



产品涨价和消费旺季即将到来给啤酒行业带来投资机会

2010 年 1 月 27 日

投资要点:

●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。2010 年 1 月以后,我国啤酒月度产量将逐月增加,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,给啤酒行业上市公司的股票带来季节性的投资机会。

●2010 年世界经济增长预计缓慢,啤酒生产主要原料大麦和主要包装材料铝的价格大幅度持续上涨的可能性小,主要原料和主要包装材料价格稳定有利于啤酒公司生产经营活动持续稳定发展,也有利于啤酒公司优化产品结构,稳定提高毛利率。

●受 2009 年国内白酒公司提价效应、啤酒生产能源原材料价格变动等因素影响,2010 年部分具有区域市场垄断优势的啤酒公司可能效仿燕京啤酒提高部分产品销售价格。

●在我国现有啤酒上市公司中,青岛啤酒和燕京啤酒经营规模最大,是两大行业龙头公司。与燕京啤酒相比较,青岛啤酒经营规模更大,经营业绩更优。

●我国西北地区啤酒市场基本被全球啤酒巨头嘉士伯控制,存在股权转让可能。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。

●给予啤酒行业“强于大市”评级。

啤酒行业评级 强于大市 (维持)

动态市盈率: 41.10
市净率: 4.42

行业表现



评价周期	1 个月	6 个月	12 个月
行业涨跌(%)	0.35%	12.63%	77.76%
大盘涨跌(%)	-3.88%	-12.11%	51.71%

资料来源: 爱建证券研发部

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	推荐	0.53	0.93	1.14
燕京啤酒	推荐	0.38	0.53	0.71
惠泉啤酒	推荐	0.27	0.35	0.41

资料来源: 历史数据来源于公司公告

吴正武 许春华 行业研究员
电话 021-3222 9888-3509
邮箱 wuzhengwu@ajzq.com

相关报告

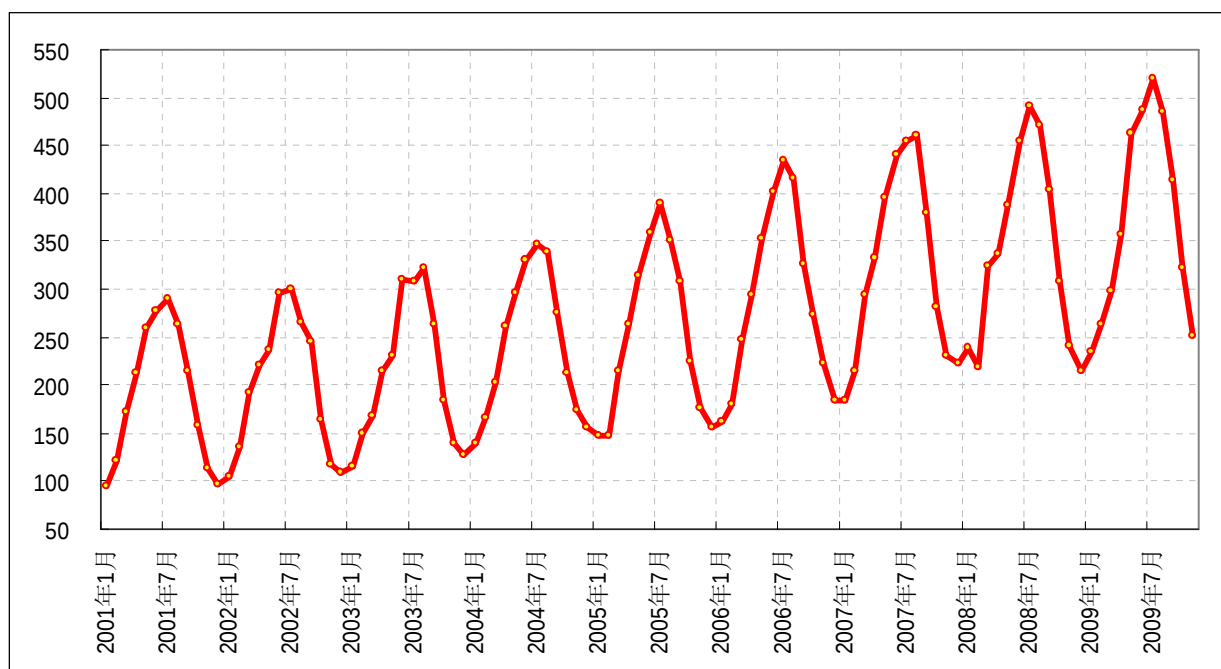
《啤酒消费旺季和兼并重组带来的投资机会——啤酒行业上市公司研究》

请务必阅读正文之后的重要声明

一、啤酒消费旺季即将到来，啤酒上市公司经营规模和盈利水平环比将出现比较大幅度增长

啤酒是一种中低档次大众消费品，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。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。

图 1：2001 年 1 月-2009 年 11 月我国啤酒月度产量（万千升）



资料来源：国家统计局

从图中可以看出，我国啤酒月度产量呈现有规律的周期性波动，周期的高点和低点都呈现逐年抬高趋势，说明我国啤酒产量在周期波动中向前发展。2010 年 1 月以后，我国啤酒月度产量将逐月增加，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，给啤酒行业上市公司的股票带来季节性的投资机会。

二、生产成本下降和价格上涨有利于啤酒上市公司扩大经营规模和提高盈利水平

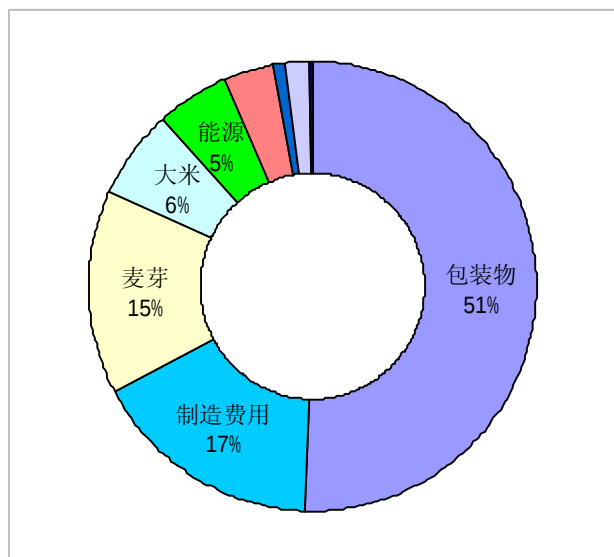
啤酒的营业成本包括麦芽、大米、酒花、水、辅助材料、能源、包装物、直接工资、制造费用等成本，其中包装物、制造费用和麦芽成本在营业成本中所占比重比较大。

在啤酒公司的营业成本构成中，包装物（包括铝罐、玻璃瓶、纸箱等）占 50%左右份额，麦芽占 15%左右份额，是影响啤酒公司营业成本的最大两个外部因素。国内铝价由 2008 年初 2 万元/吨下跌到最低 1 万元/吨，最大跌幅 50%，但是到 2009 年末上涨到 17000 元/吨左右。从 2008 年下半年到 2009 年末，玻璃瓶、纸箱、能源等价格也经历了大幅度下跌和大幅度反弹两个阶段。进口大麦价格由 2008 年初 480 美元/吨下跌到最低 200 美元/吨，最大跌幅超过 50%，2009 年有所反弹，2009 年第四季度为 240 美元/吨左右。

2010 年世界经济增长预计缓慢，啤酒生产主要原料大麦和主要包装材料铝的价格预计震荡攀升，但是大幅度持续上涨的可能性小。主要原料和主要包装材料价格稳定有利于啤酒公司生产经营活动持

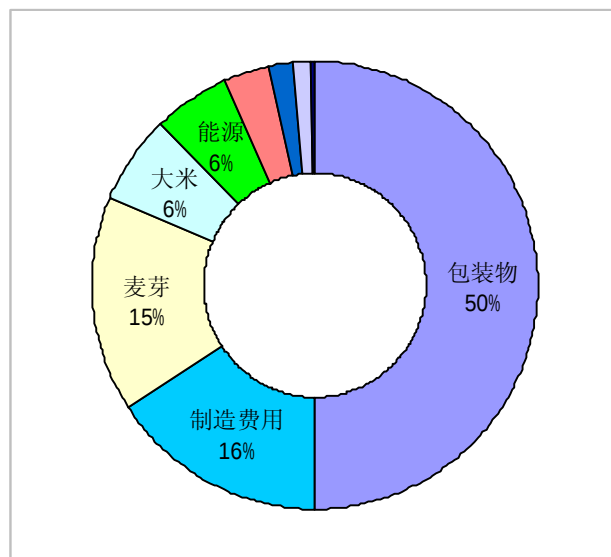
续稳定发展，也有利于啤酒公司优化产品结构，稳定提高毛利率。

图 2：2007 年青岛啤酒营业成本构成



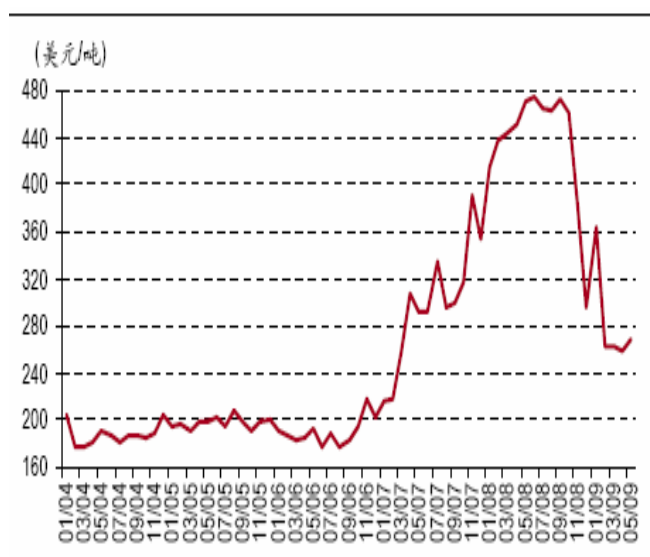
资料来源：公司公告

图 3：2008 年青岛啤酒营业成本构成



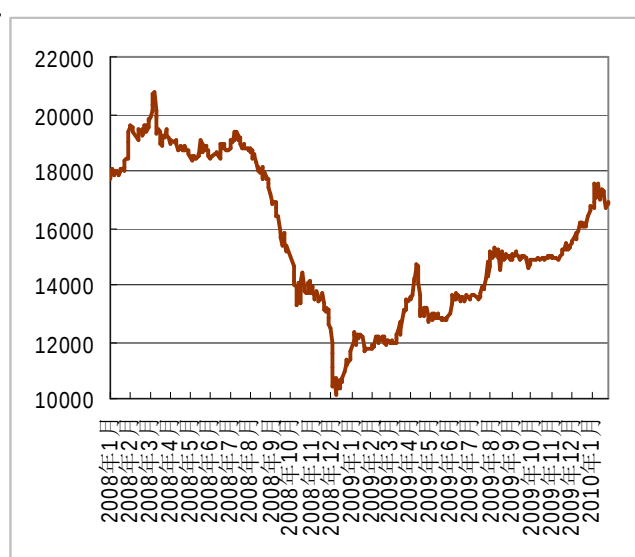
资料来源：公司公告

图 4：中国进口大麦价格走势



资料来源：国家统计局

图 5：上海期货交易所铝期货指数走势



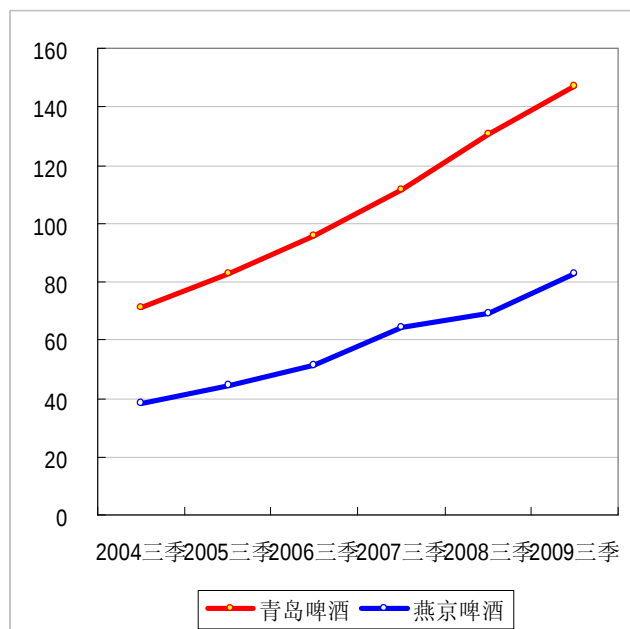
资料来源：上海期货交易所

燕京啤酒决定于 2010 年 1 月 20 日起对在北京地区销售的 10 度清爽型啤酒开始执行新的价格，净酒水出厂价格向上调价幅度为 10% 左右。10 度清爽型啤酒占公司 2009 年度啤酒总销量的 12% 左右。受 2009 年国内白酒公司提价效应、啤酒生产能源原材料价格变动等因素影响，2010 年部分具有区域市场垄断优势的啤酒公司提价的可能性比较大。青岛啤酒在山东市场、惠泉啤酒在福建市场、重庆啤酒在重庆市场、西藏发展在西藏市场、啤酒花在新疆市场、兰州黄河在甘肃市场都具有垄断优势，甚至有绝对垄断优势，2010 年都有可能效仿燕京啤酒提高部分产品销售价格。生产成本下降和产品价格上涨有利于啤酒上市公司扩大经营规模和提高盈利水平。

三、啤酒行业龙头上市公司经营规模和盈利水平总体上稳步上升

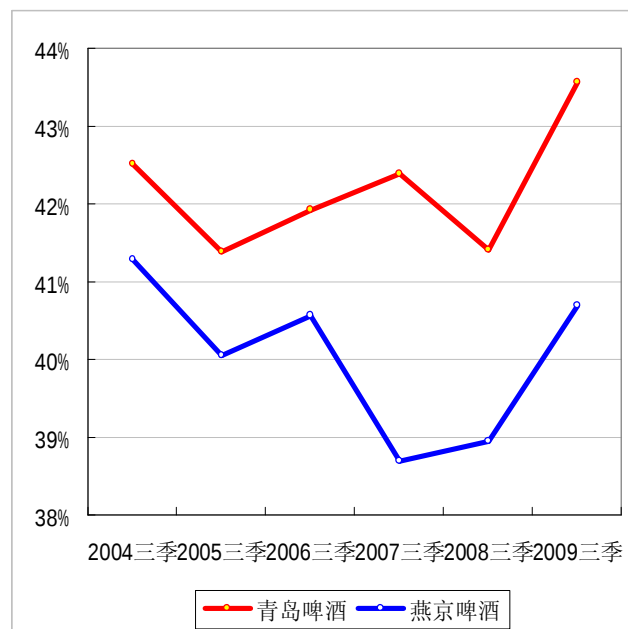
在我国现有啤酒上市公司中，青岛啤酒和燕京啤酒经营规模最大，是两大行业龙头公司。与燕京啤酒相比较，青岛啤酒经营规模更大，经营业绩更优。

图 6：青岛啤酒与燕京啤酒营业收入比较（亿元）



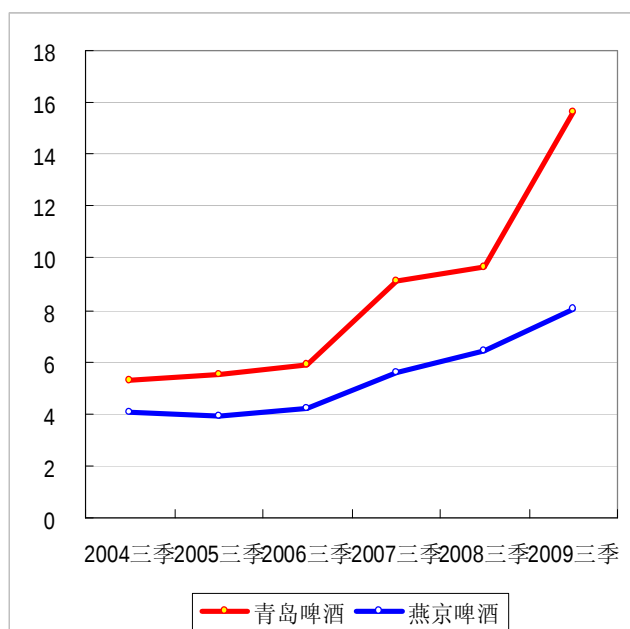
资料来源：公司公告

图 7：青岛啤酒与燕京啤酒毛利率比较



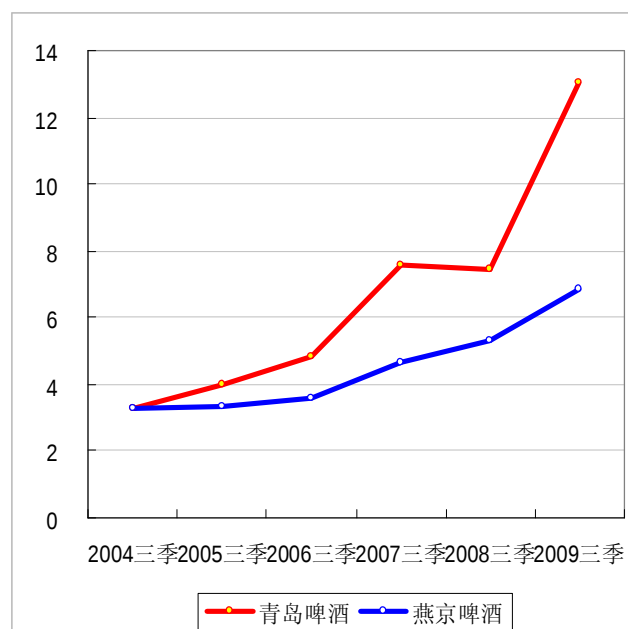
资料来源：公司公告

图 8：青岛啤酒与燕京啤酒营业利润比较（亿元）



资料来源：公司公告

图 9：青岛啤酒与燕京啤酒净利润比较（亿元）



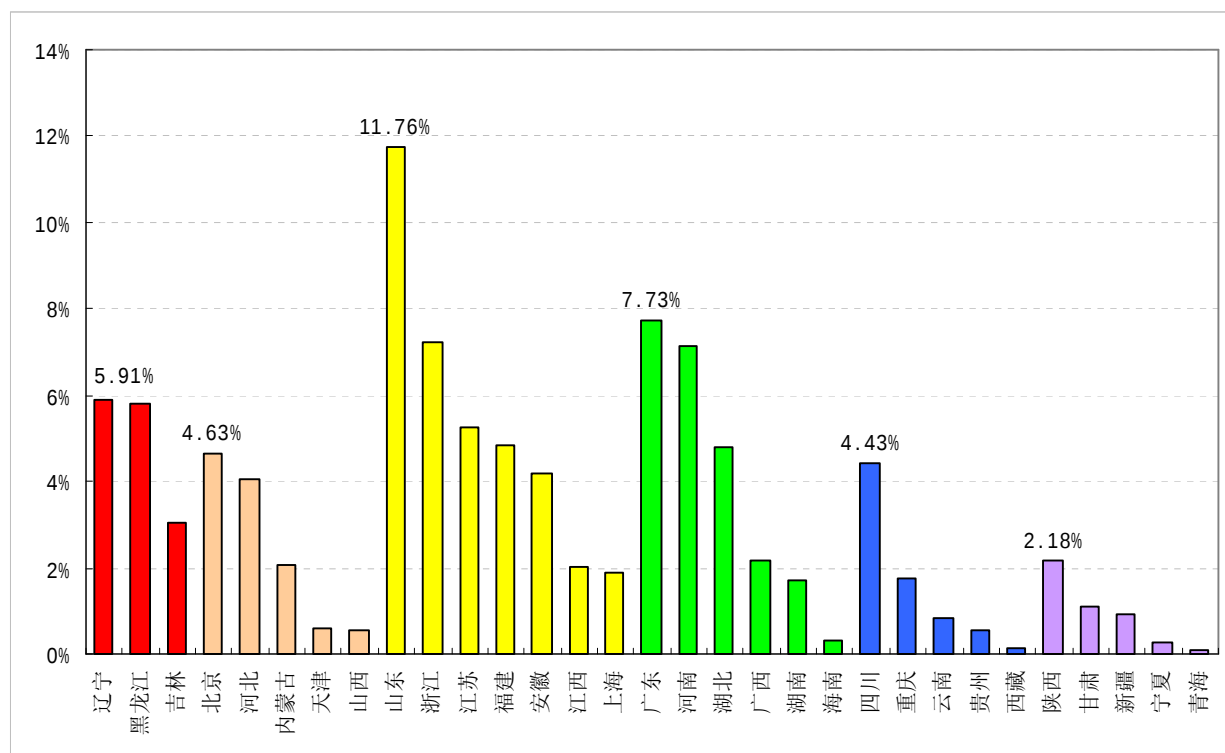
资料来源：公司公告

从 2004 年前三季度到 2009 年前三季度，青岛啤酒和燕京啤酒营业收入、营业利润和净利润持续稳定增长，由于原材料、包装物等营业成本变动与啤酒价格变动不同步，加上产品结构调整等因素，两公司产品毛利率逐年有所波动，但是总体上呈现上升趋势。

请务必阅读正文之后的重要声明

我国啤酒主要生产和消费地区位于华东地区和中南地区，这两个地区人口数量多、气温比较高，啤酒需求量大。

图 10：2001 年 1 月到 2009 年 11 月我国分地区啤酒累计产量占同期全国啤酒累计产量比例



资料来源：国家统计局

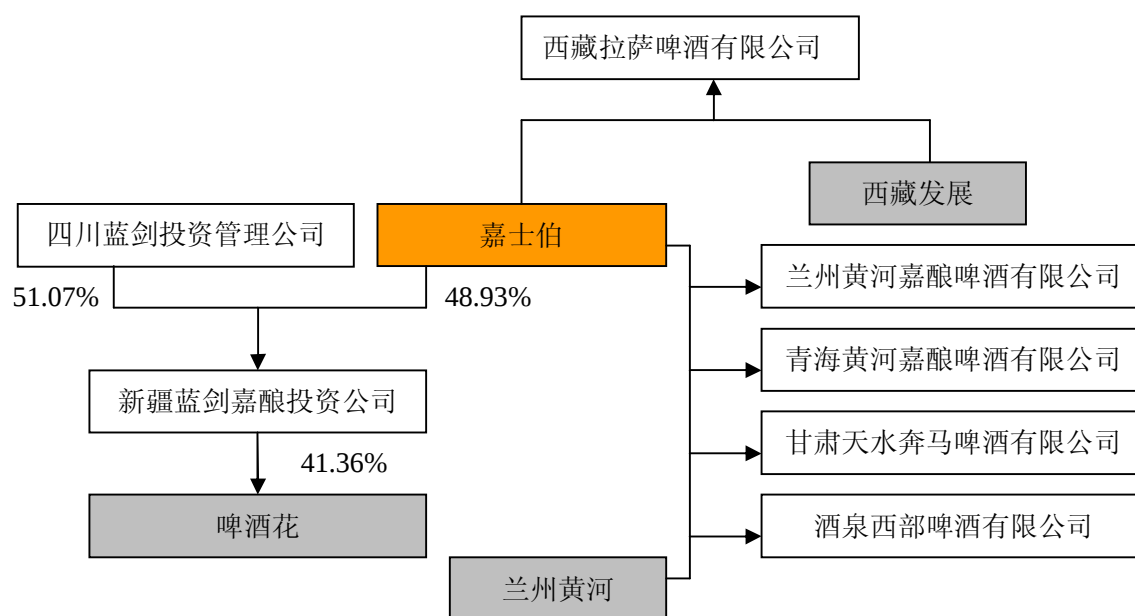
青岛啤酒下属主要啤酒生产和销售企业和燕京啤酒部分啤酒生产和销售企业位于华东地区和中南地区，经营规模和经营业绩增长空间大。

四、我国西北地区啤酒市场基本被全球啤酒巨头嘉士伯控制，存在股权转让可能

啤酒花、兰州黄河和西藏发展在我国新疆、甘肃、西藏地区啤酒市场占有率分别高达 84%、75% 和 50%。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。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。嘉士伯是总部位于丹麦的全球最大的啤酒公司，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。三家啤酒上市公司被外资兼并重组的可能性很大。

2008 年 4 月，嘉士伯啤酒有限公司通过向四川蓝剑投资管理有限公司收购 41.36% 股权方式已经成为啤酒花实际控制人，该股权转让于 2010 年 1 月得到国家商务部批准。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，嘉士伯和其一致行动人持股比例 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。

图 11: 嘉士伯与啤酒花、兰州黄河和西藏发展股权关系图



资料来源：公司公告

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。

五、行业投资建议和评级

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。2010年1月以后，我国啤酒月度产量将逐月增加，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，给啤酒行业上市公司的股票带来季节性的投资机会。生产成本下降和产品价格上涨有利于啤酒上市公司扩大经营规模和提高盈利水平。啤酒行业龙头上市公司青岛啤酒、燕京啤酒等经营规模和盈利水平总体上稳步上升。我国西北地区啤酒市场基本被全球啤酒巨头嘉士伯控制，存在股权转让可能。给予啤酒行业“强于大市”评级。

六、重点上市公司盈利预测和评级

表 1: 重点上市公司盈利预测和评级

代码	名称	细分行业	1月27日股价	EPS(元)			PE			最新评级
				2008	2009E	2010E	2008	2009E	2010E	
600600	青岛啤酒	啤酒酿造	33.71	0.53	0.93	1.14	63.87	36.56	29.98	推荐
000729	燕京啤酒	啤酒酿造	20.03	0.38	0.53	0.71	52.74	37.68	28.31	推荐
600573	惠泉啤酒	啤酒酿造	10.67	0.27	0.35	0.41	38.81	30.44	25.72	推荐

资料来源：历史数据来源于公司公告

投资评级说明

I 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

I 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。