

啤酒业：旺季来临，利润好转

啤酒行业 5 月份月度报告

报告关键点：

- 啤酒行业五月份产量增长接近20%
- 中报起，行业利润状况将持续向好
- 维持行业“领先大市-A”的投资评级

报告摘要：

- 啤酒行业五月份整体行业产量达到462.7万吨，同比增长近20%，创下2001年以来，旺季月份增速最快的纪录。按啤酒行业传统整体98%左右的产销率，啤酒行业的消费量增长应该有相应的提高。我们认为五月份产销量增长迅猛的原因是去年同月的重大变故，并且预计在接下来的几个月里，啤酒行业产量依然将维持较快的一个速度。
- 一季度高价库存大麦拖累行业利润状况，二季度开始将大幅度好转。啤酒行业整体一季度利润下降56%，但是由于二季度开始低价大麦的使用，将使得行业利润状况出现好转。我们预计按麦芽浓度的不同，每吨啤酒成本可节省180 - 200元。而由于澳洲农业部对2009 - 2010年大麦产量做出增长90万吨至771万余吨的预测，因此进口大麦的供应量将持续保持充足的状态。而从中报开始，我们预计行业利润率将持续出现好转的情况。
- 啤酒行业整合扩产在二季度继续进行。中国啤酒行业整合扩产持续进行，全国性、地方性及外资啤酒企业，纷纷进行收购及扩产的动作。
- 维持对啤酒行业“领先大市-A”的投资评级。由于啤酒行业当前显示的趋势基本与我们先前判断的一致，因此我们维持对啤酒行业“领先大市-A”的投资评级。对于跟踪之重点公司青岛啤酒和燕京啤酒，我们也分别维持其“买入-B”及“增持-A”的投资评级，并且维持29.7元及16元的12个月目标价。

食品饮料 同步大市-A

上次评级

同步大市-A

啤酒

领先大市-A

报告日期

2009-06-25

首选股票

目标价

评级

600600

青岛啤酒

29.7

买入-B

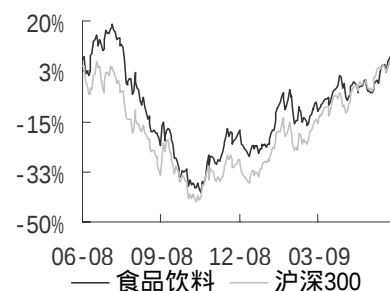
000729

燕京啤酒

16

增持-A

12 个月行业表现



研究员

独孤南薰 高级行业分析师

021-68765195 dugunx@essence.com.cn

李铁 行业分析师

010-66581633 litie2@essence.com.cn

前期研究成果

食品饮料：低估值与确定增长的机会

2009-06-17

燕京啤酒：淡季已过，展望旺季

2009-04-20

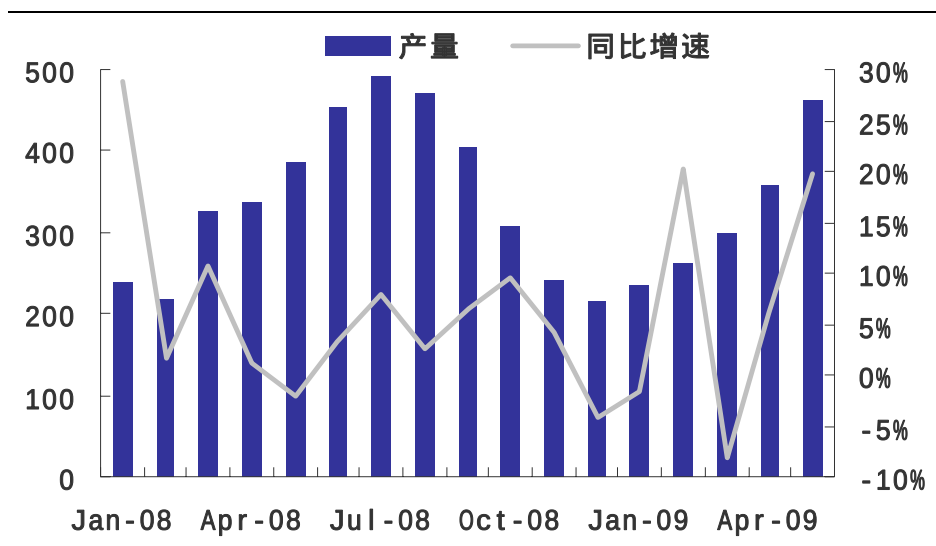
青岛啤酒：有泡沫才够味

2009-04-26

1. 啤酒消费开始提速

中国啤酒行业在 5 月迎来增速的提升，整体行业产量在五月份达到 462.7 万吨，同比增长近 20%，创下 2001 年以来，旺季月份增速最快的记录。而 2009 年 1 - 5 月份啤酒行业累计生产啤酒达到 1616.1 万吨，同比增长 7.33%。

图 1 啤酒行业月度产量及同比增速（左轴，万吨；右轴，百分比）

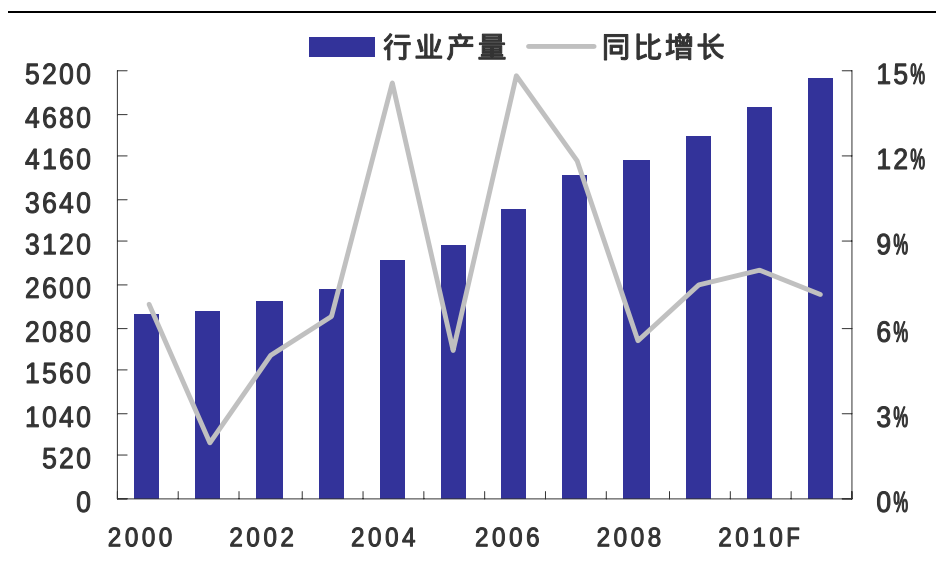


数据来源：国家统计局，安信证券研究中心

我们认为啤酒行业产量在 5 月份产量大幅度增长的原因，主要是由于去年同月因为地震等因素造成去年同期基数较低，且今年入夏较早，全国平均气温较高，也提振对啤酒的消费。而按照中国啤酒行业一般在 98% 左右的产销率来看，整体啤酒行业的销量也保持着相应的增长。

而从下半年来看，由于经济回暖加之暖夏和长夏的因素，我们预计啤酒行业整体增速将超出过去 5.5% 的增长，我们预计整体量的增长约在 7 - 8% 之间。

图 2 啤酒行业年度产量及同比增速（左轴，万吨；右轴，百分比）

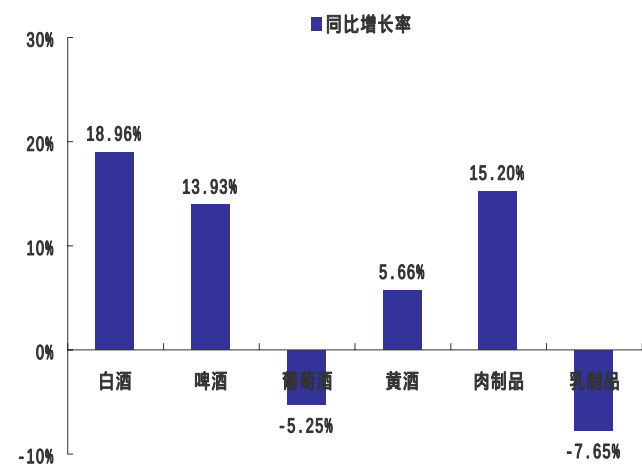


数据来源：国家统计局，安信证券研究中心预测

2. 低价大麦因素，二季度显现

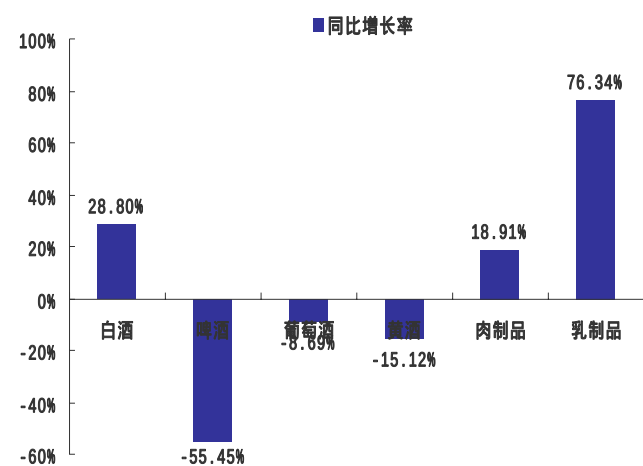
由于在 2008 年年度，国内各大厂商均按啤酒行业消费量增速 10% 采购原料大麦，而实际情况仅为 5.5% 至 4103 万吨，大大低于预期。因此，啤酒企业不得不在 2009 年一季度消化库存大麦，因此造成业绩有所下滑。2009 年一季度，整体啤酒行业在销售收入增长近 14% 的情况下，行业利润同比下降近 56%。

图 3 1Q09 食品饮料子行业主营收入同比增长



数据来源：国家统计局 安信证券研究中心

图 4 1Q09 食品饮料子行业利润同比增长

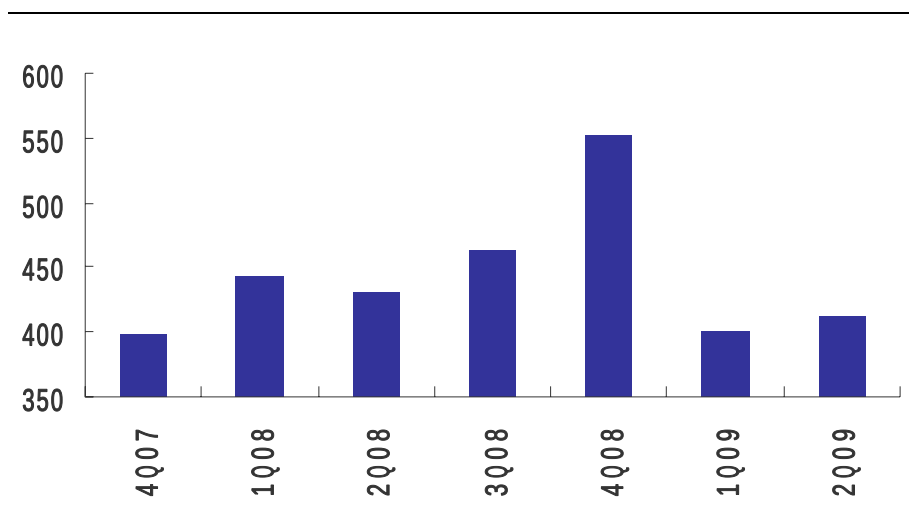


数据来源：国家统计局 安信证券研究中心

但是我们认为，由于澳大利亚去年降雨充分，澳大利亚冬季作物皆出现较大丰收，其中占中国啤酒厂商可变成成本份额较大的大麦，产量在 682 万吨，增产 92 万吨，同比增长 15.3%。而澳大利亚农业部更是对 2009 - 2010 年度大麦产量作出 771.3 万吨的预测。

据此我们研判，此次增产及对未来的预期将使得大麦价格继续稳定在较低位置，继续缓解啤酒厂商的成本压力。相对 2008 年年均 470 - 480 美元/吨的成本，我们预测扣除库存大麦的影响，国内主要啤酒厂商的大麦成本有望出现 25% 以上的下降。随着各大厂商二季度低价大麦的使用，加之销量上的增长将使整体行业的利润状况出现好转，而此等状况有望持续到年底。从中报开始，我们将不断看到啤酒企业利润率转好的现象。

图 5 澳大利亚酿酒用大麦出口均价（澳元/吨）



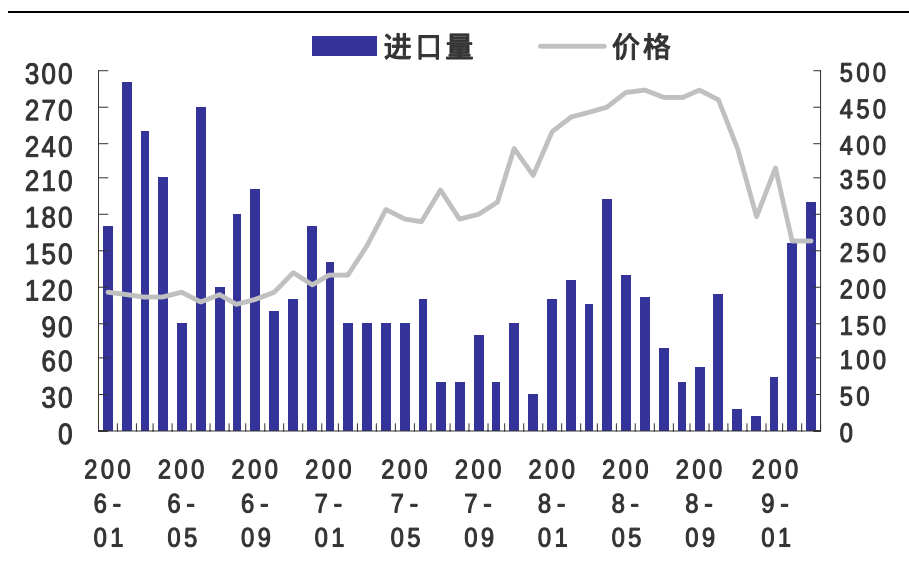
数据来源：ABARE，安信证券研究中心

图 6 国际大麦主产区加西大麦期货价格（加元/吨）



数据来源：Bloomberg，安信证券研究中心

图 7 中国大麦进口量及到岸均价，（左轴，千吨；右轴，美元/吨）



数据来源：CEIC，安信证券研究中心

而我们以传统型（麦芽浓度 12 度）及清爽型（麦芽浓度 8 度）来测算，按主要厂商 2008 年及 2009 年进口大麦均价来看，每吨可节约成本 200 元左右。

表一 进口大麦价格下降对成本的影响

度数	吨耗大麦 (公斤)	08 年进口 均价(美元 /吨)	08 年吨啤 酒耗麦(元 /吨)	09 年进口 均价(美元 /吨)	09 年吨啤 酒耗麦(元 /吨)
12 度	134	470	431	260	239
8 度	125	470	402	260	223

数据来源：安信证券研究中心预测

3. 啤酒行业二季度动态

4月7日，华润雪花啤酒（山东）有限公司总投资5300万美元，其中一期投资4200万美元的20万千升啤酒工程奠基仪式在烟台市福山区举行。正式大举入侵青岛啤酒的本土市场。

4月26日，华润雪花位于福建泉州，总投资2亿元之年产30万吨啤酒项目竣工投产。

4月30日，啤酒花控股股东蓝剑佳酿的出资人四川蓝剑投资管理有限公司（下称蓝剑投资）已与嘉士伯啤酒签署了转股协议，以2亿元等值美元将持有41%的蓝剑佳酿股权转让给嘉士伯，后者成为啤酒花的实际控制人。

5月11日，新华都集团董事长陈发树以每股19.83港元的价格购得7.01%的青岛啤酒H股股份，成为青岛啤酒第三大股东。

4-5月，燕京啤酒在通辽及新疆各2年产啤酒10万吨工程投产竣工。

6月6日，青岛啤酒集团与鲁商集团在济南就“趵突泉”啤酒项目签署战略合作协议，青岛啤酒与鲁商集团实现创新性的跨行业合作，取得了趵突泉啤酒的品牌、销售网络等无形资产。

6月10日，重庆啤酒所属啤酒六厂之新建30万千升啤酒项目奠基。

4. 行业评级及投资建议

啤酒行业整体迎来消费旺季，并且由于成本的下降，整体行业的利润状况将趋好。而此等趋势将有望保持至年底。由于啤酒行业当前显示的趋势基本于我们先前判断的一致，因此我们维持对啤酒行业“领先大市-A”的投资评级。对于跟踪之重点公司青岛啤酒和燕京啤酒，我们也分别维持其“买入-B”及“增持-A”的投资评级，并且维持29.7元及16元的12个月目标价。

表 2 主要啤酒企业盈利及估值比较

代码	公司	最新价格 (6-25)	每股收益（元）				市盈率			
			08A	09E	10E	11E	08A	09E	10E	11E
行业平均		14.37	0.28	0.54	0.65	0.78	58.95	32.53	26.79	22.31
000729	燕京啤酒	15.15	0.38	0.58	0.64	0.71	39.87	26.12	23.67	21.34
000752	西藏发展	9.71	0.08	-	-	-	120.52	-	-	-
000929	兰州黄河	10.66	0.16	-	-	-	65.79	-	-	-
600090	啤酒花	10.05	0.21	-	-	-	47.24	-	-	-
600132	重庆啤酒	19.99	0.34	0.44	0.53	0.63	59.12	45.27	37.39	31.93
600573	惠泉啤酒	8.17	0.27	0.33	0.43	0.60	29.89	24.76	19.00	13.62
600600	青岛啤酒	26.84	0.53	0.79	0.99	1.20	50.20	33.97	27.11	22.37

数据来源：wind，安信证券研究中心预测

作者简介

独孤南薰，食品饮料及家庭与个人用品行业高级分析师，毕业于美国西北大学，经济学学士，2003年起从事证券研究工作，2008年8月加入安信证券研究中心。2005年度《Asia Money》亚洲最佳消费品分析师第六名。

李铁，食品饮料行业分析师。经济学学士，格拉斯哥大学 (Glasgow University) 会计和财务管理硕士，中国注册会计师、中国注册税务师。曾就职于德勤华永会计师事务所，2008年1月加盟安信证券研究中心。

免责声明

本研究报告由安信证券股份有限公司研究中心撰写，研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则，以合法渠道获得这些信息，尽可能保证可靠、准确和完整，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据，不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证，无论是否已经明示或者暗示。安信证券股份有限公司研究中心将随时补充、更正和修订有关信息，但不保证及时发布。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。本公司及其关联机构可能会持有报告中涉及公司发行的证券并进行交易，并提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告版权仅为安信证券股份有限公司研究中心所有，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，需注明出处为安信证券研究中心，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司研究中心对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

行业评级体系

收益评级：

领先大市 — 未来6个月的投资收益率领先沪深300指数10%以上；

同步大市 — 未来6个月的投资收益率与沪深300指数的变动幅度相差-10%至10%；

落后大市 — 未来6个月的投资收益率落后沪深300指数10%以上；

风险评级：

A — 正常风险，未来6个月投资收益率的波动小于等于沪深300指数波动；

B — 较高风险，未来6个月投资收益率的波动大于沪深300指数波动；

销售联系人

朱贤

021-67865293

梁涛

021-68766067

张勤

021-68763879

周蓉

010-66581676

李昕

010-66581689

张茜萍

0755-82558089

上海联系人

zhuxian@essence.com.cn

上海联系人

liangtao@essences.com.cn

上海联系人

zhangqin@essence.com.cn

北京联系人

zhourong@essence.com.cn

北京联系人

lixin@essence.com.cn

深圳联系人

zhangqp@essence.com.cn

凌洁

021-68765237

李国瑞

021-68763872

南方

021-68765206

马正南

010-66581668

潘琳

0755-82558268

王远洋

0755-82558087

上海联系人

lingjie@essence.com.cn

上海联系人

ligr@essence.com.cn

上海联系人

nanfang@essence.com.cn

北京联系人

mazn@essence.com.cn

深圳联系人

panlin@essence.com.cn

深圳联系人

wangyy3@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳

深圳市福田区深南大道2008号中国凤凰大厦1栋7层
邮编: 518026

上海

上海市浦东新区世纪大道1589号长泰国际金融大厦16层
邮编: 200122

北京

北京市西城区金融大街5号新盛大厦B座19层
邮编: 100034