

惠泉啤酒：四个法宝降压力 五大机遇迎拐点

——惠泉啤酒（600573）深度调研报告

2010年2月25日

强烈推荐/维持

惠泉啤酒

调研报告

报告摘要：

- **09年销量低增长、产能利用率仅有2/3以及如何分担大股东扩张重任构成2010年销售求变的三层压力** 09年销量增速不足5%，与全国平均及大股东燕京啤酒的差距较大；近年已达80万吨的产能连续3年左右产能闲置1/3；大股东燕京啤酒计划到2015年实现产销量800万吨相当于未来五年年均需要增长67万吨或14.5%。作为燕啤三个子品牌之一的“惠泉”最需要在销售上实现突破。
- **四大法宝将成为公司化压力为动力的有力武器** 一是中国驰名商标“惠泉”有良好口碑与影响力；二是来自燕啤的四大预期将成为公司求变的最大动力源泉：燕啤将其确立为东南沿海战略依托、鼓励其借鉴燕京漓泉经验转变营销模式、促进实施高管股权激励和注入燕京啤酒品牌及其闽赣基地相关资产；三是区位优势：海西区经济与啤酒消费实力超强，福建人均啤酒消费居全国之冠；四是公司将实施新的营销思路和策略，如建立建设若干标杆市场并复制推广，强调终端掌控和精耕细作消除市场盲点，加强弱势市场和高收益市场深度开发、产品差异化和高端化等，实现2010年年度利润增幅>销售收入增幅>销量增幅。
- **五大机遇催生高增长预期** 一是政策眷顾：海西“先行先试”政策及ECFA框架下对海西区域及台湾市场的良好预期；二是来自竞争对手的市场机遇；三是公司加强产品调整与营销及产品创新（下半年推出新产品黑啤）创造新市场；四是消费时令来临，热天正是啤酒消费佳期；五是通胀效应导致啤酒提价，或者在垄断区域提价等，带来更高的毛利率和收益率。
- **业绩预测、估值及投资建议** 预计公司2010年销售突破区域可能有江西、漳州、厦门、福州及台湾等，销量增长15%约8万吨高于公司董事会预期，净利润增长约45%，迎来销售与业绩拐点；EPS约0.45元，按照目前啤酒行业平均35倍PE预测公司股价以及绝对估值均为16元左右，而绝对估值上限超过20元，超越当前价40%-80%，故维持“强烈推荐”评级。

财务指标预测(百万元)

指标	08A	09A	10E	11E	12E
营业收入	1,029.3	1,095.42	1,337.92	1,592.46	1,904.58
+/-	-0.19%	6.42%	22.14%	19.03%	19.60%
净利润	68.34	76.85	112.40	150.31	207.02
+/-	55.11%	12.45%	46.26%	33.73%	37.73%
EPS(元)	0.27	0.31	0.45	0.60	0.83
ROE	6.51%	6.98%	9.53%	11.63%	14.41%
PE	41.62	36.71	25.31	18.93	13.74
PB	2.71	2.58	2.41	2.20	1.98

资产负债表数据

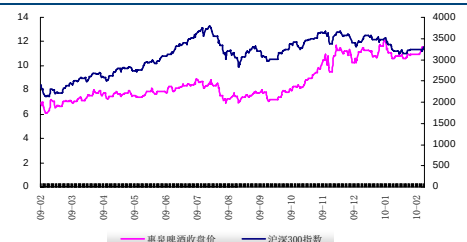
(2010.02.25)

总资产(百万元)	1252.77
股东权益(百万元)	1119.13
每股净资产(元)	4.40
市净率(X)	2.59
负债率(%)	10.75

交易数据

52周股价区间(元)	5.92-12.17
总股本(亿股)	2.50
总市值(亿元)	28.45
流通市值(亿元)	14.39
总股本/流通A股	1.977
流通B股/H股	/
52周日均换手率(%)	46.25

52周股价走势图



资料来源：wind

相关研究报告

1. 受益海西先行试验 打造东南沿海区域强势品牌——惠泉啤酒（600573）调研简报 2009.5.6
2. 二线强势品牌酒 成长有望高一筹——酿酒行业2010年投资策略 2009.12.11
3. 惠泉啤酒：求变2010——东兴证券上市公司推介报告（PPT） 2010.01月
4. 晋京”涨价引发多重预期 首次推荐——1月12日媒体报道普通燕啤涨价 2010.1.13
5. 继续推荐燕京啤酒的五大理由——燕京啤酒（000729）调研快报 2010.1.19
6. 食品饮料：1月食品涨价未超预期 2月继续看好——统计局1月食品类价格数据点评 2010.2.22
7. 内外兼得推动青啤净利润大增约八成——青岛啤酒（600600）业绩预增公告点评 2010.2.23
8. 惠泉啤酒：增长质量提升 销售拐点将现——惠泉啤酒（600573）09年报点评 2010.2.25

目 录

1.压力与成因：催促公司求变	4
1.1 压力之一：09 年销量略增 增速差距内外明显	4
1.2 压力之二：市场份额较低 产能闲置 1/3	5
1.3 压力之三：如何分担大股东扩张重任	6
1.4 成因分析：危机影响和竞争激烈只是表层	7
2.四大法宝：求变的武器	8
2.1 法宝之一：基础与品牌——压力转动力的资本	8
2.2 法宝之二：燕啤四大预期——求变的最大动力源泉	11
2.3 法宝之三：区位优势——海西经济与啤酒消费实力超强	15
2.4 法宝之四：销售突破——强化销售力度 引进漓泉直销模式	17
3.五大机遇：催生高增长预期	18
3.1 政策眷顾：海西“先行先试”政策及 ECFA 良好预期	18
3.2 对手腾让：来自竞争对手的市场机遇	18
3.3 主动拓展：加强产品调整与营销及产品创新创造市场	18
3.4 时令变化：天气转暖趋热啤酒消费渐入佳期	19
3.5 通胀效应：产生啤酒提价预期	19
4.指标分解：市场扩张路径与业绩预测	19
4.1 市场扩张路径：对手腾让+挤占+新市场开拓	19
4.2 地区销售：江西或增长最大 漳州等有望成直销标杆城市	20
4.3 若干指标预测：总体增速或将高于董事会计划	20
5.估值与投资建议	21
5.1 相对/绝对估值：FCFF16.02 元 FCFE16.38 元	21
5.2 投资建议：维持强烈推荐评级	21
5.3 风险提示	21

表格目录

表 1：惠泉啤酒 72 年历程重要事件	9
表 2：2010.1 福建市场调研情况	10
表 3：燕京啤酒对公司的人员派驻任职情况	11
表 4：2005-2008 年燕啤主要区域市场销量、利润与市场份额基本情况	12
表 5：2009 年末惠泉啤酒高管持股及变动情况	13
表 6：2008 燕京啤酒控股或参股公司情况	14
表 7：惠泉啤酒主销区对海西区的覆盖率	16
表 8：惠泉啤酒 2008-2014E 主要业绩指标	21
表 9：惠泉啤酒绝对估值结果汇总	21

插图目录

图 1：2003-2009E 惠泉啤酒销量及变动情况.....	4
图 2：2001-2009 全国啤酒销量及增速	4
图 3：1997-2009 福建省啤酒产量及增速.....	4
图 4：最近 5 年惠泉啤酒销量增速与燕啤、福建及全国比较	4
图 5：2009 年全国各省区啤酒产量增速排名	5
图 6：2009 年福建省啤酒市场大致容量与品牌份额	5
图 7：惠泉啤酒产能分布情况.....	5
图 8：2009 年燕啤等四大啤酒巨头产销量	6
图 9：1997-2009 燕啤与全国啤酒产销量及增速对比	6
图 10：燕京啤酒集团“1+3”战略布局及最新态势	6
图 11：2008 年燕啤主要品牌商誉价值	6
图 12：1997-2009 燕啤与全国啤酒产销量及增速对比	6
图 13：1998-2009 广东、浙江和福建啤酒产量与增速对比.....	7
图 14：2000-08 年惠泉啤酒等二线品牌 ROE（加权）比较	9
图 15：2000-09Q3 惠泉啤酒等二线品牌毛利率比较	9
图 16：2000-09Q3 惠泉啤酒等二线品牌净利率比较	9
图 17：2000-09Q3 惠泉啤酒等二线品牌收入增速比较	9
图 18：2000-09Q3 惠泉啤酒等二线品牌净利润增速比较	9
图 19：惠泉啤酒主要产品图示.....	10
图 20：2005-2008 燕啤主要区域市场销量增速比较	12
图 21：2000-2008 公司与燕啤 ROE（加权）比较	13
图 22：惠泉啤酒 2004-2009 扣除后的净利润增速	13
图 23：2009 年各省区 GDP 排名：广东、浙江、福建和江西分居第一、第四、第十二和十九位	16
图 24：2009 年各省区啤酒产量排名：广东、浙江、福建和江西分居第三、第五、第九和十七位	16
图 25：2009 年福建省九市 GDP 总量与增速.....	16
图 26：惠泉啤酒与主要当地品牌酒精度及麦汁浓度比较	17
图 27：1997-2009 全国啤酒月度增速比较.....	19
图 28：1997-2009 京黑闽粤四省啤酒月度增速比较	19

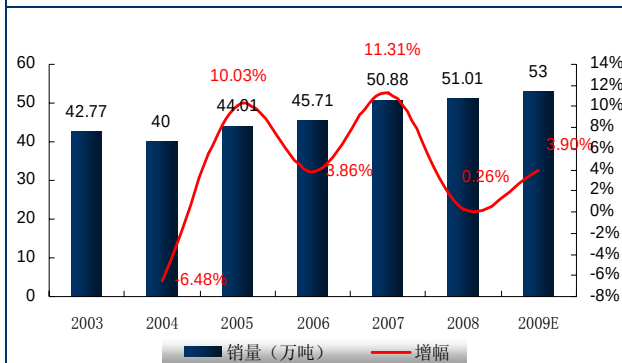
我们最早关注和较为深入了解惠泉啤酒（下称“公司”）是 09 年 4 月份即国家正式出台海西经济区建设规划前夕，并在 5 月 6 日的《受益海西先行试验 打造东南沿海区域强势品牌——惠泉啤酒（600573）调研简报》中给予公司股票“增持”评级；在 12 月 11 日发布的《二线强势品牌——酿酒行业 2010 年投资策略报告》将评级调升至强烈推荐。经过半年多特别是最近一个多月以来对公司产品主销区泉州、福州、漳州、厦门等地和大股东燕京啤酒等的走访，我们对公司各项已有及潜在优势，包括营销与产品创新、品牌整合、市场拓展等在内的预期，以及竞争对手最新发展态势等有了新的认识和判断：公司 09 年销售不理想在大股东和公司等不同层面产生了不少压力，但公司有雄厚基础和实力将压力转化成动力，有望在若干新机遇来临之际，以营销变革为突破口，迎来销售和业绩增长拐点。

1. 压力与成因：催促公司求变

1.1 压力之一：09 年销量略增 增速差距内外明显

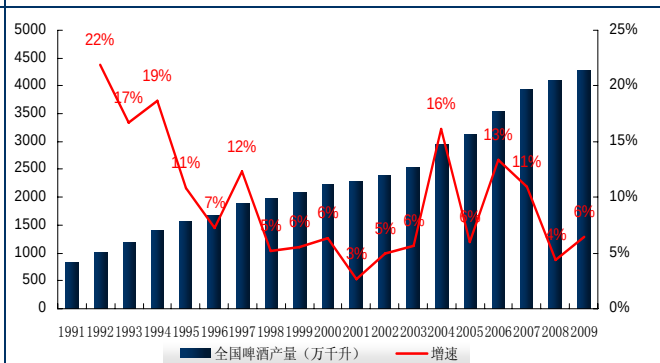
- **09 年销量仅完成 08 年计划的四成左右，为 53.38 万吨，仅增长 4.65%。**这一增速虽好于福建下降 3.4% 的水平，但与大股东燕京啤酒集团约 15.2%、全国平均 6.4% 的增速有较大或明显差距
- **近五年平均增速仅略高于福建。**2005-2009 年，公司啤酒销量年均增长 6.02%，略高于福建的 5.75%，而与燕啤集团 12.97% 和全国 10.14% 相比，分别相差一半多和四成多。

图 1：2003-2009E 惠泉啤酒销量及变动情况



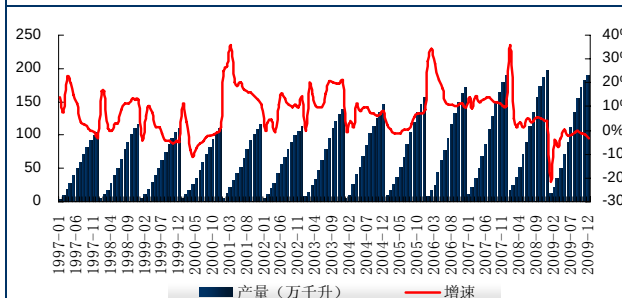
资料来源：各公司年报，东兴证券研究所

图 2：2001-2009 全国啤酒销量及增速



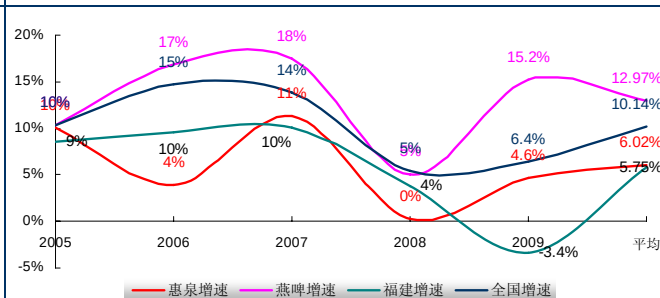
资料来源：国家统计局，东兴证券研究所根据

图 3：1997-2009 福建省啤酒产量及增速



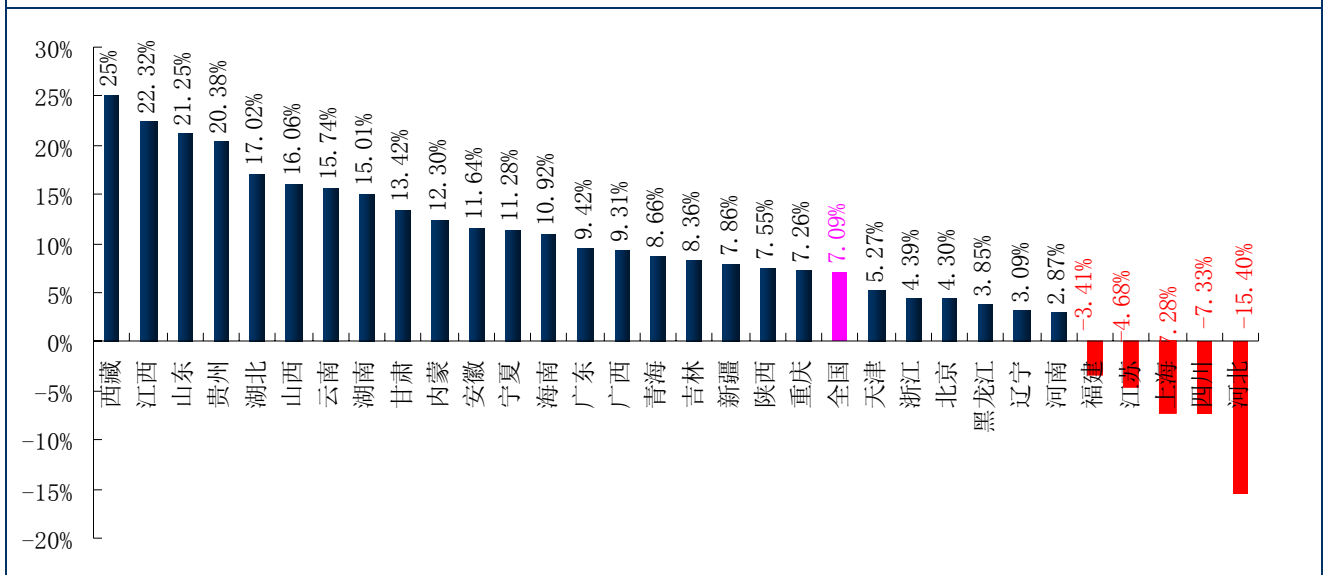
资料来源：国家统计局，东兴证券研究所

图 4：最近 5 年惠泉啤酒销量增速与燕啤、福建及全国比较



资料来源：，东兴证券研究所根据国家统计局数据整理

图 5：2009 年全国各省区啤酒产量增速排名

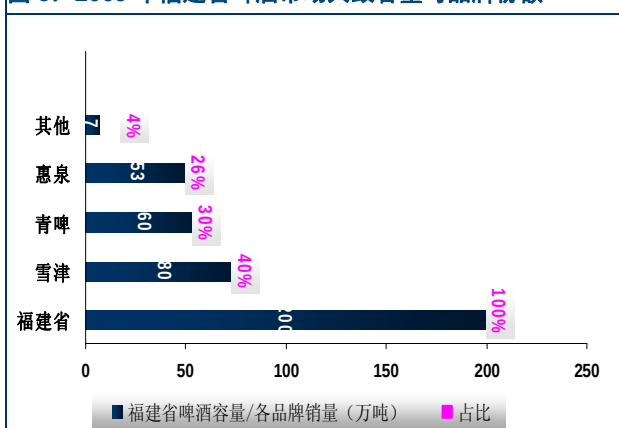


资料来源：东兴证券研究所根据国家统计局数据整理

1.2 压力之二：市场份额较低 产能闲置 1/3

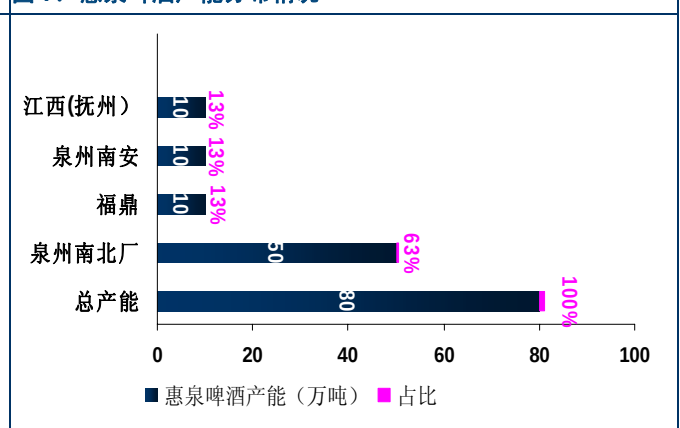
- 省内市场份额排行老三。**在福建省大约 200 万吨的啤酒容量中，“雪津”品牌份额约 40% 达 80 万吨左右；青啤份额约 30% 近 60 万吨，公司份额约 26% 为 53 万吨左右。在总部所在的福建泉州市，公司市场份额 50% 以上，属于福建省最高的地区，其中惠安份额更高；省内其他地区占有率参差不齐，福州、漳州等地销量较大；在近邻省份江西、浙江和广东等部分地区有一定份额。
- 产能闲置达 33% 左右。**公司生产基地分布于福建和江西两省，福建省内有总部所在地的惠安县老厂区南厂和新建的北厂以及福鼎、南安基地，江西省基地在抚州市约 10 万吨，合计产能达到 80 万吨，09 年销量 53 万吨约达到产能的 66%，换句话说，产能闲置约 33%。

图 6：2009 年福建省啤酒市场大致容量与品牌份额



资料来源：东兴证券研究所

图 7：惠泉啤酒产能分布情况

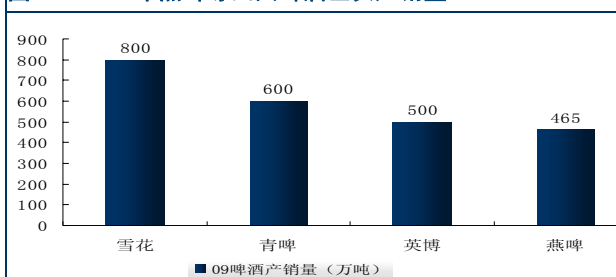


资料来源：东兴证券研究所

1.3 压力之三：如何分担大股东扩张重任

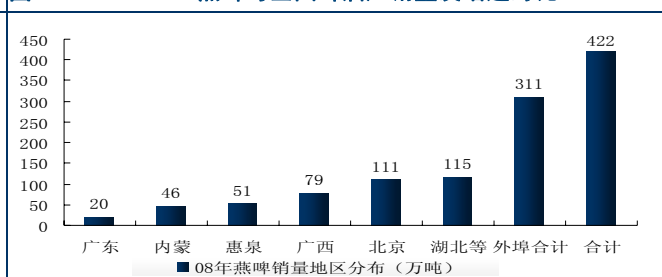
- **燕啤要提速。**控股比例超过 50%的大股东燕京啤酒曾连续 10 余年位居全国啤酒产销量老大，近几年先后被雪花、青啤和英博超越，09 年退居到老四，排位受到严重挑战，目前计划 2015 年销量达到 800 万吨，这一目标距 09 年 465 万吨有 335 万吨差距，相当于每年要有近 70 万吨增量。即便到时不能超过雪花成为第一，但其重整雄风的劲头可见一斑。
- **惠泉需要有所作为。**从燕啤“1+3”大框架看，能够分解重任的途径不外乎五个：一是收购兼并，二是北京地区增长，但北京容量和竞争很强，增量不会太快，况且市场份额已达 85%，增长空间不大；三是广西漓泉和内蒙雪鹿增长迅猛，但广西市场份额已达 85%，内蒙也超过 70%，增长将主要寄希望于区外；四是广东、湖北和包括云南等在内的西部地区的增长也会被寄予厚望；五是惠泉的增量。惠泉作为燕啤东南沿海强势品牌和战略依托，毫无疑问应该承担起重要任务，即从 2010 年起，惠泉应该进入高速增长通道，按照达到目前 80 万吨产能计算，最近 2-3 年应该会有 10-15 万吨的年增量目标。

图 8：2009 年燕啤等四大啤酒巨头产销量



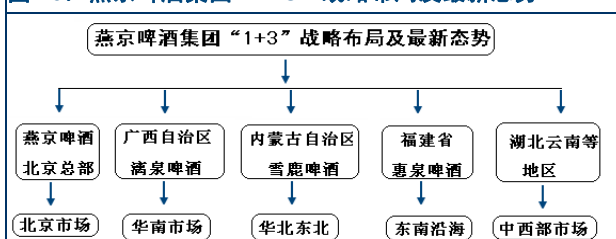
资料来源：东兴证券研究所

图 9：1997-2009 燕啤与全国啤酒产销量及增速对比



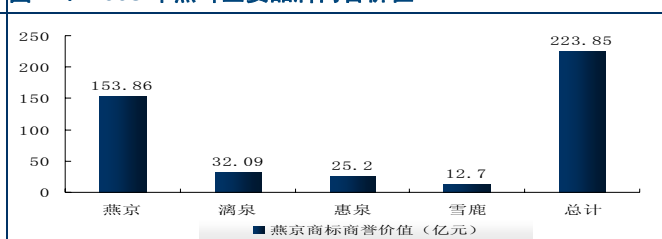
资料来源：公司年报，国家统计局，东兴证券研究所根据

图 10：燕京啤酒集团“1+3”战略布局及最新态势



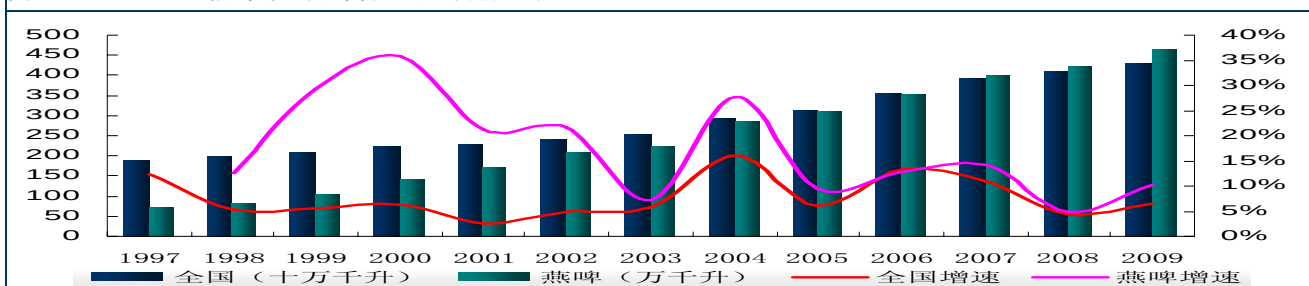
资料来源：东兴证券研究所根据公司年报整理，

图 11：2008 年燕啤主要品牌商誉价值



资料来源：东兴证券研究所根据公司年报整理，

图 12：1997-2009 燕啤与全国啤酒产销量及增速对比



资料来源：公司年报，国家统计局，东兴证券研究所

1.4 成因分析：危机影响和竞争激烈只是表层

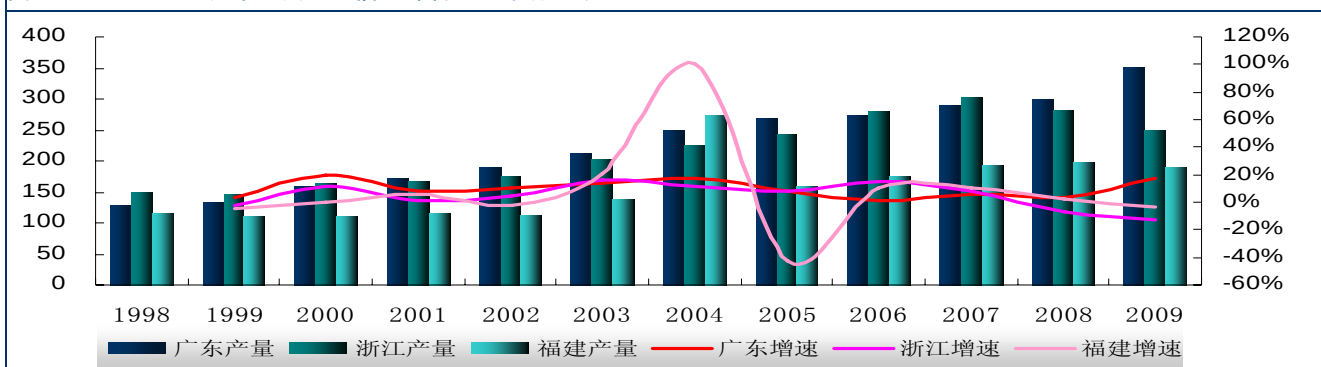
公司目前所面临的压力应该不止上述三个层面，但就形成这三大压力的原因而言，我们认为内外兼有，且以内在为主。

- **外在原因：危机冲击和竞争激烈等应是表层方面。** 08 年底的金融危机对国内实体经济的冲击首先和最严重的是沿海各地尤其是以外向型为主的经济体，包括公司主销区的广东、浙江和福建。这些地区由于出口下滑、生产压缩、员工锐减等，导致啤酒消费疲软。如 09 年除广东啤酒产量大幅增长 17% 以外（这种增长与燕啤、青啤、雪花等大幅增加在广东的产能与销售有很大关系），浙江和福建均为下降，浙江降幅达到 12.6%，而 07、08 年为增长 8.3% 和下降 6.5%，福建下降 3.3%，为 06 年以来首次下降。与此同时，啤酒行业竞争惨烈，特别是先行“终端拦截”之品牌实际上就是将相关消费者与其他品牌隔离，使得消费者对其他品牌“想喝喝不到，想买买不着”，也是导致公司销售不如人意的重要外在因素。
- **内在因素：内部规章约束及主动进攻不足应是深层原因。** 燕啤控股后，公司的财务制度转向“稳扎稳打”，不急于进攻，不打无把握之仗，不赚钱的买卖坚决不干。这有利于公司的平稳运行和财务成本等控制。然而，这种“四平八稳”的理念很容易被固化，最终导致对竞争参与不足、主动抢占甚至挤占市场的能量不足，即便是有某些可以利用的空当也会“坐失”……。进一步分析，在当今啤酒市场竞争惨烈的情况下，公司的销售不理想很大程度上属于“自我约束”造成的，而不是说对手有如何的通天本领而自己难以企及。

· 两个实例 ·

- **福州消费者：**惠泉销量在福建曾经是绝对老大。目前最大问题是销售而不是产品品质。如雪津有林心如做形象代言人，还有很多促销，惠泉没有形象代言人，促销也很少。
- **泉州消费者：**09 年雪津公司老总因故离职（前 AB 公司中国区总裁、时任百威英博中国区总裁程业仁 09 年 4 月递交离职报告，百威英博中国亚太区总裁傅玖凯接替，掌管百威英博中国管理团队），从某种意义上讲给惠泉留下一定市场空当，而青啤在福建地区虽有收购和当地生产等，但消费者主要认可原产青岛啤酒。这些对于惠泉啤酒夺回市场份额、巩固现有优势都是难得的契机。但公司 09 年大部分时间里还是没有抓住机遇扩大市场份额。

图 13：1998-2009 广东、浙江和福建啤酒产量与增速对比



资料来源：东兴证券研究所根据国家统计局数据整理

2.四大法宝：求变的武器

2.1 法宝之一：基础与品牌——压力转动力的资本

由上可见，公司在销量增速上已与业内拉开不小差距，未来一旦无法分担集团高速发展重任甚至成为其前进道路上的拖累，那么，其未来的定位、地位和价值等都会面临严重挑战。而重新审视公司的历史，其可圈可点之处和曾有的辉煌，将成为公司进入新起点的基础和优势。

- **72 年厂史和 27 年啤酒历程可圈可点。**公司 1938 年起源于惠安一王氏资本家创办的瓜干酒手工小作坊，从 1983 年开始造啤酒算起，啤酒产销历史也有近 27 年；曾是福建首家引进啤酒露天大罐发酵新技术的企业，1995 年成为全国啤酒业第三家通过 GB/T19000-ISO9002 质量体系认证的企业，并在 1997 年 2 月正式创立福建省第一家国有绝对控股的规范化股份制啤酒集团公司，其成功改制曾受到中央、省部委的高度评价；2003 年上交所上市，成为全国行业第六家上市公司；2004 年 3 月北京燕京啤酒股份有限公司成为第一大股东，成为燕啤大框架下东南沿海区域性强势品牌和战略依托。
- **产品丰富且品牌过硬。**公司拥有惠泉大纯生、惠泉吉品纯生、惠泉精品、惠泉真啤、惠泉国宴、惠泉一麦、惠泉黑爵士、惠泉一品麦等 20 多个品种，有易拉罐、小瓶装和大瓶装三种包装形式和多种包装规格，产品先后获“中国食品工业名牌产品”、“全国啤酒行业优质产品”、“中国驰名商标”、“中国名牌产品”等称号，公司被中国质量技术监督局授予“全国质量管理先进单位”称号，并被中华全国总工会授予“五一劳动奖状”。
- **效益指标在上市公司同行中名列前茅或靠前。**公司 2009 年 1-9 月份净利润增速在全国二线啤酒上市公司当中排名第一（25.95%），净利率排名第三（7.93%），与第二名（7.94%）非常接近。2001-2008 年期间 ROE（加权）、毛利率、净利率、收入增速和净利润增速等排名有比较大的起伏，但总趋势是向好提升，大有全面超越二线啤酒上市公司的态势。
- **曾经的辉煌令人惊羡。**90 年代可以说是公司最为辉煌的时期：福建省绝对的啤酒销量老大，吨酒价格全国最高，产品被走私到台湾销售，且“惠泉”商标被台湾商人抢注……惠泉啤酒系列产品销售区域最大的时候覆盖到福建、江西、广东、浙江、湖南、江苏、上海等二十多个省市和香港、台湾、澳门、菲律宾等东南亚地区。其面向全国市场、在中央电视台投放的广告词“有实力，当然有魅力——惠泉啤酒”至今还为不少人熟悉和称赞。

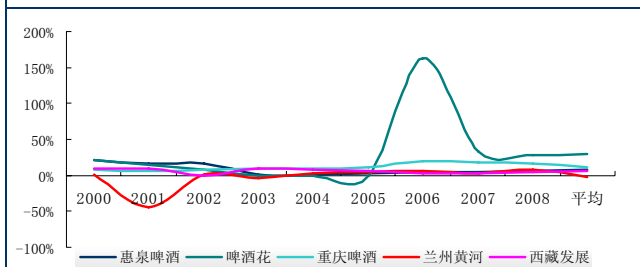
· 三个实例 ·

- **泉州超市营业员：**有消费者认为惠泉啤酒目前卖不过安当地另外两个品牌——雪津和青啤，但当我们一起去泉州最大的超市“新华都超市”酒类柜台询问营业员（非厂家宣传员）时得知：惠泉和青啤差不多，但好于雪津。
- **泉州出租车司机：**我们也喝惠泉啤酒，泉州喝得最多的还是惠泉啤酒，也有喝青岛啤酒的，特别是青岛大白鲨。雪津也有人喝，但不如惠泉和青啤喝得多。
- **福州：**有消费者说过去都喝惠泉啤酒，燕啤控股后由于种种原因雪津啤酒销量蹿升，抢占了份额，而现在两者都不喝。当被问及以后会不会再回头喝惠泉啤酒时回答：会喝，因为目前有的地方买不到惠泉啤酒，惠泉在过去无论是口感还是服务，都是深入人心的。

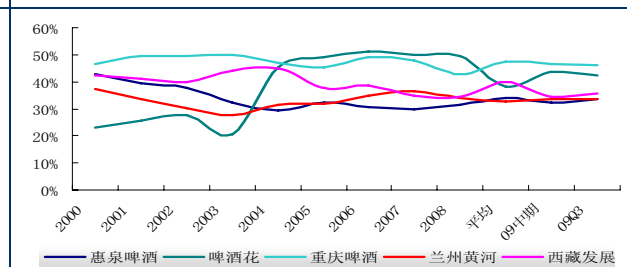
表 1：惠泉啤酒 72 年历程重要事件

年份	事件
1938 年	惠安王氏资本家创办瓜干酒手工小作坊
1950 年	改造为地方国营惠安酒厂
1983 年	全省首家引进啤酒露天大罐发酵新技术
1995 年	在全国啤酒业第三家通过 GB/T19000-ISO9002 质量体系认证
1997 年	正式创立福建省第一家国有绝对控股的规范化股份制啤酒集团公司
2000 年	被中国质量技术监督局授予“全国质量管理先进单位”称号，并被中华全国总工会授予“五一劳动奖状”
2003 年	在上海证券交易所公开发行 A 股 6300 万股，并正式挂牌上市，成为全国行业第六家上市公司
2004 年	北京燕京啤酒股份有限公司成为惠泉啤酒集团股份有限公司第一大股东。
2010 年	（酝酿变局……）

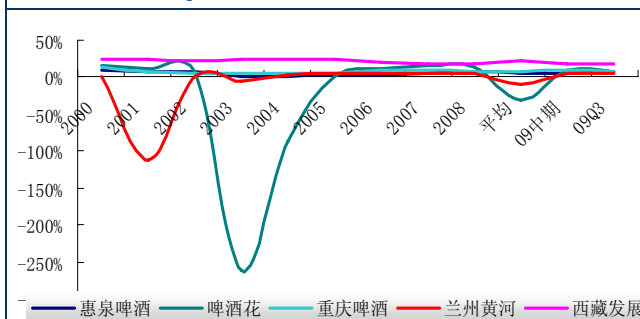
资料来源：公司网站，东兴证券研究所

图 14：2000-08 年惠泉啤酒等二线品牌 ROE（加权）比较


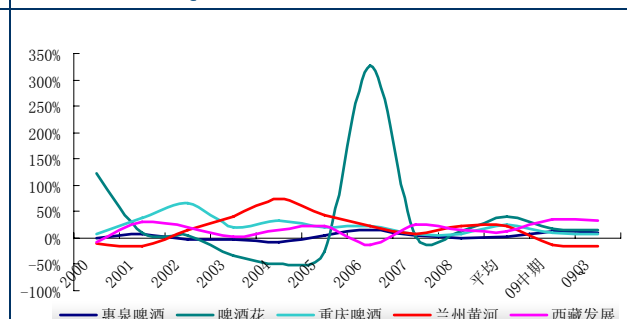
资料来源：各公司年报，东兴证券研究所根据

图 15：2000-09Q3 惠泉啤酒等二线品牌毛利率比较


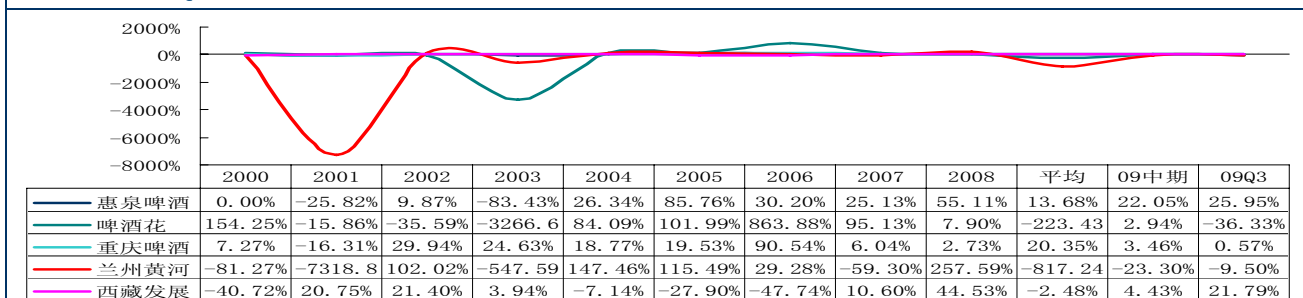
资料来源：各公司年报，东兴证券研究所根据

图 16：2000-09Q3 惠泉啤酒等二线品牌净利率比较


资料来源：各公司年报，东兴证券研究所根据

图 17：2000-09Q3 惠泉啤酒等二线品牌收入增速比较


资料来源：各公司年报，东兴证券研究所根据

图 18：2000-09Q3 惠泉啤酒等二线品牌净利润增速比较


资料来源：各公司年报，东兴证券研究所

图 19: 惠泉啤酒主要产品图示



资料来源：公司网站，东兴证券研究所

表 2: 2010.1 福建市场调研情况

调研对象 及时间	品名及规格	主要原料	产地	酒精度 (°)	麦汁浓度 (°)	销售价格 (元)	销售情况
惠安县新华都市 (2010.1.5)	惠泉一麦, 易拉罐, 330ml	水、麦芽、玉米淀粉、大米、酒花	泉州	2.8	7	3.4	好, 和青啤差不多
	青岛啤酒, 易拉罐, 330ml	水、麦芽、大米、啤酒花	泉州	4.3	11	3.5	好, 和惠泉差不多
	雪花啤酒, 易拉罐, 330ml	—	泉州	3.6	9	3.2	还行
惠安县源兴烟酒批发店 (2010.1.5)	惠泉一麦, 易拉罐, 330ml		泉州	2.8	7	2.5	好, 比较稳定
	惠泉啤酒·精品(玻璃瓶装), 490ml		泉州	2.8	7	2.5	好, 比较稳定
	(以上两款啤酒均为2009年12月9日产)		泉州				
泉州市新华都市超 (2010.1.6)	惠泉一麦, 易拉罐, 330ml		泉州	2.8	7	3.8	好, 和青啤差不多
	青岛啤酒, 易拉罐, 330ml		泉州	4.3	11	3.5	好, 和惠泉差不多
	雪花啤酒, 易拉罐, 330ml		泉州	3.6	9	3.2	不太好
泉州振兴出租司机徐松, 车牌号闽CT1318 (2010.1.6)	惠泉啤酒在泉州的市场占有率应该是最高的, 一般在小超市购买, 一般都喝惠泉, 喝青啤很少, 惠泉大玻璃瓶包装的只有2块多, 青啤的大鲨鱼牌子卖2.8元左右, 要贵很多。						
漳州沃尔玛超市(2010.1.6)	惠泉经典, 小玻璃瓶装, 330ml	水、麦芽、玉米淀粉、大米、酒花	泉州	2.8	7	4.5	一般
	惠泉一麦, 小玻璃瓶装, 330ml	水、麦芽、玉米淀粉、大米、酒花	泉州	2.8	7	3	一般
	青岛啤酒纯生, 500ml	水、麦芽、大米、酒花	深圳(深圳青岛啤酒朝日有限公司灌装)	3.1	8	6.3	最好
	科罗蒙特制啤酒, 330ml	—	—	4.6	11.3	8.8	比较好

资料来源：东兴证券研究所

2.2 法宝之二：燕啤四大预期——求变的最大动力源泉

预期之一：燕啤的东南沿海战略依托

- 燕啤 04 年 3 月起对公司实现绝对控股（12506.78 万股占 50.03%，其中流通股 340 万股占 2.69%），将公司定位于“东南沿海强势品牌”和“战略依托”，认为此举“将更有利于发挥燕京品牌的全国知名度效应，更有利于燕京统筹全国市场布局”；06 年 6 月 20 日召开的董事会及通过的《关于委托福建省燕京惠泉啤酒股份有限公司管理福建燕京啤酒有限公司的议案》决定，委托燕京惠泉对福建燕京啤酒有限公司生产经营进行管理，在东南区域市场将以燕京惠泉为主进行运作，在东南区域以内的控股子公司将陆续通过委托经营或其他方式由燕京惠泉管理，在此区域内如有新收购或新建生产基地的事项，将以燕京惠泉为主进行运作，支持燕京惠泉不断提高在东南市场上的影响力，不断提升盈利能力。在惠泉的一些公告中还可找到燕啤有通过公司进军台湾啤酒市场的意图。
- 如果两家的愿望如果全部实现，则意味着公司在燕啤整个战略框架中处于非常突出的地位：在大陆方面实现对闽浙粤赣等地全覆盖，在台湾也可如鱼得水。

表 3：燕京啤酒对公司的人员派驻任职情况

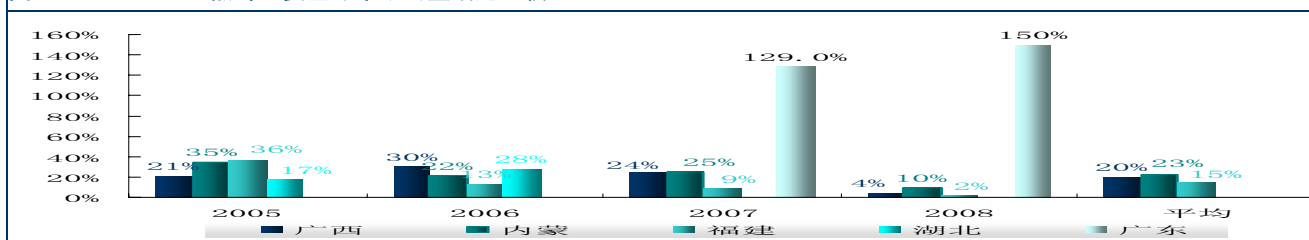
	任职年限	惠泉啤酒任职	燕京啤酒任职
李秉骥	1997-今	董事长	副董事长、常务副总经理
	2004.4-今		
程汉川	1997.2-2004.4	董事长	-
	2004.5-今	副董事长、总经理	-
刘翔宇	2003.4-2006.9	-	董秘
	2006.9-今	-	副总经理、董秘
	2004.4-今	董事	-
张万启	2003.8-2003.12	工作	-
	2004.1-2005.9	常务副总经理	-
	2005.9-2009.5	董事兼常务副总经理	-
	2009.5-今	副董事长、常务副总经理	-
毕贵索	2001.8-2006.9	-	副总经理
	2004.4-今	监事会主席	-
付春峰	2001-2004	-	外埠企业管理办公室副主任
	2004-今	-	外部企业管理办公室主任
	2005.9-今	监事	-
肖国锋	1997.5-2003.12	-	工作，财务部副部长
	2004.1-今	副总经理、财务总监	-
罗来康	2000.10-2004.2		（北京青岛啤酒北京销售有限公司部长、副总经理）
	2004.4-今	副总经理，分管销售（10 年辞职）	-
许炎平	1996-今	副总经理	-
陈新华	1996-今	副总经理	-
涂伟忠	历任北厂副厂长、厂长	副总经理	-
王国川		总工程师	-
赵鹏	2001.10-2003.10	-	青岛啤酒北方事业部总经理
	2004.2-今	-	副总经理
	2004.4-2008.12	副董事长	-

资料来源：公司信息披露，东兴证券研究所

预期之二：借鉴漓泉经验，转变营销模式

- 近六年来燕啤为公司做了以下事情：派驻董事长、销售和财务高管，原材料采购纳入集团统一招标结算，在泉州开展惠泉啤酒直销活动，以及将燕京在福建南安和江西赣州的两个基地托管给公司等。目前公司在管理、销售、成本控制、产能扩张等方面取得了较大进步，夺回了较多区域的市场销售份额，特别是泉州市场份额从不足 30% 夺回到 50% 以上。
- 限于人力等因素，燕啤最近几年将发展重心放到广西漓泉和内蒙雪鹿两大品牌市场上，特别是依靠 3000 多人的直销团队实现“村级终端开发”、成功占领广西 85% 以上市场份额的“漓泉模式”在燕啤框架中最为成功和耀眼，2009 年 12 月底在桂林召开的燕啤系统漓泉模式经验交流暨 2010 年营销会议，更是吹响了惠泉学习借鉴漓泉的进军号角。
- 我们从燕啤总部了解到，2005 年前后对惠泉在泉州实施的直销方式取得了成功，燕啤总部也在考虑选择下一个“泉州”（目标城市），公司的 09 年报里董事会计划创造有燕京惠泉特色营销模式，建设若干标杆市场并总结复制推广，已经体现了总部的部署；近几年公司有不少营销骨干到漓泉挂职，具备人才基础。因此，我们认为，公司一旦真正开始学习借鉴漓泉，是可以深刻领会漓泉模式精髓并取得成功的。

图 20：2005-2008 燕啤主要区域市场销量增速比较



资料来源：公司年报，东兴证券研究所根据

表 4：2005-2008 年燕啤主要区域市场销量、利润与市场份额基本情况

年份	区域	销量（万千升）	利润（万元）	销量增速	利润增速	市场份额
2005	广西	47	-	21%	15.00%	80%
	内蒙	27	6752	35%	47%	70%
	福建	44	6119	36%	35.71%	-
	湖北	18	-	17%	-	-
2006	广西	61	22232	30%	32.31%	85%
	内蒙	33	6752	22%	47%	70%
	福建	51.5	6119	13%	35.71%	-
	湖北	23	-	28%	-	-
2007	广西	75.64	22232	24%	32.31%	85%
	内蒙	41.25	6752	25%	47%	70%
	福建	56	-	9%	-	-
	广东	-	-	129%	-	-
2008	广西	79	22232	4%	32.31%	85%
	内蒙	46	6752	10%	47%	70%
	福建	57	6119	2%	35.71%	-
	广东	20	-	150%	-	-

资料来源：公司信息披露，东兴证券研究所

预期之三：促进公司实施高管股权激励

➤ **公司高管持股面窄量小，有待提升。**2009 年末公司只有前董事长、现任副董事长兼总经理程汉川、副总经理许炎平和陈新华三位高管分别持有 72922 股、35273 股和 34963 股，与 08 年末相比程汉川总经理持股未变，许炎平和陈新华均减持（出售）了近 1/4，08 年和 09 年高管持股合计 166318 股合 143158 股，占总股本比例从 08 年的 0.066% 降至 0.057%。

➤ **燕啤的股权激励承诺仍在商谈之中，值得期待。**燕啤在 2006 年 6 月 20 日召开的董事会及通过的《关于委托福建省燕京惠泉啤酒股份有限公司管理福建燕京啤酒有限公司的议案》中承诺：公司股权分置改革后的十二个月内，促使公司董事会尽快制定燕京惠泉管理层股权激励方案，以其净资产收益率达到 6% 以上为实施前提，力争在年内达到北京燕京的水平。查阅公司相关披露信息发现，公司已在 2006 年 7 月实施完股权分置改革，被考察的净资产市盈率（加权，下同）应该是 2008 年，其数据为 6.68%，超过了实施管理层股权激励的第一个条件；而就第二个条件看，燕啤 08 年的 ROE 为 8.18%，高出公司 1.5 个百分点，可视为没有达到（燕啤 2007 年为 7.63%）；2009 年为 7.16%，仍没达到 08 年燕啤的水平，但远高于第一个条件。

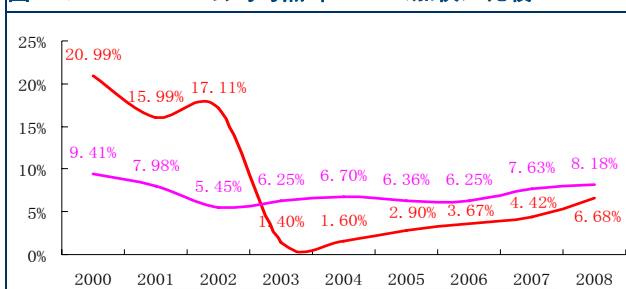
➤ **09 年报披露的股权激励条件更加优惠。**公司 09 年报披露：燕京啤酒将协助和督促公司董事会在国家相关法律法规允许的前提下，在本次股权分置改革完成 12 个月内，向股东大会提出针对公司 2006、2007、2008 年任意一年扣除非经常性损益后的净利润增长率不低于 25% 的业绩目标，参考本次股权分置改革前的二级市场股票价格对公司经营管理层以定向增发或其他方式发行一定数量的股份的股权激励。据公司年报，2006-2009 年扣除非经常性损益后的净利润增长率达到 25.36%、34.05%、36.45% 和 35.59%，应视为已经达到且大大超过上述条件，可以认为公司实施股权激励的条件已经具备，公司 09 年报“关于股权激励方面的承诺正在商讨中”表述很有分量。

表 5：2009 年末惠泉啤酒高管持股及变动情况

姓名	职务	08 年末持股 (股)	09 年末持股 (股)	变动情况 及原因	绝对变动 (股)	变动幅度
程汉川	副董事长、总经理	72922	72922	未变	0	0%
许炎平	副总经理	46463	35273	减持/出售	11190	24%
陈新华	副总经理	46463	34963	减持/出售	11500	25%
合计持股(股)	-	165848	143158	-	-	-
总股本占比	-	0.066%	0.057%	-	-	-

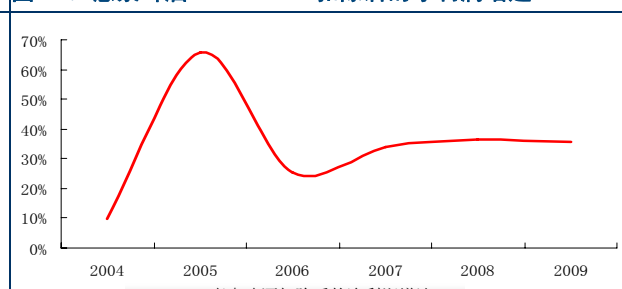
资料来源：公司信息披露，东兴证券研究所

图 21：2000-2008 公司与燕啤 ROE（加权）比较



资料来源：公司年报，东兴证券研究所

图 22：惠泉啤酒 2004-2009 扣除后的净利润增速



资料来源：公司年报，东兴证券研究所根据

预期之四：注入燕京啤酒品牌和闽赣基地相关资产

- 我们从燕啤总部了解到，燕啤在福建南安和江西赣州有两个总规模接近 20 万吨（各约 10 万吨）的燕京啤酒生产基地，在其成为公司控股股东后托管给了公司经营管理。由于较多的不到位，这两个基地目前还没有实现盈利。
- 最近燕啤在设想，一旦实现盈利，就将这两个基地的资产和品牌一并注入公司，从而在市场上形成燕京和惠泉两个品牌“高中低端全覆盖”的格局。也就是说，今后公司将可以直接用“燕京啤酒”去应对销售区域内的高端品牌竞争，用“惠泉”去应对中低端品牌竞争，从而实现“双品牌”和相关资产运作。这一点在公司 09 年报中已经提到了，对此可以给予乐观预期。

表 6：2008 燕京啤酒控股或参股公司情况

序号	被参控公司	参控关系	投资额（万元）	参股比例	注册资本（万元）	总资产（万元）	净利润（万元）	主营业务	是否合并报表
1	北京燕京饮料有限公司	子公司	10630.93	53%	2000（美元）	-	-	加工果汁饮料、果蔬饮料等	是
2	北京燕京中发生物技术有限公司	子公司	3200	80%	4000	-	-	开发生物制品、生物技术产品等	是
3	北京燕京中科生物技术有限公司	联营	0	30%	4000	-	-	生物工程技术开发等	
4	福建省燕京惠泉啤酒股份公司	子公司	49384.35	50%	25000	-	-	生产啤酒等	是
5	福建燕京啤酒有限公司	子公司	13433.54	96%	14000	-	-	产销啤酒等	是
6	广东燕京啤酒有限公司	子公司	15000	75%	20000	-	-	产销啤酒等	是
7	河北燕京啤酒有限公司	子公司	17800	100%	17950	-	-	产销啤酒等	是
8	湖南燕京啤酒有限公司	子公司	12133.92	94%	12500	-	-	啤酒、白酒、矿泉水等	是
9	江西燕京啤酒有限公司	子公司	9833.24	76%	12951.14	-	-	啤酒、黄酒、白酒、矿泉水等	是
10	内蒙古燕啤原料有限公司	子公司	9900	100%	9900	-	-	大麦小麦玉米等粮食作物生产加工销售等	是
11	山西燕京啤酒有限公司	子公司	8000	75%	10597.8753	-	-	啤酒白酒矿泉水饮料生产销售等	是
12	沈阳燕京啤酒有限公司	子公司	6000	60%	10000	-	-	啤酒啤酒原料等	是
13	四川燕京啤酒有限公司	子公司	20000	100%	20000	-	-	啤酒酵母饮料等	是
14	新疆燕京农产品开发有限公司	子公司	5000	100%	23000	-	-	大麦加工等	是
15	新疆燕京啤酒有	子公司	23000	100%	23000	-	-	啤酒啤酒原料酵	是

限公司								母等	
16	燕京啤酒(包头雪鹿)股份有限公司	子公司	27162.8	86%	29763.634	63630.76	6930.52	啤酒酿造饮料等	是
17	燕京啤酒(赤峰)有限公司	子公司	34434.65	91%	36711.02	65633.38	5765.84	啤酒白酒生产销售等	是
18	燕京啤酒(赣州)有限公司	子公司	7268.82	100%	8688	-	-	啤酒矿泉水酵母等	是
19	燕京啤酒(桂林漓泉)股份有限公司	子公司	66043.69	77%	26022.69	163040.7	25188.82	啤酒纯净水等	是
20	燕京啤酒(衡阳)有限公司	子公司	19963.66	95%	21066	-	-	啤酒啤酒原料酵母等	是
21	燕京啤酒(山东无名)股份有限公司	子公司	9630.63	56%	8349.96	-	-	啤酒制造销售等	是
22	燕京啤酒(仙桃)有限公司	子公司	26500	100%	29235.3	-	-	啤酒啤酒原料饮用水等	是
23	燕京啤酒(襄樊)有限公司	子公司	18312.78	98%	17070	-	-	啤酒矿泉水啤酒原料等	是
24	燕京啤酒(浙江仙都)有限公司	子公司	10115.59	75%	13335	-	-	啤酒啤酒原料饲料酵母等	是
25	清华紫光科技创投投资有限公司	联营	2000	8%	-	-	-	-	-

资料来源：燕京啤酒信息披露，东兴证券研究所

2.3 法宝之三：区位优势——海西经济与啤酒消费实力超强

➤ **核心区域：经济与啤酒消费实力雄厚，人均啤酒消费居全国之冠。**从经济实力看，公司核心销售区域的福建省 08 和 09 年 GDP 为 10823 万亿和 11950 万亿，跻身国内“万亿俱乐部”行列，排名全国第 12 位，增速连续多年超过全国平均水平；人均消费啤酒为全国第一位；公司总部所在地泉州市为福建省经济实力最强地区，与漳州、厦门一道被称为福建经济最发达的黄金三角，08 和 09 年泉州 GDP 达到 2700 亿元和 3002 亿元，占福建全省 24.95%和 25.12%，即达到全省 1/4 总量；其 GDP 与漳州和厦门之和最高占到福建省 60%左右。从啤酒消费看，惠泉啤酒在福建省内和外埠市场的销量大约各占其总销量的 70%和 30%，泉州地区作为大本营市场占有率超过 70%，而泉州地区的啤酒消费量又在整个福建省名列前茅。据了解，泉州地区人口数量占福建省总人口的 1/5，啤酒消耗量却约占福建省总产量的 1/3，年人均啤酒消费量高达 80 升。

➤ **主销区域：覆盖海西主要区域，经济实力和啤酒消费能力雄厚。**公司产品主要销售区域为闽浙赣粤，其中福建省基本上是全覆盖，浙赣粤覆盖部分城市，基本上属于海西经济区的主要地域：在国家划定的海西区内城市，福建省内覆盖率超过 60%、广东省内达 66%，江西 50%，浙江 33%。这些省份从经济实力看，除江西外，福建、浙江和广东都是沿海经济发达省份，2009 年粤浙闽赣四省 GDP 分别达到 3.91 万亿、2.28 万亿、1.19 万亿和 0.19 万亿，在全国排名为第 1、4、12 和 19 位；从 09 年啤酒产量看，分别达到 351.74 万吨、247.53 万吨、190.52 万吨和 106 万吨，分别位居全国第 3、5、9 和 17 位。

➤ **潜在区域：台湾市场将成为主要潜力市场。**泉州历史上有很多男人被当作“壮丁”抓到台湾，泉州和台湾形成了无法割舍的血肉亲情关系，处于泉州腹地的公司总部所在地惠安县正是这

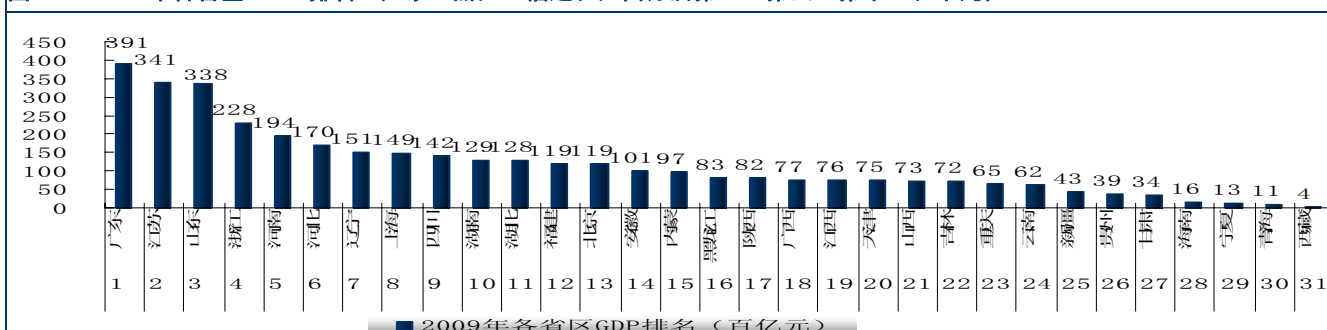
种血脉关系的主要发源地，这也导致惠泉啤酒曾在 90 年代被走私到台湾销售，“惠泉”商标还被抢注，可以认为惠泉啤酒在台湾具备良好的消费基础和品牌号召力，一旦开通两岸自由贸易，则公司将受益匪浅，产品直销台湾将变成现实。

表 7：惠泉啤酒主销区对海西区的覆盖率

	福建省	广东省	浙江	江西
海西区	福州、宁德、莆田、泉州、厦门、漳州、龙岩市、三明市和南平市共九市	梅州、潮州、汕头	温州、丽水、衢州	上饶、鹰潭、抚州、赣州
主销区	泉州、宁德、福州、厦门、漳州、龙岩、三明等	潮州市、汕头市	温州市、台州市	抚州市、赣州市
覆盖率	60%以上	66%	33%	50%

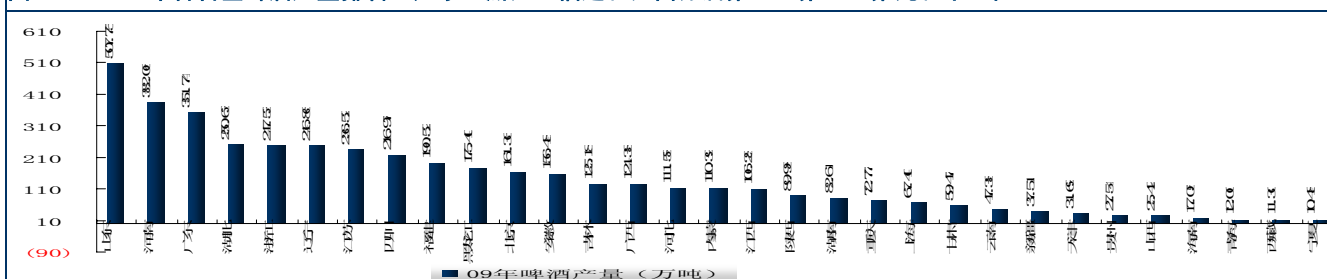
资料来源：东兴证券研究所

图 23：2009 年各省区 GDP 排名：广东、浙江、福建和江西分居第一、第四、第十二和十九位



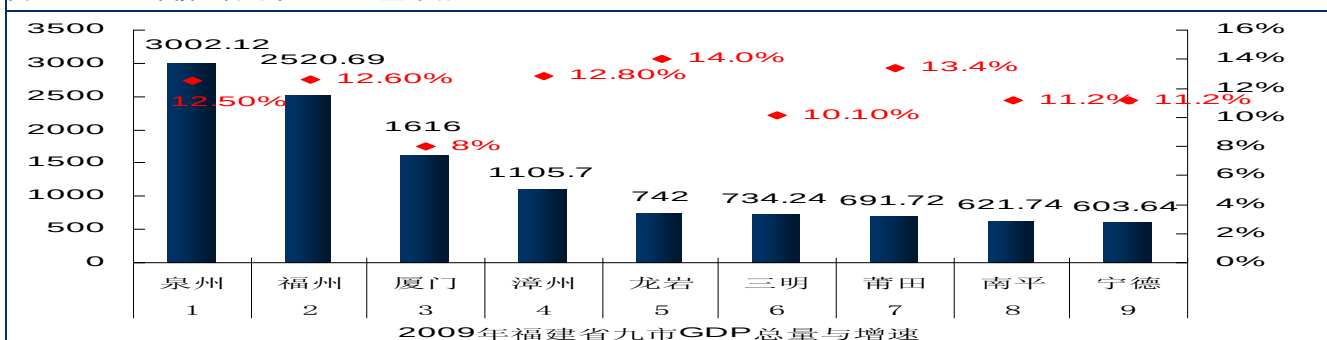
资料来源：东兴证券研究所根据国家统计局数据整理

图 24：2009 年各省区啤酒产量排名：广东、浙江、福建和江西分居第三、第五、第九和十七位



资料来源：东兴证券研究所根据国家统计局数据整理

图 25：2009 年福建省九市 GDP 总量与增速



资料来源：东兴证券研究所根据国家统计局数据整理

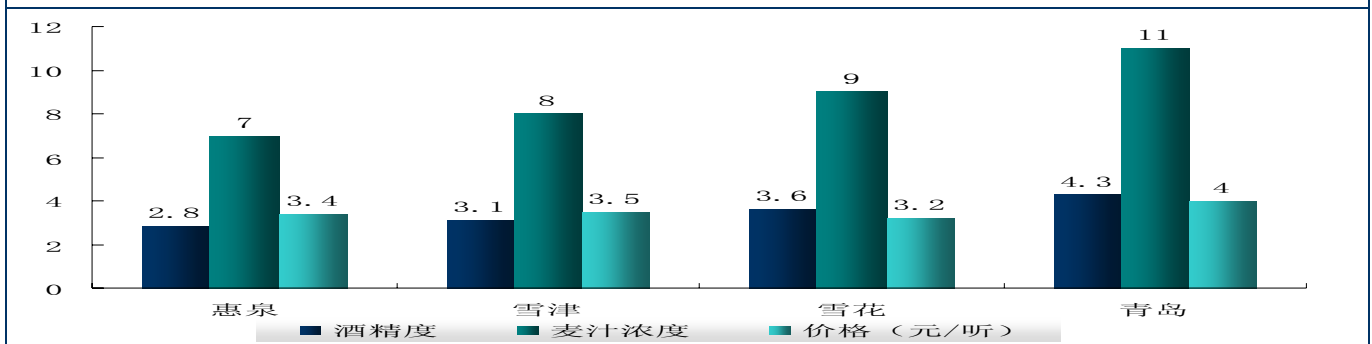
2.4 法宝之四：销售突破——强化销售力度 引进漓泉直销模式

➤ **主打产品：淡雅型风格迎合啤酒消费时尚成为销售突破的资本。**公司主导产品有惠泉大纯生、惠泉精品、惠泉国宴、惠泉一麦等 20 多个品种，有小瓶装、易拉罐和大瓶装及 590ml、500ml、470ml、330ml 等多种规格，高中低端全覆盖，最低酒精度和麦汁浓度仅有 2.8°和 7°，淡雅风格突出，较为符合现今啤酒消费国际潮流，将成为公司实现销售突破的根本。2009 年产品结构进一步优化，并针对消费者的个性需求设计推广了“本色纯生”、“经典易拉罐”等新品，成功升级了“新小麦”、“吉品生”、“小纯生”等产品。中高档、低浓度、小容量产品销量继续大幅攀升，其中易拉罐比 2008 年增长 29%，纯生啤酒增长 8%。我们从所调研的超市里的营业员、马路上的出租车司机等那里获得了惠泉与青啤同样销售甚至更好的信息印证了这一观点。

➤ **惠泉高层新思路：营销变局的重大法宝** 2010 年年初伊始，公司总经理就直接抓销售，亲自与办事处负责人敲定销售目标，原则是完不成就别干了。我们认为，这种由老总亲自抓营销、并把销售目标与人事调整挂钩的做法在公司过去几年从未有过，这应该被看作是公司销售求取变化的重大转折之举。而董事会在 09 年报中更是比较详尽地披露了新的营销思路：一是建立有效的具有燕京惠泉特色的营销模式，选择性地建设若干个标杆市场，并复制推广；二是强调终端掌控和精耕细作消除市场盲点；三是加强弱势市场和高收益市场的深度开发，连点成片形成规模；四是根据客户个性化需求，大力开发生产真正差异化、高附加值的新品种；五是丰富高档产品系列，占领中高档市场，集中资源做好高端啤酒，加大高档优势品种的销售力度，促进主力产品由中档向中高档转变，进而提升吨酒销价，回避低价竞争，实现年度利润增幅>销售收入增幅>销量增幅；六是提高各区域市场的覆盖面和占有率，实现总体销量和经济效益的稳定增长。

➤ **漓泉模式：如若借鉴则成功概率较大。**燕啤集团于 09 年 12 月底在桂林召开了 2010 年经销商联谊会，广西漓泉啤酒股份有限公司总经理胡建飞作营销战略专题讲座，还进行了市场操作经验交流和培训。漓泉模式的主要特点是直销，突出农村地区的终端拦截，强调“村级式围剿”，销售团队多达 3000 多人，给销售员划定乡镇村级细分区域，在推广的几年间，广西占有率迅速达到 85%，产能也达到 80 万吨，正在向 120 万吨进发（桂林（60+20）+玉林（40）=120 万吨），2010 目标为“巩固广西，扩大粤琼，开发云贵，挺进东盟”。公司借鉴漓泉模式的有利条件主要有：近年一直有骨干到漓泉挂职锻炼，具备人才基础；2005 年前后曾在燕啤的统一部署下在泉州开展直销（终端拦截），效果好，夺回不少雪津抢去的份额，有自身的经验可参照；大股东燕啤认为漓泉经验值得借鉴，将帮助惠泉确定下一个或几个直销目标城市。

图 26：惠泉啤酒与主要当地品牌酒精度及麦汁浓度比较



资料来源：东兴证券研究

3.五大机遇：催生高增长预期

3.1 政策眷顾：海西“先行先试”政策及 ECFA 良好预期

胡锦涛总书记 2010 年 2 月 12 日至 15 日（农历腊月二十九到正月初二）到福建漳州、龙岩、厦门等地同当地干部群众及在闽台湾同胞共度新春佳节，表达了“加快建设海西经济区，建设国际知名旅游地”的愿望。我们认为，这是国家对 2010 年海西经济区的最大鼓励与支持。

➤ **海西政策：**国家对海西经济区的政策取向是“先行先试”，这十分有利于该区政策走在东南沿海各地的前面，并获得各种优惠措施，从而十分有利于该区域经济发展提速和啤酒消费能力提升。以福建省为例，在 2009 年 5 月《国务院关于支持福建省加快建设海峡西岸经济区的若干意见》出台两个半月后的 7 月 29 日，福建省提出了到 2020 年 GDP 接近或达到 4 万亿元，也就是未来 10 年要增加 GDP2.81 万亿，年均增加 2810 亿元或 23.61%。为此，福建省通过了《福建省贯彻落实〈国务院关于支持福建省加快建设海峡西岸经济区的若干意见〉的实施意见》（下称《实施意见》）和《福建省建设海峡西岸经济区纲要（修编）》，提出了若干举措：在经贸领域，推动放宽台商投资的股比限制，落实增加对台合作的用地指标等政策措施；积极推动开办对台离岸金融业务，逐步建立两岸资金清算中心；探索两岸经贸关系制度化，率先探索两岸避免双重征税安排、建立两岸税务纠纷处理机制；在闽台交流领域，试行便利两岸人员往来的管理办法，尽快启动福建省为台湾本岛居民办理来往大陆通行证和签注；探索台湾地区居民报考福建省行政机关公务员以及参与基层社会公共事务管理等；“建设两岸直接往来综合枢纽”……

➤ **对台政策：ECFA 将成为台海经济发展重要驱动因素。**ECFA（海峡两岸经济合作框架协议）或将于 2010 年 5 月签订，将意味着两岸经贸自由度将大幅度提升，两岸啤酒市场的开放合作也必将得到前所未有的进步。随着两岸关系的进一步发展，惠泉啤酒进军到台湾销售应该可以很快实现，到那时公司的整体产销经营水平应可迈上一个新的台阶。

3.2 对手腾让：来自竞争对手的市场机遇

➤ 据了解，公司在江西市场上的一个主要竞争对手 09 年下半年因为水源被当地化工企业污染，产品品质下降，消费者转向其他品牌，导致销售大幅下滑，这应该被看作是竞争对手被迫腾让市场给公司带来的新机遇，只要公司善于捕捉，应可趁机扩大市场份额

➤ 公司在福建地区的主要竞争对手 09 年出现管理层更换——从一个本土化的“中国通”变成“洋管理”，由于对市场了解和理解上的差异，这对本土化的惠泉啤酒来说也是一种挤占市场的新机遇。

3.3 主动拓展：加强产品调整与营销及产品创新创造市场

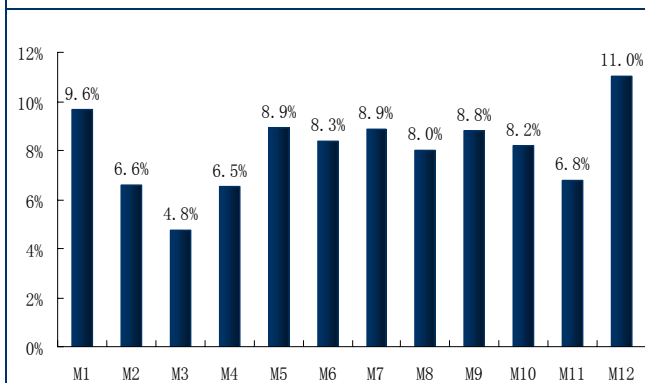
➤ 公司主打产品的酒精度和麦汁浓度均低于竞争对手，而有些消费者反映其口感偏淡，喜欢喝口感较浓——包括酒精度和麦汁浓度稍高的啤酒，因此，公司存在产品结构调整特别是风格口感调整甚至创新的必要和可能。而一旦推出新口感品种，相信会夺回不少失去的客户。

➤ 公司拟于 2010 年下半年推出惠泉黑啤，目前在技术、原材料（进口大麦）、销售等方面已经或正在准备。据了解，黑啤不仅味道浓郁，口感甘醇，而且还是一份护肤佳品。在德国，很多女性都用黑啤来滋养肌肤。黑啤含有更多啤酒花，能给皮肤保湿、提供养分和收缩毛孔，能美容。

3.4 时令变化：天气转暖趋热啤酒消费渐入佳期

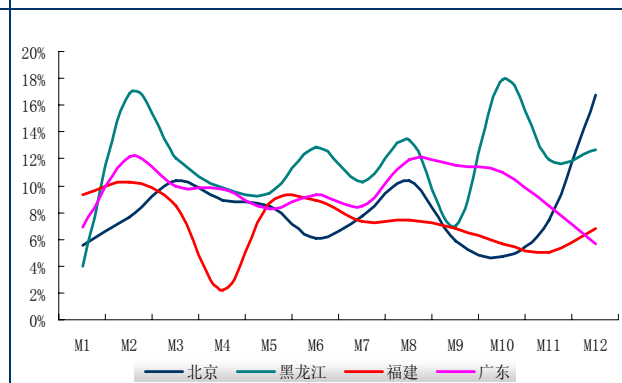
啤酒消费时节与白酒、黄酒有所不同，一般而言，炎热季节和春节前后趋望，天冷趋淡。就1997-2009年这13年间全国啤酒产量增速月度增速均值看，1月和12月是最高的两个月份；2月转为下降，3月份是增速回升的转折点；就北京、黑龙江、福建和广东四省比较而言，11月和12月普遍增速不高，其他月份均较高（福建省4月份有些例外）。历史数据可供参考，但未来的走势未必完全如此，尤其是经过09年“后金融危机”的冲击洗礼，我们预计2010年随着普遍闽浙赣粤本来就地处南方，热天较北方持续时间长且气温更高，所以，3月至11月几乎都是啤酒消费旺季，也就是说一年之中的四分之三时间都是啤酒消费佳期。

图 27：1997-2009 全国啤酒月度增速比较



资料来源：东兴证券研究所根据国家统计局数据整理

图 28：1997-2009 京黑闽粤四省啤酒月度增速比较



资料来源：东兴证券研究所根据国家统计局数据整理

3.5 通胀效应：产生啤酒提价预期

2010年宏观经济进入较高增长通道，通胀预期较浓，大麦等啤酒原辅材料价格上涨将成为啤酒提价的主要推动力；同时随着公司在区域性市场掌控力度的加强，提价的干扰因素减少，产品提价较为便利；即便是结构调整如更改外包装、产品升级换代等也会成为间接提价的一个方面；再者，还有可能跟风公开提价。总之，多种方式或途径都会成为2010年公司产品提价的理由，公司也因此分享通胀效应。

4.指标分解：市场扩张路径与业绩预测

4.1 市场扩张路径：对手腾让+挤占+新市场开拓

基于上述分析，展望公司2010年市场扩张路径，我们认为可以主要归纳为三个：一是竞争对手的被迫式腾让，包括水源污染导致产品品质下降和销售下滑这一外部因素和内部高管更迭这一内部因素所带来的市场空当；二是公司大力改革、改善销售去挤占对手的市场；三是用新产品开拓新市场，如推出黑啤等。

而就城乡市场扩张差异看，农村突破的可能性大于城市。福建、江西、广东、浙江等地丘陵和山区较多，农村啤酒市场竞争激烈程度逊于城市，公司产品以中低端为主，而且有广西漓泉模式拓展农村市场的经验，公司可以凭借各类优势对广大农村地区进行“围剿式”开发，甚至可以达到“农村包围城市”的效果。

4.2 地区销售：江西或增长最大 漳州等有望成直销标杆城市

- **江西：应为增长最快。**假如公司选择江西市场作为标杆市场之一，加上对手的被迫腾让，应该可以成为销售增长最快的地区。因为在江西市场上，不仅有抚州惠泉基地，还有赣州燕啤基地，距离当地消费者很近，二者一起发力，若精耕细作，效果会更好。我们预计整个江西市场 2010 年会增长 20%-50%，达到 2-5 万吨甚至更高，带来超预期或爆发式增长。
- **漳州市：很有可能成为标杆市场。**该地区产业结构上以农业为主，比较适合燕京漓泉的“村级围剿模式”，直销市场空间大，因为虽然雪津份额远高于惠泉，但覆盖面不足，特别是农村还有较大空间，预计可增长 20%以上，达 1-2 万吨左右。
- **福州市：**原有市场份额占 80%以上且口碑极好，可通过促销、直销等策略和机制夺回老客户，预计能够增长 1-2 万吨。
- **厦门市：**贸易旅游为主，预计用燕啤和惠泉双出击策略，挤占雪津和青啤市场，增长 1 万吨左右。
- **其他：**泉州可进一步巩固，或加大促销力度，销量增长 10%左右（约 4 万吨）；宁德、龙岩等增幅可望高于 09 年，带来 2 万吨以上增量；台湾市场开拓、黑啤上市，约增加 1 万吨销量。

4.3 若干指标预测：总体增速或将高于董事会计划

综合以上整体和分解式分析，我们预计 2010 年公司各项主要业绩指标的实际增长情况会好于公司董事会的预期。

- **销量：**增长约 10-13 万吨，增幅 10%-18%，取中性偏乐观 15%，达 61.39 万吨左右。
- **收入：**合计增长 22.14%左右。包括销量增长和整体提价 1.5%等因素，提价缘于区域性垄断和通胀预期 2-3%，合计收入增速高于销量增长。
- **主营成本：**增长 14%左右。08 年主营收入增速高于主营成本增速约 4 个百分点，09 年大抵如此；10 年有通胀预期从而提价预期，以及原材料成本锁定等因素，主营收入增速高于主营成本约 6 个左右百分点的假设应可成立。
- **毛利率：**燕啤统一采购原材料，国产大麦芽价格锁定略低于 09 年，提升毛利率约 0.3 个百分点；产品结构调整，进一步加强中高端产品销售，相当于变相提价，可提升 0.5 个百分点左右；通货膨胀预期，全国通胀率预计 2-3%，产品提价 1-2%左右，带来毛利率提升 1 个百分点左右，各项合计提升毛利率 2-3 个百分点。
- **三项费用率：**推广直销、精耕细作等营销模式在起初可能较大幅度增加费用，但就全年看应该不会有太大的涨幅，毕竟公司会在财务预算方面精打细算，一旦具备区域掌控能力，费用将会较快下降。因此，我们预计 2009-12 年公司三项费用率分别为 11.73%、15.21%、16.59%和 17.83%，处于连续较大幅度增长态势。
- **净利率与净利润：**毛利率提升+技术改造+水电节流等内部挖潜等，净利率提升 1-2 个百分点，预计 2009-2012 年为 32.51%、37.01%、39.07%和 42.49%；净利润方面还有可能的税收优惠、补贴等因素，2009-2012 年净利润增速约 12.45%、46.26%、33.73%和 37.73%

5.估值与投资建议

5.1 相对/绝对估值：FCFF16.02 元 FCFE16.38 元

目前啤酒行业市盈率达到 34.8 倍左右，以此测算公司 2010-2012 年对应股价区间为 15.75 元至 30.45 元，与目前股价有 38.4%-167%左右提升空间。以第二阶段增长率 8%、长期增长率 2% 等为假设，公司绝对估值 FCFF 为 16.02 元，FCFE 为 16.38 元，估值区间为 13.78~20.23 元左右，升幅同样很大。

表 8：惠泉啤酒 2008-2014E 主要业绩指标

	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E
主营收入（百万元）	1,029.33	1,095.42	1,337.92	1,592.46	1,904.58	2,207.79	2,559.27
主营收入增长率	-0.19%	6.42%	22.14%	19.03%	19.60%	15.92%	15.92%
EBITDA（百万元）	247.73	264.87	172.74	220.87	289.33	362.17	447.45
EBITDA 增长率	-1.89%	6.92%	-34.78%	27.86%	31.00%	25.18%	23.55%
净利润（百万元）	68.34	76.85	112.40	150.31	207.02	268.06	339.94
净利润增长率	55.11%	12.45%	46.26%	33.73%	37.73%	29.48%	26.81%
ROE	6.51%	6.98%	9.53%	11.63%	14.41%	16.50%	18.25%
EPS（元）	0.27	0.31	0.45	0.60	0.83	1.07	1.36
P/E	41.62	36.71	25.31	18.93	13.74	10.61	8.37
P/B	2.71	2.58	2.41	2.20	1.98	1.75	1.53
EV/EBITDA	11.04	9.72	15.76	11.70	8.34	6.01	4.21

资料来源：东兴证券研究所

表 9：惠泉啤酒绝对估值结果汇总

估值方法	估值结果	估值区间	敏感度分析区间
FCFF	16.02	13.54 - 19.69	贴现率±1%，长期增长率±1%
FCFE	16.38	13.78 - 20.23	贴现率±1%，长期增长率±1%
DDM	8.68	6.99 - 11.36	贴现率±1%，长期增长率±1%
APV	14.73	12.30 - 18.45	贴现率±1%，长期增长率±1%
AE	12.62	11.25 - 14.60	贴现率±1%，长期增长率±1%
EVA	14.42	12.61 - 17.37	贴现率±1%，长期增长率±1%

资料来源：东兴证券研究所

5.2 投资建议：维持强烈推荐评级

综合考虑公司品牌、大股东背景、产品结构调整与创新、销售谋变、区域政策预期及竞争对手变化等情况，特别是两会召开在即会给公司带来更多海西政策预期，我们认为公司在 2010 年将迎来销售和业绩拐点，二级市场估值存在巨大上升空间，维持“强烈推荐”评级。

5.3 风险提示

公司的主要风险在于：行业竞争激烈造成公司主营利润率难以形成较大增长，销售突破面临不少压力，以及原材料大麦进口较多，价格变动对业绩影响较大等。

（王昕对本报告有贡献）

分析师简介

刘家伟

经济学博士，食品饮料行业研究员，消费品行业研究小组负责人，2007 年加盟东兴证券研究所。

王昕

英国伯明翰大学经济学硕士，从事食品饮料和农林牧渔行业研究，2009 年加盟东兴证券研究所。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，研究报告中所引用信息均来自公开资料，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。

本研究报告内容及观点仅供参考，不构成任何投资建议。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。

本研究报告版权仅为东兴证券股份有限公司研究所所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用发布，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。东兴证券股份有限公司保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

行业评级体系

公司投资评级：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

本报告体系采用沪深 300 指数为基准指数。