

食品饮料行业



爱建证券有限责任公司
AJ SECURITIES CO., LTD.

啤酒消费旺季和兼并重组带来的投资机会

——啤酒行业上市公司研究
2009年5月20日

投资要点:

●每年的6月-8月是啤酒生产和消费的旺季,目前正处于2009年5月下旬,啤酒生产和消费旺季即将到来,相关上市公司的股票将迎来季节性的投资机会。

●我国啤酒上市公司中,青岛啤酒和燕京啤酒规模较大,兰州黄河、啤酒花和西藏发展规模较小,重庆啤酒和惠泉啤酒规模居中,小公司在区域内也拥有垄断优势。

●2008年下半年以来,大麦、包装物、能源等价格出现了比较大幅度的下跌,有利于降低啤酒生产成本。但是,啤酒行业的激烈竞争可能会压低啤酒价格,将生产成本降低的好处转让给消费者。

●2009年2月青岛啤酒第二大股东ABI将所持青岛啤酒27%股份中的19.99%股份出售给日本朝日啤酒株式会社,此项交易完成后,朝日啤酒株式会社共持有青岛啤酒26.99%的股份,与大股东青岛啤酒集团30.89%的股份非常接近,这样的股权结构具有很大的不确定性,未来朝日啤酒株式会社仍然可以通过受让青岛啤酒其他股东转让股份等方式成为青岛啤酒实际控制人。

●啤酒花、兰州黄河和西藏发展的实际控制人都是国内自然人,并且与全球啤酒巨头嘉士伯都有股权关系,三家啤酒上市公司都将推进与嘉士伯的战略合作作为公司未来发展的依靠力量,公司控制权存在向外资转移的可能。

●2009年5月20日,青岛啤酒、燕京啤酒、重庆啤酒、惠泉啤酒、兰州黄河、啤酒花和西藏发展的静态市盈率分别是46倍、33倍、61倍、28倍、56倍、51倍和83倍,从估值相对优势角度,给予燕京啤酒(000729)和惠泉啤酒(600573)“推荐”评级,给予其他啤酒上市公司“中性”评级。

食品饮料行业

青岛啤酒评级 中性
燕京啤酒评级 推荐

青岛啤酒目前股价 24.62元
燕京啤酒目前股价 14.05元

基础数据

青岛啤酒

总市值/流通市值 322.08亿元/58.04亿元
总股本/流通A股 13.08亿股/2.36亿股
每股净资产 4.85元
净资产收益率 11.50%

燕京啤酒

总市值/流通市值 170.04亿元/67.76亿元
总股本/流通A股 12.10亿股/4.82亿股
每股净资产 5.74元
净资产收益率 6.66%

重点公司盈利预测及投资评价

股票名称	评级	08EPS	09EPS	10EPS
青岛啤酒	中性	0.53	0.75	0.95
燕京啤酒	推荐	0.38	0.54	0.64

资料来源: 公司数据

吴正武

电话
邮箱

行业研究员

021-3222 9888-3509
wuzhengwu@ajzq.com

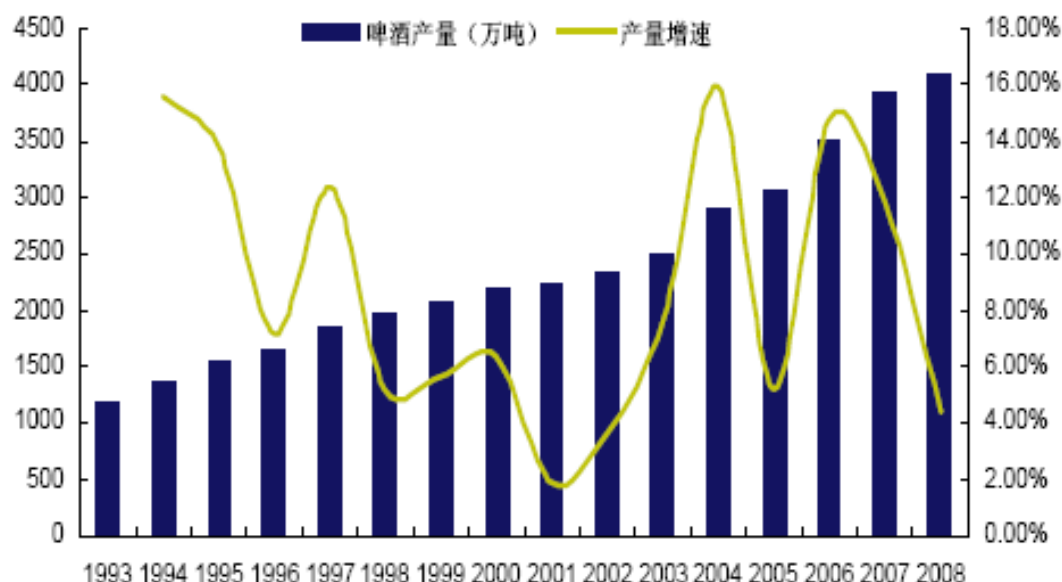
相关报告

《农林牧渔行业动态报告》
《农业生产资料行业2009年第二季度投资策略》

一、我国啤酒产量年度和季节变动情况

啤酒是一种中低档次的大众消费品，其需求量变动主要受到人口数量、人均可支配收入（纯收入）水平、饮食方式、气温变化等因素影响。从国家统计局公布的统计数据可以看出，我国啤酒产量逐年稳步增长。

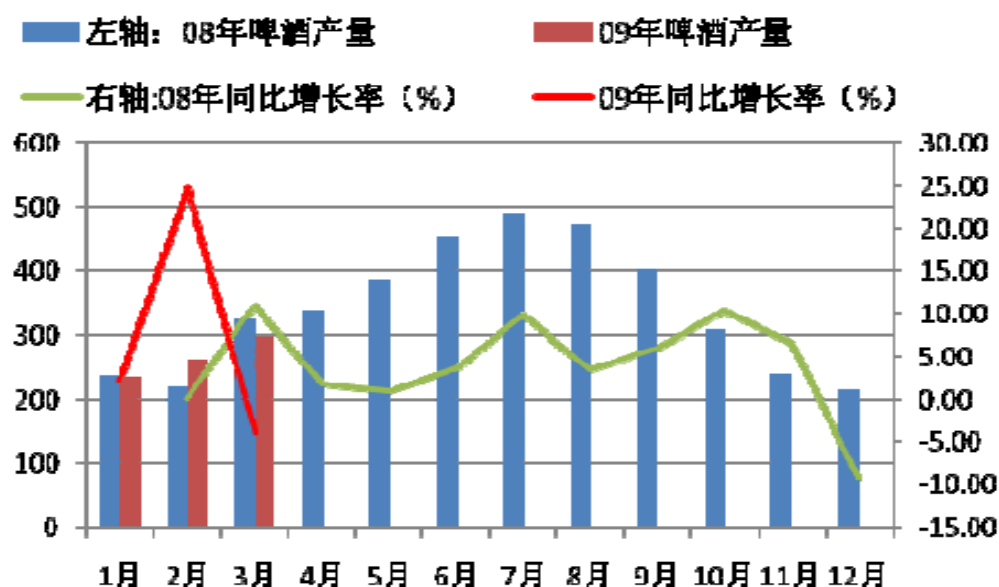
1993年-2008年我国啤酒产量及其增长速度



资料来源：国家统计局

作为一种消暑解渴的饮料，啤酒生产和消费具有明显的季节性特征，每年的6月-8月是啤酒生产和消费的高峰期，12月-次年的2月是啤酒生产和消费的谷底期，从下图中可以看出啤酒生产和消费的季节性特征。

2008年1月-2009年3月我国啤酒月度产量（万千升）

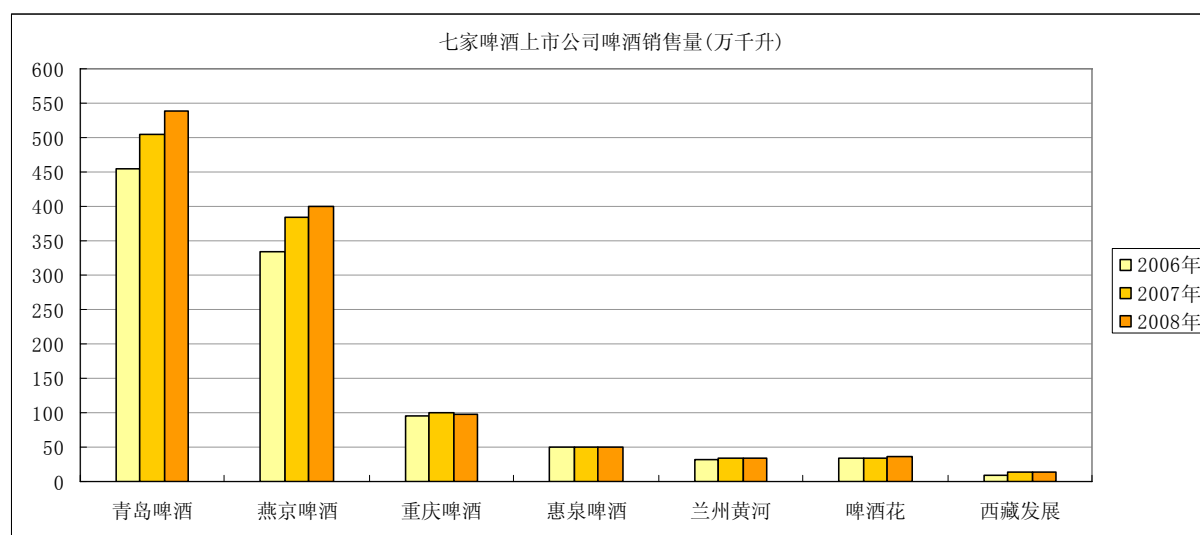


资料来源：中国酿酒工业协会

目前正处于 2009 年 5 月下旬，啤酒生产和消费旺季即将到来。在啤酒生产和消费旺季，啤酒上市公司经营规模和盈利水平环比都将出现比较大幅度的增长，给相关上市公司的股票带来季节性的投资机会。

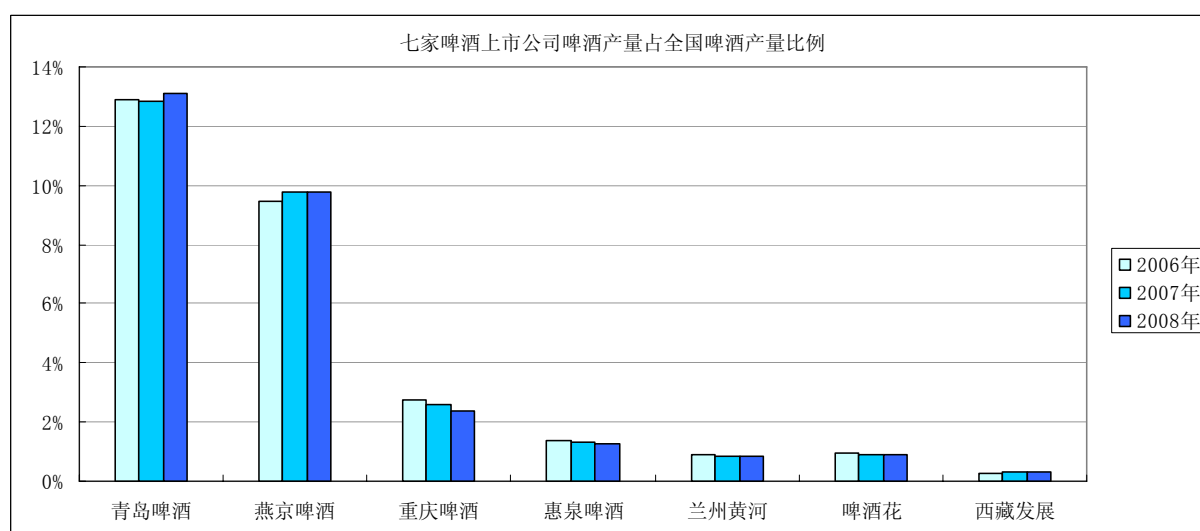
二、我国啤酒上市公司经营规模和盈利水平比较分析

目前，我国以啤酒为主营业务的上市公司有七家，其中，青岛啤酒和燕京啤酒位于东部地区，规模较大，兰州黄河、啤酒花和西藏发展位于西部地区，规模较小，重庆啤酒和惠泉啤酒规模居中。



资料来源：公司公告

从市场占有率角度看，2008 年这七家公司啤酒产量占全国啤酒总产量的 30%左右，其中，青岛啤酒产量占全国啤酒总产量比例将近 15%，燕京啤酒产量占全国啤酒总产量比例将近 10%，其他啤酒上市公司啤酒产量占全国啤酒总产量比例比较低。

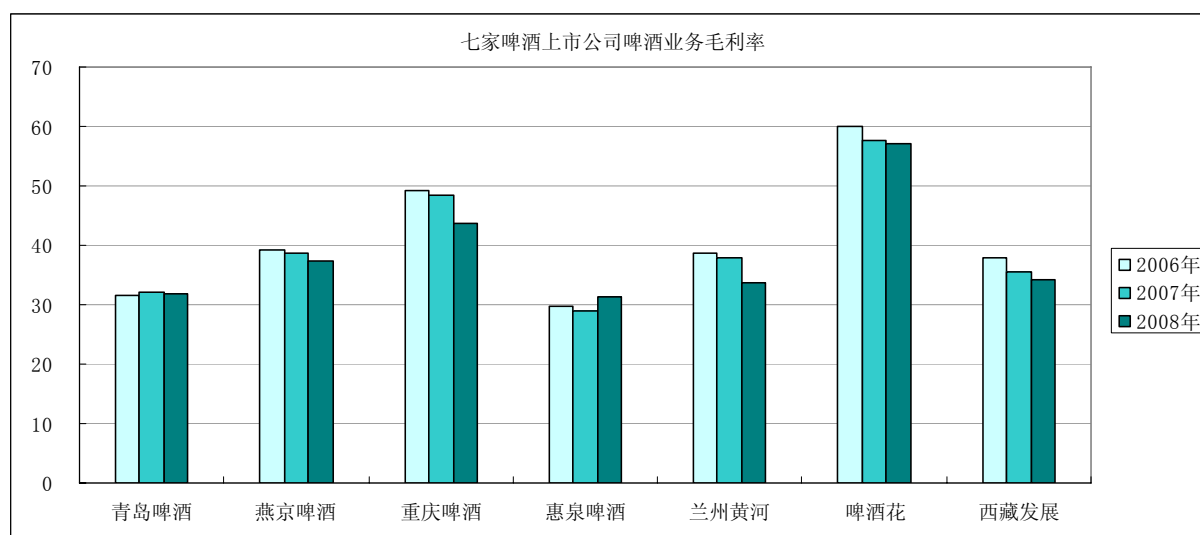


资料来源：公司公告和国家统计局

尽管兰州黄河、啤酒花和西藏发展三家啤酒上市公司啤酒产量占全国啤酒总产量的比例比较低，但是在所处的省级行政区域内分别都拥有很高的市场占有率。兰州黄河在甘肃省啤酒市场占有率高达

75%，啤酒花在新疆自治区啤酒市场占有率高达84%，西藏发展在西藏自治区啤酒市场占有率为50%。

一般而言，适度的规模经营会带来规模经济，体现为产品毛利率比较高，但是由于单位重量啤酒价值比较低，运输成本比较高，因此啤酒生产和销售具有明显的区域特征，另外啤酒消费量大的地区吸引众多啤酒厂商进驻生产和销售，竞争比较激烈，导致区域内产品毛利率下降。因此，七家啤酒上市公司的毛利率排序与其经营规模排序不一致。



资料来源：公司公告

从图中可以看出，从2006年-2008年，七家啤酒上市公司中，产量最大的青岛啤酒毛利率一直维持在30%左右，排名靠近末尾；产量处于第二位的燕京啤酒三年毛利率接近40%，排名居中；产量比较小的啤酒花、重庆啤酒、兰州黄河、西藏发展等毛利率则高于平均水平。形成这种状况的主要原因是区域市场垄断程度、啤酒原料等生产成本差异等因素造成的，全球啤酒巨头嘉士伯将其在中国啤酒市场的重心由东部地区转移到西部地区主要原因可能也在于此。

从图中还可以看出，从2006年-2008年，七家啤酒上市公司毛利率总体呈现逐年下降趋势。毛利率是反映公司和行业竞争程度、在行业生命周期中所处阶段、产品和服务市场需求扩展程度等比较有效的指标。毛利率逐年下降说明啤酒生产厂商在与原料供应者、产品需求者、同业竞争者等的竞争中处于越来越不利的地位。

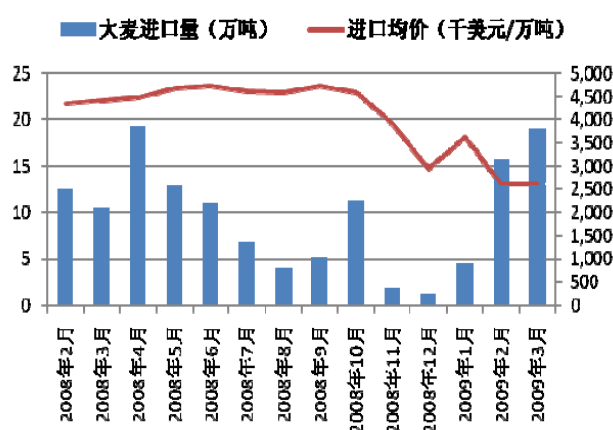
分析啤酒生产成本结构可以看出，麦芽、制造费用、包装物等是啤酒生产成本的主要组成部分。2008年下半年以来，我国进口大麦和国产大麦价格都出现了比较大幅度的下跌，大麦价格下跌有利于降低啤酒生产成本。

青岛啤酒生产成本结构

	麦芽	大米	酒花	水	辅助材料	能源	包装物	直接工资	制造费用
2007年	15.4%	6.4%	1.6%	0.2%	1.6%	5.6%	49.9%	3.3%	16.0%
2008年	14.8%	6.4%	0.8%	0.3%	1.7%	5.3%	50.5%	3.5%	16.8%

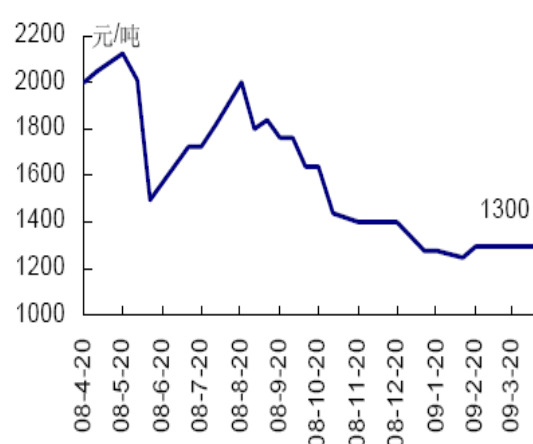
资料来源：公司公告

我国大麦进口量和价格变动图



资料来源：中国海关

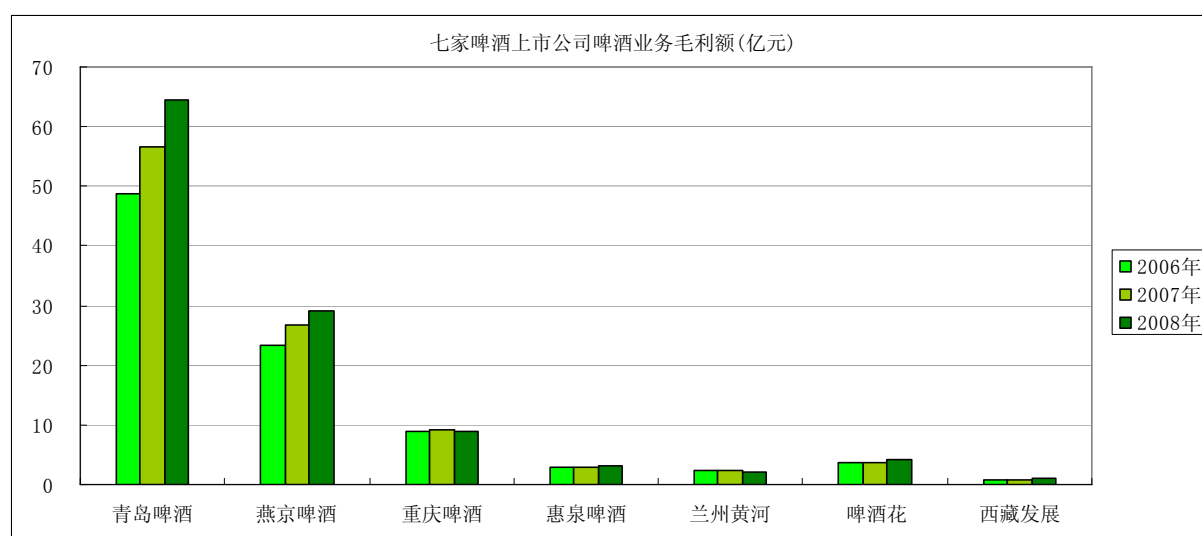
我国大麦批发市场平均价格变动图



资料来源：郑州粮食批发市场

除此之外，2008年下半年以来，包装物、能源等价格也出现了比较大幅度的下跌，有利于降低啤酒的生产成本。啤酒生产成本降低有利于提高啤酒的毛利率。但是，啤酒行业的激烈竞争可能会压低啤酒价格，将生产成本降低的好处转让给消费者。啤酒是中低档次的大众消费品，啤酒行业上市公司的投资机会主要在于经营规模扩张、啤酒消费旺季和兼并重组带来的公司基本面的改善。

毛利额是形成公司净利润的基础，而且毛利额不考虑期间费用、其他业务盈亏状况、投资盈亏状况和营业外的收支状况等，上市公司进行人为调节的空间比较小，能够比较真实地反映上市公司的盈利状况和发展状况。从七家啤酒上市公司啤酒业务毛利额图中可以看出，作为国内啤酒行业的龙头公司，青岛啤酒和燕京啤酒过去三年经营规模和盈利规模逐年扩展，主要原因是两家公司在国内一些区域新建或者收购的啤酒厂投入生产。重庆啤酒、惠泉啤酒、兰州黄河、啤酒花和西藏发展由于在区域内已经拥有很高的市场占有率，区域内剩余的比较小的市场空间限制了公司的发展，跨区域发展尽管空间比较大，但是会遇到开拓新市场、管理控制等很多新问题，因此表现为过去三年公司经营规模和盈利规模停滞不前。



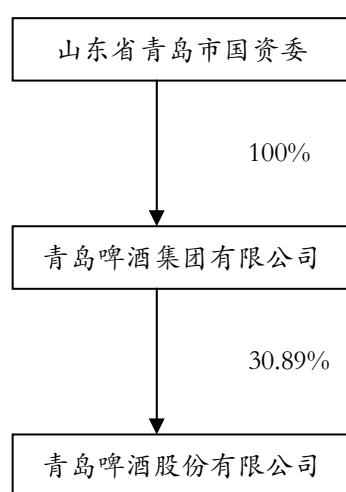
资料来源：公司公告

二、我国啤酒上市公司股权结构和重组兼并

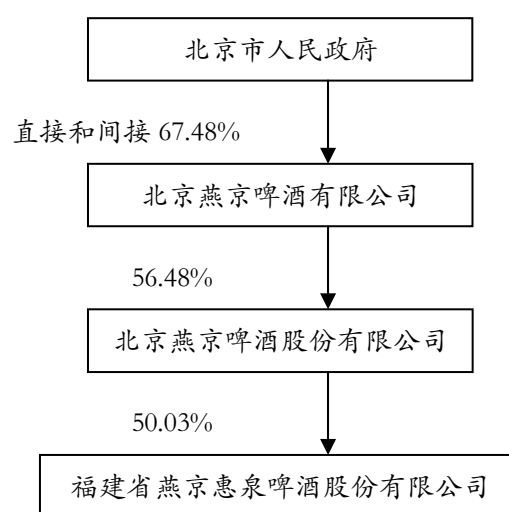
啤酒行业的激烈竞争导致一些经营规模比较小、经营业绩比较差的啤酒生产厂商在竞争中失败，被行业内一些优势企业兼并，行业内一些龙头企业为了获得更加有利的竞争地位，通过新建、兼并等途径扩展经营和盈利规模。

中国是全球最大的啤酒生产和消费国家，2006 年-2008 年啤酒产量分别是 3515 万千升、3931 万千升和 4103 万千升，被欧美、日本等国家啤酒跨国公司认为存在巨大商业机会。由于啤酒行业不是涉及国家安全的命脉行业，国家对外资进入该行业管制比较松，外资对国内啤酒行业上市公司股权收购、重组兼并、合资成立新公司等受到的政策限制比较少，股权收购、重组兼并、合资成立新公司等会对相关上市公司股票价格造成重大影响。

2008 年青岛啤酒股权控制关系图



2008 年燕京啤酒和惠泉啤酒股权控制关系图

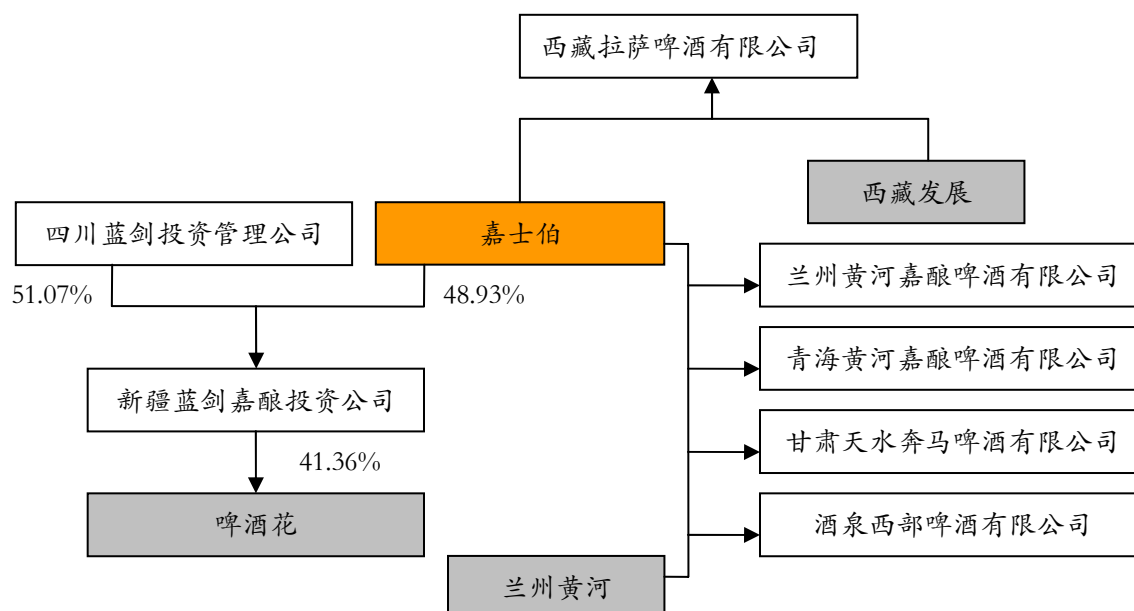


从图中可以看出，山东省青岛市国资委对青岛啤酒股份有限公司的实际控制力比较弱，只拥有公司 30.89% 的股权。2009 年 2 月青岛啤酒第二大股东 ABI 将所持青岛啤酒 27% 股份中的 19.99% 股份，合计 6.665 亿美元（折合每股 19.78 港元）出售给日本朝日啤酒株式会社，此项交易完成后，朝日啤酒株式会社共持有青岛啤酒 26.99% 的股份，与大股东青岛啤酒集团 30.89% 的股份非常接近，成为第二大股东。2009 年 5 月 ABI 将所持青岛啤酒 27% 股份中的剩余 7.01% 股份转让给国内自然人陈发树，合计 2.35 亿美元（折合每股 19.83 港元），暂时避免了朝日啤酒株式会社成为青岛啤酒实际控制人的局面。但是，这样的股权结构具有很大的不确定性，朝日啤酒株式会社仍然可以通过受让青岛啤酒其他股东转让股份等方式成为青岛啤酒实际控制人。

北京市政府对北京燕京啤酒股份有限公司和福建省燕京惠泉啤酒股份有限公司处于直接或者间接的绝对控股地位，惠泉啤酒实际上是燕京啤酒设在福建省及其附近地区市场的子公司，2008 年惠泉啤酒在福建省内啤酒销售量占公司当年全部销售量的 80% 以上。从燕京啤酒全国战略布局看，未来将继续增加在华东地区的啤酒销售量，2008 年，公司在华东地区的啤酒销售量占公司当年全部销售量的比例不到 7%，在华北地区和华南地区该比例都在 40% 左右。因此，燕京啤酒对惠泉啤酒的控制权具有比较强的稳定性。

2008 年末，啤酒花、兰州黄河和西藏发展的实际控制人都是国内自然人，并且与全球啤酒巨头嘉士伯都有股权关系。因此，三家啤酒上市公司被外资兼并重组的可能性很大。三家啤酒上市公司都将推进与嘉士伯的战略合作作为公司未来发展的依靠力量。

2008 年末嘉士伯、啤酒花、兰州黄河和西藏发展的股权关系图



嘉士伯是总部位于丹麦的全球最大的啤酒公司，1995 年，嘉士伯购入原惠州啤酒有限公司后成立了嘉士伯啤酒（广东）有限公司，开始了在中国本土生产嘉士伯系列品牌啤酒。目前，嘉士伯在中国主要的全资企业有：嘉士伯啤酒（广东）有限公司及其下属的北京、上海、广州、成都分公司，昆明华狮啤酒有限公司及其属下各分公司，大理啤酒（集团）有限公司及旗下的 4 家公司。合资企业主要有：兰州黄河嘉酿啤酒有限公司、青海黄河嘉酿啤酒有限公司、甘肃天水奔马啤酒有限公司、酒泉西部啤酒有限公司、西藏拉萨啤酒有限公司、新疆乌苏啤酒有限公司、宁夏啤酒有限公司等。嘉士伯与其合作伙伴在中国西部地区的市场占有率已经达到 50% 左右，处于绝对领先地位。

2008 年 4 月 30 日，啤酒花公告称，四川蓝剑投资管理有限公司将持有的蓝剑佳酿 41% 的股权，转让给嘉士伯啤酒有限公司，转让股权的支付对价为人民币 2 亿元的等值美元。本次权益变动完成后，嘉士伯将通过新疆蓝剑嘉酿投资有限公司间接持有啤酒花 29.9987% 股份，成为啤酒花实际控制人。嘉士伯称，在未来 12 个月内，可能会根据资本市场的情况对上市公司的股份进行增持。

尽管嘉士伯目前尚未持有兰州黄河和西藏发展的股权，但是嘉士伯与兰州黄河和西藏发展都合资成立了啤酒公司，2004 年，兰州黄河企业股份有限公司出资 1.5 亿元、丹麦嘉士伯啤酒厂有限公司及丹麦发展中国家工业化基金会出资 1.5 亿元，共同组建 4 家中外合资企业，兰州黄河企业股份有限公司持股比例依次是 50%、33.33%、50% 和 50%。2004 年，西藏银河科技发展股份有限公司与嘉士伯国际有限公司、丹麦发展中国家工业基金会三方共同投资 9665 万美元（折合人民币 8 亿元），设立西藏拉萨啤酒有限公司，西藏银河科技发展股份有限公司持股比例为 50%。这些公司是相关上市公司最重要的啤酒生产和销售企业，实际上，兰州黄河和西藏发展都已经分别成为投资公司，与嘉士伯各持有

下属啤酒公司 50% 股权，由于嘉士伯的全球啤酒巨头地位，兰州黄河和西藏发展在啤酒营销、研究开发、生产管理等方面对嘉士伯有很强的依赖关系，因此嘉士伯成为合资公司的实际控制人。

未来，兰州黄河和西藏发展很有可能步啤酒花的后尘，两公司实际控制人可能将所持股权转让给嘉士伯。啤酒花实际控制权转移给嘉士伯后股票价格的大幅度上涨为兰州黄河和西藏发展未来实际控制权转移在股票价格上引起的波动提供了借鉴。

四、盈利预测和投资建议

每年的 6 月-8 月是啤酒生产和消费的旺季，目前正处于 2009 年 5 月下旬，啤酒生产和消费旺季即将到来，相关上市公司的股票将迎来季节性的投资机会。我国啤酒上市公司中，青岛啤酒和燕京啤酒规模较大，兰州黄河、啤酒花和西藏发展规模较小，重庆啤酒和惠泉啤酒规模居中，小公司在区域内也拥有垄断优势。2008 年下半年以来，大麦、包装物、能源等价格出现了比较大幅度的下跌，有利于降低啤酒的生产成本。但是，啤酒行业的激烈竞争可能会压低啤酒价格，将生产成本降低的好处转让给消费者。啤酒行业上市公司的投资机会主要在于经营规模扩张、啤酒消费旺季和兼并重组带来的公司基本面的改善。青岛啤酒、兰州黄河和西藏发展的控制权存在向外资转移的可能，控制权向外资转移预计将导致公司股票价格上涨

青岛啤酒（600600）盈利预测

盈利预测综合值一览	2006 年	2007 年	2008 年	2009 年预计	2010 年预计
营业总收入(亿元)	118.33	137.09	160.23	180.15	204.93
增长率(%)	18.09	15.86	16.88	12.43	13.76
归属母公司股东的净利润(亿元)	4.37	5.58	7.00	9.87	12.40
增长率(%)	43.76	27.73	25.34	41.14	25.55
每股收益-摊薄(元)	0.33	0.43	0.53	0.75	0.95
市盈率	74.67	58.46	46.64	33.05	26.32

燕京啤酒（000729）盈利预测

利预测综合值一览	2006 年	2007 年	2008 年	2009 年预计	2010 年预计
营业总收入(百万元)	63.09	74.36	82.46	92.57	104.53
增长率(%)	18.71	17.87	10.90	12.25	12.93
归属母公司股东的净利润(亿元)	3.08	4.10	4.61	6.48	7.74
增长率(%)	11.12	33.19	12.60	40.46	19.42
每股收益-摊薄(元)	0.28	0.37	0.38	0.54	0.64
市盈率	50.25	37.74	36.87	26.25	21.98

2009 年 5 月 20 日，青岛啤酒、燕京啤酒、重庆啤酒、惠泉啤酒、兰州黄河、啤酒花和西藏发展的静态市盈率分别是 46 倍、33 倍、61 倍、28 倍、56 倍、51 倍和 83 倍，从估值相对优势角度，给予燕京啤酒（000729）和惠泉啤酒（600573）“推荐”评级，给予其他啤酒上市公司“中性”评级。

投资评级说明

● 公司评级

强烈推荐：预期未来6 个月内， 个股相对大盘升幅20%以上

推 荐： 预期未来6 个月内， 个股相对大盘升幅5%~20%

中 性： 预期未来6 个月内， 个股相对大盘变动在±5%以内

回 避： 预期未来6 个月内， 个股相对大盘跌幅5%以上

● 行业评级：

强于大市：预期未来6 个月内， 行业指数相对大盘涨幅5%以上

中性： 预期未来6 个月内， 行业指数相对大盘涨幅介于-5%~5%之间

弱于大市：预期未来6 个月内， 行业指数相对大盘跌幅5%以上

重要声明

本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我公司和研究员无关。我公司及研究员与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行服务或其他服务。

本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式发表、复制。如引用、刊发，需注明出处为爱建证券研究发展总部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。