

食品饮料行业

报告原因：公司调研

2012年5月4日

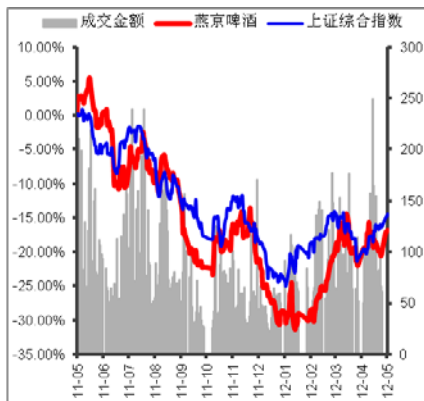
市场数据：2012年5月3日

收盘价(元)	15.71
一年内最高/最低(元)	20.64/12.85
市净率	2.1
市盈率	20.6
流通A股市值(百万元)	17,474

基础数据：2012年3月31日

每股收益(元)	0.03
营业收入(百万元)	2,612.6
净利润(百万元)	37.8
总股本/流通A股(百万)	1,261/1,107

公司近期市场表现(最近一年):



分析师:

罗胤

执业证书编号: S0760511010012

Tel: 010-82190301

Email: luoyin@sxzq.com

MSN: luo_yin@hotmail.com

联系人:

张小玲

Tel: 0351-8686990

010-82190365

Email: zhangxiaoling@sxzq.com

孟军

Tel: 010-82190365

Email: mengjun@sxzq.com

燕京啤酒 (000729)

中性

产品、市场、品牌结构调整保业绩稳步快速增长

维持评级

公司研究/调研报告

盈利预测:

单位:百万元、元、%、倍

	营业收入	增长率	净利润	增长率	每股收益	销售利润率	净资产收益率	市盈率
2011A	12,137	17.9	817	6.1	0.66	7.6	9.0	23.8
2012E	13,930	14.8	924	13.1	0.76	7.4	9.2	20.6
2013E	15,994	14.8	1,039	12.5	0.86	7.2	9.4	18.3
2014E	18,368	14.8	1,171	12.7	0.97	7.1	9.6	16.2

注:“市盈率”是指目前股价除以各年业绩

投资要点:

● **行业稳步增长,人均消费量仍存上行空间。**2011年我国啤酒行业继续保持稳步增长态势,以4899万千升的总量连续第9年蝉联全球首位,比2010年增长10.67%,增速创近年高点。不过,从人均消费量角度来看,当前我国人均啤酒消费仅为36公升,刚与全球平均水平相当,而发达国家人均消费量已基本在80公升水平,其中德国、美国、日本分别为115公升、110公升和50公升,我国的人均啤酒消费水平仅到主要啤酒消费国的20-30%,与欧美日本发达国家相比还有一定差距,即便是与邻国日本相比,人均消费水平也要低约30%,行业产销量仍存进一步上行空间,预计2012年行业增速仍将维持在7-8%。

● **遵循美国发展模式,强者越强。**当前各国啤酒行业发展模式大体可分为两类,一是几大垄断集团与千余家小作坊式企业共存的美国模式,二是多品牌多品种中小规模酒庄共同发展的德国模式。从目前我国啤酒行业的发展规模、市场结构等方面来看,我国啤酒行业的发展模式将类似于美国模式,资金、技术、品牌几大因素将主导中国啤酒发展的导向,几家垄断龙头的基地市场建设将决定未来行业竞争格局,成为其长期可持续发展的重要基础,表现为:(1)以雪花、青岛、燕京为代表的年产销量500-600万吨以上的第一梯队集团,将凭借其资金、技术、品牌优势取得更快发展,实现强者越强的发展态势;(2)年产100万吨以上的第二梯队企业将逐步得到行业整合,退出市场;(3)年产100万吨以下的小酒厂将固守现有市场,现单体规模越来越小趋势。

● **市场结构调整,向中西部市场转移。**近几年燕京在巩固传统的优势地区北京市场的基础上,积极进行全国市场战略布局。通过收购兼并、扩建新建等方式,已经形成了北京、广西、内蒙、福建、湖北五大核心优势竞争区域,基地市场基础扎实,其中在北京、广西市场占有率达85%以上,

内蒙古地区市场占有率亦在 70%以上。未来，公司将进一步拓展新兴市场，由于当前我国啤酒消费存在显著的东西差距，随着中西部地区经济的快速发展，其啤酒消费增长潜力将逐步释放，近几年即已表现出快于东部的发展势头，公司进一步发展方向将定位于向中西部转移，四川、陕西、贵州等地将成为其今后投资的重点。目前来看，新兴的四川、贵州、云南、新疆等地市场进入速度较快，四川、新疆两地已进入盈利期，其中新疆石河子地区的占有率已超过 80%。

● **产品、品牌调整，提高中高档产品比重。** 公司将继续推行“1+3”品牌战略，实施产品、品牌结构调整。2011 年燕京主品牌及漓泉、惠泉、雪鹿三大区域性强势品牌的集中度已达 90%以上，其中燕京品牌的啤酒已占公司总销量的 60%以上，提价与产品结构提升带动公司吨酒价格比上年上升 7.5%。未来，公司仍将遵循提价与产品结构提升并举策略，重点提升 6-8 元中档酒鲜啤酒比重，并着力发展听装啤酒，推动产品线上移，逐步提高产品收益效率，提高中高档产品比重。此外，2012 年初，公司上调了普通清爽啤酒价格，由每瓶 3 元涨至 4 元，目前来看，提价市场消化较好，将对公司 2012 年业绩增长形成助力。

● **原材料价格波动有限，毛利率保持平稳。** 原材料价格约占燕京生产成本的 32-33%，原材料价格波动对公司盈利空间影响较大。由于 2010/2011 季公司原料大麦主要进口国加拿大大麦丰收，啤麦质量、数量均显著提升，且公司采购策略得力，2012 年公司大麦成本价格基本保持平稳。酒花价格虽有小幅提升，但也基本稳定。预计今年公司原材料价格成本对未来业绩影响不会很大，毛利率将保持平稳。

● **收购金威或促燕京在广东市场实现进一步突破。** 广东地区经济发达，居民收入水平较高，具有较大的消费潜力，当前竞争激烈。公司 2004 年进入广东市场，近几年销量增速均在 30%以上，至 2011 年销量已达 43 万吨，但与青啤等相比仍有一定差距。此次若能成功收购金威，其在广东地区将有近 140 万吨产能，其销量也将接近 90 万吨，将助力公司在广东地区实现进一步突破。此前，公司已采取多种渠道、多种手段募集资金，目前燕京、百威英博和珠啤入围二轮竞价。

● **九龙斋回归高端策略，未来或成新一增长点。** 2007 年公司发掘出九龙斋系列酸梅汤，一经推出即取得良好市场反响，一度成为北京单一品牌、单一品种饮料新品销量第一名。2011 年初由于营销策略失误，九龙斋销量受到较大影响，费用激增，业绩大幅下滑。自 2011 年 6 月起，公司重新调整了营销团队，确定了基地式发展的营销战略，并回归九龙斋高端定位，主打 5 种中药、纯冰糖古法熬制、不加添加剂的健康概念，目标白领人群，



目前市场反映较好，封闭渠道、特殊通道增长较快，销量已在北京地区单一品牌、单一品种饮料中位列第 2、3 位。未来，九龙斋作为北京传统饮料具有较好的历史基础，随着居民收入提高，食品安全意识进一步增强，将具有较好的市场前景，或有望成为公司新一业绩增长点。

● **投资建议：**一季度是啤酒消费淡季，公司增速较缓，4 月起产销量已有明显提升，我们预计公司 2012-2014 年的 EPS 分别为 0.76、0.86、0.97 元，对应动态 PE 分别为 20.6、18.3、16.2 倍，给予“中性”评级。

● **风险提示：**大麦等原材料价格波动；营销费用居高不下。

表 1：燕京啤酒单季利润表

单位：百万元	10Q2	10Q3	10Q4	11Q1	11Q2	11Q3	11Q4	12Q1	同比变化
一、营业总收入	2,948	3,919	1,342	2,581	3,608	4,185	1,763	2,613	1.21
营业收入	2,948	3,919	1,342	2,581	3,608	4,185	1,763	2,613	1.21
二、营业总成本	2,460	3,467	1,351	2,511	3,072	3,724	1,938	2,540	1.17
营业成本	1,618	2,257	868	1,692	1,904	2,393	1,187	1,711	1.10
营业税金及附加	334	436	183	261	408	478	207	273	4.82
销售费用	308	495	106	302	491	503	290	262	(13.18)
管理费用	187	270	169	238	239	311	213	243	2.15
财务费用	13	9	17	18	30	39	36	51	178.45
资产减值损失	0	0	8	-0	0	-0	4	0	(100.0)
三、其他经营收益	0	0	1	0	0	2	4	1	1398.4
投资净收益	0	0	1	0	0	2	4	1	1398.4
四、营业利润	488	453	-8	70	536	463	-170	74	4.29
加：营业外收入	26	7	87	11	21	22	246	14	31.34
减：营业外支出	2	6	14	4	1	5	2	0	(86.58)
五、利润总额	513	453	65	78	556	480	74	88	12.44
减：所得税	92	91	24	33	113	102	24	38	16.38
六、净利润	420	362	41	45	444	379	50	50	9.58
减：少数股东损益	52	49	-18	8	42	33	17	12	46.94
归属于母公司所有者净利润	368	313	58	37	402	345	33	38	1.63
七、每股收益：	0.30	0.26	0.05	0.03	0.33	0.29	0.03	0.03	(2.49)
收入增长率(%)	-1.81	15.59	11.38	23.69	22.37	6.77	31.36	1.21	(22.47)
毛利率(%)	45.14	42.41	35.34	34.44	47.23	42.82	32.64	34.51	0.07
营业利润率(%)	16.55	11.55	-0.61	2.73	14.87	11.06	-9.66	2.81	0.08
净利率(%)	14.25	9.24	3.04	1.75	12.30	9.05	2.83	1.90	0.14
销售费用率(%)	10.45	12.62	7.91	11.69	13.62	12.03	16.45	10.02	(1.66)
管理费用率(%)	6.35	6.89	12.58	9.22	6.62	7.43	12.09	9.31	0.09
归属于母公司净利润增长率(%)	25.09	27.29	-7.82	21.13	9.24	10.28	-43.42	1.63	(19.50)

资料来源：公司公告 山西证券研究所

➤ 盈利预测

表 2：盈利预测表

单位：百万元	2011	2012E	2013E	2014E
一、营业总收入	12,136.84	13,930.28	15,993.60	18,368.31
营业收入	12,136.84	13,930.28	15,993.60	18,368.31
二、营业总成本	11,244.02	12,759.91	14,656.67	16,841.15
营业成本	7,176.37	8,162.92	9,346.79	10,706.14
营业税金及附加	1,353.09	1,532.33	1,743.30	1,983.78
销售费用	1,586.25	1,783.08	2,079.17	2,424.62
管理费用	1,001.14	1,170.14	1,359.46	1,579.67
财务费用	122.93	111.44	127.95	146.95
资产减值损失	4.23	0.00	0.00	0.00
三、其他经营收益	6.75	5.00	5.00	5.00
投资净收益	6.75	5.00	5.00	5.00
四、营业利润	899.56	1,175.37	1,341.93	1,532.15
加：营业外收入	299.92	170.00	170.00	170.00
减：营业外支出	11.49	12.00	12.00	12.00
五、利润总额	1,188.00	1,333.37	1,499.93	1,690.15
减：所得税	270.65	306.67	344.98	388.74
六、净利润	917.34	1,026.69	1,154.95	1,301.42
减：少数股东损益	100.13	102.67	115.49	130.14
归属于母公司所有者的净利润	817.22	924.02	1,039.45	1,171.28
七、每股收益：	0.68	0.76	0.86	0.97
净利润增长率(%)	6.15	13.07	12.49	12.68

资料来源：山西证券研究所

投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20% 以上
增持： 相对强于市场表现 5~20%
中性： 相对市场表现在-5%~+5%之间波动
减持： 相对弱于市场表现 5% 以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现
中性： 行业与整体市场表现基本持平
看淡： 行业弱于整体市场表现

免责声明：

山西证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于山西证券股份有限公司研究所认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期，本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。