

## 燕京啤酒 (000729.SZ)

### 燕京赛马知难而绕，吨酒价值严重低估

 评级: **买入**

前次:

目标价(元):

**8.78 元**

首席分析师

食品饮料团队成员

王颖华

黄文婧 021-20315138

S0740513120001

魏晓康 021-20315162

021-20315161

wyh@r.qlzq.com.cn

huangwj@r.qlzq.com.cn

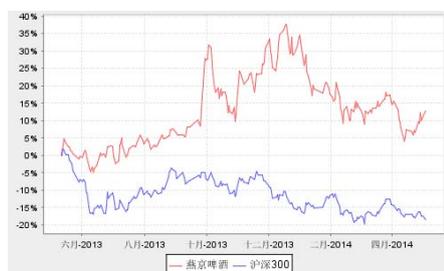
weixk@r.qlzq.com.cn

2014年5月26日

#### 基本状况

总股本(百万股)	2808.62
流通股本(百万股)	2499.70
市价(元)	6.70
市值(百万元)	18817.75
流通市值(百万元)	16748.02

#### 股价与行业-市场走势对比



#### 业绩预测

指标	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万元)	13,033.	13,748.	14,832.	16,001.	17,262.
营业收入增速	7.39%	5.49%	7.89%	7.88%	7.88%
净利润增长率	-24.60%	10.46%	16.98%	12.16%	13.41%
摊薄每股收益(元)	0.24	0.24	0.28	0.32	0.36
前次预测每股收益(元)					
市场预测每股收益(元)	0.2443	0.2424	0.2917	0.3389	0.3748
偏差率(本次-市场/市)					
市盈率(倍)	23.09	33.42	21.83	19.47	17.16
PEG	—	3.20	1.29	1.60	1.28
每股净资产(元)	3.87	4.18	4.38	4.18	3.94
每股现金流量(元)	0.53	1.10	0.62	0.81	0.85
净资产收益率	6.32%	5.80%	6.47%	7.60%	9.15%
市净率	1.46	1.94	1.41	1.48	1.57

备注: 市场预测取 聚源一致预期

#### 投资要点

- 中国啤酒业处在低速增长的成熟阶段，市场加速向龙头品牌集中，本土企业面临着全国化战略和区域聚焦的两种路径选择。我们认为，燕京啤酒更适合后者。因为，中国啤酒已经过了低成本攻城略地的阶段，现在的全国化发展更需要资本、管理能力、品牌战略三大支撑。而燕京并不占优。**而燕京正在推进区域聚焦这一重大的战略转型，并初见成效。**
- 首先，燕京渠道聚焦落在西部，而非竞争激烈的消费大省，并已在西部市场建立了品牌优势。依托漓泉在广西的优势和扁平精耕的渠道策略，燕京在西部份额持续扩大，并初步形成区域联动，已在广西、云贵川、新疆、内蒙形成了较强的品牌影响力和份额，**区域保持两位数增长，强势地位还在加强。**
- 其次，燕京产品聚焦中端高性价比鲜啤，而非品牌阵地的高端品，正努力完成将庞杂的中档产品组合向单一清晰的鲜啤系列聚焦，优势区域的护城河和盈利能力将进一步巩固，守势清晰。燕京鲜啤是高档的纯生技术和中档产品价格的结合，全面提升了中端系列产品的口感差异化和性价比，**定调鲜啤的推广对于燕京来说，是巨大的开源！聚焦策略有利于燕京简化产品体系，加快供应链效率和投入产出能力，巩固市场地位和份额，同时实现盈利提升。**
- 再次，燕京的激励和战略选择倾向于终端拦截式的渠道推动，而非品牌投入式的终端拉动。公司通过区域管理层市场化薪酬激励，以及子公司持股区域公司股权，实现区域和渠道利益的最大化。**这一策略在区域市场的周边渗透，以阻止竞争对手进入非常有效，但大范围跨区域推广会遇到瓶颈。**
- 这一战略转型可能带来燕京非重点投入区域的市场份额增长压力，**但其能在其优势市场形成两大竞争力：亲民的高性价比产品、高效率分销，这使燕京能在优势市场继续激发消费、扩大份额、提升产品结构。**

- **我们从并购角度重估了燕京价值，我们认为公司价值 258 亿，折合每股 9.2 元。比目前 6.7 的每股价格有近 40% 的溢价空间。**从最近的并购来看中国并购的吨酒价已经接近 7000 元，我们分区域给予公司吨酒产能估值：1、北京、西部等燕京强势区域，由于有局部市场强大的控制力，可享受吨酒高估值 6000 元/吨；2、广东等巨头重点争夺区域，公司产能可享受较高估值 4000 元/吨；3、其他区域，产能享受 3000 元/吨。而，燕京是唯一无外资资本合作的超大型啤酒公司，公司股权又逐步在下沉，这都给并购提供创造可能。
- 我们预测，公司 2014-2016 年收入 148,160,172 亿，净利润 9.22、10.47、11.83 亿，增速 17%、12%、13%，EPS0.28,0.32,0.36。我们结合 PS 和 DCF 估值，参考并购价值和 PE,给予目标价 8.78 元，对应 2015 年 PE27.4 倍，首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示：**1、公司非优势区域和竞争激烈的区域的份额受到竞争对手的挑战下滑；2、国资背景及管理层意愿让并购价值无法体现；3、公司战略失误、摇摆或执行力不强使品牌竞争力弱化；4、成本大幅上升。
- **重点报告推荐：**《中端市场竞争加剧，三强座次难言定局-20140130》、《啤酒行业高管访谈之走近百威-20140209》、《青岛啤酒：周转为本，品牌为王-20140410》

## 内容目录

燕京困局破题：聚焦发挥优势资源，扬长避短强化局部竞争力.....	- 4 -
燕京现状 1：无强大资本实力，但拥有中国第四大啤酒销售规模.....	- 4 -
燕京现状 2：难言品牌全国影响力，但具备优势区域市场的绝对话语权....	- 4 -
聚焦策略或将帮助燕京走出中国啤酒的低盈利困局 .....	- 5 -
强化局部竞争力的三大法宝：聚焦区域、聚焦单品、聚焦渠道.....	- 5 -
聚焦西部地区：非啤酒竞争核心市场，竞争对手能力有限，竞争强度不大	- 5 -
聚焦亲民产品：纯生品质、主流酒价格，鲜啤以差异化和优秀性价比突围	- 6 -
聚焦渠道为王：终端管理和渠道激励建立对竞品强大的终端封锁 .....	- 7 -
优势区域仍有巨大增长潜力，强竞争市场存量或受挑战.....	- 8 -
西部优势地区，供给不充分使得区域有较高的内生和外延增长潜力 .....	- 8 -
北京区域：短期易守难攻，但高端产品不强给竞争对手留下空间 .....	- 10 -
广东等市场竞争激烈，燕京的战略性聚焦外的区域给盈利带来负面不确定性	- 11 -
价值重估-从并购角度看燕京价值 .....	- 12 -
并购价值：按照吨酒价值分部估值，显示吨酒价值被严重低估.....	- 12 -
燕京可能是巨头争抢中国市场，最具有价值的一块潜在并购蛋糕.....	- 12 -
盈利预测、估值和投资建议.....	- 13 -
盈利预测.....	- 13 -
估值.....	- 15 -
投资建议.....	- 15 -
风险提示 .....	- 16 -

## 图表目录

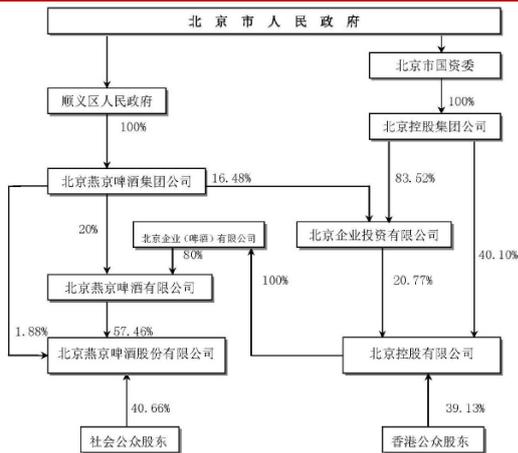
图表 1: 燕京, 唯一无外资参股的中国四大啤酒商 .....	- 4 -
图表 2: 燕京, 销售规模全国第四的啤酒商 .....	- 4 -
图表 3: 燕京啤酒影响力仅在局部非啤酒大省显现 (左轴: 市占率, 右轴: 单省消费占全国比重) ...	- 4 -
图表 4: 燕京三大基地市场收入贡献近半 .....	- 5 -
图表 5: 三大基地市场利润总和超过合并利润-亿 .....	- 5 -
图表 6: 燕京啤酒的基地市场均非啤酒大省 .....	- 5 -
图表 7: 西南、西北, 燕京主要竞争对手为嘉士伯旗下品牌 .....	- 6 -
图表 8: 纯生啤酒的工艺要求高、口感品质优于普通啤酒 .....	- 6 -
图表 9: 燕京鲜啤, 纯生的品质, 普通酒的价格 .....	- 7 -
图表 10: 鲜啤: 差异化品质提供高性价比纯生产品 .....	- 7 -
图表 11: 燕京西部扩张基本均采取高效的扁平精耕渠道拓展市场 .....	- 7 -
图表 12: 近期公司子公司股权下放的交易举例 .....	- 8 -
图表 13: 广西、云南、贵州、四川人均啤酒消费比-人/升 .....	- 8 -
图表 14: 燕京西部优势市场已经逐渐板块化 .....	- 9 -
图表 15: 燕京西部市场的增速很高 .....	- 9 -
图表 16: 燕京在重点市场仍能保持市场份额提升 .....	- 9 -
图表 17: 燕京前些年的扩张失利让盈利水平低下 .....	- 9 -
图表 18: 北京市场两大竞争对手市场占比 .....	- 10 -
图表 19: 青岛的优势区域逼近北京 .....	- 10 -
图表 20: 燕京产品结构偏中低档, 单价要低于同级别的竞争产品 (以易拉罐产品为例) .....	- 10 -
图表 21: 燕京北京区域, 提价不改消费者高性价比偏好 .....	- 11 -
图表 22: 燕京销量的区域结构 .....	- 11 -
图表 23: 广东等地竞争不容小觑 .....	- 11 -
图表 24: 历史重大收购中的吨酒价值变化 .....	- 12 -
图表 25: 按照吨酒产能估值 .....	- 12 -
图表 26: 燕京啤酒销售假设 .....	- 13 -
图表 27: 大麦价格稳中有降 (美分/英斗) .....	- 14 -
图表 28: 啤酒行业参考成本结构 .....	- 14 -
图表 29: 玻璃价格指数变化 .....	- 14 -
图表 30: 铝价变化 .....	- 14 -
图表 31: 费用、利润预测 .....	- 14 -
图表 32: DCF 估值 .....	- 15 -
图表 33: 行业估值比较 .....	- 15 -
图表 34: 盈利预测 .....	- 16 -

## 燕京困局破题：聚焦发挥优势资源，扬长避短强化局部竞争力

### 燕京现状 1：无强大资本实力，但拥有中国第四大啤酒销售规模

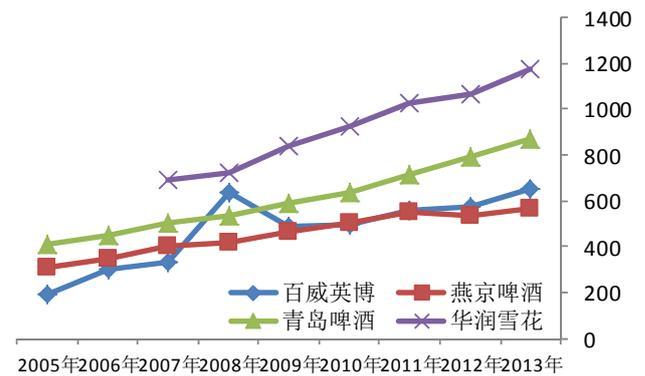
- 燕京是中国啤酒五强企业中唯一没有外资啤酒巨头背景的企业，但多年的耕耘积累了 570 万吨的年销售规模，全国第四；

图表 1：燕京，唯一无外资参股的中国四大啤酒商



来源：齐鲁证券研究所

图表 2：燕京，销售规模全国第四的啤酒商

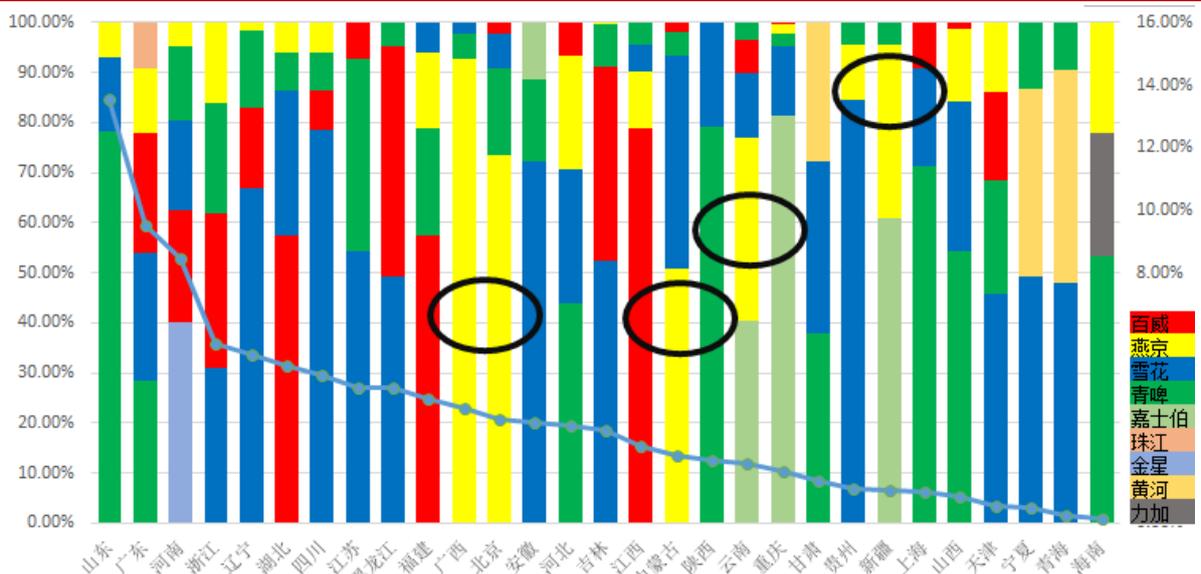


来源：齐鲁证券研究所

### 燕京现状 2：难言品牌全国影响力，但具备优势区域市场的绝对话语权

- 燕京品牌并没有形成真正意义上的全国影响力，燕京销售超过 20 万升的省（市、自治区）不超过 7 个，燕京品牌销售超过 20 万升的不超过 5 个，核心市场基本都在全国省级排名 10 名以后，但在北京、广西、内蒙、新疆、云南等市场，燕京拥有强大的话语权；

图表 3：燕京啤酒影响力仅在局部非啤酒大省显现（左轴：市占率，右轴：单省消费占全国比重）

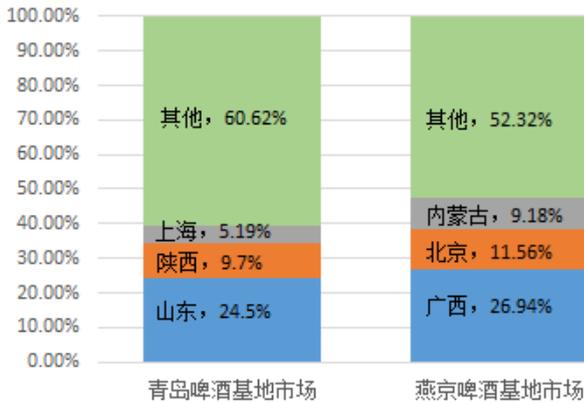


来源：齐鲁证券研究所

聚焦策略或将帮助燕京走出中国啤酒的低盈利困局

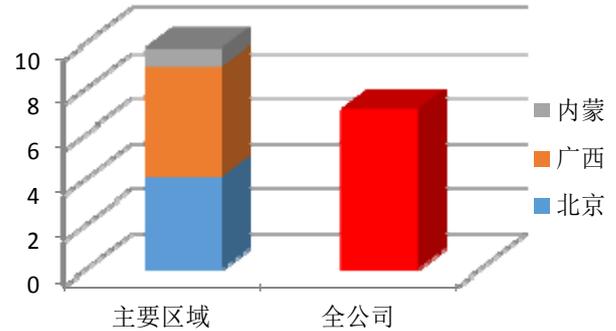
- 中国本土啤酒企业的利润水平低，主要由两个原因造成：**缺乏竞争优势+资源过度分散**。低水平同质化价格竞争，让企业盈利在竞争中一降再降；经营能力弱，基于原产地市场的销售半径、知名度、渠道网络等优势，又难再跨区域得到主动的复制，盲目扩张使得资源盈利分散。

图表 4: 燕京三大基地市场收入贡献近半



来源：齐鲁证券研究所

图表 5: 三大基地市场利润总和超过合并利润-亿



来源：齐鲁证券研究所

- 燕京啤酒，正在通过**聚焦策略**，走出这一困局。我们认为，燕京资本、品牌、管理都难以支撑其在目前的激烈竞争下去全国扩张，而**聚焦策略**是基于燕京现状的最优选择。

强化局部竞争力的三大法宝：聚焦区域、聚焦单品、聚焦渠道

聚焦西部地区：非啤酒竞争核心市场，竞争对手能力有限，竞争强度不大

- 燕京的基地市场和重点区域市场的省级容量都在 200 万千升以下，避开了雪花、百威英博争夺的主战场，竞争相对趋缓。

图表 6: 燕京啤酒的基地市场均非啤酒大省



来源：齐鲁证券研究所

燕京啤酒的基地市场特征：

- 区域销量不大：百万千升级或百万千升级以下市场（图中黄色或浅蓝色区域）
- 竞争相对缓和：基本不是三大龙头重点争夺区域

- 西南、西北市场的主要竞争着是嘉士伯和地方品牌，竞争强度较弱。由于嘉士伯在西南、西北大举并购后，未对被并购方做很好地整合，造成其产品品牌的分散、产品品质的不稳定、区域渠道整合力度不大，这给燕京在西南、西北的发展创造了难得的时机和发展空间。

**图表 7: 西南、西北，燕京主要竞争对手为嘉士伯旗下品牌**

基地市场	主要竞争对手情况	燕京情况
广西	基本无竞争对手	龙头漓泉 124 万吨(可能包括外调酒), 2013 增长 9.7%
云南	澜沧江、大理、金星 大理(嘉士伯): 20+万吨, 收购后并没有很好整合, 仍然粗放 金星: 之前最强的金星品牌从 20 万吨降到 10-11 万吨 澜沧江: 家族制, 采用包干的原始形式销售, 竞争力弱	云南省内销售 22 万吨, 2013 年增速 29.4%, 争取三年内超过大理
新疆	乌苏(嘉士伯): 20+万吨, 在下滑收购各地品牌后沿用当地品牌团队, 没有很好整合	18 万吨左右, 2013 年增速 20.24%
内蒙古	雪花: 以呼和浩特为界, 以东赤峰等地燕京比较强势, 以西包头等地雪花比较强势	50 万吨左右

来源: 齐鲁证券研究所

**聚焦亲民产品: 纯生品质、主流酒价格, 鲜啤以差异化和优秀性价比突围**

- 燕京鲜啤, 是燕京历史上对产品的重大突破, 为燕京创造了一个极具差异化、性价比高的单品, 实现产品升级和差异化竞争。鲜啤, 采用纯生的工艺, 利用更平价的原料, 实现产品口感、品质的差异化提升, 并能实现以亲民的价格对原有低端产品和竞争对手产品进行替代, 通过高性价比, 提升燕京产品的竞争力。

**图表 8: 纯生啤酒的工艺要求高、口感品质优于普通啤酒**

	纯生啤酒	普通啤酒
发酵工艺	培养的啤酒酵母菌发酵, 不含杂菌	普通酵母菌发酵, 容易含杂菌
杀菌工艺	膜过滤	巴氏杀菌
灌装工艺	普通灌装	无菌灌装
保值期间	6 个月左右	6 个月左右
口感风味	新鲜、香醇	杀菌影响风味、口感

来源: 齐鲁证券研究所

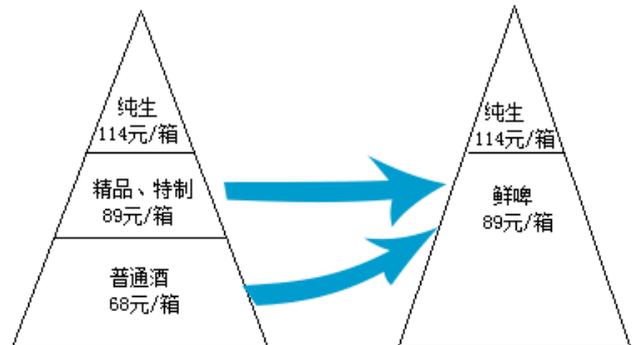
- 燕京的品牌体系，正在通过单品的整合走向聚焦，带动整个运营体系的简化和效率提升。鲜啤极高的口感差异和性价比，不仅会替代原来产品体系中定位中档的精品和特制，也将有助于低端的主流酒客户的升级，从而带动整个运营体系的效率提升，并有助于提升企业盈利。

图表 9：燕京鲜啤，纯生的品质，普通酒的价格



来源：齐鲁证券研究所，青啤财务报告

图表 10：鲜啤：差异化品质提供高性价比纯生产品

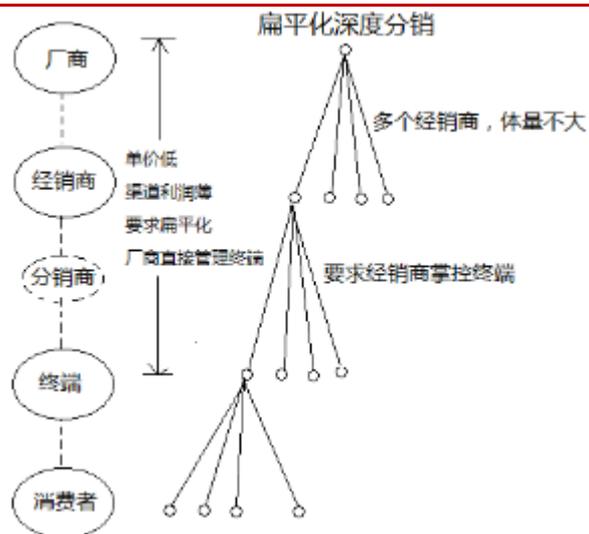


来源：齐鲁证券研究所，青啤财务报告

### 聚焦渠道为王：终端管理和渠道激励建立对竞品强大的终端封锁

- 扁平化渠道精耕策略，掌控终端。公司要求整体渠道的扁平化和终端可控。公司拥有自己的销售团队，帮助经销商开发和维护终端，并负责控制费用的投入、终端品牌的维护，使得整体的渠道效率高效化、品牌投入长期化、品牌商盈利最大化。

图表 11：燕京西部扩张基本均采用高效的扁平精耕渠道拓展市场



来源：齐鲁证券研究所

- 区域市场激励到位，发挥基层管理团队最大积极性。公司对以广西漓泉团队为代表的基层销售管理团队给予极大的信任和激励。首先，是**工资奖金的激励**。公司区域负责人的基本公司极低，但完成销售目标后，其能获得的业绩奖励，超越公司集团级领导；其次是**股权合作方面的激励**。

集团公司逐渐将外埠省区，例如广东、昆明等区域公司少数股权，转让给漓泉公司持有，通过股权形式，给予基层销售管理团队激励。同时，我们认为，这一股权安排，不仅能实现对基层管理团队的激励，也为可能后续区域层面的资本运作扫清障碍。

**图表 12: 近期公司子公司股权下放的交易举例**

- 2014年3月28日公告: 股份公司决定将持有广东燕京 10% 的股权转由燕京漓泉持有, 成交金额 8926 万元, 转让后, 燕京漓泉持有广东燕京 10% 的股权。
- 2013年8月29日公告: 股份公司决定将持有燕京昆明 20% 的股权, 转由控股子公司燕京漓泉持有, 成交金额 9120 万元, 以现金形式支付, 转让后, 燕京漓泉持有燕京昆明 95% 的股权。

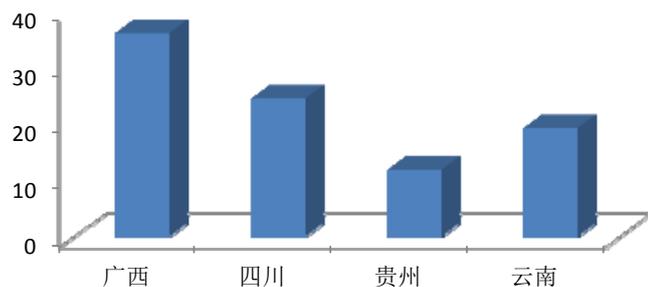
来源: 公司公告

## 优势区域仍有巨大增长潜力，强竞争市场存量或受挑战

西部优势地区，供给不充分使得区域有较高的内生和外延增长潜力

- 供应驱动消费增长，西部区域精耕将带来人均消费提升。由于产品的优化、渠道深度的推进、市场投入的推进，将会带动当地消费的提升。

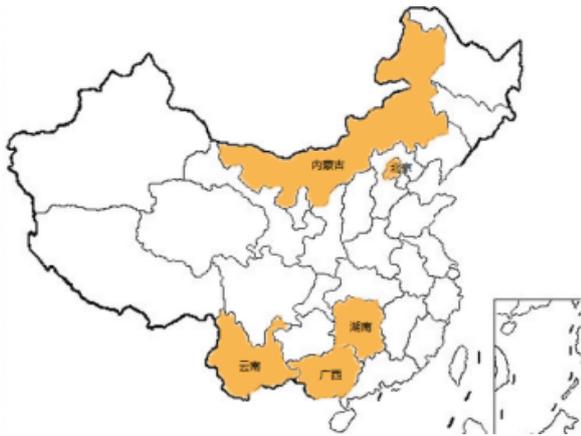
**图表 13: 广西、云南、贵州、四川人均啤酒消费比-人/升**



来源: 齐鲁证券研究所

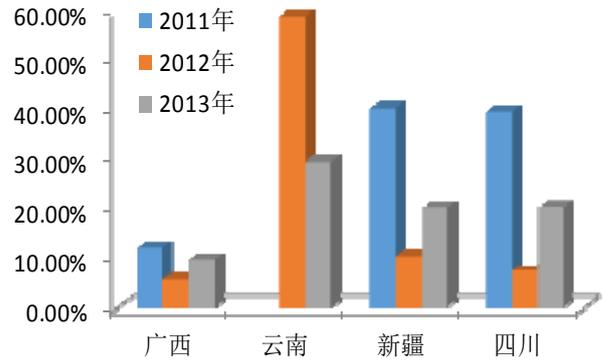
- 优势区域仍有外延扩张的潜力。以广西为核心的西部重点市场扩张已经渐形成板块，区域市场优势逐渐加强，依托现有优势市场逐步向周边扩散，提供外延增长空间。

图表 14: 燕京西部优势市场已经逐渐板块化



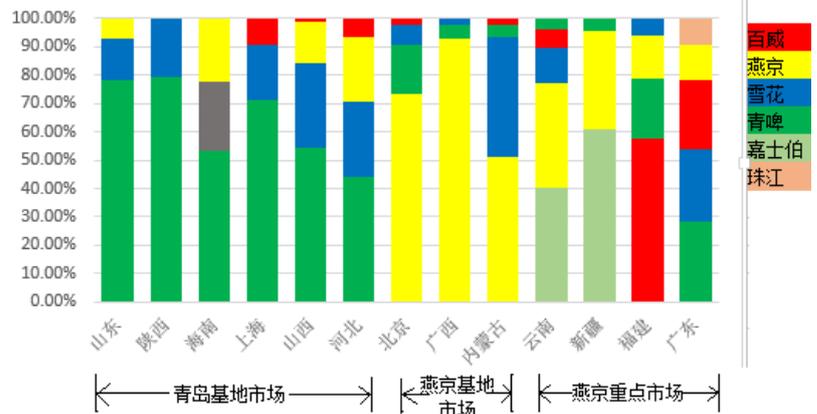
来源: 齐鲁证券研究所, 青啤财务报告

图表 15: 燕京西部市场的增速很高



来源: 齐鲁证券研究所, 青啤财务报告

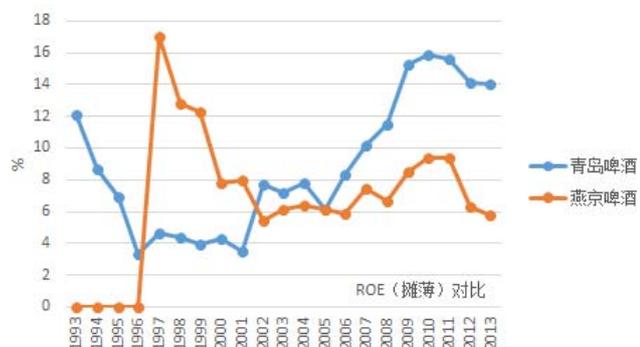
图表 16: 燕京在重点市场仍能保持市场份额提升



来源: 齐鲁证券研究所, 青啤、燕京公开资料, 行业草根调研

- 将资源聚焦, 和优势区域的竞争力加强, 都将有助于公司运营效率的提升, 以及盈利和现金流水平的释放。

图表 17: 燕京前些年的扩张失利让盈利水平低下



来源: 齐鲁证券研究所, 青啤、燕京公开资料, 行业草根调研

北京区域：短期易守难攻，但高端产品不强给竞争对手留下空间

- 燕京在北京市场有很好的基础，和几乎垄断的地位，易守难攻，但潜在竞争不容小视。虽然，目前看来，燕京将北京市场严守的很好，毕竟，北京是所中国品牌的风向标市场，兵家必争之地。同时，北京市场最大的竞争对手青岛啤酒，也在北京市场周边建立起越来越强的优势，以便突围北京。

图表 18: 北京市场两大竞争对手市场占比



来源：齐鲁证券研究所

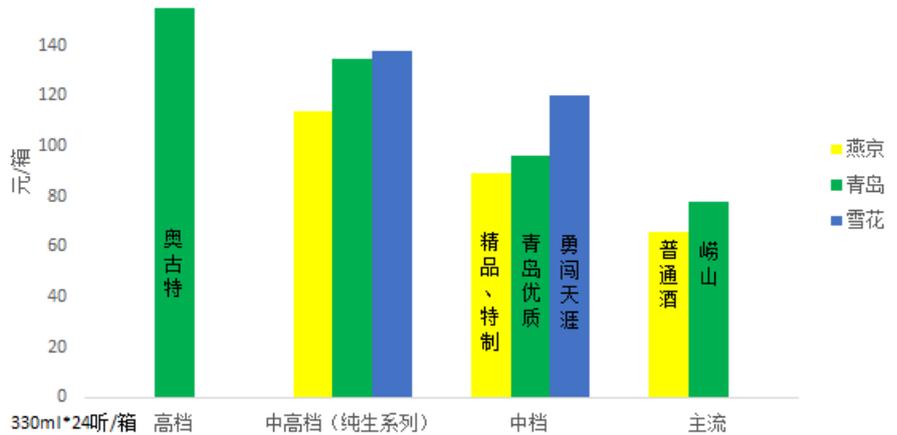
图表 19: 青岛的优势区域逼近北京



来源：齐鲁证券研究所

- 同时，燕京产品体系中，尚未看到差异化优势明显的高端产品出现。高端市场的利润空间，和消费者对于饮料品质的不断追求和猎奇尝新的需求，给竞品留下巨大吸引力，让北京市场的长期发展埋下竞争隐患。

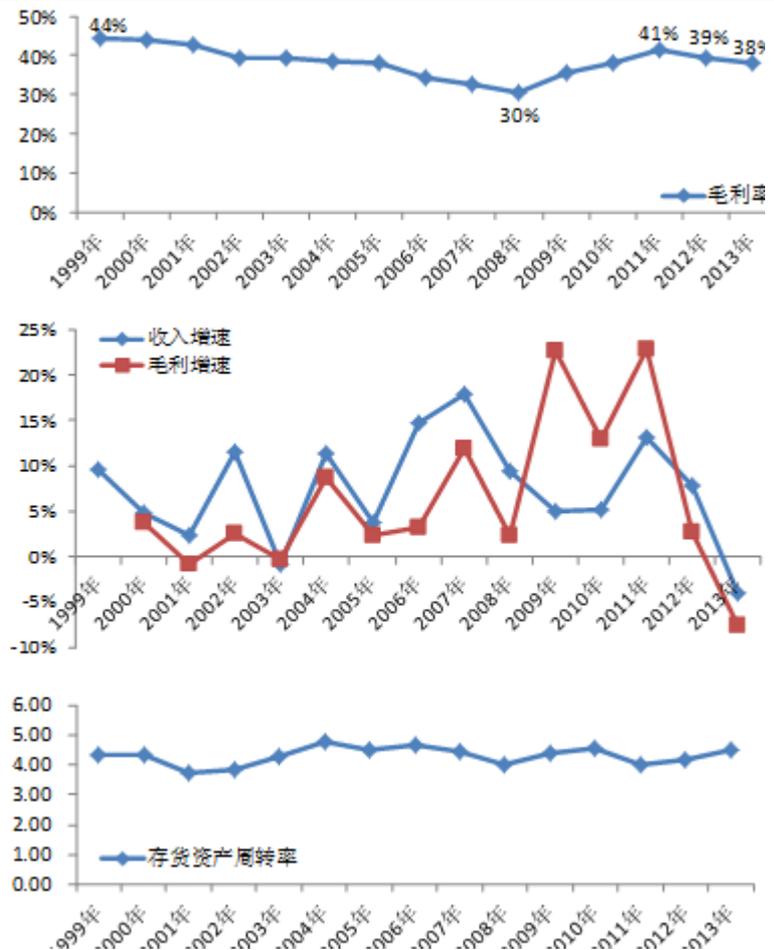
图表 20: 燕京产品结构偏中低档，单价要低于同级别的竞争产品（以易拉罐产品为例）



来源：天猫、一号店等

- 北京：除了集中提价的 2009-2011 的三年间，公司的北京区域产品毛利始终处于下降的通道，优势垄断市场，未见通过产品结构提升来提高品牌形象。

**图表 21: 燕京北京区域, 提价不改消费者高性价比偏好**

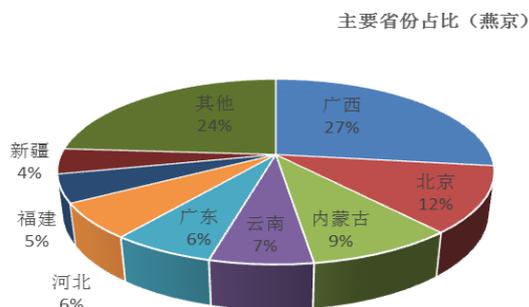


来源: 燕京啤酒母公司财务报告

广东等市场竞争激烈, 燕京的战略性聚焦外的区域给盈利带来负面不确定性

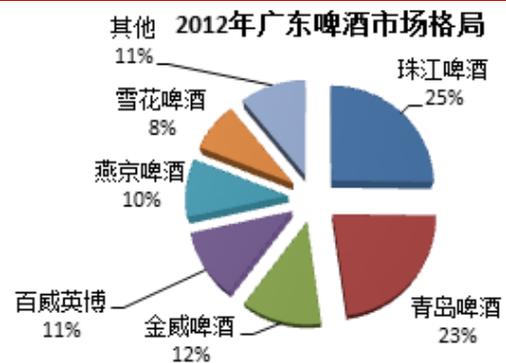
- 公司仍有 30% 左右的销售量分布在并不太具有区域优势的地区, 比如广东、福建等地, 虽然在局部点状市场表现良好, 但受到包围的风险较大。

**图表 22: 燕京销量的区域结构**



来源: 齐鲁证券研究所

**图表 23: 广东等地竞争不容小觑**



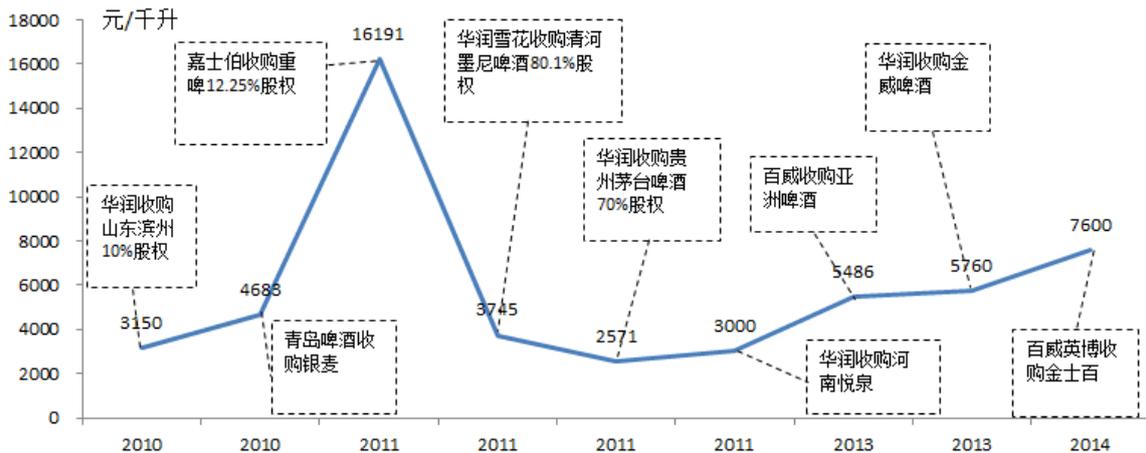
来源: 齐鲁证券研究所

## 价值重估-从并购角度看燕京价值

并购价值：按照吨酒价值分部估值，显示吨酒价值被严重低估

- 啤酒争夺重要战场和燕京的强势区域可以享受吨酒估值溢价。我们到历史上，重要收购标的吨酒价格可以达到 5000-7000 元。

图表 24：历史重大收购中的吨酒价值变化



来源：齐鲁证券研究所

- 我们分区域给予公司吨酒产能估值：1、北京、西部等燕京强势区域，由于有局部市场强大的控制力，可享受吨酒高估值 6000 元/吨；2、广东等巨头重点争夺区域，公司产能可享受较高估值 4000 元/吨；3、其他区域，产能享受 3000 元/吨。公司产能合计价值 258 亿，折合每股 9.2 元。比目前 6.7 的每股价格有近 40% 的溢价空间。

图表 25：按照吨酒产能估值

	省份	单位收购价	区域价值
强优势区域 (250 万吨)	北京、内蒙、广西、云南、新疆等 40% 市场	6000	150 亿
强竞争区域 (120 万吨)	广东等 20% 市场	4000	48 亿
其他区域 (200 万吨)	福建、湖南等 30% 市场	3000	60 亿
合计			258 亿

来源：齐鲁证券研究所

燕京可能是巨头争抢中国市场，最具有价值的一块潜在并购蛋糕

- 从并购方角度来看，燕京无疑是中国市场最有并购价值的一块蛋糕。
- 首先，三强谁娶了燕京，在中国规模第一的地位就瞬间确立。燕京 571 万千升的销量足以让三强格局翻牌，其现有的强势区域，也可以让龙头公司瞬间拥有更多优势基地市场。

- 其次，外资巨头谁娶了燕京，谁就在中国这个全球增长贡献最大的啤酒市场赢得重要位次，在珍贵的品牌传播高点市场北京、全国竞争最激烈也是第二大的市场广东、以及地域广博易守难攻的西部市场，大大强化其地位。
- 我们认为对并购方最有利的合作方式是“嘉士伯+燕京”。如果嘉士伯并购燕京：（嘉士伯是西部市场燕京最大的竞争对手，但是目前势头不如燕京）基本可以通过垄断西部市场，反转在中国的弱势地位，从而和百威英博等国际巨头的全球争夺，多枚最重的旗子。
- 而我们认为对燕京来说，最有利的合作方式是“燕京+百威英博”。如果百威英博并购燕京：不仅百威英博巩固了其最重要的广东战场地位，也在北方（北京）多了一个根据地，北京政治中心的地位将更加助力其“高举低打”品牌拉动的总体思路，百威英博对于品牌运营的强势和燕京对于中国渠道精细管理的理解也能够最大程度的互补，百威英博在竞争激烈省份的攻势和燕京在西南西北的守势可以最大程度的联合，百威英博对供应链效率和高性价比产品的追求可以最大化燕京鲜啤的舞台。
- 而相对来说，从区域、产品结构互补程度，以及在资本能力方面看，我们觉得青岛和雪花并购燕京的可能性相对较小。

## 盈利预测、估值和投资建议

### 盈利预测

- 销量和收入：考虑到公司各个区域销售情况的此消彼长，我们认为公司销售量和收入保持 5-8% 之间的低增速。公司近 50% 的收入来源于广西、北京、内蒙三地，目前看来，广西，广西的区域垄断优势最强，部分外延扩张和产品结构提升带来收入 10% 左右的提升，比较确定；北京，北京市场销量增长不显著，但鲜啤带来的产品结构精简以及对低端产品的替代，也能保持销售额的小幅增长；内蒙，内蒙燕京和雪花各掌握部分区域，进一步扩张难度较大；其他，其他区域占比不高，云贵等地增长显著，而广东等地下滑风险较大，总体而言，基本难以判断销量趋势性的全面上升。
- 毛利率：考虑到鲜啤单品聚焦带来的成本节约，以及对于低端酒的替代，我们认为，燕京啤酒的毛利率会在现有的水平略有上升趋势。

图表 26：燕京啤酒销售假设

项 目	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
平均售价（元/件）	2,204	2,414	2,405	2,425.18	2,445.18	2,465.18
增长率（YOY）	7.67%	9.49%	-0.35%	0.83%	0.82%	0.82%
销售数量（万千升）	550.60	540.00	571.60	611.61	654.42	700.23
增长率（YOY）	9.46%	-1.93%	5.85%	7.00%	7.00%	7.00%
销售收入	12,137.00	13,033.00	13,748.00	14,832.68	16,001.86	17,262.03
增长率（YOY）	17.86%	7.38%	5.49%	7.89%	7.88%	7.88%
毛利率	40.88%	38.43%	39.35%	39.50%	39.70%	39.90%
销售成本	7,176.00	8,025.00	8,338.00	8,973.77	9,649.12	10,374.48
增长率（YOY）	18.79%	11.83%	3.90%	7.63%	7.53%	7.52%
毛利	4,961.00	5,008.00	5,410.00	5,858.91	6,352.74	6,887.55
增长率（YOY）	16.54%	0.95%	8.03%	8.30%	8.43%	8.42%

来源：齐鲁证券研究所

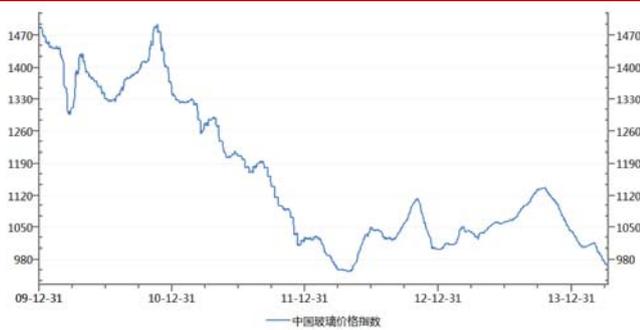
- **成本：**好的快消企业在成本无大幅波动的情况下，可以维持长期良性的毛利水平，通过提升周转来化解成本费用压力，并保持合理盈利。同时，目前看来大宗商品的价格下行趋势仍然在短期内消除了行业涨价的压力，而公司通过聚焦产品、提高性价比带来的产品升级，将更有优势。

**图表 27：大麦价格稳中有降（美分/英斗）**

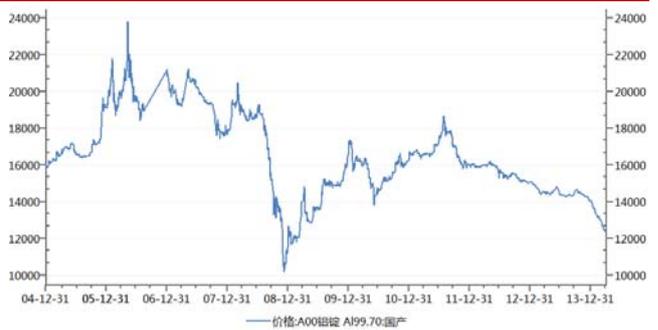

来源：wind

**图表 28：啤酒行业参考成本结构**


来源：青岛啤酒年报

**图表 29：玻璃价格指数变化**


来源：齐鲁证券研究所

**图表 30：铝价变化**


来源：齐鲁证券研究所

- 规模扩张使得运输等运营费用增加的同时，产品结构的精简将利于供应链和渠道管理，减少销售和管理费用。

**图表 31：费用、利润预测**
**损益表（人民币百万元）**

	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
毛利	4,960	5,008	5,410	5,859	6,353	6,888
% 销售收入	40.9%	38.4%	39.4%	39.5%	39.7%	39.9%
营业税金及附加	-1,353	-1,405	-1,467	-1,572	-1,680	-1,795
% 销售收入	11.1%	10.8%	10.7%	10.6%	10.5%	10.4%
营业费用	-1,586	-1,576	-1,754	-1,899	-2,040	-2,201
% 销售收入	13.1%	12.1%	12.8%	12.8%	12.8%	12.8%
管理费用	-1,001	-1,220	-1,303	-1,424	-1,528	-1,640
% 销售收入	8.2%	9.4%	9.5%	9.6%	9.6%	9.5%

来源：齐鲁证券研究所

## 估值

- **绝对估值结果：**按照以下图表的核心假设，DCF 估值结果 9.09 元。

**图表 32：DCF 估值**

每股价值	9.09	TV增长率	1.5%
隐含P/E	32.08	WACC	8.64%
企业值	28,285.31	债务	1,543.05
		投资	1,856.42
股票价值	25,542.40	少数股东权益	1,199.86

来源：齐鲁证券研究所

- **PS 相对估值，每股 8.78 元。**我们认为，目前啤酒竞争阶段、燕京啤酒的区域性质，用 PS 方法的相对估值法比 PE 来的更有效，按照 1.8 的行业 PS 水平，公司 137 亿收入对应 247 亿市值，折合每股 8.78 元。
- **PE 相对估值，每股 6.4 元。**公司 2014-2016 年收入 148,160,172 亿，净利润 9.22、10.47、11.83 亿，增速 17%、12%、13%，折合 EPS0.28、0.32、0.36 元，按照 2015 年行业平均估值下限，对应每股 6.4 元。

**图表 33：行业估值比较**

排名	代码	简称	最新日期	最新收盘价 (元)	涨跌幅 (%)	总市值 (亿元)	流通市值 (亿元)	每股收益			市盈率 PE			市净率 PB (LF)	市现率 PCF (TTM)	市销率 PS (TTM)	
								TTM	14E	15E	TTM	14E	15E				
行业均值(整体法)				12.83	1.14	122.96	87.06	0.48	0.63	0.72	32.36	26.75	23.16	2.87	-182.38	1.84	
行业中值				2014-05-16	8.56	-0.07	46.89	46.89	0.13	0.21	0.25	41.70	37.57	31.76	3.17	-22.03	1.96
1	600600.SH	青岛啤酒	2014-05-16	40.72	2.06	550.12	283.38	1.53	1.68	1.93	26.56	24.27	21.09	3.77	-156.31	1.87	
2	000729.SZ	燕京啤酒	2014-05-16	6.62	1.22	185.93	165.46	0.24	0.29	0.34	27.12	22.58	19.40	1.61	269.06	1.34	
3	002461.SZ	珠江啤酒	2014-05-16	14.70	-0.14	99.98	99.98	0.06	0.07	0.08	238.95	156.22	133.85	3.05	-81.92	2.96	
4	600132.SH	重庆啤酒	2014-05-16	14.14	0.86	68.43	68.43	0.30	-	-	47.36	-	-	4.38	-31.73	2.04	
5	000752.SZ	西藏发展	2014-05-16	9.61	-	25.35	25.35	-	-	-	-3139.85	-	-	3.29	13.27	6.04	
6	600090.SH	啤酒花	2014-05-16	6.47	-0.46	23.80	23.80	0.18	-	-	36.05	-	-	4.36	-41.23	1.87	
7	600573.SH	惠泉啤酒	2014-05-16	6.45	-1.23	16.13	16.13	0.09	0.13	0.15	71.39	50.87	42.43	1.55	-12.33	2.05	
8	000929.SZ	兰州黄河	2014-05-16	7.50	-0.13	13.93	13.92	0.05	-	-	153.50	-	-	2.26	17.71	1.62	
行业中值				2014-05-16	1.26	0.00	21.50	21.50	1.53	-	-	19.10	-	-	0.87	1.22	1.75

来源：Wind

## 投资建议

- 我们结合公司并购价值、绝对、相对三种估值方法，认为，公司最合理的估值方法应该是并购价值和 PS 相对估值，而 PE 估值对应公司估值下限，参考重估价值，给予目标价 8.78 元，首次覆盖给予“买入”评级。

**图表 34: 盈利预测**

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E		2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
销售净收入	12,137	13,033	13,748	14,833	16,002	17,262	货币资金	1,438	1,387	1,609	1,097	2,499	3,165
增长率	17.85%	7.4%	5.5%	7.9%	7.9%	7.9%	应收款项	221	203	224	233	251	271
销售成本	-6,456	-7,250	-7,518	-8,055	-8,689	-9,376	存货	3,972	4,301	4,050	4,516	4,866	5,221
%收入	53.2%	55.6%	54.7%	54.3%	54.3%	54.3%	其他流动资产	489	498	436	502	514	535
毛利	5,681	5,784	6,230	6,777	7,313	7,886	流动资产合计	6,120	6,390	6,319	6,348	8,131	9,192
%收入	46.8%	44.4%	45.3%	45.7%	45.7%	45.7%	%总资产	36.3%	35.1%	33.4%	33.3%	39.1%	43.1%
销售及行政费用	-3,940	-4,200	-4,525	-4,895	-5,249	-5,636	长期投资	226	213	247	247	247	247
%收入	32.5%	32.2%	32.9%	33.0%	32.8%	32.7%	固定资产	9,427	10,532	11,104	11,212	11,079	10,510
EBITDA	1,740	1,584	1,706	1,883	2,064	2,250	无形资产	961	1,007	1,125	1,170	1,225	1,281
%收入	14.3%	12.1%	12.4%	12.7%	12.9%	13.0%	非流动资产合计	10,744	11,834	12,586	12,738	12,661	12,146
折旧与摊销	-720	-775	-820	-918	-960	-999	%总资产	63.7%	64.9%	66.6%	66.7%	60.9%	56.9%
%收入	5.9%	5.9%	6.0%	6.2%	6.0%	5.8%	<b>资产总计</b>	<b>16,864</b>	<b>18,224</b>	<b>18,905</b>	<b>19,086</b>	<b>20,791</b>	<b>21,338</b>
EBIT	1,020	808	886	964	1,104	1,251	短期借款	2,522	3,620	1,474	159	159	159
%收入	8.4%	6.2%	6.4%	6.5%	6.9%	7.3%	应付款项	2,803	3,047	4,028	4,686	5,545	6,339
利息费用	-123	-153	-79	3	27	62	其他流动负债	291	264	378	518	1,778	2,033
投资收益	7	50	93	71	82	77	流动负债	5,616	6,931	5,880	5,363	7,482	8,531
税前经营收益	904	705	900	1,039	1,124	1,391	长期投资	150	160	0	0	0	0
%收入	7.4%	5.4%	6.5%	7.0%	7.6%	8.1%	其他长期负债	959	105	84	84	84	84
其他非经营收益	284	151	116	163	149	150	<b>负债</b>	<b>6,725</b>	<b>7,196</b>	<b>5,965</b>	<b>5,447</b>	<b>7,566</b>	<b>8,616</b>
税前利润	1,188	856	1,016	1,202	1,363	1,540	<b>普通股股东权益</b>	<b>8,753</b>	<b>9,752</b>	<b>11,741</b>	<b>12,312</b>	<b>11,745</b>	<b>11,073</b>
%收入	9.8%	6.6%	7.4%	8.1%	8.5%	8.9%	少数股东权益	1,386	1,275	1,200	1,326	1,480	1,650
所得税	-271	-202	-234	-279	-316	-358	<b>负债股东权益合计</b>	<b>16,864</b>	<b>18,224</b>	<b>18,905</b>	<b>19,086</b>	<b>20,791</b>	<b>21,338</b>
所得税率	22.8%	23.6%	23.1%	23.3%	23.2%	23.2%	<b>比率分析</b>						
少数股东损益	100	38	101	126	154	170							
归属于普通股股东净利润	817	616	681	796	893	1,013	<b>每股指标</b>						
净利率	6.7%	4.7%	5.0%	5.4%	5.6%	5.9%	每股收益(元)	0.675	0.244	0.242	0.284	0.318	0.361
							每股净资产(元)	7.232	3.866	4.181	4.384	4.182	3.943
							每股经营现金流(元)	0.681	0.528	1.101	0.623	0.811	0.849
							每股股利(元)	0.000	0.000	0.080	0.080	0.520	0.600
							<b>回报率</b>						
							净资产收益率	9.34%	6.32%	5.80%	6.47%	7.60%	9.15%
							总资产收益率	4.85%	3.38%	3.60%	4.17%	4.30%	4.75%
							投入资本收益率	6.52%	4.64%	5.39%	5.91%	7.92%	10.07%
							<b>增长率</b>						
							主营业务收入增长率	17.85%	7.39%	5.49%	7.89%	7.88%	7.88%
							EBIT增长率	-1.66%	-20.74%	9.57%	8.84%	14.52%	13.35%
							净利润增长率	6.15%	-24.60%	10.46%	16.98%	12.16%	13.41%
							总资产增长率	14.95%	8.06%	3.74%	0.95%	8.94%	2.63%
							<b>资产管理能力</b>						
							应收账款周转天数	3.0	3.4	3.3	3.3	3.3	3.3
							存货周转天数	176.9	188.1	182.8	183.6	184.1	183.7
							应付账款周转天数	46.1	46.5	46.3	46.3	46.3	46.3
							固定资产周转天数	242.2	243.6	251.8	246.3	218.9	192.3
							<b>偿债能力</b>						
							净负债/股东权益	21.37%	22.35%	-0.51%	-6.37%	-17.17%	-23.09%
							EBIT利息保障倍数	14.2	10.3	21.7	50.8	—	—

来源: 齐鲁证券研究所

## 风险提示

- 季节因素。由于啤酒的季节性很强，旺季天气变化对啤酒影响很大。
- 经济政策因素。宏观经济对餐饮、夜店的消费也将影响高端产品的销售，这些都可能影响行业整体增速，从而对龙头公司产生影响。
- 非重点区域的份额情况。如果资源集中投入到重点区域的情况下，非重点市场下滑较大，会给整体业绩带来负面影响。

**投资评级说明**

**买入:** 预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 15%以上

**增持:** 预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 5%-15%

**持有:** 预期未来 6 - 12 个月内波动幅度在-5%~+5%

**减持:** 预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 5%以上

重要声明:

本报告仅供齐鲁证券有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“齐鲁证券有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“齐鲁证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。