 作为曾经的区域龙头惠泉啤酒来说, 如今 16 亿的市值太过低估;
- ✓ 达利亮剑之后, 必然会有进一步举措, 年报就会揭晓;
- ✓ 短期看惠泉, 有安全边际保底, 无有息负债, 无业绩地雷, 典型的现金牛企业;
- ✓ 中期看惠泉, 有达利进一步增持的公告信息 (或收购、或举牌, 或年报大幅增持);
- ✓ 长期看惠泉, 有达利进一步整合带来的数倍市值增长空间, 对应到目前 16 亿的市值, 空间高达 7 倍;
- ✓ 现在只需要买入并持有, 静等花开, 坐享达利并购带来的超额收益!