

2011-01-12

证券研究报告
行业研究 / 行业观点

食品饮料

增持/维持评级

分析师

洪婷

SAC 执业证书编号:S1000510120012

(021)6849 8639

hongting@mail.htlhsc.com.cn

蒋小东

SAC 执业证书编号:S1000510120031

(021)6849 8615

jiangxiaodong@mail.htlhsc.com.cn

逯海燕

SAC 执业证书编号:S1000510120030

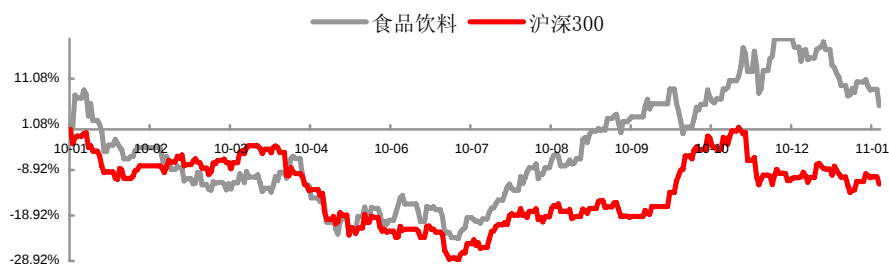
(021)6849 8615

luhy@mail.htlhsc.com.cn

业绩增长和估值回补助推啤酒公司上涨

- **2010 年啤酒行业经历较差一年，今年或有好转。**啤酒行业 2010 年受到极端天气导致销量增速下滑和成本上升影响，行业收入和净利润增速出现下滑。板块过度反映行业负面因素，走势弱于基本面，青啤和燕啤股价 2010 年出现下降，成食品饮料行业中走势最弱的股票，PE 降到历史最低水平。
- **2011 年业绩稳定增长，低估值支持股价反转。**虽然去年下半年开始的大麦芽价格的上升会部分反映在今天的成本上升中，但我们认为通过啤酒企业提价、产品结构调整以及技术改造将帮助啤酒企业化解成本上升压力，实现毛利率的稳定。另一方面如果今年气候正常，行业销量增速将实现回升。我们预计 2011 年行业基本面将好于 2010 年，龙头企业燕京啤酒和青岛啤酒通过新建和收购产能，销售量增速将好于 2011 年，业绩稳定增长，目前估值降到历史低点，具有一定安全边际，估值修复将推动股价反转，推荐燕京啤酒和青岛啤酒。
- **燕京啤酒：提价和可转债转股推动业绩释放，是股价短期催化剂。**燕京啤酒可能于近期提价，北京地区普啤提价 18% 左右，未来不排除在其他优势地区提价可能；去年 10 月发行的可转债自今年 4 月开始进入转股期，转股价格为 21.86 元，为实现顺利转股，公司今年有较大释放业绩的动力；公司计划到 2015 年新增 300 吨产能和销量，100 吨来源于收购，200 吨来源于新建，公司今年已实现收购 50 吨，未来业绩增速将保持稳定较快增长，预计 2010-2012 年的 EPS 分别为 0.66、0.90 和 1.15 元，2011 年 PE 为 22 倍，估值低位，强烈推荐买入。
- **青岛啤酒：业绩稳定增长，估值历史最低。**公司 2009 年以来共收购 90 万吨产能，将推升未来销量和业绩增长。我们认为相对于公司长期持续的稳定增长，目前的估值水平在未来也将是一个较低的水平，投资时机已经出现。我们预测公司 2010-2012 年的 EPS 分别为 1.20、1.61 和 2.05 元，相对于目前的股价，2011 年的 PE 为 22 倍，建议买入。
- **风险提示：**成本上升幅度超过预期，极端气候影响啤酒销售。

最近 52 周行业表现



目 录

2010 年啤酒行业经历较差一年，2011 年或有好转	4
2010 年行业和板块走势均较弱	4
2011 年基本面稳定，超低估值支持股价反转	5
超低估值凸现龙头企业投资价值	7
燕京啤酒：提价和可转债转股推升业绩释放	7
青岛啤酒：业绩保持稳定增长，估值达历史最低	8
风险提示	9

图表目录

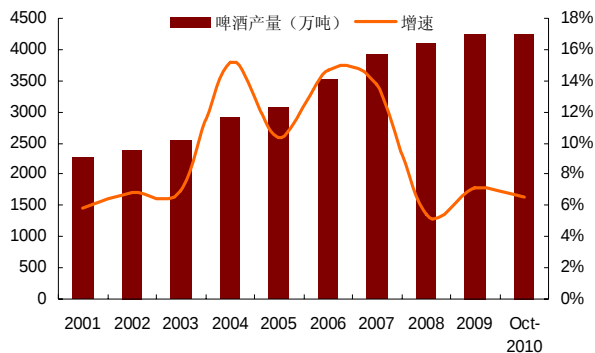
图 1: 啤酒行业产销量累积增速变化.....	4
图 2: 啤酒行业收入和税前利润及增速变化.....	4
图 3: 重点公司 2010 年涨跌幅比较.....	5
图 4: 青啤和燕啤的 PE 变化.....	5
图 5: 进口大麦量价变化.....	6
图 6: 啤酒行业、青啤和燕啤的毛利率变化.....	6
图 7: 燕京啤酒、青岛啤酒吨酒价格和吨酒成本的变化（元/千升）.....	6
图 8: 燕京啤酒销售量变化及预期.....	8
图 9: 燕京啤酒销售收入和净利润变化及预期.....	8
图 10: 青岛啤酒销售量变化及预期.....	9
图 11: 青岛啤酒销售收入和净利润变化及预期.....	9
表格 1: 2009 年至今各主要龙头企业收购产能的情况.....	6
表格 2 重点覆盖及推荐公司盈利预测及投资建议.....	9

2010 年啤酒行业经历较差一年，2011 年或有好转

2010 年行业和板块走势均较弱

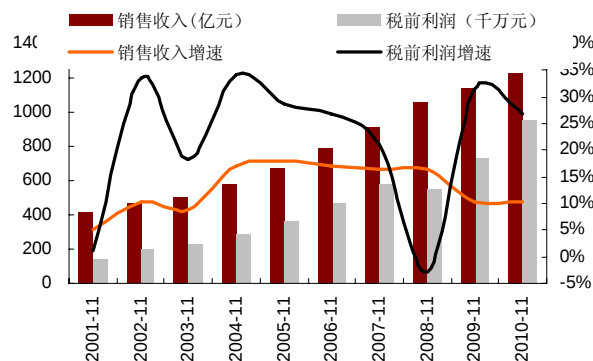
- **2010 年对于啤酒行业从基本面来说是相对较差的一年。**首先从销售量角度看，由于 2010 年夏季暴雨灾害频发，平均气温偏低，啤酒行业的销售量持续低迷，1-11 月累计产销量增速为 6.53%，增速较 09 年全年的水平下降 0.56 个百分点。其次从成本角度看，下半年随着国内通货膨胀的推动，啤酒行业主要原材料大麦和包装材料的价格在下半年都有一定的上升，行业的税前利润增速从 2009 年的 31.51% 下降到 26.90%。
- **股价走势过度反映基本面的负面因素，PE 降到历史最低。**2010 年啤酒板块的走势弱于啤酒行业基本面的走势，在 2010 年食品饮料板块整体走强的背景下，龙头企业青岛啤酒和燕京啤酒 2010 年的股价却分别下降了 9.74% 和 0.08%，大幅跑输食品饮料板块。我们认为相对于啤酒行业的基本面，2010 年啤酒股票的股价走势过度反映了基本面的负面因素，目前青岛啤酒 2010 年 TTM 的估值为 30 倍，这个估值水平是公司自 2000 年以来最低的，我们看到即使在 2008 年经济危机，大麦价格是现在价格 2 倍的情况下，青岛啤酒的估值也达到了 34 倍；而燕京啤酒 2010 年 TTM 的估值为 31 倍，也达到历史相对较低的水平。

图 1： 啤酒行业累计销售量增速变化



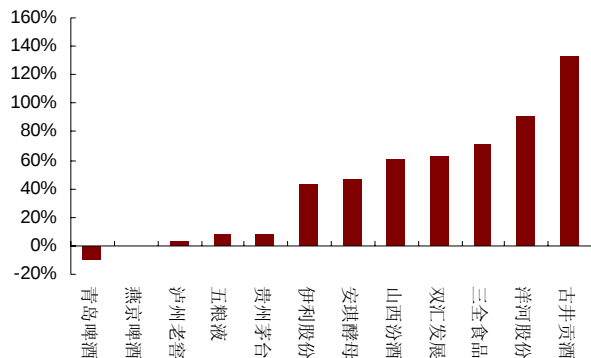
资料来源：WIND，华泰联合证券研究所

图 2： 啤酒行业收入和税前利润及增速变化



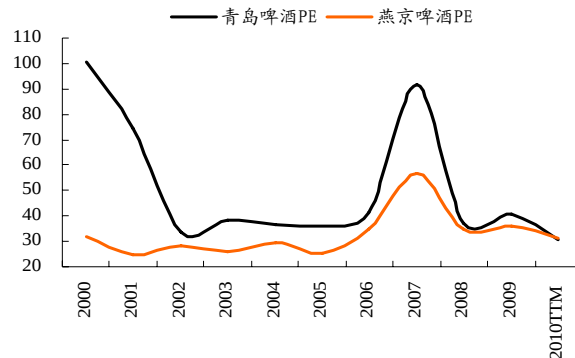
资料来源：WIND，华泰联合证券研究所

图 3： 重点公司 2010 年涨跌幅比较



资料来源：WIND，华泰联合证券研究所

图 4： 青啤和燕啤的 PE 变化



资料来源：WIND，华泰联合证券研究所

2011 年基本面稳定，超低估值支持股价反转

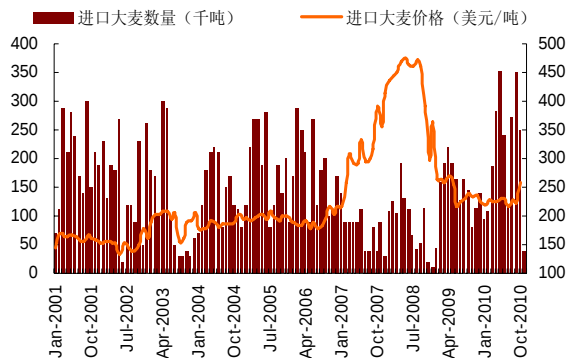
我们认为经过 2010 年的低迷的走势，目前啤酒行业已经具有足够的安全边际，在基本面稳定增长和行业估值修复的推动下，啤酒行业一季度或有一波上涨，我们进行推荐。

行业基本面将保持稳定增长

2011 年大麦价格上升，但大麦价格上升对行业盈利能力影响不大。2010 年下半年进口啤酒的平均价格同比上升了 30%左右，这部分涨价的大麦将于 2011 年使用，行业的成本将有一定的上升。但我们预测上涨的大麦价格对 2011 年行业和啤酒公司的盈利能力的影响较小。

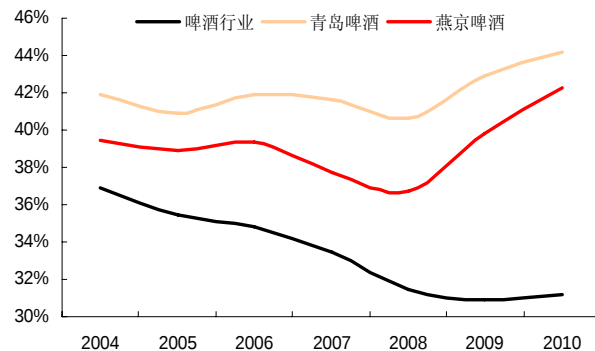
- 历史数据显示大麦价格变化对毛利率影响较小。我们发现虽然大麦是啤酒行业主要的原材料，但从历史数据来看，在 2008 年进口大麦价格增长一倍的情况下，行业的毛利率水平也仅下降了约 2 个点，对行业内龙头企业青岛啤酒和燕京啤酒毛利率的影响也不大。
- 公司通过提价和产品结构提升，消化成本上升影响。在成本上升的过程中，啤酒企业基本上都通过提价或提高产品结构来提高吨酒价格，公司和行业的毛利率仍保持稳定。
- 在 08 年大麦价格高位时，各企业调整生产工艺，降低大麦在成本中的比重。08、09 年各企业纷纷推出清爽型、淡爽型啤酒，降低了大麦在啤酒原材料中的比重，减少了大麦价格上升对成本的影响。

图 5: 进口大麦量价变化



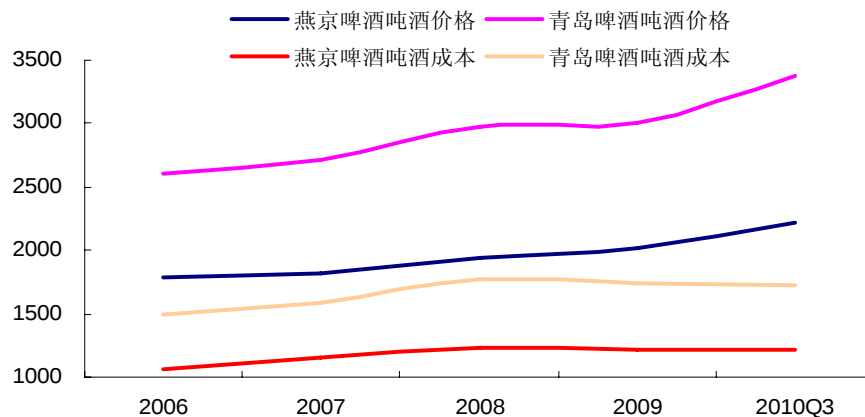
资料来源: CEIC, 华泰联合证券研究所

图 6: 啤酒行业、青啤和燕啤的毛利率变化



资料来源: WIND, 华泰联合证券研究所

图 7: 燕京啤酒、青岛啤酒吨酒价格和吨酒成本的变化（元/千升）



资料来源: WIND, 华泰联合证券研究所

销售增速或将回暖。2010 年由于受到暴雨等极端灾害天气的影响，行业的产销量增速回落到近两年的低点。我们认为如果今年的气候恢复正常，啤酒行业的产销量增速将恢复到 2009 年的水平，销量增速的回升将提升行业的利润增速。

收购新建速度加快，明年龙头企业将获得高于行业的增速。2009 年以来行业内部的整合和新建的速度加快，特别青岛啤酒、华润雪花和燕京啤酒三家国内行业龙头频频出手收购。在收购产能的推动下，我们预期三大龙头企业未来的销量和业绩增速都将实现超越行业水平的增长，2011 年业绩增速将保持稳定上升趋势。

表格 1: 2009 年至今各主要龙头企业收购产能的情况

	收购标的	时间	产能	股权占比
华润雪花	安徽天柱啤酒	2009 年 2 月	9.80	80%
	辽宁松林啤酒	2009 年 2 月	25.00	85%
	浙江洛克啤酒	2009 年 2 月	12.00	100%

青島啤酒	山东琥珀啤酒	2009 年 3 月	27.00	90%
	西湖啤酒	2010 年 11 月	30.00	45%
	河南维雪啤酒			
	趵突泉啤酒	2009 年 8 月		100%
燕京啤酒	通过朝日啤酒获得			55%的控制权
	西湖啤酒	2010 年 11 月	30.00	100%
	银麦啤酒	2010 年 12 月	55.00	100%
燕京啤酒	河南月山啤酒	2010 年 7 月	40.00	100%
	内蒙古金川啤酒	2011 年 1 月	10.00	96%

资料来源：华泰联合证券研究所整理

超低估值凸现龙头企业投资价值

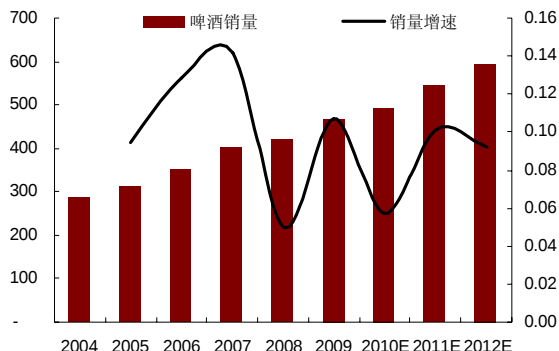
目前青島啤酒和燕京啤酒的估值水平已经下落到历史相对较低的水平，在两龙头企业 2011 业绩稳定增长的预期下，两龙头企业目前的价格已经具有一定的安全边际，我们认为在业绩稳定增长和估值恢复的推动下，两龙头企业的股价将有一波上涨，我们近期推荐**燕京啤酒和青島啤酒**。

燕京啤酒：提价和可转债转股推升业绩释放

燕京啤酒是行业龙头企业之一，销售量和销售收入居国内啤酒公司第三。公司 2010 年前 3 季度实现总销量 417.5 万千升，同比增长 4.64%，收入达到 89.56 亿元，同比增长 8.10%；利润达到 10.23 亿元，同比增 18.38%。公司的主销区集中在北京、广西、内蒙古、福建、湖北等地。在北京和广西的市场占有率达到 85%以上，在内蒙古市场占有率也达到 73%。除主销区之外，通过近几年的产能新建及市场的扩张，公司在广东、新疆、四川、山西等新市场也获得较快的增长。

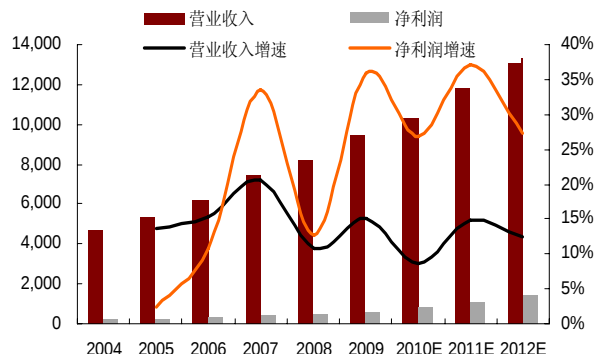
- 提价化解部分成本上升压力。公司可能已于近期提高了北京地区销售的普啤的出厂价格，提价比例为 18%左右，未来不排除在其他优势区域对优势产品进行提价的可能。
- 公司去年 10 月完成 11.3 亿元的可转债发行，今年 4 月进入转股期，对今年公司业绩释放有一定的推动力。公司可转债今年 4 月进入转股期，发行时确定的初始转股价在 21.86 元，高于目前的股价，我们认为为了可转债顺利转股，公司今年释放业绩的动力较强。
- 估值在食品饮料行业中位于低位。公司 08-09 年股价基本没有上涨，公司的估值水平位于行业的低位，按照我们对公司 2010-2011 年 0.66 和 0.90 的盈利预测，公司 2011 年的估值在 22 倍左右，在食品饮料行业中处于低位。
- 通过收购和新建，公司十二五的产能目标是新增 300 万吨产能，其中 100 万吨来源于收购，200 万吨来源于新建。公司未来的销量将保持稳定增长，我们预计公司 2010-2012 年的 EPS 分别为 0.66、0.90 和 1.15 元，2011 年估值为 22 倍，股价存在一定的安全边际，同时今年公司释放业绩动力较强，建议买入。

图 8： 燕京啤酒销售量变化及预期



资料来源：公司公告，华泰联合证券研究所

图 9： 燕京啤酒销售收入和净利润变化及预期



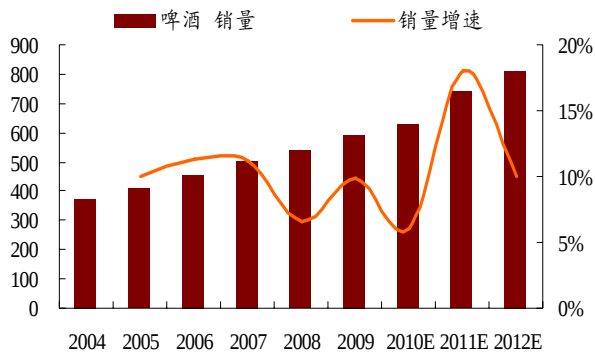
资料来源：公司公告，华泰联合证券研究所

青岛啤酒：业绩保持稳定增长，估值达历史最低

青岛啤酒是啤酒行业的龙头之一，其销售量和销售收入居国内啤酒行业第二。2010 年前三季度公司啤酒总销量达 528 万千升，同比增长 6.8%，实现销售收入 163.47 亿元，同比增长 10.8%，归属于母公司的净利润为 15.25 亿元，同比增长 12.94%。

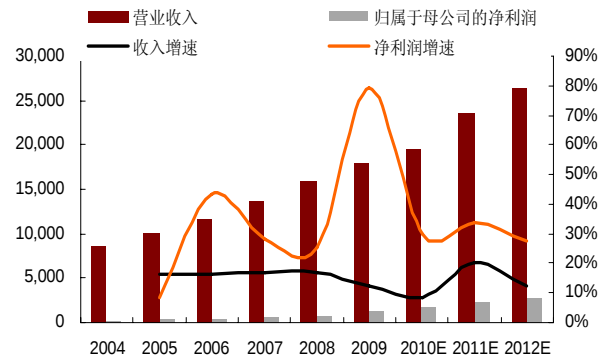
- 收购和新建产能推动公司未来销售增长。在啤酒行业整体销量增长较为稳定的情况下，公司近几年加快收购和新建步伐以获取新的销售增长。自 2009 年以来公司已经分别收购了济南趵突泉啤酒、杭州西湖啤酒和山东银麦啤酒总共约 90 万千升的产能，产能的收购在增长公司产能的同时也实现了新市场的开拓推动销量增速的上升。
- 估值降到历史最低，投资时机渐现。青岛啤酒目前的估值水平是历史最低位置，2010 年 TTM 的 PE 为 30 倍，低于燕京啤酒，我们认为相对于公司长期持续的稳定增长，目前的估值水平在未来来看也将是一个较低的水平，投资时机已经出现。我们预测公司 2010-2012 年的 EPS 分别为 1.20、1.61 和 2.05 元，相对于目前的股价，2011 年的 PE 为 22 倍，建议买入。

图 10: 青岛啤酒销售量变化及预期



资料来源: 公司公告, 华泰联合证券研究所

图 11: 青岛啤酒销售收入和净利润变化及预期



资料来源: 公司公告, 华泰联合证券研究所

表格 2 重点覆盖及推荐公司盈利预测及投资建议

公司名称	收盘价	市值 (亿元)	EPS			CAGR	PE			投资评级
			2010	2011	2012		2010	2011	2012	
燕京啤酒	20	242	0.66	0.90	1.15	29.10%	30	22	17	买入
青岛啤酒	34.47	466	1.20	1.61	2.05	28.47%	28	22	17	买入
泸州老窖	38.66	539	1.49	1.98	2.50	29.53%	26	20	15	买入
贵州茅台	180.24	1701	5.58	6.78	8.29	21.89%	32	27	22	买入
双汇发展	85.94	521	2.34	3.40	4.65	40.97%	37	25	18	买入
安琪酵母	42.81	131	1.04	1.35	1.89	34.81%	41	32	23	买入
洋河股份	229.14	1031	4.53	6.87	9.83	47.31%	51	33	23	增持
古井贡酒	79.3	186	1.15	1.93	2.61	50.52%	69	41	30	增持
山西汾酒	62.63	271	1.26	1.80	2.47	40.05%	50	35	25	增持
水井坊	21.88	107	0.65	0.78	0.94	20.26%	34	28	23	中性
张裕 A	92.44	487	2.62	3.41	4.33	28.56%	35	27	21	增持
伊利股份	36.88	295	0.86	1.05	1.35	25.29%	43	35	27	增持

资料来源: 华泰联合证券研究所

风险提示

2011 年大麦、包装材料等价格的上升幅度超过预期。

极端天气影响啤酒销售。



华泰联合证券评级标准:

时间段 报告发布之日起 6 个月内
基准市场指数 沪深 300 (以下简称基准)

股票评级

买 入 股价超越基准 20%以上
增 持 股价超越基准 10%-20%
中 性 股价相对基准波动在 $\pm 10\%$ 之间
减 持 股价弱于基准 10%-20%
卖 出 股价弱于基准 20%以上

行业评级

增 持 行业股票指数超越基准
中 性 行业股票指数基本与基准持平
减 持 行业股票指数明显弱于基准

免责声明

本研究报告仅供华泰联合证券有限责任公司(以下简称“华泰联合证券”)客户内部交流使用。本报告是基于我们认为可靠且已公开的信息,我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更。我们会适时更新我们的研究,但可能会因某些规定而无法做到。

本报告所载信息均为个人观点,并不构成所涉及证券的个人投资建议,也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。某些交易,包括牵涉期货、期权及其它衍生工具的交易,有很大的风险,可能并不适合所有投资者。

华泰联合证券是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。我公司可能会持有报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易,还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

我们的研究报告主要以电子版形式分发,间或也会辅以印刷品形式分发。我们向所有客户同时分发电子版研究报告。

©版权所有 2011 年 华泰联合证券有限责任公司研究所

未经书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何形式复制、转发或公开传播。如欲引用或转载本文内容,务必联络华泰联合证券研究所客户服务部,并需注明出处为华泰联合证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

深圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 25 层
邮政编码: 518048
电 话: 86 755 8249 3932
传 真: 86 755 8249 2062
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn

上海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 45 层
邮政编码: 200120
电 话: 86 21 5010 6028
传 真: 86 21 6849 8501
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn