

**证券研究报告—动态报告/公司快评**

食品饮料

**青岛啤酒 (600600)**
**推荐**

饮料

收购新银麦啤酒

(维持评级)

2010年12月8日

# 行业整合破冰 提价窗口迫近

证券分析师: 黄茂

0755-82138922

huangmao@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编号:

S0980209080407

## 事项:

青岛啤酒宣布,联合全资子公司青啤香港公司,以18.7亿元价格收购山东银麦啤酒100%股权。银麦啤酒具有年产啤酒55万千升生产能力,连续多年产量和利润水平稳居山东省第二位。我们在今年中报点评中,已提出了公司会加大收购力度的预期,并上调了评级。

## 评论:

### ■ 行业整合突破 收购成本适中

新银麦位于山东省临沂市,是山东省第二大啤酒企业。收购新银麦对于青岛啤酒整合山东市场,对抗雪花和燕京的调整有重大意义。这也标志着青岛啤酒百亿元收购,揭开序幕。收购定价来看,虽然吨产能3400元的定价是比较高的,但是10年14倍PE和5.4倍PB,应该说是相当廉价的,甚至比二级市场估值还略低。这可能和青啤在山东的强势有关。

值得注意的是,公司的吨酒单价、吨酒利润都指标都明显偏高,让我们非常不解。不过,银麦本身的盈利情况对青啤的影响不大,更重要的是其战略地位和对公司未来发展方向的只是作用。

**表1: 收购新银麦啤酒主要情况**

	销量(万千升)	销售额(百万元)	净利润	净资产	吨酒单价(元)	吨酒净利润	净利润率
08年	31	932	40		3,005	130	4.32%
09年	37	1,090	79		2,947	214	7.28%
10年1-10月	40		121	347		302	
	收购PE		收购PB		吨产能收购价		吨销量收购价
	14		5.40		3,400		4,300

资料来源:公司公告,行业协会

### ■ 新银麦啤酒是青啤“淮海战役”的关键链条

山东市场09年啤酒产量是508万千升,新银麦大约占7.3%。从销售额上看,青啤山东和新银麦分别占到山东地区09年的41%和5%。收购新银麦后,青啤可以将其鲁南市场和苏北徐州、宿迁等市场连成一片,抵御雪花和燕啤在山东的攻势。如果说09年雪花大举进入山东市场挑起了“淮海战役”的序幕,那么青啤通过对济南啤酒和银麦啤酒

的收购，打出了这场战役的高潮。

目前山东市场整体呈现一超多强的局面。华润雪花山东区域公司成立后，下辖烟台 20 万千升新建厂、已购的琥珀啤酒和华润（聊城）啤酒有限公司，总产能为 60-70 万千升。燕京在山东也有三家酒厂，总产能为 80 万吨，避开了青岛啤酒的强势区域。其他，如德州克代尔啤酒分别在德州市和临邑县建有酒厂，总产能 60 万吨，成为鲁北一霸；泰山啤酒在泰安和莱芜有厂，总产能达到 40 万吨，以年产量 20 万千升的能力在鲁中地区占山为王；还有其他众多的啤酒企业和品牌都在自己的区域经营着一方天地。

图1：山东省主要啤酒厂分布图



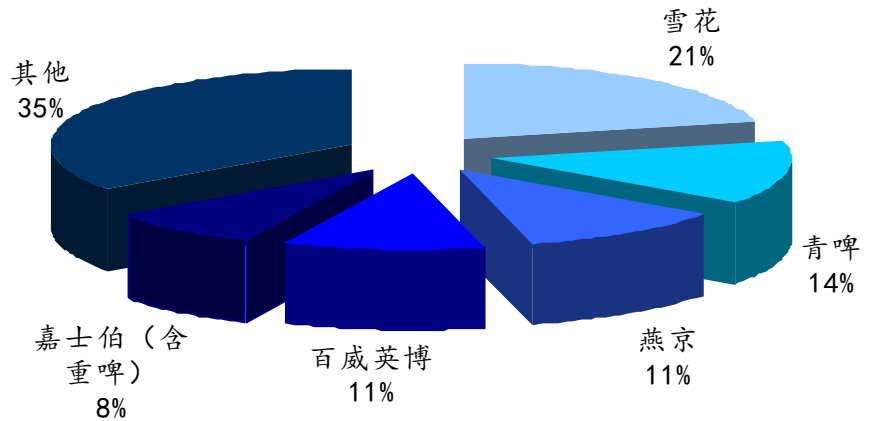
资料来源：苏赛特

### ■ 2010 年啤酒行业跨入大整合之年

中国目前有五大啤酒集团，依次为：雪花/SAB、青啤/朝日、燕啤、百威英博/珠啤和嘉士伯/重啤。他们占到中国啤酒总产量的 2/3。其他销售额超过 5 亿元的公司，总计大约能占到 11%，但主要是三得利和喜力系企业。剩下 20% 都是收入规模不到 5 个亿的小型啤酒公司。完全独立的大型啤酒公司已经不多，主要是金星和河北蓝贝。

今年以来，连续发生了青啤收购济南啤酒、新银麦啤酒，燕啤收购河南月山啤酒，雪花收购河南悦泉啤酒、西湖啤酒，嘉士伯收购重庆啤酒等大中型啤酒公司，涉及销量 300 万吨，相当于中国全部销量的大约 7%。这是近年来，整合力度最大的一年。

图 2: 五大啤酒集团已经占据中国 2/3 的市场份额



资料来源: 相关上市公司定期报告, 国信证券研究所整理

表 2: 09年销售额5亿元以上非五大体系啤酒企业

行业排名	省份	企业名称	销售收入 (亿元)
4	河南省	河南金星啤酒集团有限公司	48.6
9	河北省	蓝贝酒业集团有限公司	17.3
10	广东省	金威啤酒 (中国) 有限公司 (喜力系)	15.3
11	上海市	三得利啤酒 (中国) 投资有限公司 (三得利系)	13.2
12	山东省	山东新银麦啤酒有限公司	10.9
13	江苏省	江苏大富豪啤酒有限公司 (喜力系)	10.0
18	吉林省	四平金士百啤酒有限公司	7.0
20	海南省	海南亚洲太平洋酿酒有限公司 (喜力系)	5.3
21	云南省	云南澜沧江啤酒企业集团有限公司	5.2
22	上海市	上海亚太酿酒有限公司 (喜力系)	5.1
23	江西省	南昌亚洲啤酒有限公司	5.0

资料来源: 中国酿酒业协会

### ■ 雪花考虑提价一成 青啤等主要竞争对手将跟进

据媒体报道, 华润创业 CFO 黎汝雄表示, 随着原材料价格上升, 集团确有意调高旗下雪花啤酒售价。但考虑销售强劲的二三线城市对价格反应敏感, 故计划于明年适当时候根据市场情况做出一次性加价。华润雪花董事总经理王群也表示, 目前世界主要产麦区因美元贬值, 造成大麦价格上涨, 另加上国际航运价格及燃油上涨, 麦芽价格上涨的紧张局面将不断加剧及持续下去。由于成本压力上升, 他预计整个啤酒业在明年会有一轮涨价, 幅度约一成, 具体则针

对不同区域，市场竞争激烈程度来确定。事实上，沈阳地产的雪花啤酒已经率先将价格上调一成左右。

我们了解到珠江啤酒等已经在考虑提价，青啤也有可能通过提价或者大规模变相提价来化解成本，尤其是地位比较巩固的华南地区。我们认为，随着市场集中度的大幅提升，中小独立啤酒企业已越来越少，全面价格战越来越得不偿失。我们预计明年一季度有较大概率看到青啤在各大优势区域的普遍提价或者产品更替行为。从历史上看，上一次行业大幅提价也是发生在 07 年 12 月，现在已进入到提价敏感期。

#### ■ 目前成本处于高位 明年下半年成本或有望回落

由于农产品的普遍上涨，今年国产大麦收购价格达到了 1900-2000 元/吨，比去年提高了 30%。加上包装物的上涨，给啤酒行业带来了较大压力。由于进一步降度、缩瓶的空间已经有限，我们认为提价将会成为主要的解决方案。我们预计随着明年政府的政策收缩，CPI 会在一季度见顶回落。大麦成本有望在明年下半年见顶回落。

#### ■ 大客户制或将修正 公司销售将加速

由于今年以来，青啤的销量增速偏低，对公司主导的大客户制也有一定的反思。大客户制对经销商的后期管理要求较高，在中国目前激烈的市场竞争中，实证效果并不理想。公司对大客户制的改革，可能在中长期有利于销量的突破。

#### ■ 目前股价低于管理层增持价格 未来会利好不断

二季度公司高管花费 1500 万买入公司股票，增持价格大约在 25 元/股左右，略高于目前的股价。事实证明，管理层的增持确实是站在了行业整合的战略高度，看到了公司的长远未来。我们认为随着 6 个月的增持敏感期结束，公司会有持续的利好释放。

#### ■ 风险提示

人事更迭、成本压力等

#### ■ 投资时点来临，维持公司“推荐”评级

由于成本压力等，今年啤酒是行业内主要板块中表现最差，目前尚为负收益，甚至相对于 H 股都保持折价状态。我们认为，提价预期、行业整合加速和公司释放利好预期，公司估值和 EPS 将会获得同时提升。我们认为资产收购和提价将会显著改善青啤的盈利能力，预计 10-12 年 EPS 分别为 1.14、1.51 和 1.73，其中 11 和 12EPS 分别上调了 10%和 11%。目前股价对应动态市盈率分别为 30、23 和 18 倍。我们给予公司 6 个月目标价 45 元，对应 11 年动态市盈率 30 倍，相对目前股价有大约 30%空间。我们维持公司“推荐”评级。

## 国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10%之间
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

### 分析师承诺:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

### 免责声明:

本报告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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的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业务服务。本报告版权归国信证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。

### 证券投资咨询业务的说明:

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。