

食品饮料行业



爱建证券有限责任公司
AJ SECURITIES CO., LTD.

东部地区三家啤酒上市公司 2009 年报比较研究

2010 年 4 月 14 日

投资要点:

●啤酒生产和消费具有明显的季节性特征,夏季是啤酒生产和消费的旺季,冬季是啤酒生产和消费的淡季。

●青岛啤酒下属主要啤酒生产和销售企业和燕京啤酒下属主要啤酒生产和销售企业位于东部地区,经营规模和经营业绩增长空间大。惠泉啤酒位于东部地区,第一大股东是燕京啤酒。

●三家啤酒公司营业收入持续多年稳定增长,2009 年,由于主要原料、包装物、能源价格处于相对低位,啤酒价格稳定并且有所提高,三家啤酒公司盈利水平同比上升,达到或者超过过去五年最高水平。

●青岛啤酒确立的 2010 年年度工作方针为“战略导向,一体化运营,强化行业领导地位;市场拉动,供应链优化,提升系统运行效率”。公司经营目标为啤酒产销量的增长率高于啤酒行业平均增长率 2 个百分点。

●2010 年,燕京啤酒计划完成啤酒销量 500 万千升。为完成公司 2010 年经营目标,公司约需资金 12 亿元,拟以发行可转换公司债券的方式募集资金,用于五个啤酒生产基地新建或者扩建项目,新增啤酒产能合计 60 万吨。

●2010 年,惠泉啤酒预计收入约为 11 亿元,费用成本约为 10 亿元;要争取实现生产销售啤酒总量在 2009 年的基础上实现 10% 的增长;争取实现基地市场占有率提升至相对垄断地位;争取实现主营业务收入和净利润继续保持稳定增长。

●2010 年,啤酒生产主要原料和主要包装材料价格预计稳定,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,提高盈利水平。给予啤酒行业“强于大市”评级;给予青岛啤酒、燕京啤酒和惠泉啤酒“推荐”评级。

啤酒行业评级 强于大市 (维持)

动态市盈率: 40.77

市净率: 4.73

行业表现



评价周期	1 个月	6 个月	12 个月
行业涨跌(%)	10.93%	35.08%	51.43%
大盘涨跌(%)	3.85%	8.12%	24.51%

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	0.95	1.19
燕京啤酒	推荐	0.42	0.52	0.73
惠泉啤酒	推荐	0.27	0.31	0.41

资料来源: 公司公告

吴正武 许春华

执业证书编号: S0820208030012

电话: 021-3222 9888-3509

邮箱: wuzhengwu@ajzq.com

相关报告

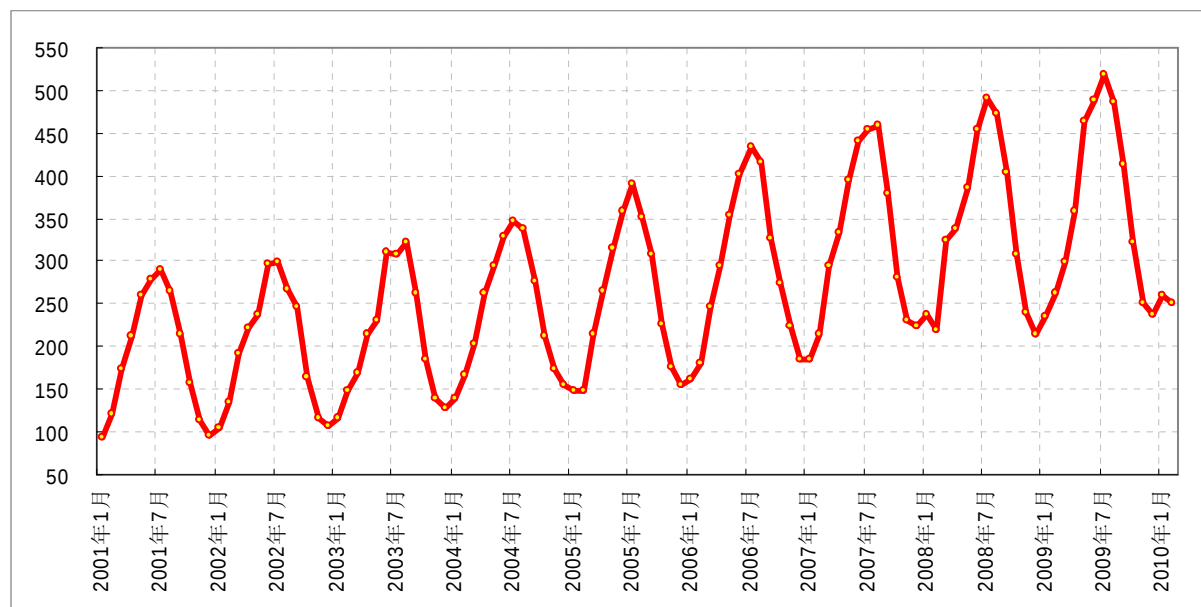
《扩内需背景下食品饮料行业 2010 年第二季度投资策略》

请务必阅读正文之后的重要声明

一、啤酒生产和消费具有明显的季节性特征，夏季是啤酒生产和消费的旺季

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旺季，12月-次年的2月是啤酒生产和消费的淡季。进入啤酒生产和消费旺季，啤酒上市公司经营规模和盈利水平月度环比将出现比较大幅度的增长。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。

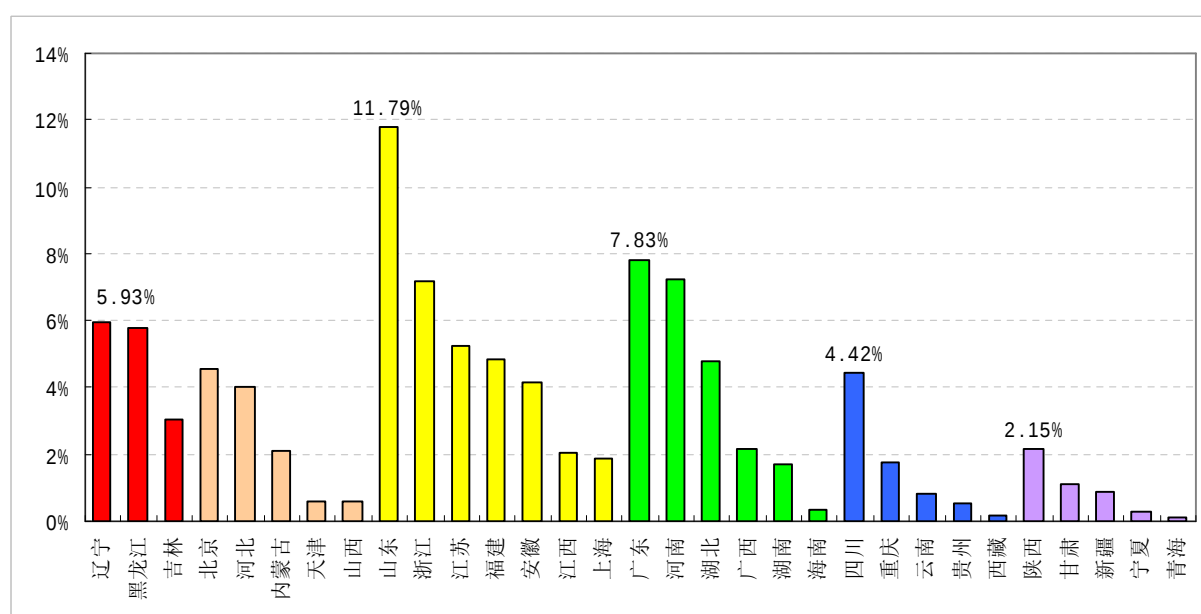
图 1：2001 年 1 月-2010 年 2 月我国啤酒月度产量（万千升）



资料来源：国家统计局

啤酒需求量变动主要受到人口数量、人均收入水平、饮食方式、气温变化等因素影响。我国啤酒主要生产和消费地区位于东部地区，该地区人口数量多、气温比较高，啤酒需求量大。

图 2：2001 年 1 月到 2010 年 2 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

请务必阅读正文之后的重要声明

青岛啤酒下属主要啤酒生产和销售企业和燕京啤酒下属主要啤酒生产和销售企业位于东部地区，经营规模和经营业绩增长空间大。惠泉啤酒位于东部地区，第一大股东是燕京啤酒。

二、青岛啤酒、燕京啤酒和惠泉啤酒的销售区域和生产能力

青岛啤酒在国内拥有 50 多家啤酒生产基地，大部分位于东部地区，也有部分位于中部地区，还有少量位于西部地区。2009 年，公司啤酒销售量 591 万吨，占当年国内啤酒总产量的 13.7%。燕京啤酒在国内拥有 20 多家啤酒生产基地，大部分位于东部地区，小部分位于中西部地区。2009 年，公司啤酒销售量 446 万吨，占当年国内啤酒总产量的 10.3%。惠泉啤酒拥有 2 家啤酒生产基地，分别位于福建省和江西省。2009 年，公司啤酒销售量 53 万吨，占当年国内啤酒总产量的 1.2%。

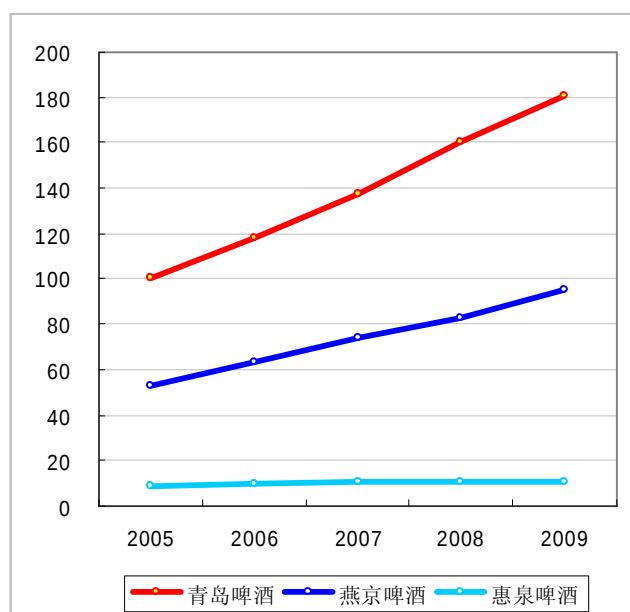
可以看出，青岛啤酒和燕京啤酒是我国啤酒行业两大龙头上市公司，两公司总部都位于东部地区，并且都向中西部地区扩展，逐步形成全国生产和销售战略布局。与燕京啤酒相比较，青岛啤酒经营规模更大，经营业绩更优。惠泉啤酒生产经营规模较小，是燕京啤酒布局在东南沿海及其附近地区重要的啤酒生产和销售企业。

三、青岛啤酒、燕京啤酒和惠泉啤酒经营规模和盈利水平比较

过去五年，青岛啤酒和燕京啤酒营业收入持续稳定增长，年均增速为 15% 左右，营业收入持续稳定增长的原因是产能扩大、销售量增长和销售价格提高。惠泉啤酒不同于青岛啤酒和燕京啤酒的区域定位，导致公司啤酒产销量增长缓慢，营业收入年均增速为 5% 左右。

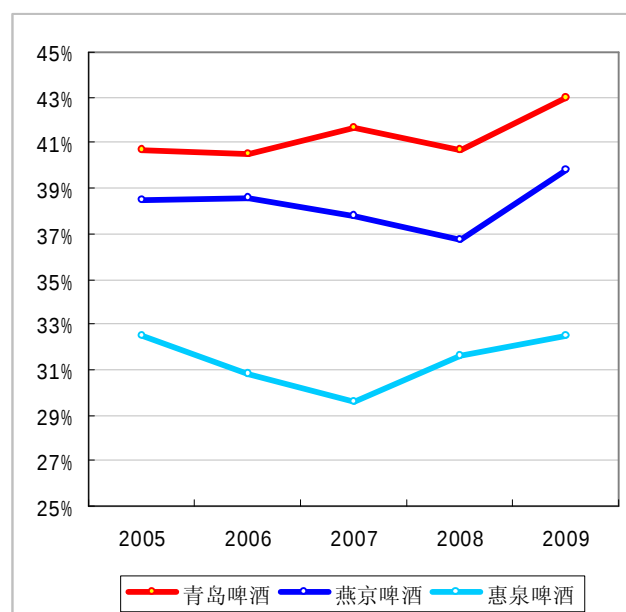
2008 年，由于啤酒生产主要原料、包装物、能源等价格大幅度上涨，三家啤酒公司毛利率同比有所降低，2009 年，主要原料、包装物、能源价格处于相对低位，啤酒价格稳定并且有所提高，三家啤酒公司毛利率同比上升，达到或者超过过去五年最高水平。

图 3：三家啤酒公司营业收入比较（亿元）



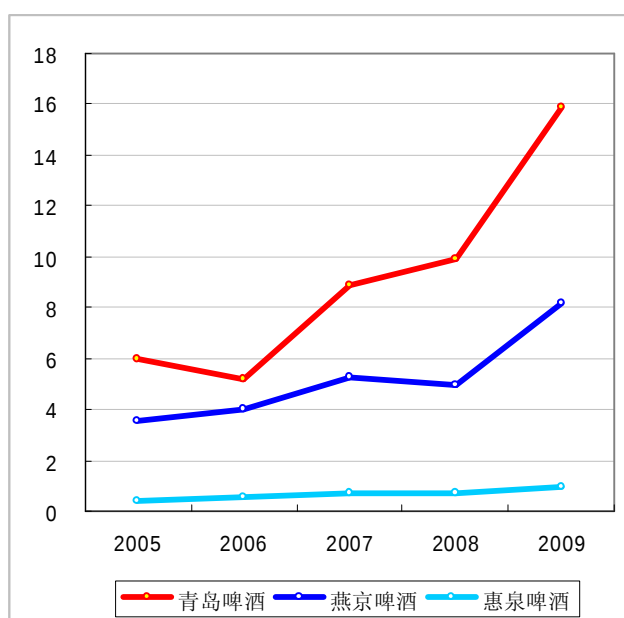
资料来源：公司公告

图 4：三家啤酒公司毛利率比较（%）



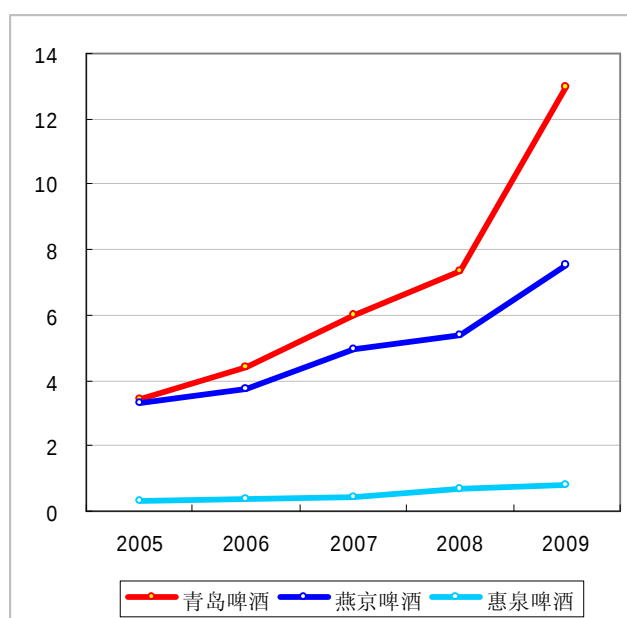
资料来源：公司公告

图 5: 三家啤酒公司营业利润比较 (亿元)



资料来源: 公司公告

图 6: 三家啤酒公司净利润比较 (亿元)

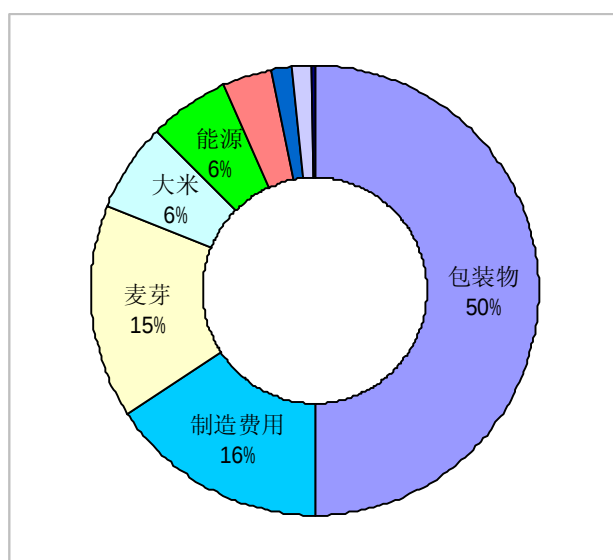


资料来源: 公司公告

与营业收入增幅相比, 2009 年三家公司盈利水平增幅更大。2009 年, 青岛啤酒和燕京啤酒营业利润同比增幅分别为 61%和 66%, 惠泉啤酒营业利润同比增幅也达到 32%; 2009 年, 青岛啤酒和燕京啤酒净利润同比增幅分别为 77%和 39%, 惠泉啤酒净利润增幅 12%。可以看出与燕京啤酒相比较, 青岛啤酒经营规模更大, 经营业绩更优。

啤酒营业成本包括麦芽、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。包装物可以回收循环利用, 价格变化对啤酒营业成本影响不大, 制造费用具有比较强刚性, 主要原料大麦价格变化是影响啤酒营业成本的主要因素。由于国产大麦产量和质量限制, 我国主要啤酒生产企业所需大麦依赖从国际市场进口, 进口大麦价格波动对啤酒生产成本的影响较大。

图 7: 2009 年青岛啤酒营业成本构成



资料来源: 公司公告

图 8: 中国进口大麦价格走势



资料来源: 中国海关

2010 年，美国等主要国家大宗粮食品种价格呈现低位振荡走势，大幅度持续上涨的可能性小。包装物（包括铝罐、玻璃瓶、纸箱等）价格预计震荡攀升，大幅度持续上涨的可能性也小。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。

四、青岛啤酒、燕京啤酒和惠泉啤酒 2010 年经营计划

2009 年，日本朝日啤酒收购青岛啤酒 19.99% 股份，青岛啤酒与朝日啤酒签署了《战略合作协议》，结为战略合作伙伴。战略投资者的引入，将对公司进一步完善公司治理、加强管理及技术等方面的合作起到积极的推动作用。2009 年，公司发行分离交易可转债的认股权证，共募集资金约 11.9 亿元，将对公司未来壮大生产经营规模，提升核心竞争力发挥重要作用。公司确立的 2010 年年度工作方针为“战略导向，一体化运营，强化行业领导地位；市场拉动，供应链优化，提升系统运行效率”。公司经营目标为啤酒产销量的增长率高于啤酒行业平均增长率 2 个百分点。

2010 年，燕京啤酒将继续坚持可持续发展战略，进一步加强核心优势竞争区的市场主导地位，满足快速增长的市场需求，在扩充产能提高市场份额的同时提高技术含量，优化产品结构，进一步优化公司在全国的战略布局。2010 年，公司计划完成啤酒销量 500 万千升。为完成公司 2010 年经营目标，公司约需资金 12 亿元，拟以发行可转换公司债券的方式募集资金，用于五个啤酒生产基地新建或者扩建项目，新增啤酒产能合计 60 万吨。

面对在生产能力、市场份额、资金实力、营销和管理经验等方面处于优势地位的国内龙头啤酒企业和外资啤酒企业的激烈竞争，惠泉啤酒继续采取防御战和侧翼战相结合的战术，全力巩固优势市场，突破弱势市场，占领中高档市场，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。2010 年，公司预计收入约为 11 亿元，费用成本约为 10 亿元；争取实现生产销售啤酒总量在 2009 年的基础上实现 10% 的增长；争取实现基地市场占有率提升至相对垄断地位；争取实现主营业务收入和净利润继续保持稳定增长。2010 年，公司无重大资本性支出，资金主要来源于自有资金和向国内商业银行贷款。

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，夏季是啤酒生产和消费的旺季，冬季是啤酒生产和消费的淡季。我国啤酒主要生产和消费地区位于东部地区，该地区人口数量多、气温比较高，啤酒需求量大。青岛啤酒下属主要啤酒生产和销售企业和燕京啤酒下属主要啤酒生产和销售企业位于东部地区，经营规模和经营业绩增长空间大。惠泉啤酒位于东部地区，第一大股东是燕京啤酒。三家啤酒公司营业收入持续多年稳定增长，2009 年，由于主要原料、包装物、能源价格处于相对低位，啤酒价格稳定并且有所提高，三家啤酒公司盈利水平同比上升，达到或者超过过去五年最高水平。2010 年，啤酒生产主要原料和主要包装材料价格预计稳定，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。给予啤酒行业“强于大市”评级；给予青岛啤酒、燕京啤酒和惠泉啤酒“推荐”评级。

六、上市公司盈利预测和评级

表 1：上市公司盈利预测和评级

代码	名称	细分行业	4 月 14 日股价	EPS(元)			PE			最新评级
				2008	2009	2010E	2008	2009	2010E	
600600	青岛啤酒	啤酒酿造	35.77	0.53	0.95	1.19	67	38	30	推荐
000729	燕京啤酒	啤酒酿造	21.23	0.42	0.52	0.73	51	41	29	推荐
600573	惠泉啤酒	啤酒酿造	13.89	0.27	0.31	0.41	51	45	34	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。