

## 期待改革红利 迎接增量行情

### 核心观点:

- **国企改革预期有望引爆公司改革红利，未来值得期待。目前北京市国资国企改革意见已获得相关部门通过，有望于近期正式对外公布。**公司作为北京市所属国有资产的重要组成部分，目前已经建立起了完善的薪酬体系市场化考核与激励机制。目前所有的外埠公司已相当市场化，收入与业绩直接挂钩且上不封顶；总公司销售部门的激励机制也已初具竞争力，现在正考虑对研发技术相关人员加大奖励力度。但因受各种主客观因素的影响，公司尚未实施业务骨干和管理层的股权激励计划。结合国企改革的政策指引与实施方向，我们预计燕京啤酒有望率先获益。
- **行业集中度逐年提升至 CR5>70%，行业格局有望继续向寡头集中，提升企业经营增长预期。**以实际销量份额推算，2013 年行业前五大巨头（华润雪花、青岛啤酒、百威英博、燕京啤酒和嘉士伯）的合计市场占有率已达 70% 以上，其中 CR4 已超过 65%，且座次基本稳定。但与成熟市场相比，行业集中度仍有待进一步提升，以增强盈利能力。以我们五年消费品实业界工作经验判断，预计未来 5 年啤酒行业市场集中度将有望进一步提升 CR5 至 80% 上下，目前可收购的优质标的仅剩河南金星、广东珠江和江苏大富豪等，长期甚至不排除包括前几家巨头在内的大品牌被整合的可能性。规模以上企业有能力率先满足消费升级需求，并有望在原料获取、毛利率提升方面优先受益。
- 我们认为，依照目前啤酒行业并购市场的发展趋势，未来的优质标的收购价值将会越来越高。然而，仅以燕京 2013 年 137.48 亿元销售收入计算，对应于目前约 182 亿元的二级市场总市值，PS 仅为 1.3，处于价值洼地，估值提升空间巨大。
- **公司现已形成普通酒以清爽为代表、中档酒以鲜啤为代表、高档酒以纯生为代表的清晰产品线。**我们看好未来以鲜啤为代表的中档酒快速崛起所可能带来的业绩拐点。虽然从目前产品结构来看，普通酒走量快、费用投入少，是销售量的主要贡献者。但是从净利润的角度来看（除去费用），中档酒却是贡献最大的品种。
- **给予“推荐”评级。**预测公司 2014~2016 年 EPS 为 0.30、0.34 和 0.39 元，对应 PE 为 22/19/17 倍。预计未来三年公司的净利润复合增速达到 15%；且考虑到公司在行业集中度不断提升的过程中，其品牌价值也将持续增强，我们给予“推荐”评级。

### 主要财务指标

	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万元)	13748.38	15062.47	16434.10	17771.01
EBITDA(百万元)	1870.87	2108.49	2367.94	2669.76
营业收入增长率	5.49%	9.56%	9.11%	8.13%
净利润(百万元)	781.26	923.03	1049.78	1213.00
摊薄 EPS(元)	0.24	0.30	0.34	0.39
PE	27	22	19	17

资料来源：公司公告，中国银河证券研究部测算

## 燕京啤酒 (000729.SZ)

**推荐** 首次评级

### 分析师

**董俊峰** (首席)

☎: (8610) 6656 8780

✉: dongjunfeng@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130511010002

**李琰**

☎: (8610) 8357 1374

✉: liyan\_yj@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130513060001

特此鸣谢:

**岳思铭** (8610) 66568238

(yuesiming@chinastock.com.cn)

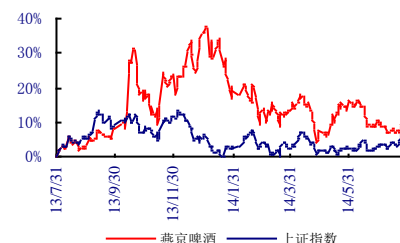
对本报告的编制提供信息

### 市场数据

时间 2014.07.31

A 股收盘价(元)	6.58
A 股一年内最高价(元)	8.28
A 股一年内最低价(元)	5.80
上证指数	2201.56
市净率	1.60
总股本(万股)	280861.92
实际流通 A 股(万股)	249935.60
限售的流通 A 股(万股)	30926.32
流通 A 股市值(亿元)	164.43

### 相对指数表现图



资料来源：中国银河证券研究部

### 相关研究

食品饮料行业 2014 年下半年投资策略：增量资金行情看龙头大白马，存量资金行情看甲午年牛股  
20140630

## 投资概要:

### 驱动因素、关键假设及主要预测:

1、对比海内外食品饮料行业现状来看,我们认为,未来国内啤酒行业有望继续向寡头集中。当 CR4 超过 80%时,可以期待利润率拐点的来临。

2、分析我国近十年来的啤酒人均消费量,CAGR2004-2013 为 6%,2013 年为 37 升,达到世界人均消费水平,但是与欧美发达国家近百升的人均消费量还有很大的差距,即使是对比同为亚洲国家日本 48 升的人均消费量,仍有近 30%的提升空间。其中,西部地区将成为新的市场热点。我们预计到 2015 年,西部地区的啤酒销量将从目前的约 700 万千升提升至 1000 万千升,人均消费量则有望达到 29 升。

3、主要预测数据:(1)公司主营收入假设:我们预计 2014/15/16 年实现啤酒业务收入 143.78/157.62/170.81 亿元,增速分别为 10.51%、9.63%、8.37%。(2)毛利率假设:我们预计公司 2014/15/16 年啤酒业务毛利率分别为 41.71%、42.11%、42.69%;(3)产品结构升级部分:我们预计未来 5 年内啤酒产品高端化加速,中高档啤酒市场的增速仍会保持在 20%以上,而低档市场或仅能达到行业平均增速(5%左右)甚至更低。

### 我们与市场不同的观点:

市场普遍认为公司增速平平,弹性不足。

我们认为,1、**市场聚焦国企改革预期,公司有望受益于新一轮国企改革红利。目前北京市国资国企改革意见已获得相关部门通过,有望于近期正式对外公布。**公司作为北京市所属国有资产的重要组成部分,目前已经建立起了完善的薪酬体系市场化考核与激励机制,但因受各种主客观因素的影响,公司尚未实施业务骨干和管理层的股权激励计划。结合国企改革的政策指引与实施方向,我们预计公司有望率先获益。

2、**价值洼地促估值修复行情。**我们认为,依照目前啤酒行业并购市场的发展趋势,未来的优质标的收购价值将会越来越高。然而,仅以燕京 2013 年 137.48 亿元销售收入计算,对应于目前 182 亿元的二级市场总市值,其比值仅为 1.3: 1,处于价值洼地,估值提升空间巨大。

### 估值与投资建议:

预测公司 2014~2016 年 EPS 为 0.30、0.34 和 0.39 元,对应 PE 为 22/19/17 倍。预计未来三年公司的净利润复合增速达到 15%;且考虑到公司在行业集中度不断提升的过程中,其品牌价值也将持续增强,我们给予“推荐”评级。

### 股价表现的催化剂:

国企改革进程提速,方案超市场预期;

市场开启白马股估值修复大行情;

啤酒销量及吨价提升超预期;啤麦价格下降利好成本因素;行业并购事件的发生等。

### 主要风险因素:

产品升级及主打产品推广未达预期;市场拓展低于预期;竞争加剧导致市场份额下降;行业格局突变;食品安全问题等。

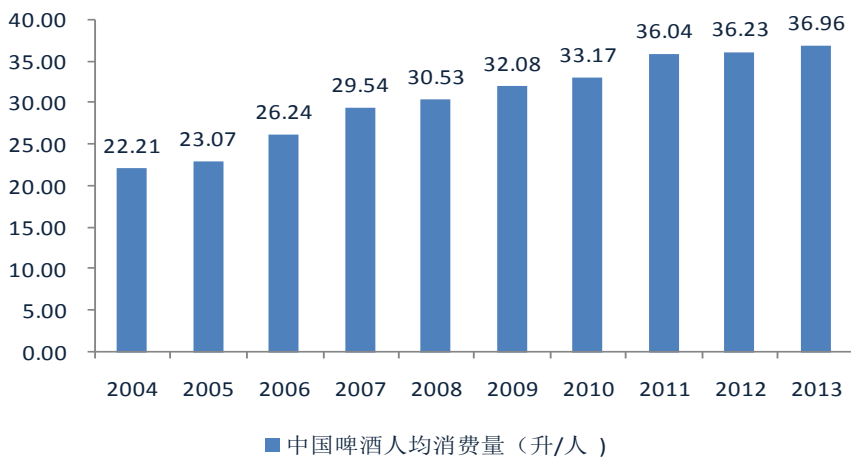
## 目 录

<b>一、啤酒行业：期待结构升级带来盈利能力改善</b> .....	<b>3</b>
（一）长期看好行业在价格和利润上的空间提升.....	3
（二）多因素推动啤酒行业景气度提升.....	4
（三）行业竞争格局拐点趋势初现.....	7
<b>二、核心展望：期待老牌国企的改革红利</b> .....	<b>9</b>
（一）无外资背景的啤酒行业巨头.....	9
（二）控股股东增持彰显信心.....	10
（三）市场聚焦国企改革预期.....	10
<b>三、主营业务：战略聚焦有望带动盈利能力提升</b> .....	<b>11</b>
（一）公司有望迎来新一轮的稳步提升.....	11
（二）公司市场培育能力持续加强.....	12
（三）产品结构优化聚焦.....	16
（四）品牌战略：“1+3”推进全国性主品牌地位提升.....	18
<b>四、三大看点：聚焦公司未来发展</b> .....	<b>21</b>
（一）聚焦策略坐实优势区域寡头.....	21
（二）并购价值提升估值空间.....	22
（三）有望受益新一轮国企改革红利.....	22
<b>五、附录</b> .....	<b>23</b>

## 一、啤酒行业：期待结构升级带来盈利能力改善

### （一）长期看好行业在价格和利润上的空间提升

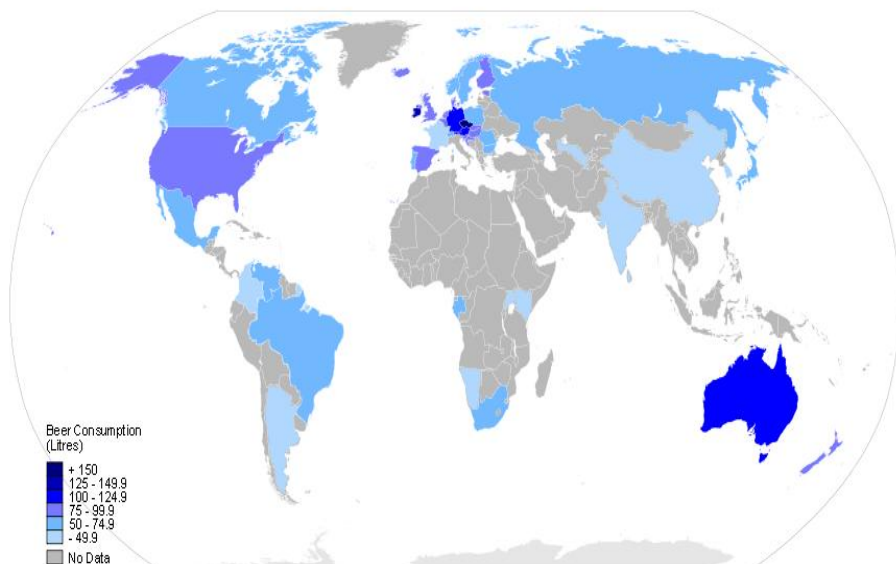
图 1：我国啤酒人均消费量（2004-2013 年）



资料来源：wind，中国银河证券研究部

分析我国近十年来的啤酒人均消费量，CAGR2004-2013 为 6%，2013 年为 37 升，达到世界人均消费水平，但是与欧美发达国家近百升的人均消费量还有很大的差距，即使是对比同为亚洲国家日本 48 升的人均消费量，仍有近 30% 的提升空间。

图 2：各国人均啤酒消费量分布图

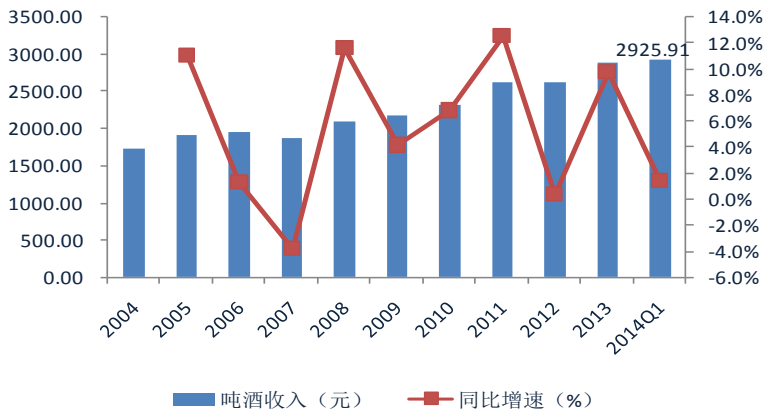


资料来源：wikipedia，中国银河证券研究部

此外，我们预计，西部地区将成为新的市场热点。2013 年，西部市场的年均增长速度已超过 10%，其中，西南地区产量增速更高达 17%。预计到 2015 年，西部地区的啤酒销量将从

目前的约 700 万千升提升至 1000 万千升，人均消费量则有望达到 29 升。

图 3: 我国啤酒的吨酒收入及增速 (2004-2014 年 Q1)



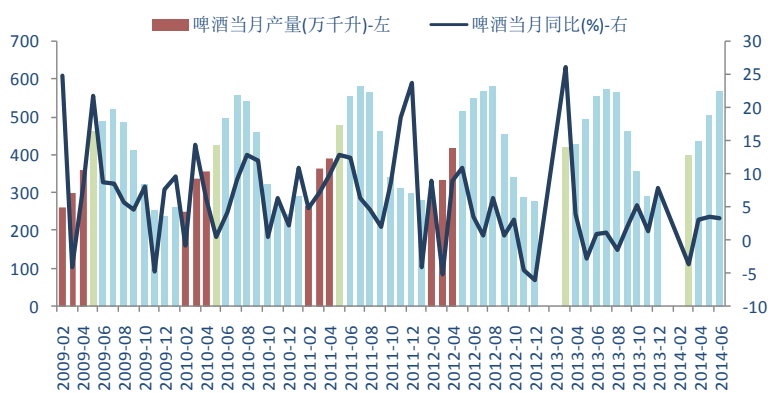
资料来源: wind, 中国银河证券研究部 (注: 按照 1 升=0.8 公斤计算)

然而，相对于销量的提升空间而言，我们更看好行业长期在价格和利润上的提升空间。我国啤酒的吨酒收入在 2004-2013 年间保持着 5.9% 的年复合增长率，2014 年一季度最新达到 2925.91 元。不及美国吨酒价格（1200 美元/吨，约合人民币 7500 元/吨）的 40%，更远低于台湾地区和日本。显然，国内吨酒价格仍有很大上涨空间。我们认为，现阶段啤酒产品单价远低于国际市场主要是由于产能过剩引发过度竞争所导致的，但是随着我国啤酒行业的日渐成熟，已经不再适用于依靠低成本攻城略地的模式，无论各龙头企业未来是选择全国化战略亦或是区域化聚焦，都将更多地需要资本、管理能力以及品牌战略进行综合支撑。因此，未来无论在产品价格还是利润上都将会有很大的提升空间。

## （二）多因素推动啤酒行业景气度提升

我国已连续十年成为世界第一的啤酒生产国。就累计产量增速水平来看，自 2008 年以来放缓至个位数后，2013 年进一步下滑至 5% 左右，仅为收入增速的一半。因此，我们认为，在接下来啤酒行业发展过程中，价格因素将成为影响行业收入增长的核心，预计 2014 年啤酒行业吨酒价格、产量和销售收入增长率分别有望达到 8%、5% 和 13% 左右。

图 4: 我国啤酒行业 2010-2014 年前 6 月单月产量及增速变动



资料来源: 国家统计局, 中国银河证券研究部整理

2014年1-6月，我国啤酒行业累计产量2,580.24万千升，同比增长5.66%。就累计产量增速水平来看，比上年同期基本持平，微降0.19个百分点，环比则下滑0.53个百分点。其中，6月单月实现产量566.81万千升，同比增长3.28%（同比增速比上年同期回升2.42个百分点，环比微降0.23个百分点）。

2014年1-5月，我国啤酒行业累计产量2,051.50万千升，同比增长6.18%。就累计产量增速水平来看，比上年同期下滑1.46个百分点，环比则增长0.38个百分点。其中，5月单月实现产量502.31万千升，同比增长3.51%（同比增速比上年同期回升6.19个百分点，环比微增0.46个百分点）。

2014年我国啤酒行业在旺季来临之际，单月增速有明显的改善，4-6月份单月同比增速均高于3%，截止到目前为止，全国的天气没有出现大的异常，夏季已至，气温如期上升。再考虑到2014年世界杯这一足球盛世的举办对啤酒销售具有一定程度的刺激作用，我们认为2014年啤酒行业的增速依然会保持平稳适度的增长。

图 5：我国啤酒行业收入累计值及增速变动(2000-2014 前 6 月)

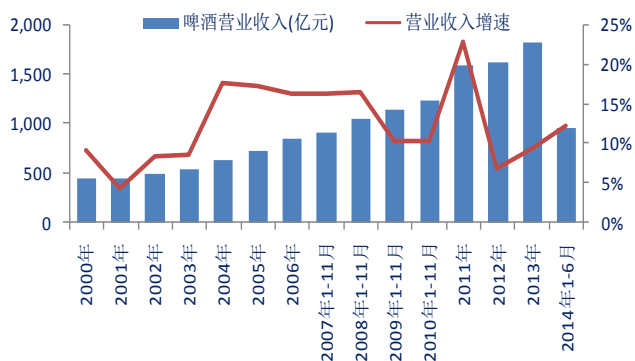
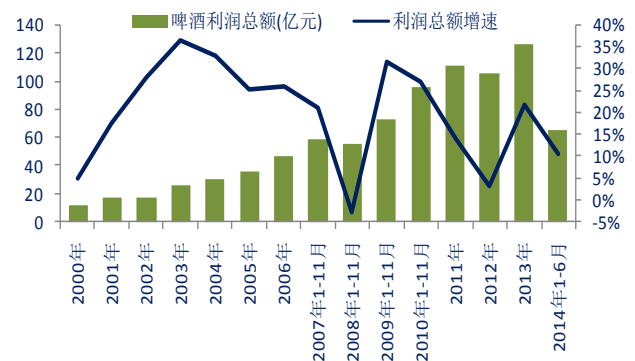


图 6：我国啤酒行业利润总额累计值及增速变动(2000-2014 前 6 月)



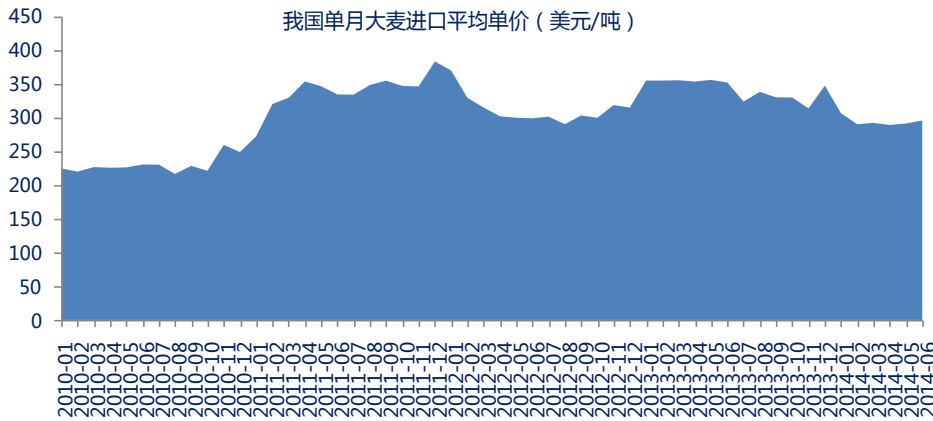
资料来源：国家统计局，中国银河证券研究部整理

2014年1-6月啤酒行业收入增长12.18%。2014年1-6月，我国啤酒行业实现收入952.91亿元，同比增长12.18%，实现利润总额65.44亿元，同比增长10.42%。对比2013年同期，啤酒行业实现收入862.49亿元，同比增长7.66%，利润总额58.63亿元，同比上升20.02%。由于2013年多数企业价格相对稳定，所以行业收入水平及利润比保持一个相对平稳的状态。进入到2014年以来，因2013年的高基数导致2014年的利润增速同比略显下降，但是考虑到以燕京为代表的部分企业已于2014年初提价，我们预计在2014年下半年，行业利润增速会逐步回归至此前水平。

2014年6月海关最新进口啤酒大麦均价为295.89美元/吨，符合我们前期的判断。2011年2月以来，我国啤酒大麦进口平均单价出现了明显上扬，保持在320美元/吨以上水平。2011年4-5月及8-11月均保持在350美元/吨左右。全年来看，2011年大麦进口的平均价格比2010年涨幅达到48%，对我国啤酒行业毛利率造成一定压力。进入2012年以来，我国海关进口啤酒大麦价格开始出现持续性的回落，但是2012年底，我国啤酒大麦进口单价再次回升至年初300美元/吨以上的水平。并在2013年全年保持在300美元/吨以上。2014年，大麦价格开始下滑并在2月份跌破300美元/吨，截止到目前为止，进口大麦价格为295.89美元/吨，同比下降15.98%，虽然环比回升了1.56个百分点，但我们判断啤麦价格目前仍将维持低位运行。**据我们跟踪，目前国际大麦价格及国内主要啤酒企业的采购价格自年初有所回落，啤酒大麦整**

体价格呈下行趋势。最新数据进一步验证了我们前期的观点，认为在全球采购成本下降的背景下，预计从2014年二季度旺季开始，啤酒企业的制造成本将会有所受益。

图7：我国单月大麦进口平均单价（美元/吨）



资料来源：国家统计局，中国银河证券研究部整理

表1：2010年以来我国海关大麦进口均价（美元/吨）及同比增幅

	2010	2011	2012	2012 同比变动	2013	2013 同比变动	2014	2014 同比变动
1月	224.80	272.61	370.13	35.77%	355.05	-4.07%	306.48	-13.68%
2月	219.94	320.36	329.50	2.85%	355.07	7.76%	290.31	-18.24%
3月	226.70	329.61	315.12	-4.40%	355.54	12.83%	292.28	-17.79%
4月	225.79	353.86	302.12	-14.62%	353.64	17.05%	289.23	-18.21%
5月	226.26	346.61	299.95	-13.46%	356.10	18.72%	291.33	-18.19%
6月	230.53	334.50	299.09	-10.59%	352.16	17.75%	295.89	-15.98%
7月	230.36	334.23	301.57	-9.77%	324.02	7.45%		
8月	216.60	348.58	290.33	-16.71%	338.33	16.53%		
9月	228.55	354.94	303.27	-14.56%	330.21	8.89%		
10月	221.24	347.14	299.88	-13.61%	329.97	10.03%		
11月	259.65	346.42	318.64	-8.02%	313.82	-1.51%		
12月	249.08	383.40	315.06	-17.82%	347.55	10.31%		
平均	229.96	339.36	312.05	-8.05%	342.62	9.80%		

资料来源：国家统计局，中国银河证券研究部整理

2014年1-6月啤酒行业毛利率为27.55%，相比去年同期下滑1.59个百分点。如前所述，2014年1-6月，我国啤酒行业实现收入952.91亿元，同比增长12.18%，实现利润总额65.44亿元，同比增长10.42%，毛利率为27.55%。对比2013年同期，毛利率水平较前期降幅进一步扩大。

2014年1-6月利润总额比率6.87%，同比微增0.07个百分点。据我们测算，2014年1-6月行业利润总额比率为6.87%，对比2013年同期（6.80%）回升0.07个百分点。

图 8: 我国啤酒行业毛利率水平变动 (2000-2014 前 6 月)

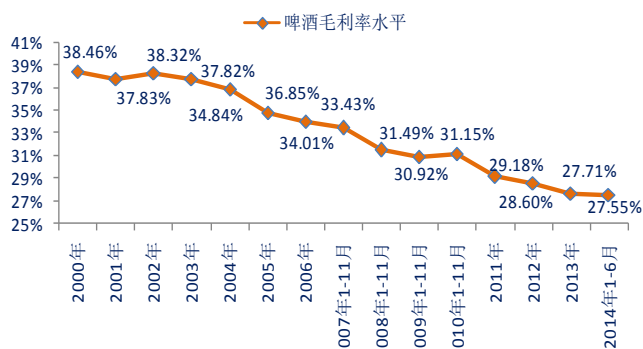


图 9: 我国啤酒行业利润总额比率变动 (2000-2014 前 6 月)

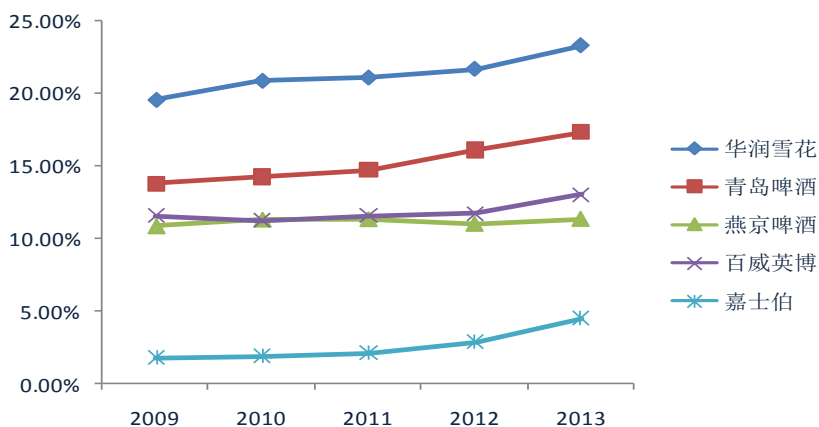


资料来源: 国家统计局, 中国银河证券研究部整理

### (三) 行业竞争格局拐点趋势初现

随着此前啤酒行业大规模兼并收购开始步入尾声, 目前行业整合已基本结束, 格局初定。而从市场格局上看, 中国啤酒市场的集中度也在持续提升。以实际销量份额推算, 2013 年行业前五大巨头 (华润雪花、青岛啤酒、百威英博、燕京啤酒和嘉士伯) 的合计市场占有率已达 70% 以上, 其中 CR4 已超过 65%, 且座次基本稳定。但与成熟市场相比, 行业集中度仍有待进一步提升, 以增强盈利能力。我们预计未来 5 年啤酒行业的市场集中度将有望进一步提升至 80% 上下, 目前可收购的优质标的仅剩河南金星、广东珠江和江苏大富豪等, 长期甚至不排除包括前几大巨头在内的大品牌被并购的可能性。

图 10: 啤酒行业前四大巨头销量市场份额



资料来源: 中国银河证券研究部测算

此外, 如何预测行业拐点也是近年来啤酒行业的核心关注点。单从发展模式的角度看, 美国是典型的啤酒工业化产物, 更为突出企业销售规模; 而以德国为代表的模式则是典型艺术产物, 更突出产品的消费者口味差异及多样化。那么, 关于未来中国的啤酒市场到底是适用于德国模式还是美国模式的问题, 我们认为从目前的发展趋势看, 我国未来可能将更倾向于美国化, 但利润率的表现却不一定完全复制美国模式。因为美国啤酒行业发展史表明, 只有行业集中度达到一定水平后, 利润率才会大幅提升。但考虑到中国地区间消费者在情感及消费



偏好上的巨大差异，我们可以确信差异化的产品在中国也仍然有望带来利润率的提升。

的确，从啤酒行业的发展规律来看，市场集中度是越高越好。但是，以现在前五大啤酒企业的情况来说，未来若要进一步提升集中度至 CR3 甚至是寡头垄断，只能是通过全球并购（如英博并购百威）的方式来实现。然而，全球整合因中国受限于反垄断法的制约而难以获得实质性的推进。因此，我们认为，中国至少在未来 5-10 年内难以达到美国的市场集中度，但这并不表示利润水平就会永远低于美国。未来行业前五大酒企利润率提升空间将主要取决于在市场份额不断提升的基础上，能否构建出满足消费者不同口味偏好的、高毛利、多元化的产品结构。

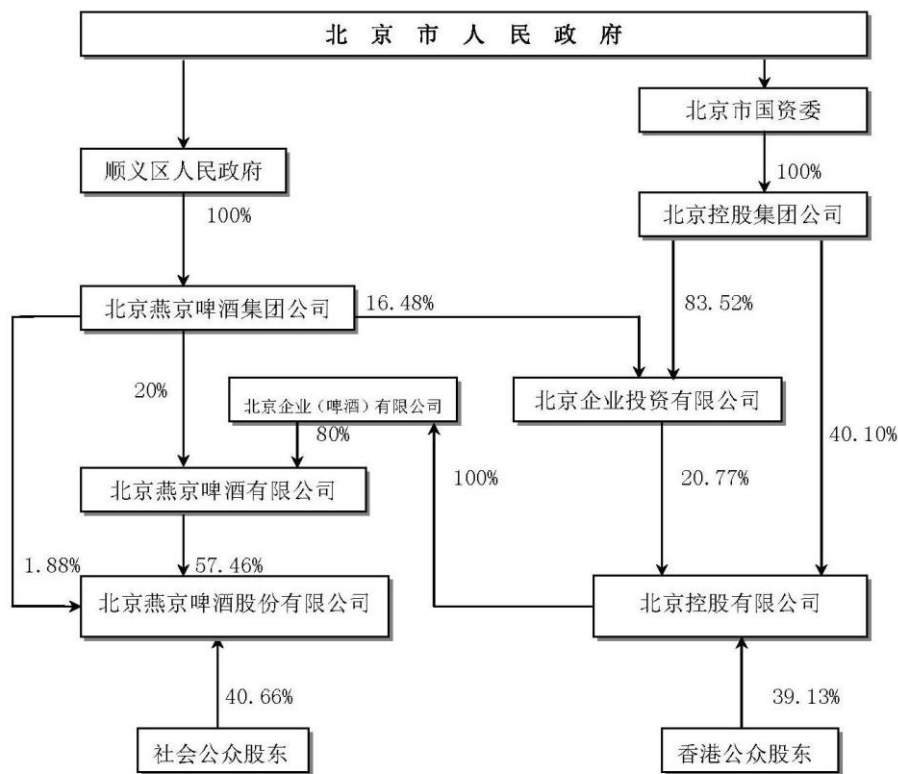
## 二、核心展望：期待老牌国企的改革红利

### (一) 无外资背景的啤酒行业巨头

燕京啤酒背靠北京市政府，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。北京控股有限公司是上市公司的实际控制人，间接持有上市公司约 46.07% 的股权。而北京控股有限公司则主要由北京控股集团控制，该集团是北京市资产规模最大的国有企业之一，北京市国资委 100% 控股所有。目前北京控股（0392.HK）已在香港上市，因此，也使得燕京啤酒同时拥有了 A 股和 H 股双重融资渠道，资本实力凸显，为未来公司发展扩张奠定了良好的基础。

同时，公司于 2012 年 5 月 24 日获得由北京市科学技术委员会、北京市财政局、北京市国家税务局、北京市地方税务局颁发的《高新技术企业证书》（证书号 GF201211000596），根据《高新技术企业认定管理办法》及《中华人民共和国企业所得税法》等有关规定，公司自 2012 年至 2014 年企业所得税按 15% 计缴。我们认为，这一远低于行业平均水平近 10 个百分点的所得税优惠，在现有的良好政策环境下到期后得以延续的概率较大。

图 11：燕京啤酒股权结构详解



资料来源：公司公告，中国银河证券研究部（注：此图中股权比例为 2013 年年报数据，不包括 2014 年增持后新增）

## （二）控股股东增持彰显信心

2014 年，公司控股股东北京燕京啤酒投资有限公司基于对公司内在价值判断和未来持续发展的信心，先后于 5 月 12 日、5 月 28 日通过深圳证券交易所交易系统以竞价买入方式分别增持 188 万股、190 万股，增持均价各为 6.45、6.77 元，累计占公司已发行股份总数的 0.135%，增持后最新持股比例达到 57.59%。公司同时表示，拟在未来 12 个月内（自本次增持之日起算）继续通过深圳证券交易所交易系统以竞价买入方式增持公司股份，累计增持比例不超过公司已发行总股份的 2%（含本次已增持股份），未来 12 个月内继续增持不低于 100 万股，且在增持实施期间及法定期限内不减持所持有的公司股份。

我们认为，此举表明了大股东看好公司的长期业绩表现，无论大股东的增持到底最终是出于何种目的以及能达到何种效果，不能否认的是，这种方式确实明确表达了大股东的一种积极的态度，利好公司未来的股价表现。

## （三）市场聚焦国企改革预期

目前，新一轮国企改革已拉开大幕，制度红利也有望释放，我们看好国企改革过程中的投资或投机机会。全国现已有包括上海、贵州、湖南、天津、重庆、四川、湖北、江西等在内的多个省（市）出台了国企改革的方案，当中主要涉及发展混合所有制经济、推进国有资本结构调整、实施国企分类管理等几个方面，而北京市国企改革方案也有望于近期公布，将组建若干国有资本运营公司，支持有条件的国有企业改组为国有资本投资公司。

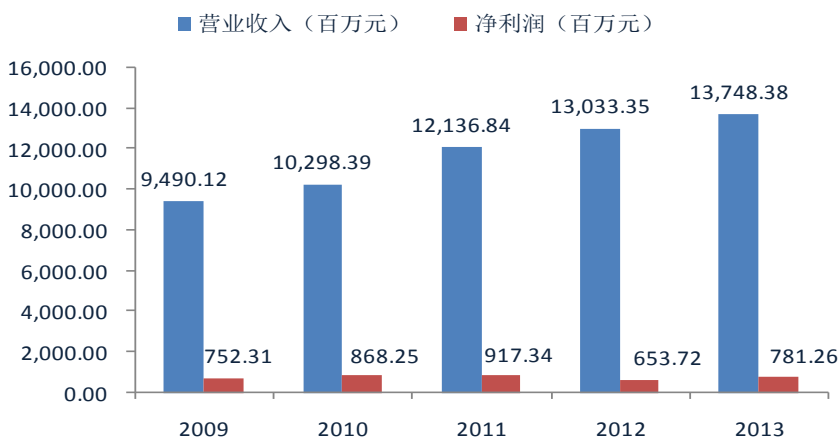
公司作为北京市所属国有资产的重要组成部分，目前已经建立起了完善的薪酬体系市场化考核与激励机制。目前所有的外埠公司已相当市场化，收入与业绩直接挂钩且上不封顶。总公司销售部门的激励机制也已初具竞争力，现在正考虑对研发技术相关人员加大奖励力度。但因受各种主客观因素的影响，公司尚未实施业务骨干和管理层的股权激励计划。结合国企改革的政策指引与实施方向，我们预计，上市公司中燕京啤酒有望率先获益。

### 三、主营业务：战略聚焦有望带动盈利能力提升

#### (一) 公司有望迎来新一轮的稳步提升

燕京啤酒是我国啤酒行业市占率第四大的龙头企业，并已进入世界啤酒产销量前八名。公司 1980 年建厂，1993 年组建集团，经过 30 多年快速、健康的发展，燕京现已成为中国最大的啤酒企业集团之一。目前全国市场占有率约在 11% 上下，其中，华北市场占有率达到 50%，北京市场在 85% 以上。

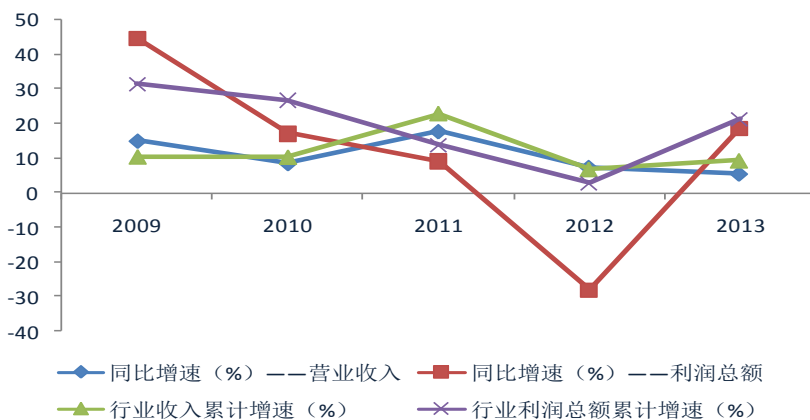
图 12：燕京啤酒历年收入及利润变化（2009-2013 年）



资料来源：公司公告。中国银河证券研究部整理

2013 年，公司共生产销售啤酒 571.4 万千升，同比增长 5.8%，高于行业平均增速 1.21 个百分点；实现营业收入 137.48 亿元，同比增长 5.8%，低于行业收入增速 3.47 个百分点；实现净利润 7.81 亿元，同比增长 19.51%。公司整体经营状况要好于 2012 年，销量以及利润均重回正增长。

图 13：燕京啤酒历年收入及利润增速与行业增速比较（2009-2013）



资料来源：公司公告。中国银河证券研究部整理

自 2010 年以来，公司收入及利润增速均低于啤酒行业增速，但是差距却在不断缩小。我

们认为，公司此前因受困于行业激烈的低水平同质化价格竞争，让企业盈利在竞争中受损且持续下滑；而在探索跨区域的过程中，因本身经营能力受限使得资源投入分散。此后，公司开始全面围绕市场结构优化、产品结构调整、品牌影响力提升等多重聚焦手段进行改革，从 2013 年的业绩表现来看，公司已初步走出困境，有望迎来新一轮的稳定增长。

## （二）公司市场培育能力持续加强

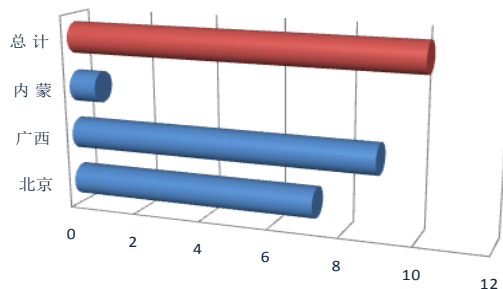
燕京作为全国前五大的啤酒行业龙头企业，虽然已具备一定的市场规模，但总体来说，仍然算是一个区域性极强的公司。其销售超过 20 万千升的市场不到 5 个，核心市场基本都在全国省级排名 10 名以后，但在北京、广西、内蒙、新疆、云南等市场，燕京则拥有强大的话语权。特别是北京、广西和内蒙作为燕京的基地市场，在收入和利润贡献上都发挥着核心作用。

图 14：北京、广西和内蒙三地是燕京收入与利润贡献的主力军

营业收入占比（分地区）



利润贡献（分地区→亿元）



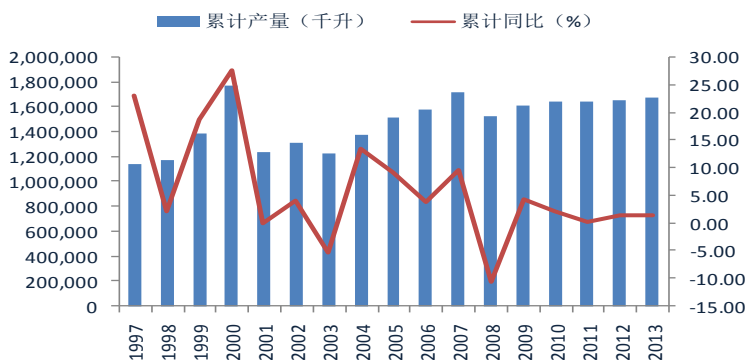
资料来源：公司公告。中国银河证券研究部整理

### 1、基地大本营市场——北京地区

以良好的市场布局、品牌影响力以及消费者忠诚度牢固拥有 85%以上市场占有率的基地大本营市场。相对于国内其他市场的纷争与变局，北京啤酒市场的版图却貌似定了型。无论是国内啤酒巨头还是国际啤酒大鳄，强攻多年都未改变北京市场的格局，但也从来没有品牌放弃对北京市场的布局。虽然青岛啤酒和华润雪花相继于 2005、2006 年高调进入北京市场，对燕京在北京市场的布局造成相当大的威胁，但是时至今日，仍未成功撼动燕京在北京市场的主导地位。我们认为，这主要是基于燕京啤酒在北京地区经过 30 多年的消费者忠诚度培育，已从口味的角度在根本上建立起了产品的“排他性”；同时，自初期的“胡同送酒”开始深耕的终端渠道网络也早已固若金汤。

然而，这并非代表公司可高枕无忧。实际情况是，北京市场目前已步入成熟饱和期，年销售量稳定在 100 万吨左右，总公司 130 万吨中有部分则是在周边的销量，“天花板”显现。此外，燕京在北京最大的竞争对手青岛啤酒在中高端市场上更具优势，而这也更贴合消费结构升级的发展趋势，未来燕京若想要提升产品结构，布局中高端市场，就势必要直面与青岛啤酒的竞争压力。今年燕京新推出了一款高端白啤酒（50 元/500ml），第一年投放北京市场，目前虽然绝对量不大，但增速较快。目前主要集中在夜场和餐饮渠道，在北京现已铺货 100 多家。就目前情况来看，青岛啤酒 10% 左右的市场份额尚不足以对燕京造成实质的打击。

图 15: 北京地区啤酒总产量及累计同比增速 (1997-2013 年)



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究部整理

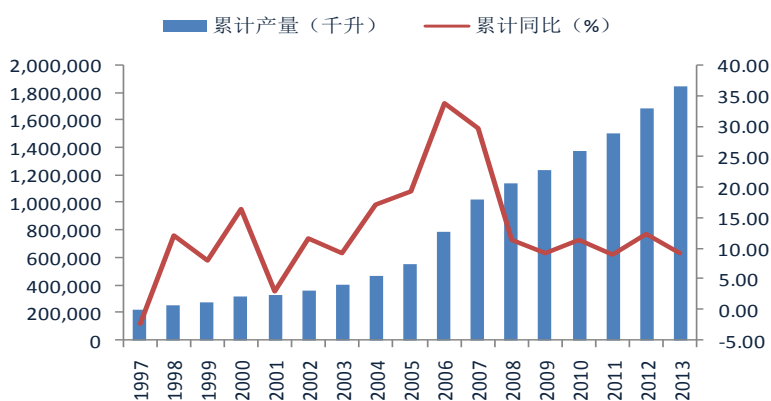
因此我们认为，在量的上升空间受阻的背景下，调整产品结构，提高中高端产品占比以达到吨价提升的目的，将成为燕京在北京及其周边市场未来一段时期的发展重点。据我们统计，北京市场在 2003、2005、2006、2009 和 2011 年均进行过提价，平均周期为 2-3 年。2012-13 年公司因行业不景气且竞争加剧没有涨价，取而代之的是加大中档产品鲜啤的推广力度，同时于 2013 年推出高档原浆白啤，产品结构升级之心彰显。2014 年 1 月，燕京啤酒终于再次在北京地区进行提价，品种涉及燕京主打产品鲜啤、清爽等系列。其中，瓶装系列涨幅近 20%，易拉罐系列涨幅约 10%。经过调研发现，公司此次提价对销量的影响有限，再次显示出了公司在北京地区超强的品牌议价能力。我们预计此次提价对利润的贡献将在 2014 年二季度开始逐步反映。

## 2、绝对优势外埠市场

### 广西市场——

公司在广西市场占有率同样在 85% 以上，是公司业绩贡献的主力军。2013 年，广西市场实现啤酒销量 124 万千升，比去年同期增长 9.73%。作为中西部的新兴市场，广西地区的人均啤酒消费量目前虽仍低于全国平均水平，但接近 10% 的增速水平体现出这一市场的极大活力。

图 16: 广西地区啤酒总产量及累计同比增速 (1997-2013 年)



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究部整理

燕京在广西市场主要由年产能 80 万吨的燕京漓泉公司（桂林），加上控股的年产 40 万吨的燕京玉林公司，以及昆明与贵州的子公司构成，合并后公司在广西区内整体产能已达到 120 万吨/年。为积极贯彻公司“巩固广西，扩大琼粤，开发云贵，配合友邻维护湖南，逐步进入东盟”的大西南发展战略，桂林漓泉公司全权负责燕京在大西南区域的销售及拓展业务。

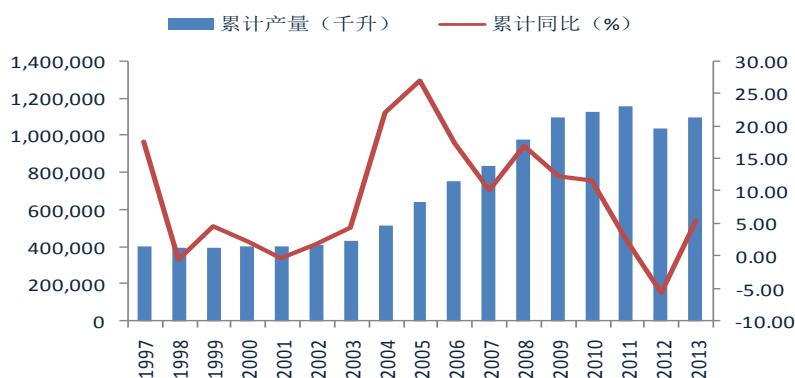
作为燕京集团“1+3”品牌战略重点打造的核心品牌之一，燕京啤酒（桂林漓泉）在发展壮大过程中把品牌推广放在重要的位置，积极并成功地打造了“全生态”的啤酒酿造理念，通过聘请形象代言人，举办“全生态”系列品牌公关活动，促进了“漓泉”品牌与消费者之间更深层次的情感联系，从各个层面培育消费者对“燕京”和“漓泉”品牌的信心和忠诚度，也极大提升了“漓泉”的品牌价值和企业形象。“漓泉”品牌价值由 2003 年初次评估的 12.96 亿元飙升至 2013 年的 60.03 亿元。

分析燕京在西部地区近年能维持以两位数的高增速快速扩张态势，主要是得益于“漓泉”在广西地区的区位优势以及扁平深耕的渠道分销模式。燕京对地区负责人采取的“能力+业绩”双维度考评体系是燕京对所有外埠公司考核的一大特色，目前已相当市场化，收入与业绩直接挂钩且上不封顶，漓泉公司的负责人收入不考虑股权激励，就已达到近 700 万元，加上股权激励则可上千万元，极大促进了基层管理团队的积极性。此外，“自产自销、自产外销、来料加工、自产内销”四个层次的学校培训体系，也为燕京打造出了一支能征善战的职业化员工队伍，在为集团输送高、中层管理人才的同时，有效提升了漓泉模式在集团的复制与推进效率，被誉为燕京集团的“黄埔军校”。我们认为，随着公司在广西、云南、贵川、新疆、内蒙的品牌影响力及市场份额不断提升，将有利于形成西部地区的区域联动，进一步强化燕京在西部地区的强势地位。

### 内蒙市场——

燕京在内蒙市场的推进，也主要是以并购的方式运作。作为第一个进入内蒙的区外啤酒品牌，公司先于 2000 年 10 月首次试水并购了西部的包头雪鹿啤酒厂；2001 年又收购了东部的赤峰啤酒厂；在实现内蒙市场占有率第一后的 2007—2008 年，燕京又先后收购通辽雪航啤酒及呼和浩特塞北星啤酒；2010 年 11 月收购金川啤酒。最终，内蒙作为燕京的三大基地市场之一，年销售量 50 万吨左右，其市场占有率也达到 75% 以上，具有绝对优势地位。

图 17：内蒙地区啤酒总产量及累计同比增速（1997-2013 年）



资料来源：公司公告，中国银河证券研究部整理

目前，内蒙的啤酒市场格局主要表现为燕京和华润雪花二分天下。燕京拥有东部、中部和西部的通辽、赤峰、锡林郭勒等 10 个盟（市）共 9 个啤酒工厂（包括赤峰托管的燕京沈阳）和一个麦芽厂；华润雪花则拥有东部的呼伦贝尔和兴安两地共 3 个啤酒工厂，市场份额 20% 左右。前两年因内蒙西部地区销售不景气，导致市场整体增速有所放缓，但是今年以来，公司呼和浩特以东地区依托赤峰子公司的销售表现不错，2013 年利润 8000 万左右。虽然近两年因包头及鄂尔多斯等与宏观经济关联较大的地区消费景气度不高导致销量有所下滑，但是公司今年 3 月份在包头等呼市以西地区采取了提价策略，从目前反映的情况看，整体销量仍然维持增长。因此，我们持续看好公司在内蒙市场的霸主地位，燕京并未受到来自华润雪花等的强大竞争压力的过度影响，此前的改革也并没有影响到公司的市场地位。

### 3、快速增长新兴市场

燕京主要的新兴市场包括云南、四川和新疆等西部地区，每一个新兴市场上此前都有强劲的主流竞争对手，但燕京的优势区域正在不断拓展。

#### 云南市场——

在燕京进入之前，云南省啤酒行业主要被嘉士伯和澜沧江占据，随着燕京不断加大市场投入及拓展，2013 年，公司在云南市场实现销量 22 万千升，比去年同期增长了 29.4%，已逼近嘉士伯的 26 万千升，实现利润约 3000 万元。我们预计 2014 年公司在云南市场的占有率有望实现第一。

#### 四川市场——

在燕京刚进入时，四川市场的格局是：蓝剑占 40% 份额，山城占 40% 份额，另外 20% 是其他品牌，对青啤和雪花来讲都是比较薄弱的。燕京进入四川市场后近几年的增速很快，年销量增速均保持在 20% 以上。2013 年，公司在四川市场实现销量 18 万千升，比去年同期增长 20.32%，实现利润约 4700 万元。我们认为，燕京在四川市场的优势在于一开始选址南充的决策相当成功，南充虽然经济环境一般，但与成都、重庆构成一个三角地带，人口约 800 万且以鲜啤消费为主。在燕京选择南充市作为根据地后，目前已经占据南充市 80% 的市场份额，且已经开始向广安市发起进攻。

#### 新疆市场——

新疆市场方面，2013 年燕京实现销量 17 万千升，比去年同期增长 20.24%，实现利润约 2000 万元。在燕京进入之前，嘉士伯的乌苏啤酒占据新疆市场 90% 左右市场份额，相比于乌苏实际约 20 万千升左右的销量水平，目前燕京年产 16-17 万吨啤酒已占有一定的市场份额，且公司在南疆也已建成酒厂。

2013 年，西北、西南地区的产销量分别同比增长 8.2% 和 16.5%，均高于其他地区，占全国总产量比例较上年分别增加 0.17 和 0.98 个百分点，是为数不多的增长区域。我们认为，西部（西南和西北地区）市场由于原先的基数较低和地域封闭性等原因，未来仍将有望继续保持增长。而随着西部市场逐步兴起为啤酒行业内部新的竞技场，外资此前在新疆、云南、宁夏等的优势地位正逐渐丧失，竞争压力相对较大。加之如嘉士伯等外资酒企在收购后的团队



管理和产品升级等方面的整合还未实施到位，也给如燕京等酒企提供了反超的机会。

#### 4、恢复性增长市场——福建

公司在福建市场早期依靠对惠泉的高投入，曾经成功拿下了泉州市场 80% 以上的市场份额。但是在公司于 2011 年引入了广西漓泉模式后，因未能充分考虑到福建市场中原有企业的深厚历史根基，导致整体实施的市场策略与市场实际情况不相匹配。同时，随着广西市场进一步深度分销的推进，团队对福建市场的渠道积极性逐步丧失，执行力度下降，最终导致福建市场逐步丧失了原有的优势地位，且利润率不断下降，直至 2012 年亏损约 7000 万元。在充分认识到啤酒行业的市场份额与利润的高度正相关性，公司开始于 2013 年逐步恢复过去的销售渠道，在过去营销网络的基础上做调整与改革，聚焦产品和市场，最终于 2013 年当年就成功提升了泉州市场的市场占有率至 60%，且实现盈利约 2000 余万元，同比增长将近翻番。我们认为，公司在福建市场还需要经历一段时期的恢复，进一步加强品牌与渠道的调整，以达到进一步恢复与提升市场份额的目的。

#### （三）产品结构优化聚焦

在过去啤酒行业竞争最激烈的阶段，产品开发上常认为是越多越好，甚至有的啤酒企业品种多达上百种，导致同一目标市场的产品重叠、产品形象混乱、不同产品之间的价格和市场冲突等问题十分突出。但随着竞争逐步演变至后期，各龙头企业都充分认识到，繁杂的产品结构不利于企业长期成长。单纯仅依靠中低档产品打价格战做市场份额的时代已经一去不返，现阶段更需要优化产品结构，在中低档产品做“面”的同时，利用高档产品做“点”以达到带动中低端产品上量的目的。

我们预计，未来 5 年内啤酒产品高端化加速，中高档啤酒市场的增速仍会保持在 20% 以上，而低档市场或仅能达到行业平均增速（5% 左右）甚至更低。虽然短期内中高档啤酒的销量占比不大，但是却将成为未来啤酒企业的主要利润增长点，因此，优化产品结构，突出中高档产品的差异化竞争优势，提高单品利润贡献率是未来啤酒业中高端产品发展的大势所趋。

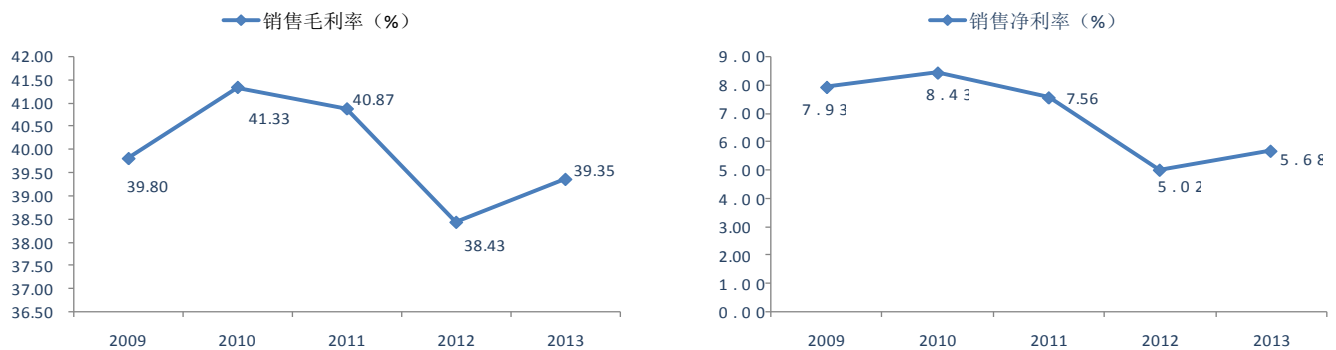
图 18: 燕京产品结构分析（2013 年）



资料来源：中国银河证券研究部整理（注：此处价格区间标注为产品的终端零售价）

以燕京为例，其产品结构现已全面优化升级，积极构建以清爽酒为基础，以中档酒为主突破，以高档酒提升品牌价值的产品架构；形成了普通酒以清爽为代表、中档酒以鲜啤为代表、高档酒以纯生为代表的清晰产品线。2013年，公司中高档啤酒销量同比增长了27.42%，且增速明显快于普通酒，在公司整体销量占比已达到1/3左右。我们认为，公司产品结构升级本着**低端产品做面、中端产品盈利、高端产品提升品牌形象，互相补充、互相依赖的战略**，在保证过往市场份额的基础上，可通过不同的产品达到全渠道覆盖的效果，使得酒店、夜场、超市、大卖场等所有消费终端和零售终端联动上量，在收入及利润上全面提升公司业绩。

图 19: 燕京啤酒毛利率及净利率变化趋势分析 (2009-2013 年)



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究部

鲜啤——作为公司中档主推产品，是从 2013 年下半年开始在全国范围内进行推广的，去年整体销量在 80-90 万吨之间，其中，广东地区销量约 40 万吨，四川则达到 20 万吨左右，进展比较理想，甚至出现部分替代普通酒的趋势。我们认为，中档价格带产品的崛起未来将发挥三大优势：**一是覆盖消费面最广**。以优质低价作为卖点的中档产品，可最大限度地满足下到 3 元/瓶，上至 5 元/瓶的价位细分市场的需求，使产品能快速进入流通领域；**二是具备良好的市场竞争优势**。在燕京的强大品牌背书下，主打产品鲜啤兼具了高档纯生的品质属性，但价格相对而言又具有明显优势，在激烈的市场竞争中，可以有效地牵制竞争对手的发展势头，抢占市场份额；**三是公司利润贡献的主力军**。虽然从总体结构来看，普通酒走量快、费用投入少，是销售量的主要贡献者。但是从净利润的角度来看（除开费用），中档酒却是贡献最大的品种。

表 2: 北京大型超市草根调研数据汇总 (截至 2014 年 7 月)

华润雪花	规格	价格	生产日期	产品档次	每 100ml 单价 (元)
雪花清爽啤酒	330ml/听	¥1.70	2014/7/4	低档	0.5
雪花精制啤酒	330ml/听	¥2.60	2014/7/17	中档	0.8
雪花勇闯天涯	500ml/瓶	¥4.50	2014/5/20	中档	0.9
雪花纯生啤酒	500ml/瓶	¥7.00	2014/6/1	高档	1.4
燕京啤酒	规格	价格	生产日期	产品档次	每 100ml 单价 (元)
燕京 10° 清爽特制	600ml/瓶	¥2.80	2014/7/3	低档	0.5
燕京 11 度精品	500ml/听	¥3.90	2014/5/9	中档	0.8
燕京本生	330ml/听	¥2.80	2014/5/21	中档	0.8
燕京 10 度鲜啤	330ml/听	¥2.90	2014/5/29	中档	0.9
燕京啤酒纯生	600ml/瓶	¥5.80	2014/5/17	高档	1.0

燕京无醇	330ml/听	¥3.30	2014/2/24	高档	1.1
燕京至尊啤酒	500ml/听	¥8.50	2014/2/15	高档	1.7
<b>青岛啤酒</b>	<b>规格</b>	<b>价格</b>	<b>生产日期</b>	<b>产品档次</b>	<b>每 100ml 单价 (元)</b>
8 度崂山罐啤	500ml/听	¥3.00	2014/2/27	低档	0.6
青岛啤酒冰纯 10 度	330ml/听	¥3.20	2014/7/1	中档	1
青岛啤酒纯生	500ml/听	¥6.60	2014/6/8	高档	1.32
青啤奥古特	500ml/听	¥9.50	2014/5/11	高档	1.9
<b>其他</b>	<b>规格</b>	<b>价格</b>	<b>生产日期</b>	<b>产品档次</b>	<b>每 100ml 单价 (元)</b>
特醇嘉士伯大罐	500ml/听	¥5.50	2014/5/28	中高档	1.1
嘉士伯大听啤	500ml/听	¥7.90	2014/3/16	高档	1.58
百威啤酒	330ml/听	¥6.40	2014/4/3	高档	1.9
德国爱士堡小麦啤酒	500ml/瓶	¥9.90	2014/4/11	进口酒	1.98

资料来源：中国银河证券研究部整理（主要调研渠道为大型商超如家乐福、沃尔玛及大润发等）

根据我们的草根调研数据可进一步明确以下两大产品趋势：

**一是产品价格高端化。**在经历此前低价抢市场的激烈竞争之后，目前啤酒行业正呈现低档抢市场逐步向中高档利润与市场平衡过渡的趋势。相比于市场其他竞争对手而言，燕京各同档次产品每百毫升价格均低于其竞争对手，产品价格优势显著，仍具备一定的提价空间。

**二是产品包装听装化。**目前全球啤酒行业听装产品占比已达到 50% 以上，然而中国却仍不足 10%。听装化策略一是能更好迎合消费者偏好，有利于抢占市场份额；二是从营销角度出发能更方便进行产品组合，促进销量增长的同时提升产品档次，满足利润增长所需；三是能减少运输过程中如“爆瓶”等的损耗。因此，中国的听装啤酒现在整体行业增速很快，已达到 20-30%，我们预计，近几年在啤酒包材上会逐步呈现听装化。

#### （四）品牌战略：“1+3” 推进全国性主品牌地位提升

燕京目前采用的主要是“全国单一品牌为主，区域子品牌为辅”的“1+3”品牌战略。即不断提升“燕京”全国性主品牌地位，强化“漓泉”、“惠泉”和“雪鹿”3 个区域优势品牌的市场表现。目标是力争将主品牌“燕京”打造成国际性知名品牌，培养三个区域性强势品牌至全国知名品牌。

图 20：“燕京”主品牌标识



资料来源：公司官网，中国银河证券研究部

近年来“燕京”主品牌占其总啤酒销量的比重正逐年提升，现已从 2004 年的 45% 提升了 21 个百分点至 66%，全国性主品牌地位不断加强。2013 年，公司四大品牌销量合计 515 万千升，占啤酒总销量的 90%。其中，“燕京”牌啤酒销量 378 万千升，同比增长 7%，占四大品牌总销量的 73%。我们认为，主品牌地位的不断提升可为公司增强市场竞争力、扩大市场规模、提升盈利能力打下坚实的品牌基础。

纵观燕京品牌发展和企业竞争力提升的历史，我们一直提出，其经营模式始终呈现出稳健和可持续发展的特征。无论是品牌经营还是营销模式，都更注重持续经营、切合企业实际，注重品质、品牌、管理、服务的综合提升。

品牌推广活动之特色体育营销举措：

### ● 助力奥运 打造冠军品质

当燕京啤酒成为北京奥运会啤酒赞助商之时，国内啤酒行业的营销大战已日趋白热化。虽然前几大巨头在竞争中品牌优势已日益凸显，但燕京始终坚定地认为奥运是其实现新腾飞的机会，也是实施新营销的起点。作为奥运赞助商之一，当 2008 年奥运会开幕后，人们举杯畅饮最常说的一句话就是燕京啤酒打造的口号“为中国干杯”。最终燕京啤酒有效凭借“地利”，顺利实现了向广大消费者传播燕京啤酒的品牌理念和价值的目标，提高了北京市场的中高档产品销量，提升了燕京品牌的形象和地位。

图 21：2008 北京奥运营销策略



资料来源：公司官网，中国银河证券研究部

继成为 2008 年北京奥运会国内啤酒赞助商之后，燕京啤酒开始与中国体育结下了不解之缘。冠名北京女排；与国家体育总局水上运动管理中心暨中国皮划艇队正式结为官方合作伙伴；与中国足协结成战略合作伙伴，支持中国女足的发展；成为中国乒协官方合作伙伴；冠名北京控股女子乒乓球俱乐部……在与中国体育世界携手发展的过程中，不断传递着燕京啤酒的品牌热情与梦想。

### ● 携手 2014 中国足协杯 奉献顶级品质

无啤酒不足球，啤酒加足球是全世界球迷的共同认可的。在经历 2014 年世界杯的狂欢之后，足协杯作为国内唯一职业和业余球队共同参加的赛事，是中国足协推动全民足球发展，让

所有人享受足球快乐的重要途径。而燕京啤酒另辟世界杯之外的蹊径，通过冠名足协杯，借助这一重要体育赛事平台，进一步推广和传播燕京产品和品牌，开展现场观看、比赛预热、产品推广等活动，为中国足协杯和燕京品牌形成良好的共振，迈出了扎实的步伐。

我们认为，相对于世界杯的播出时间而言，足协杯的播出时段更贴合消费者的啤酒饮用习惯，也更接地气，对公司的品牌推广以及提升市场份额等方面都将起着更加积极的促进作用。

## 四、三大看点：聚焦公司未来发展

### （一）聚焦策略坐实优势区域寡头

回归到燕京的聚焦策略上，我们认为：

#### 区域聚焦——因地制宜 有效联动

此前福建惠泉在复制广西模式中遭遇的亏损困境表明：区域各自为战容易导致当地的管理团队更倾向于根据自己的情况避难就易，一方面可有利于各区域因地制宜，最大发挥其管理效益，快速提升当地的盈利能力；但另一方面也由此导致了各区域往往难以通过联动有效形成合力，产生内部消耗问题，资源遭到浪费。

我们认为，燕京目前已找到了一条合适的区域聚焦路线，在巩固基地市场的同时，加大对西部地区的聚焦，目前已成功培育出了以云南、四川和新疆为代表的西部地区优势市场，与基地市场广西形成了一股积极有效的合力，竞争实力得以快速强化，创造了难得的时机和发展空间。

#### 产品聚焦——优化升级 突出鲜啤

啤酒作为快速消费品，有着量大、利薄的特点。因此，低价促销争夺市场份额以确立垄断地位一直是行业发展过程中的主旋律。然而，正如我们的前述观点：随着市场集中度以及消费结构的不断提升，啤酒产品单价未来将一定会持续提高，最终导致中高档产品的占比持续提升。我们分析后判断，现阶段公司产品提价主要是基于成本以及外资洋啤酒巨额利润等因素的影响，目前中国啤酒行业正在迈入高成本时期，面临着能源、原料、物流、设备、技术创新、人力成本等不断增长而造成的巨大压力，因此即使是在三线城市，目前2元以下啤酒产品在货架上也仅剩零星选择。而随着消费者越来越倾向于品牌消费，我们预计5元左右的啤酒产品将会成为未来新的主流价格带。基于此，若简单从成本端考虑提价因素，未来要想更好地参与中高端产品的竞争，赢得更大的市场份额，企业就必须要坚持低成本运作策略。因此，企业内部在管理策略以及资源配置等方面要积极配合好未来中高端营销的方向。

基于以上分析，我们看好燕京鲜啤作为一个极具差异化与性价比的单品，将在产品结构全面升级以及快速提升公司业绩上实现重大突破。

#### 渠道聚焦——终端可控 激励到位

依照燕京“五统一，一独立”（统一生产计划和工艺管理、统一原材料采购、统一市场划分、统一商品价格、统一商标管理与使用；实行经济独立核算）的经营管理模式，公司总部对分销渠道没有整体规划，各子公司只要按规定在统一划分的市场范围内销售，就可拥有制定各自渠道策略的权力。

我们认为，这不仅有利于销售的渠道的扁平化，有效掌控终端资源；更为重要的是各区域在深耕渠道的过程中，可根据自身情况设立市场激励政策，发挥基层管理团队最大积极性。

## （二）并购价值提升估值空间

纵观目前啤酒行业并购市场，各区域内寡头垄断格局初现，可收购标的严重稀缺，收购进程开始步入尾声。未来基于对国内啤酒行业价格将长期处于上升通道的预期，将可能导致并购方在收购价格上进行激烈争夺，从而拉高行业估值。

燕京已经确立以“燕京”为主品牌，“漓泉”、“惠泉”、“雪鹿”为区域品牌的“1+3”品牌架构。品牌经过近 34 年的发展，已成为我国啤酒行业市场份额前五大的巨头品牌，具有较高的知名度和市场影响力。从 2004 年的 137.45 亿元暴增到 2013 年的 502.65 亿元，品牌价值增长了近 4 倍。同时，公司 2013 年品牌价值同比上年增速达到 42.9%，是中国 10 年来发展最快的十大品牌之一，品牌价值日渐凸显。

基于以上，我们根据近三年来最新的并购案报价测算：

（1）2013 年 3 月，嘉士伯以现金部分要约收购 1.46 亿股重庆啤酒，占总股本约 30.29%，按 20 元/股计算达 29.13 亿元，折合后重庆啤酒的收购市值达到 96 亿元，而以重啤 2012 年 31.5 亿元的销售收入比较，比例高达 3: 1；

（2）同年，雪花欲以 53.842 亿元人民币收购金威啤酒资产。金威 2012 年销售收入为 15.49 港元，约合 12.4 亿元人民币，按照华润雪花的报价，比例更是高达 4: 1。

我们认为，依照目前啤酒行业并购市场的发展趋势，未来的优质标的收购价值将会越来越高。然而，仅以燕京 2013 年 137.48 亿元销售收入计算，对应于目前 182 亿元的二级市场总市值，其比值仅为 1.3: 1，处于价值洼地，估值提升空间巨大。

## （三）有望受益新一轮国企改革红利

目前北京市国资国企改革意见已获得相关部门通过，有望于近期正式对外公布。市属国企的分类改革方向不变，即分为城市公共服务、特殊功能（专项任务和重大项目建设等）和竞争类共计三大类，但具体企业名单会做动态调整。就此三类国企的资本分布来看，城市公共服务类国企资本分布占比 19%，特殊功能类国企占 22.6%，竞争类则占 58.4%。意见发布后，混合所有制（占比 66%）、国有资本经营公司、规范董事会建设等方面改革将在一些企业先行试点。

根据统计，北京市政府目前直接出资的一级企业有 43 家，市属国企有 46 家上市，总市值超过 5500 亿元。我们认为，燕京作为北京市所属国有资产的重要组成部分，将有望率先在这一轮的国企改革中获益，若能由此推动公司实施股权激励政策，则将有望加速提升盈利能力。

## 五、附录

**燕京啤酒（000729）财务报表预测（百万元）**

资产负债表					利润表				
	2013	2014E	2015E	2016E		2013	2014E	2015E	2016E
货币资金	1609.16	1506.25	2843.58	1777.10	营业收入	13748.38	15062.47	16434.10	17771.01
应收和预付款项	459.58	712.14	520.82	795.62	营业成本	8338.02	9058.11	9794.06	10456.59
存货	4050.23	5006.90	4890.72	5607.49	营业税金及附加	1466.80	1636.66	1725.58	1897.63
其他流动资产	200.46	200.99	197.97	202.75	营业费用	1754.34	1871.42	2069.44	2222.86
长期股权投资	226.54	226.54	226.54	226.54	管理费用	1303.42	1421.80	1553.53	1679.10
固定资产	10203.94	10564.15	10864.48	11040.23	财务费用	78.78	85.82	107.08	87.78
无形资产	852.28	903.00	955.58	1005.03	资产减值损失	6.49	8.70	10.74	10.09
其他非流动资产	1303.18	1295.18	1208.68	1141.99	投资净收益	92.96	30.11	36.00	43.08
资产总计	18905.36	20415.15	21708.37	21796.75	公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00
短期借款	1315.00	3529.33	2158.28	2599.66	营业利润	893.50	1010.07	1209.66	1460.05
应付账款	1081.14	1215.92	1270.66	1381.63	其他非经营损益	122.24	191.04	158.57	157.28
长期借款	69.23	66.33	54.88	40.39	利润总额	1015.74	1201.10	1368.23	1617.33
其他负债	3499.20	1964.42	3828.09	2508.35	所得税	234.49	278.08	318.45	404.33
负债合计	5964.57	6776.01	7311.92	6530.04	净利润	781.26	923.03	1049.78	1213.00
归属母公司股东权益	11740.93	12348.42	13006.13	13746.14	少数股东损益	100.62	90.87	99.60	130.24
少数股东权益	1199.86	1290.72	1390.32	1520.56	归属母公司股东净利润	680.64	832.16	950.18	1082.76
股东权益合计	11740.93	12348.42	13006.13	13746.14	每股收益（EPS）	0.24	0.30	0.34	0.39
负债和股东权益合计	18905.36	20415.15	21708.37	21796.75					
现金流量表					财务指标				
	2013	2014E	2015E	2016E		2013	2014E	2015E	2016E
净利润	781.26	923.03	1049.78	1213.00	毛利率	39.35%	39.86%	40.40%	41.16%
折旧与摊销	819.96	806.57	892.34	977.43	销售净利率	5.68%	6.13%	6.39%	6.83%
经营性现金净流量	2958.87	-680.67	4239.16	29.77	ROE	6.04%	6.77%	7.29%	7.95%
投资性现金净流量	-1480.24	-1183.10	-1119.90	-1093.52	ROA	4.13%	4.52%	4.84%	5.57%
筹资性现金净流量	-1081.15	230.92	-251.99	-336.66	ROIC	6.08%	6.26%	7.42%	7.73%
现金流量净额	397.48	-1632.84	2867.27	-1400.41	销售收入增长率	5.49%	9.56%	9.11%	8.13%
EBITDA	1870.87	2108.49	2367.94	2669.76	营业利润增长率	28.92%	13.05%	19.76%	20.70%
					净利润增长率	10.46%	22.26%	14.18%	13.95%

资料来源：中国银河证券研究部测算



## 插图目录

图 1: 我国啤酒人均消费量 (2004-2013 年) .....	3
图 2: 各国人均啤酒消费量分布图 .....	3
图 3: 我国啤酒的吨酒收入及增速 (2004-2014 年 Q1) .....	4
图 4: 我国啤酒行业 2010-2014 年前 6 月单月产量及增速变动 .....	4
图 5: 我国啤酒行业收入累计值及增速变动(2000-2014 前 6 月) .....	5
图 6: 我国啤酒行业利润总额累计值及增速变动(2000-2014 前 6 月).....	5
图 7: 我国单月大麦进口平均单价 (美元/吨) .....	6
图 8: 我国啤酒行业毛利率水平变动 (2000-2014 前 6 月) .....	7
图 9: 我国啤酒行业利润总额比率变动 (2000-2014 前 6 月) .....	7
图 10: 啤酒行业前四大巨头销量市场份额 .....	7
图 11: 燕京啤酒股权结构详解 .....	9
图 12: 燕京啤酒历年收入及利润变化 (2009-2013 年) .....	11
图 13: 燕京啤酒历年收入及利润增速与行业增速比较 (2009-2013) .....	11
图 14: 北京、广西和内蒙三地是燕京收入与利润贡献的主力军 .....	12
图 15: 北京地区啤酒总产量及累计同比增速 (1997-2013 年) .....	13
图 16: 广西地区啤酒总产量及累计同比增速 (1997-2013 年) .....	13
图 17: 内蒙地区啤酒总产量及累计同比增速 (1997-2013 年) .....	14
图 18: 燕京产品结构分析 (2013 年) .....	16
图 19: 燕京啤酒毛利率及净利率变化趋势分析 (2009-2013 年) .....	17
图 20: “燕京”主品牌标识 .....	18
图 21: 2008 北京奥运营销策略 .....	19

## 表格目录

表 1: 2010 年以来我国海关大麦进口均价 (美元/吨) 及同比增幅 .....	6
表 2: 北京大型超市草根调研数据汇总 (截至 2014 年 7 月) .....	17

## 评级标准

### 银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

**推荐：**是指未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

**谨慎推荐：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

**中性：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

**回避：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

### 银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

**推荐：**是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

**谨慎推荐：**是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%-20%。该评级由分析师给出。

**中性：**是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

**回避：**是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

### 中国银河证券食品饮料团队，2013 年和 2011 年新财富最佳分析师。

**董俊峰，食品饮料行业分析师（首席）。**1994—1998 年消费品营销策划业四年从业经历、1998—1999 年超市业一年从业经历、2001 年至今证券业十年从业经历。清华大学硕士。2003 年首创消费品行业数量化研究模型《品牌渠道评级体系》，已获国家版权局著作权登记证书。

**李琰，食品饮料行业分析师。**2010 年进入证券业工作，2012 年 5 月至今在银河证券从事食品饮料行业研究工作。英国雷丁大学硕士。

二人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接受到任何形式的补偿。承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

## 免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

## 联系

### 中国银河证券股份有限公司 研究部

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 15 楼  
深圳市福田区福华一路中心商务大厦 26 层  
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座  
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座  
公司网址：[www.chinastock.com.cn](http://www.chinastock.com.cn)

### 机构请致电：

上海地区：何婷婷 021-20252612 [hetingting@chinastock.com.cn](mailto:hetingting@chinastock.com.cn)  
深广地区：詹璐 0755-83453719 [zhanlu@chinastock.com.cn](mailto:zhanlu@chinastock.com.cn)  
北京地区：王婷 010-66568908 [wangting@chinastock.com.cn](mailto:wangting@chinastock.com.cn)  
海外机构：刘思瑶 010-83571359 [liusiyao@chinastock.com.cn](mailto:liusiyao@chinastock.com.cn)