

食品饮料行业

爱建证券有限责任公司
AJ SECURITIES CO., LTD.

丹麦嘉士伯深刻影响下的我国西部地区四家啤酒上市公司比较研究

2010 年 5 月 17 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。

●我国啤酒主要生产和消费地区位于东部地区,西部地区除四川省外,啤酒生产和消费量在国内所占份额低。

●啤酒花、重庆啤酒、兰州黄河和西藏发展在我国新疆、重庆、甘肃和西藏地区啤酒市场占有率分别高达 85%、75%、75%和 50%。2009 年末,这四家公司与全球啤酒巨头嘉士伯都有股权关系,并且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。

●在四家啤酒上市公司中,重庆啤酒经营规模最大,盈利水平最高,其次是啤酒花,兰州黄河和西藏发展经营规模和盈利水平相对较低。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。

●2010 年,啤酒花预计实现营业收入 9.56 亿元,预计营业成本 5.61 亿元;重庆啤酒计划实现啤酒销量 112 万千升,计划实现营业收入 25.86 亿元,计划营业成本 14.91 亿元,计划费用 6.84 亿元;兰州黄河预计啤酒、麦芽产销量与上年基本持平;西藏发展预计啤酒产销规模和盈利水平将继续增长。

●2010 年第一季度,啤酒花实现归属于上市公司股东的净利润 95 万元,同比下降 71.69%;重庆啤酒实现归属于上市公司股东的净利润 3438 万元,同比上升 5.31%;兰州黄河实现归属于上市公司股东的净利润 388 万元,同比下降 15.05%;西藏发展实现归属于上市公司股东的净利润 801 万元,同比上升 41.89%。

●给予啤酒行业“强于大市”评级;给予重庆啤酒和西藏发展“推荐”评级,给予啤酒花和兰州黄河“中性”评级。

请务必阅读正文之后的重要声明

啤酒行业评级 强于大市 (维持)

动态市盈率: 43.58
市净率: 5.11

行业表现



评价周期	1 个月	6 个月	12 个月
行业涨跌(%)	-17.32%	-21.15%	-2.41%
大盘涨跌(%)	-5.85%	12.66%	41.84%

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
啤酒花	中性	0.21	0.01	0.13
重庆啤酒	推荐	0.34	0.37	0.45
兰州黄河	中性	0.16	0.16	0.17
西藏发展	推荐	0.08	0.11	0.12

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

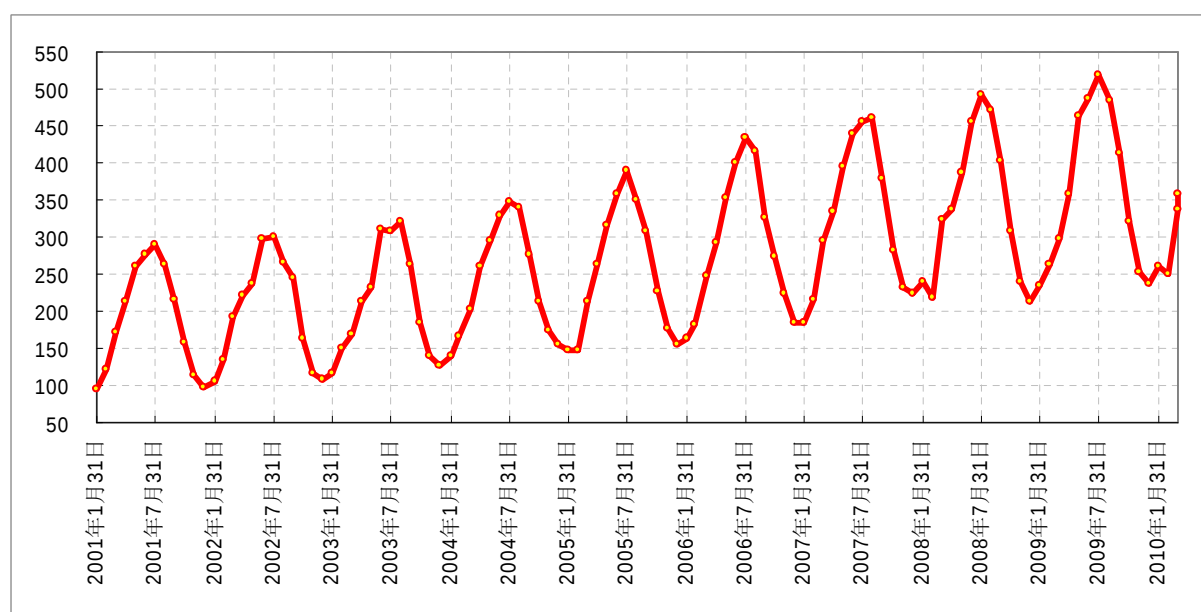
相关报告

《东部地区三家啤酒上市公司 2009 年报比较研究》

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。

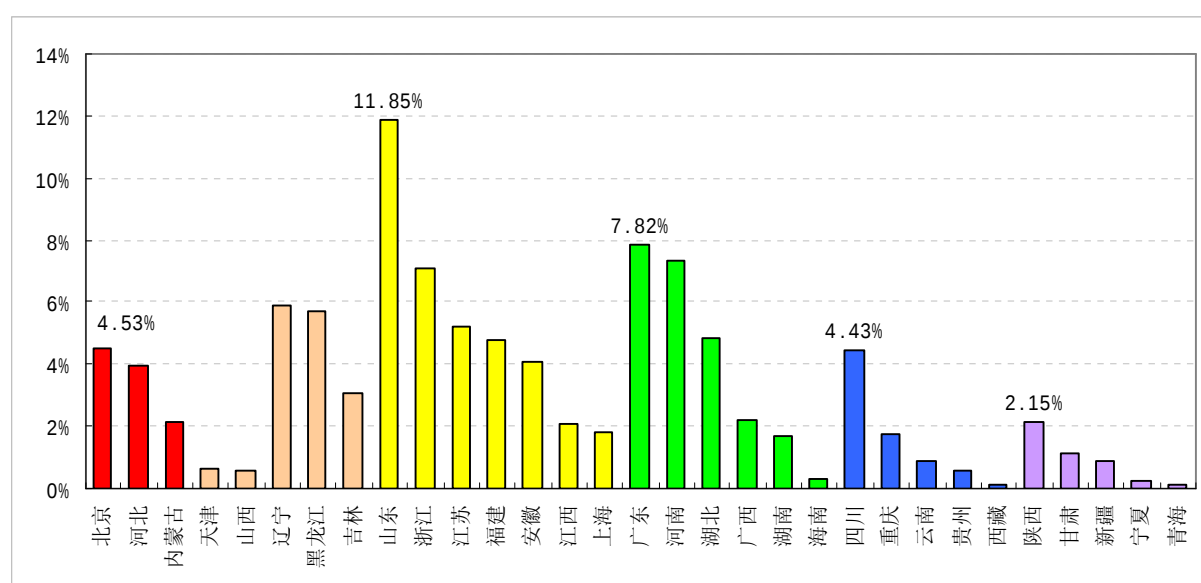
图 1：2001 年 1 月-2010 年 4 月我国啤酒月度产量（万千升）



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，西部地区除四川省外，啤酒生产和消费量在国内所占份额低。

图 2：2001 年 1 月到 2010 年 4 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

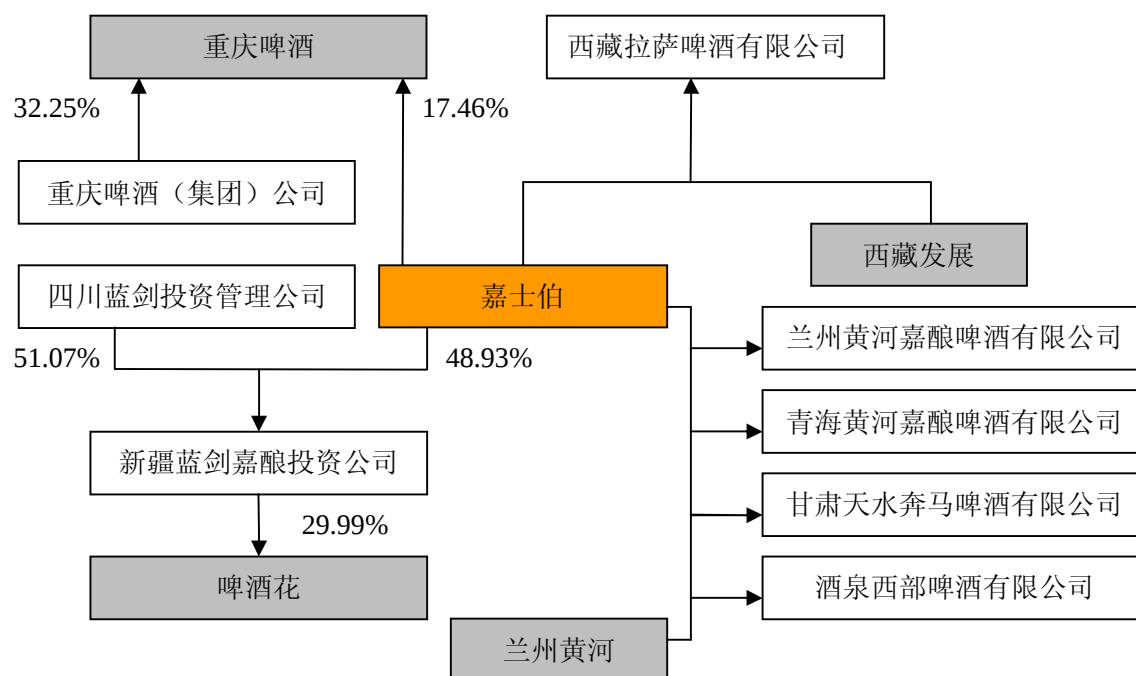
请务必阅读正文之后的重要声明

二、丹麦嘉士伯与我国西部地区四家啤酒上市公司股权关系

啤酒花、重庆啤酒、兰州黄河和西藏发展在我国新疆、重庆、甘肃和西藏地区啤酒市场占有率分别高达 85%、75%、75%和 50%。2009 年末，这四家公司与全球啤酒巨头嘉士伯都有股权关系，并且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啤酒跨国公司，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。

2008 年 4 月，嘉士伯通过向四川蓝剑投资管理有限公司收购股权方式已经成为啤酒花实际控制人。嘉士伯是重庆啤酒的第二大股东，持股比例 17.46%，第一大股东重庆啤酒（集团）有限公司持股比例 32.25%，2010 年 4 月重庆啤酒（集团）有限公司以公开征集方式转让其所持本公司 12.25%股份，嘉士伯已经递交了受让申请，并拥有同等条件下的优先受让权。若成功受让该部分股权，嘉士伯将持有重庆啤酒 29.71%的股份，成为第一大股东。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 3：嘉士伯与啤酒花、重庆啤酒、兰州黄河和西藏发展股权关系图



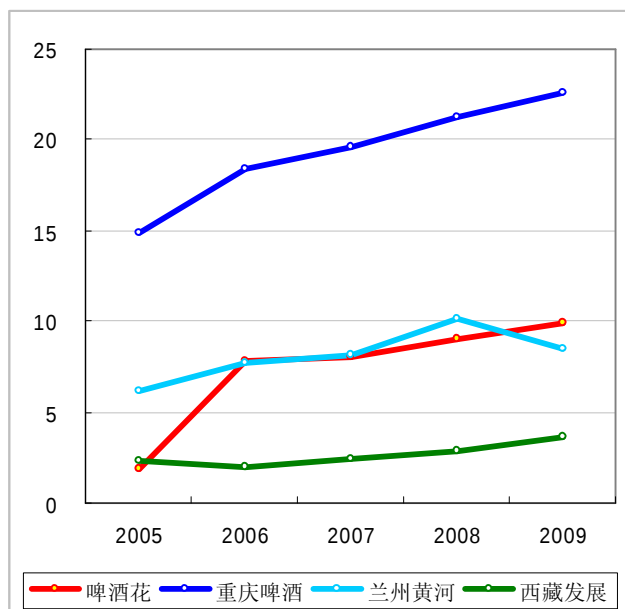
资料来源：公司公告

未来，兰州黄河和西藏发展很有可能步啤酒花和重庆啤酒的后尘，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大幅度上涨、重庆啤酒（集团）有限公司以公开征集方式转让重庆啤酒控股权以及嘉士伯递交受让申请导致股票价格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。

三、啤酒花、重庆啤酒、兰州黄河和西藏发展经营规模和盈利水平比较

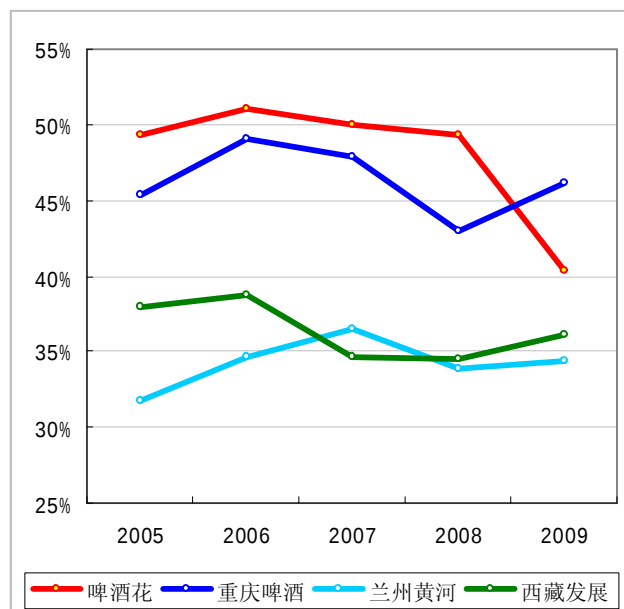
在四家啤酒上市公司中，重庆啤酒经营规模最大，盈利水平最高，其次是啤酒花，兰州黄河和西藏发展经营规模和盈利水平相对较低。2008 年，由于啤酒生产主要原料、包装物、能源等价格大幅上涨，四家啤酒公司毛利率同比有所降低。2009 年，主要原料、包装物、能源价格处于相对低位，啤酒价格稳定并且有所提高，重庆啤酒、兰州黄河和西藏发展等三家啤酒公司盈利水平同比上升，但是啤酒花盈利水平同比下降。

图 4：四家啤酒公司营业收入比较（亿元）



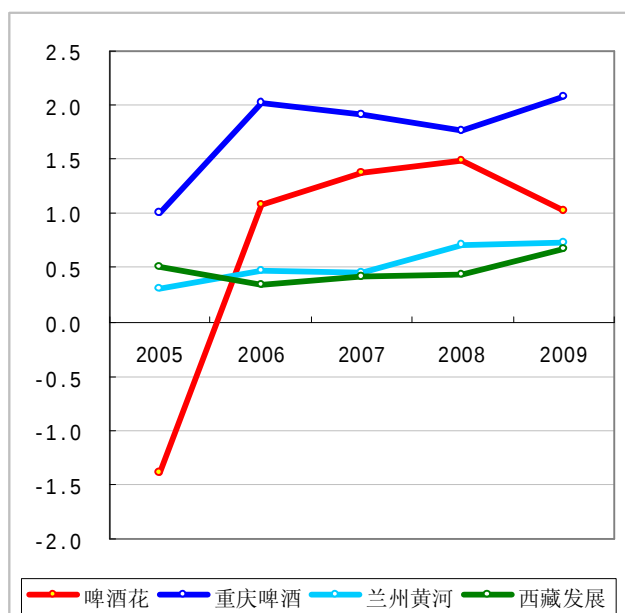
资料来源：公司公告

图 5：四家啤酒公司毛利率比较（%）



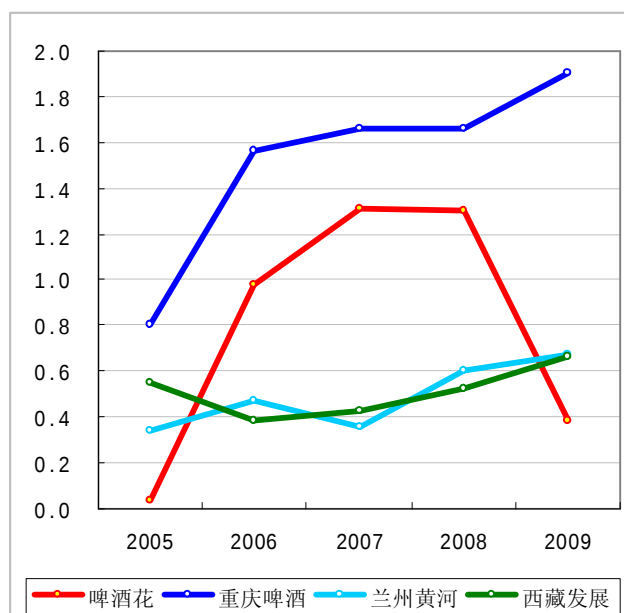
资料来源：公司公告

图 6：四家啤酒公司营业利润比较（亿元）



资料来源：公司公告

图 7：四家啤酒公司净利润比较（亿元）

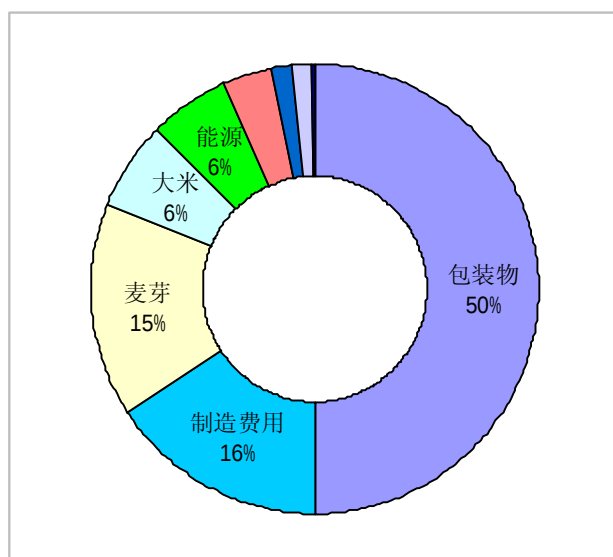


资料来源：公司公告

啤酒花盈利水平较上年同期下降，主要原因是公司上年同期收回债权冲减资产减值损失 0.32 亿元，而本期无大额债权收回，上年同期公司控股子公司收到处置股票收益 0.04 亿元，而今年无此收益。

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 8：2009 年啤酒营业成本构成



资料来源：青岛啤酒 2009 年报

图 9：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。兰州黄河控股兰州黄河麦芽有限公司和兰州黄河（金昌）麦芽有限公司，两家公司 2009 年营业收入 2 亿元，为公司确保稳定的原料供应提供了有力的保障。重庆啤酒投资 3000 万元增资重组了甘肃金威麦芽有限公司。重组后的新公司名称为甘肃金山啤酒原料有限公司，具有 3.5 万吨麦芽生产能力，2010 年即将为公司提供优质西北麦芽，为公司今后确保稳定的原料供应提供了有力的保障。2010 年，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、啤酒花、重庆啤酒、兰州黄河和西藏发展 2010 年经营计划和 2010 年第一季度经营业绩

2010 年，啤酒花继续开展各项大型促销活动，提升销量，进一步拓展中高档产品市场份额。引入嘉士伯质量管理手册及模式，组织全面运行嘉士伯提供的安全、环境和健康体系。扩大采购区域，优化采购渠道，提高采购预测能力。2010 年，公司预计实现营业收入 9.56 亿元，预计营业成本 5.61 亿元。2010 年，公司共需 1.6 亿元资金，资金主要来源于银行贷款或通过其他方式解决。

2010 年，重庆啤酒继续贯彻落实“1+N”的主辅品牌发展战略，努力提高“山城”主品牌以及“大

梁山”、“国人”等强势区域品牌的知名度。加强品种结构的调整，以结构调整为主线，实现效益最大化。计划实现啤酒销量 112 万千升，计划实现营业收入 25.86 亿元，计划营业成本 14.91 亿元，计划费用 6.84 亿元。为完成 2010 年生产经营计划，预计公司 2010 年生产经营资金需求约 6.06 亿元人民币。

2010 年，兰州黄河预计啤酒、麦芽产销量与上年基本持平。2010 年，除控股子公司天水啤酒公司 10 万吨技改扩建项目所需资金 3000 万元由股东通过增资扩股共同投资及子公司自筹部分外，公司暂无其他重大资本性支出，未来发展所需资金来源主要渠道是自筹资金和银行融资。

2010 年，西藏发展预计啤酒产销规模和盈利水平将继续增长。为完成公司 2010 年生产经营计划，预计公司 2010 年资金需求为 3 亿元，资金来源渠道主要有自有资金、银行贷款等。

根据四公司公告，2010 年第一季度，啤酒花实现归属于上市公司股东的净利润 95 万元，同比下降 71.69%，主要原因是营业外收入和支出等非经常性损益变动的结果；重庆啤酒实现归属于上市公司股东的净利润 3438 万元，同比上升 5.31%；兰州黄河实现归属于上市公司股东的净利润 388 万元，同比下降 15.05%；西藏发展实现归属于上市公司股东的净利润 801 万元，同比上升 41.89%。

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，西部地区除四川省外，啤酒生产和消费量在国内所占份额低。啤酒花、重庆啤酒、兰州黄河和西藏发展与全球啤酒巨头嘉士伯都有股权关系，由于嘉士伯的全球啤酒巨头地位，四家公司在啤酒营销、研究开发、生产管理等方面对嘉士伯有很强的依赖关系。在四家啤酒上市公司中，重庆啤酒经营规模最大，盈利水平最高，其次是啤酒花，兰州黄河和西藏发展经营规模和盈利水平相对较低。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；给予重庆啤酒和西藏发展“推荐”评级，给予啤酒花和兰州黄河“中性”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	5 月 17 日股价	EPS(元)			PE			最新评级
				2008	2009	2010E	2008	2009	2010E	
600090	啤酒花	啤酒酿造	8.62	0.21	0.01	0.13	41	862	66	中性
600132	重庆啤酒	啤酒酿造	31.90	0.34	0.37	0.45	94	86	71	推荐
000929	兰州黄河	啤酒酿造	8.32	0.16	0.16	0.17	52	52	49	中性
000752	西藏发展	啤酒酿造	10.10	0.08	0.11	0.12	126	92	84	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。