

燕京啤酒

15年盈利增速有望回升，维持“中性”评级

预计 2015 年行业销量维持较低增长，集中度进一步提高

我们认为，2015 年行业销量将维持在较低增长水平：1) 通缩后周期对消费的影响；2) 目前我国人均消费量为 37 升，略高于世界人均水平，特别是一二线城市人均消费量的提升空间有限。过去十年，啤酒行业经历了并购整合，集中度大幅提高，CR4 销量占比从 2004 年的 40% 提升到 2013 年的 63%，14 年有望达到 65% 以上。目前市场竞争格局逐渐稳定，主要增长策略也有望从低价走量转向品牌建设和结构升级，行业整体的利润率有望上升。

14 年业绩前瞻：销量略低原先预期，拖累收入和利润增速

我们预计公司 14 年收入同比增长 1%，净利润同比增长 5% 左右：1) 销量下滑 7%，略低于行业销量增速；2) 公司吨价受益于年初提价效应和结构升级，提高 7-8%。我们认为销量增速下降的主要原因是：1) 行业增速受到经济放缓和不利天气等原因有所减缓；2) 夏天局部地区雨水偏多，特别是公司大力发展的新兴市场大西南地区；3) 高档酒受到反腐和高端餐饮下滑的影响较大，增速有所下降；4) 局部地区竞争激烈。

预计公司 15 年收入和利润增速有望回升

我们预计，公司 15 年收入和利润增速为 5-10%，盈利能力有望提升。其中，1) 毛利率将继续稳步提升，体现在以鲜啤为代表的产品持续升级以及稳定的原材料和包装成本；2) 整体销售管理费用率水平相对稳定。

估值：维持“中性”评级，目标价从 8 元上调至 8.8 元

由于行业整体销量增速降低，且国内啤酒市场在外资品牌积极扩张的背景下竞争更为激烈，我们下调 14-16 年的收入增速假设且上调期间费用率假设，将 14-16 年的 EPS 预测从 0.30/0.34/0.37 元下调为 0.25/0.28/0.30。我们看好公司产品结构升级，上调长期毛利率假设。目标价基于瑞银 VCAM 现金流贴现模型（因市场无风险利率下降，WACC 从 9.1% 下调至 8.9%），对应 15/16 年 EV/EBITDA 为 13/12x。

Equities	
中国	
酿酒业	
12 个月评级	中性 保持不变
12 个月目标价	Rmb8.80 之前: Rmb8.00
股价	Rmb8.35
路透代码: 000729.SZ 彭博代码 000729 CH	
交易数据和主要指标	
52 周股价波动范围	Rmb8.69-6.19
市值	Rmb23.4 十亿/US\$3.75 十亿
已发行股本	2,807 百万 (ORDA)
流通股比例	44%
日均成交量(千股)	22,826
日均成交额(Rmb 百万)	Rmb180.3
普通股股东权益 (12/14E)	Rmb12.3 十亿
市净率 (12/14E)	1.9x
净债务 / EBITDA	0.4x
每股收益(UBS 稀释后)(Rmb)	
	从 到 % 市场预测
12/14E	0.30 0.25 -13.80 0.29
12/15E	0.34 0.28 -17.87 0.33
12/16E	0.37 0.30 -19.15 0.37

赵琳

分析师

S1460511020005

lin.zhao@ubssecurities.com

+86-105-832 8186

重要数据 (Rmb 百万)	12/11	12/12	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E
营业收入	12,137	13,033	13,748	13,934	14,986	16,122	17,313	18,581
息税前利润(UBS)	1,016	797	879	925	910	1,116	1,193	1,301
净利润 (UBS)	817	616	681	715	774	848	915	990
每股收益(UBS 稀释后)(Rmb)	0.34	0.25	0.24	0.25	0.28	0.30	0.33	0.35
每股股息 (Rmb)	0.11	0.11	0.08	0.08	0.09	0.09	0.11	0.12
现金 / (净债务)	(1,093)	(2,392)	135	(672)	(595)	(277)	40	532
盈利能力和估值	12/11	12/12	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E
息税前利润率(%)	8.4	6.1	6.4	6.6	6.1	6.9	6.9	7.0
ROIC (EBIT) (%)	9.0	6.3	6.8	6.9	6.3	7.4	7.7	8.2
EV/EBITDA(core)x	12.8	11.7	10.6	13.3	13.1	11.4	10.7	10.0
市盈率 (UBS, 稀释后) (x)	25.9	27.2	26.0	32.8	30.3	27.7	25.7	23.7
权益自由现金流 (UBS) 收益率 %	(3.9)	(1.8)	8.7	(2.3)	1.0	2.3	2.3	3.1
净股息收益率(%)	1.3	1.7	1.3	1.0	1.1	1.1	1.3	1.4

资料来源：公司报告、Thomson Reuters、UBS 估算。UBS 给出的估值是扣除商誉、例外项目以及其他特殊项目之前的数值。估值：根据该年度的平均股价得出，(E)：根据 2015 年 02 月 16 日 22 时 39 分的股价(Rmb8.35)得出。

投资主题

燕京啤酒

投资理由

燕京啤酒过去两年内部管理改革过于激进，部分地区利润出现下滑甚至亏损。我们认为燕京啤酒 14 年公司战略逐步回归稳健，聚焦基地与新型市场，中间市场将恢复性增长，带来盈利能力的改善。公司目前 EV/tonne 为 2800 元/吨左右，低于同行业的其他公司水平。我们预测公司 2014-16 年 EPS 为 0.25/0.28/0.30 元（市场一致预期为 0.28/0.33/0.37 元）。随着产品结构的优化，公司盈利能力有望不断增强，但我们认为目前股价已包含国企改革预期，估值水平合理，给予“中性”评级，目标价 8.8 元，对应 15/16 年 13/12 倍 EV/EBITDA。

乐观情景

我们假设 15 年大麦成本温和上涨，福建市场快速恢复，新兴市场产能释放超预期，且产品结构升级带来的毛利率改善超预期，估算 2015-16 年 EPS 为 0.32/0.35 元，每股估值 10.5 元，对应 15 年 15 倍 EV/EBITDA。

悲观情景

我们假设公司产品市场占有率下滑，并且成本压力持续，估算 2015-16 年 EPS 为 0.24/0.26 元，每股估值 7 元，对应 15 年 10 倍 EV/EBITDA。

近期催化剂

我们认为 15 年中高端新产品销售超预期是公司的正面催化剂。

我们认为行业竞争仍然激烈，15 年竞争对手加速的产能扩张对公司的冲击有可能成为负面催化剂。

12 个月评级

中性

12 个月目标价

Rmb8.80

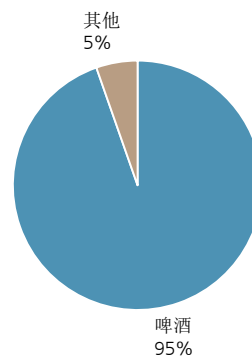
公司简介

燕京啤酒是中国最大的啤酒企业集团之一，连年被评为全国 500 家最佳经济效益工业企业、中国行业百强企业。2013 年，公司共生产销售啤酒 571 万千升（含托管企业），占全国啤酒总量 11.2%，快于国内啤酒行业 4.6% 的增速，位于世界啤酒行业的领先地位。

行业展望

我国啤酒行业的产量发展经历了长期的并购整合，进入寡头垄断时期。2012 年行业 CR5 达到 65.4%，青岛啤酒、燕京啤酒等五大公司竞争的格局逐步明朗。因此，在公司市占率高的市场，将有望通过相应的产品结构提升、费用率的改善推动利润率持续增长。

收入按产品分布, 2013



来源：公司数据

各类产品的毛利

百万元	2012	2013	2014E	2015E	2016E
啤酒	4,878	5,250	5,309	5,754	6,229
其他	130	160	209	219	232
合计	5,008	5,410	5,518	5,973	6,461

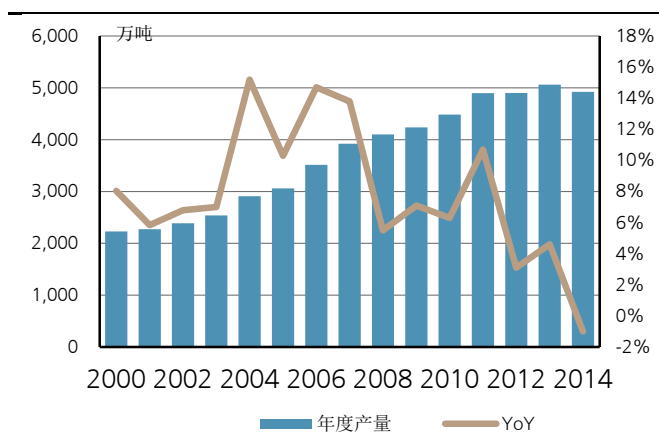
来源：公司数据，瑞银证券估算

行业竞争格局：并购整合渐近尾声，集中度进一步提高

2014 年 1~12 月，中国啤酒行业累计产量 4,922 万吨，同比下降 1%；行业累计收入和利润分别为 1,886 亿元（+5% YoY）和 138 亿元（+11% YoY）。我们认为 2014 年国内啤酒产量增速下滑主要原因是：1) 反腐运动导致中高端餐饮下滑；2) 国内经济增速放缓，CPI 在低位运行；3) 2014 年天气比较异常，温度偏低。

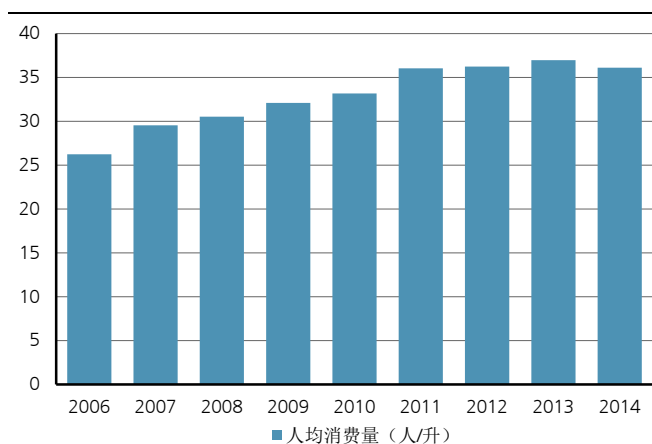
我们认为，2015 年行业销量将维持在较低增长水平：1) 通缩后周期对消费的影响；2) 目前我国人均消费量为 37 升，略高于世界人均水平，特别是一二线城市人均消费量的提升空间有限。我们认为，未来行业主要增长空间在于：1) 一二线城市消费结构升级；2) 三四线地区居民收入增长带来的消费量上升。

图表 1: 啤酒行业累计产量及增速



来源: CEIC

图表 2: 中国人均啤酒消费量

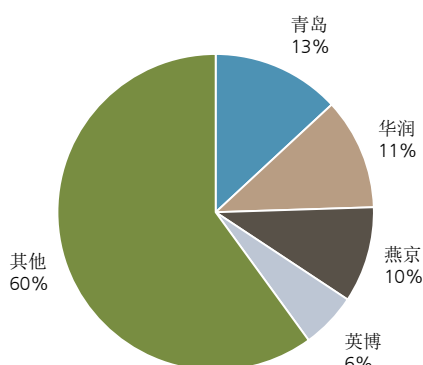


来源: WIND

过去十年，啤酒行业经历了并购整合的时代，集中度大幅提高，CR4 销量占比从 2004 年的 40% 提升到 2013 年的 63%，14 年有望达到 65% 以上。目前市场上优质标的已经不多，并购时代渐近尾声，竞争格局逐渐稳定，主要增长策略也有望从低价走量转向品牌建设和结构升级，行业整体的利润率有望上升。

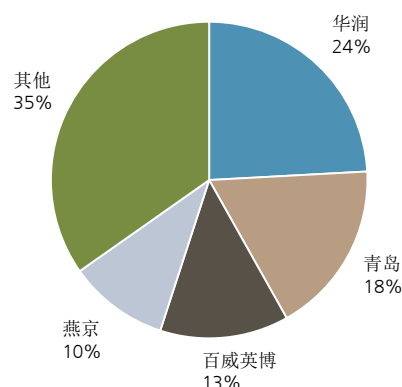
燕京执行 1+3 品牌战略，在核心市场（北京+广西+内蒙）市占率和定价权都具备明显优势；新兴市场方面，重点开发具备较大增长潜力的中西部地区（四川、云南、新疆等），回避在其他竞争对手核心区域的竞争。

图表 3: 2004 年啤酒行业 CR4 市场份额



来源: Euromonitor

图表 4: 2014 年啤酒行业 CR4 市场份额



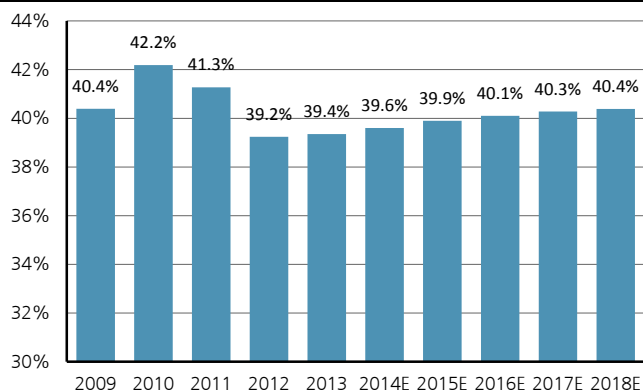
来源: Euromonitor, 瑞银证券估算

预计公司 15 年收入和利润增速有望回升

我们预计公司 14 年收入同比增长 1%，净利润同比增长 5% 左右：1) 销量下滑 7%，略低于行业销量增速；2) 公司吨价受益于年初提价效应和结构升级，提高 7-8%。其中，四季度收入下降 11%，但由于毛利率提高，季节性亏损同比收窄。我们认为业绩增速下降的主要原因是：1) 行业增速受到经济放缓和不利天气等原因有所减缓，14 年行业销量同比下降 1%；2) 夏天局部地区雨水偏多，特别是公司大力发展的新兴市场大西南地区；3) 鲜啤、易拉罐等中档酒增长稳定，但高档酒受到反腐和高端餐饮下滑的影响较大，增速有所下降；4) 局部地区竞争激烈，例如广东地区受到百威英博等公司大规模扩张，以及雪花和金威并购等一系列的影响，竞争加剧后收入增长基本持平。

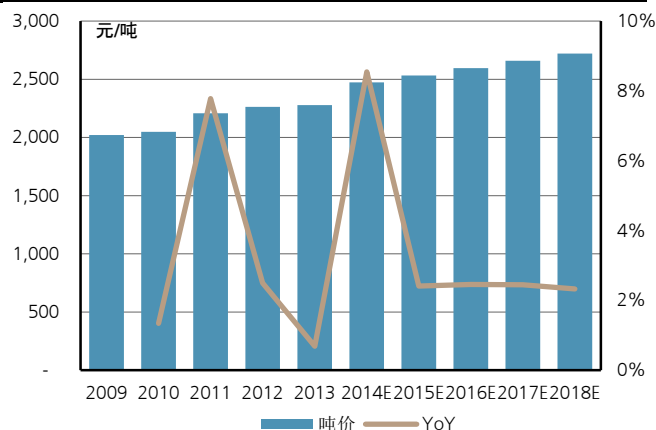
我们预计，公司 2015 收入和利润增速为 5-10%，盈利能力有望提升，其中，毛利率将逐步提升，原因是：1) ASP 提升。公司 2014 年在核心区域北京、内蒙提价 10%/20%，我们预计 15 年提价因素将继续体现；2) 以鲜啤为代表的产品升级持续。公司平均吨价在行业中处于较低水平，主要是因为产品结构较低。受益于居民可支配收入提高，中档鲜啤将逐渐替代普通燕京；3) 原材料和包装材料价格保持稳定。

图表 5: 公司毛利率有望提升



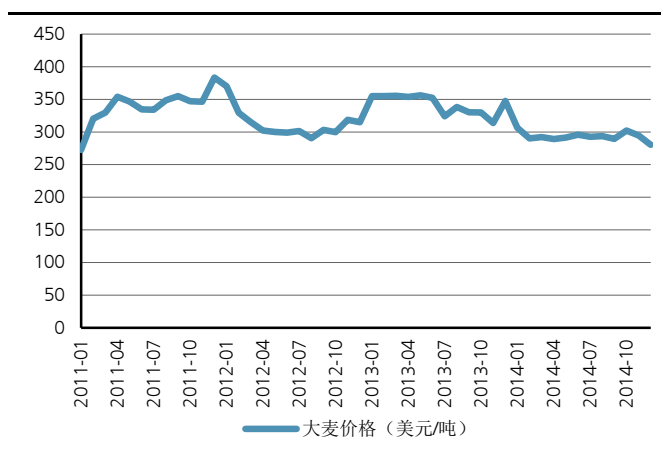
来源: 公司数据, 瑞银证券估算

图表 6: 吨酒价格逐步提高



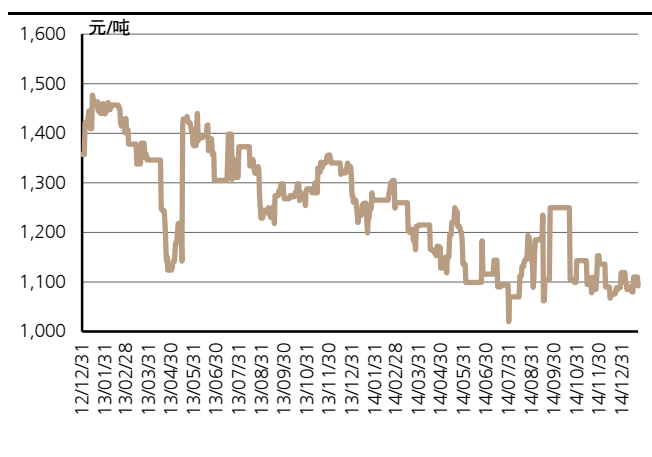
来源: 公司数据, 瑞银证券估算

图表 7: 进口大麦价格走势



来源: Wind

图表 8: 玻璃价格走势

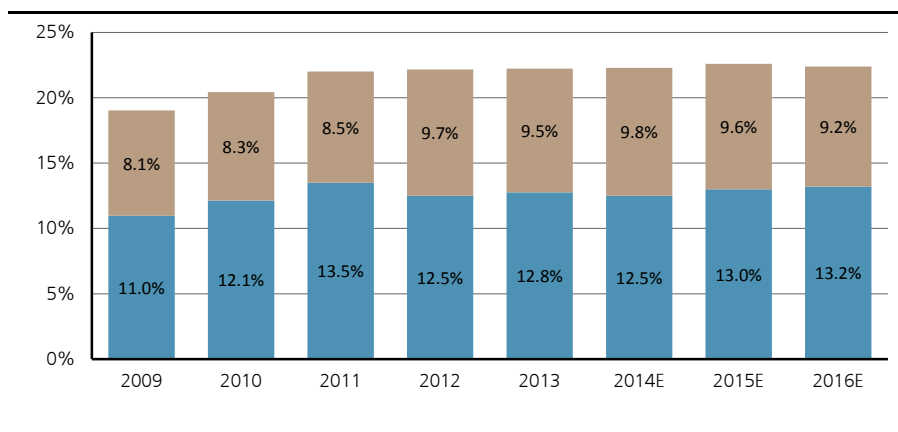


来源: Wind

费用方面, 我们认为, 公司期间费用将保持稳定: 1) 销售费用率或有上涨压力。燕京销售费用率低于行业平均水平, 主要是因为其较为保守的竞争策略 (固守核心基地+放缓新兴市场开发)。目前行业整合已进入尾声阶段, 我们估计 2014 年 CR4 有望超过 65%, 龙头公司之间竞争较为激烈, 作为行业第四, 公司要抢占份额, 进入新兴市场, 势必加大费用投入。2) 管理费用平缓下降。燕京管理费用率高于行业平均, 主要是受制于较低的运营效率和国企风格。我们预计, 国企改革或将盘活运营团队能力, 提高费用效率, 但短期来看, 下降幅度有限。

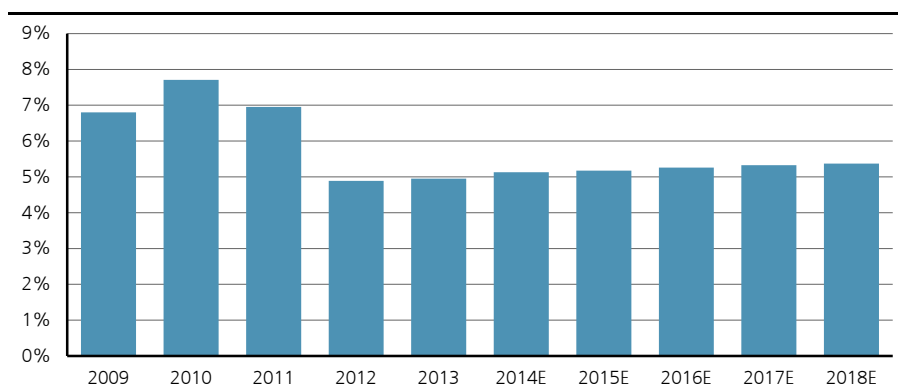
综上, 我们认为公司毛利的上涨将覆盖费用的增加, 总体净利率有望稳步提升。

图表 9: 公司期间费用率变化趋势



来源: 公司数据, 瑞银证券估算

图表 10: 净利率有望稳步提升



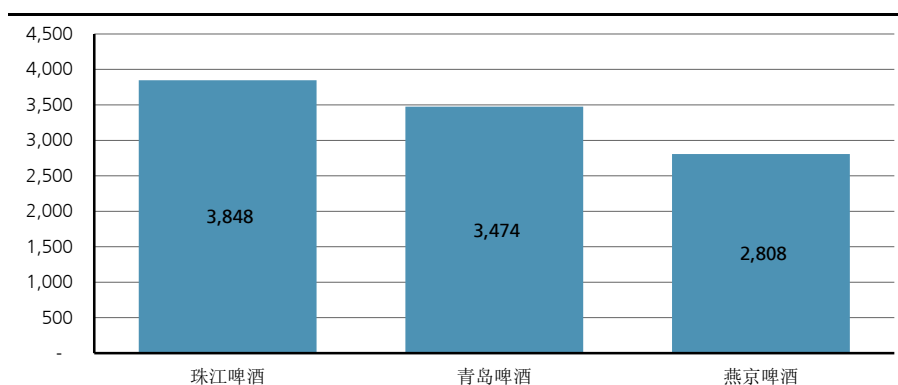
来源: 公司数据, 瑞银证券估算

盈利预测和目标价调整

由于行业整体销量增速降低, 且国内啤酒市场在外资品牌积极扩张的背景下竞争更为激烈, 我们下调了公司 14-16 年的收入增速假设且上调期间费用率假设, 将 14-16 年的 EPS 预测从 0.30/0.34/0.37 元下调为 0.25/0.28/0.30 元。我们看好公司产品结构升级, 上调了中长期毛利率假设 (从 39.5% 提升至 41.0%)。基于瑞银 VCAM 现金流贴现模型 (因市场无风险利率下降, WACC 从 9.1% 下调至 8.9%), 将目标价上调至 8.8 元, 维持“中性”评级, 目标价对应 15/16 年的 EV/EBITDA 为 13/12x。

按照 2014 年产能计算, 我们估算公司目前 EV/tonne 为 2800 元/吨左右, 明显低于同行业的其他公司水平, 比青岛啤酒低 19%。以近年来啤酒行业并购案例来作比较, 每吨产能的平均收购价格接近 4000 元, 比燕京的估值高出 41%。

图表 11: EV/tonne (元/吨, 2013)



来源: 公司数据, Wind。

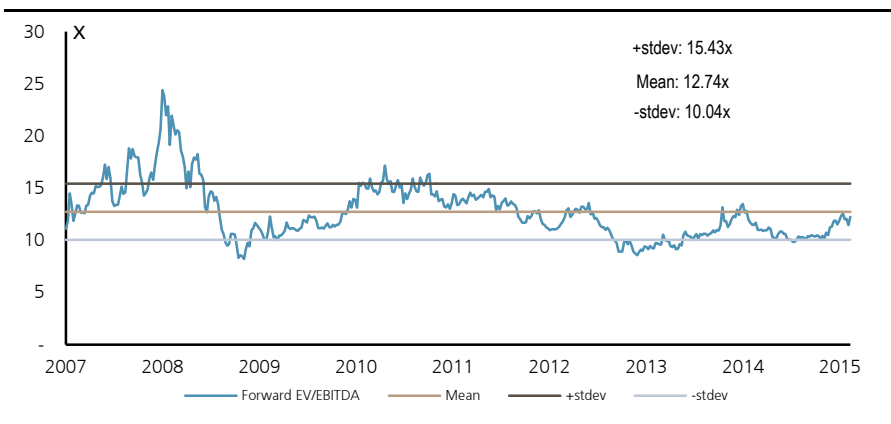
图表 12: 近期啤酒行业并购案例

时间	收购方	收购标的	股权比例	交易金额 (百万)	标的产能 (万吨)	收购吨价 (元/吨)
2012/6	青岛啤酒	三得利	50%	1,336.00	600,000	4,453
2013/2	华润雪花	金威啤酒	100%	5,384.20	1,450,000	3,713
2013/2	嘉士伯	重庆啤酒	30%	2,931.76	1,500,000	6,453
2013/4	百威	亚洲啤酒	100%	2,508.66	900,000	2,787
2014/4	百威	金士百啤酒	100%	3,800.00	800,000	4,750
2014/5	百威	大富豪啤酒	100%	1,600.00	1,000,000	1,600
	平均					3,959

来源: 公司公告

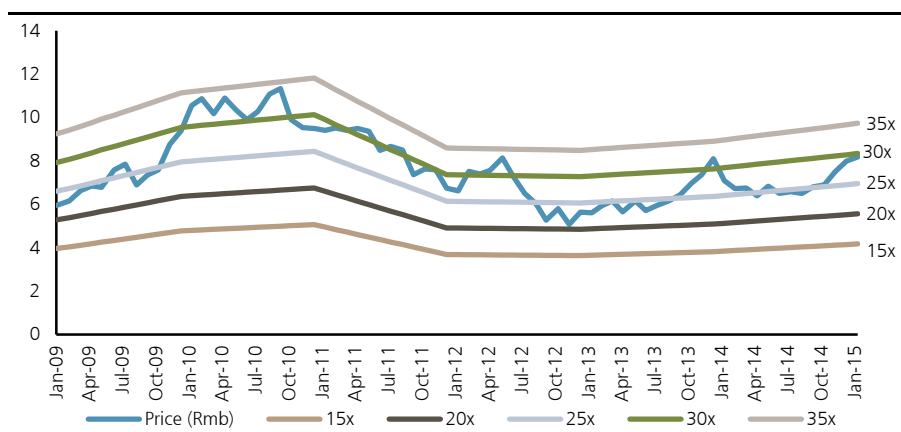
燕京作为啤酒行业龙头之一，2010-2012 年 EV/EBITDA 估值一直在 12-15 倍区间波动。12 年反腐力度加强之后，啤酒行业增速下滑，导致公司估值回落到 10-12 倍区间。14 年下半年开始，随着产品结构升级和北京市国企改革展开，估值水平回升至 12 倍左右。我们看好燕京未来产品升级与利润率提升，但认为当前股价已经部分反应国企改革预期，估值水平较为合理（目前 EV/EBITDA 12.4 倍，PE 30 倍）。目前 PE 水平略高是由于我们并未将国企改革预期可能带来的盈利改善完全反映在盈利预测中。

图表 13: 燕京啤酒未来 12 个月 EV/EBITDA



来源: Wind, 瑞银证券估算

图表 14: PE band



来源: Wind, 瑞银证券估算

图表 15: 国内外啤酒公司估值比较

	Bloomberg Code	Mkt cap (US\$ m)	Share price(LC)	CY PE			P/S 14E	PEG 14E	EV/EBITDA			ROE 14E	Div Yld 14E	P/BV 13
				14E	15E	16E			14E	15E	16E			
百威英博	ABI BB	195,210	106.40	20.2x	19.2x	17.4x	4.3x	2.6x	13.1x	12.6x	11.9x	16.4%	2.4%	3.9x
朝日啤酒	2502 JP	15,139	3716.00	23.2x	21.1x	19.3x	1.0x	2.4x	11.2x	10.9x	10.6x	8.9%	1.2%	2.2x
喜力啤酒	HEIO NA	19,373	58.96	19.2x	16.7x	15.0x	0.9x	1.5x	7.8x	7.3x	6.7x	6.5%	1.7%	1.8x
嘉士伯啤酒	CARLB DC	12,490	526.00	14.9x	15.4x	13.7x	1.2x	3.5x	9.1x	9.3x	8.8x	7.2%	1.7%	1.1x
青岛啤酒 A*	600600 CH	8,662	40.09	25.8x	23.4x	21.6x	1.9x	2.8x	13.8x	12.1x	11.1x	12.0%	1.2%	3.2x
青岛啤酒 H	0168 HK	8,788	50.50	27.4x	24.6x	22.2x	1.9x	2.9x	15.0x	13.5x	12.3x	12.1%	1.2%	3.5x
燕京啤酒*	000729 CH	3,757	8.35	32.8x	30.3x	27.7x	1.7x	3.8x	13.3x	12.4x	11.0x	5.9%	0.9%	1.5x
Average				23.4x	21.5x	19.6x	1.8x	2.8x	11.9x	11.2x	10.3x	9.9%	1.5%	2.5x

来源: Bloomberg, 瑞银证券估算, 注: 以上数据为 2015 年 2 月 16 日收盘价。*为瑞银证券估算, 其余采用市场一致预期

燕京啤酒 (000729.SZ)

	12/11	12/12	12/13	12/14E	%	12/15E	%	12/16E	12/17E	12/18E
损益表(Rmb 百万)										
营业收入	12,137	13,033	13,748	13,934	1.3	14,986	7.6	16,122	17,313	18,581
毛利	4,960	5,008	5,410	5,518	2.0	5,973	8.2	6,461	6,973	7,508
息税折旧摊销前利润(UBS)	1,736	1,572	1,699	1,782	4.8	1,837	3.1	2,100	2,230	2,389
折旧和摊销	(720)	(775)	(820)	(857)	4.5	(927)	8.2	(984)	(1,037)	(1,088)
息税前利润(UBS)	1,016	797	879	925	5.2	910	-1.6	1,116	1,193	1,301
联营及投资收益	7	50	93	97	4.3	144	48.5	109	129	129
其他非营业利润	288	162	122	122	0.0	182	49.1	122	122	122
净利息	(123)	(153)	(79)	(70)	10.6	(75)	-6.1	(74)	(70)	(66)
例外项目(包括商誉)	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
税前利润	1,188	856	1,016	1,074	5.7	1,162	8.2	1,273	1,373	1,487
税项	(271)	(202)	(234)	(252)	-7.6	(273)	-8.2	(299)	(323)	(349)
税后利润	917	654	781	822	5.2	889	8.2	974	1,051	1,137
优先股股息及少数股权	(100)	(38)	(101)	(106)	-5.7	(115)	-8.2	(126)	(136)	(147)
非常项目	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
净利润(本地 GAAP)	817	616	681	715	5.1	774	8.2	848	915	990
净利润(UBS)	817	616	681	715	5.1	774	8.2	848	915	990
税率(%)	22.8	23.6	23.1	23.5	1.8	23.5	0.0	23.5	23.5	23.5
每股(Rmb)										
每股收益(UBS 稀释后)	0.34	0.25	0.24	0.25	5.0	0.28	8.2	0.30	0.33	0.35
每股收益(本地会计准则, 稀释后)	0.34	0.25	0.24	0.25	5.0	0.28	8.2	0.30	0.33	0.35
每股收益(UBS, 基本)	0.34	0.25	0.24	0.25	5.0	0.28	8.2	0.30	0.33	0.35
每股股息净值(Rmb)	0.11	0.11	0.08	0.08	5.0	0.09	8.2	0.09	0.11	0.12
每股账面价值	4.00	3.85	4.21	4.38	4.0	4.57	4.4	4.78	5.01	5.26
平均股数(稀释后)	2,420.54	2,509.83	2,807.40	2,809.65	0.1	2,809.65	0.0	2,809.65	2,809.65	2,809.65
资产负债表(Rmb 百万)										
现金和现金等价物	1,438	1,387	1,609	802	-50.2	879	9.5	1,197	1,514	2,005
其他流动资产	4,606	5,003	4,710	4,828	2.5	5,147	6.6	5,559	5,973	6,441
流动资产总额	6,044	6,390	6,319	5,630	-10.9	6,026	7.0	6,756	7,487	8,446
有形固定资产净值	9,427	10,532	10,204	11,329	11.0	11,824	4.4	12,061	12,246	12,280
无形固定资产净值	1,141	1,235	1,125	1,114	-1.0	1,102	-1.0	1,090	1,088	1,085
投资/其他资产	67	67	1,257	907	-27.9	807	-11.0	707	707	707
总资产	16,679	18,224	18,905	18,979	0.4	19,758	4.1	20,614	21,528	22,518
应付账款和其他短期负债	3,077	3,456	4,406	3,886	-11.8	4,012	3.2	4,149	4,293	4,448
短期债务	2,381	3,620	1,474	1,474	0.00	1,474	0.00	1,474	1,474	1,474
流动负债总额	5,458	7,076	5,880	5,360	-8.9	5,486	2.4	5,623	5,767	5,922
长期债务	150	160	0	0	-	0	-	0	0	0
其它长期负债	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
优先股	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
总负债(包括优先股)	5,608	7,236	5,880	5,360	-8.9	5,486	2.4	5,623	5,767	5,922
普通股股东权益	9,685	9,713	11,825	12,313	4.1	12,851	4.4	13,443	14,078	14,766
少数股东权益	1,386	1,275	1,200	1,306	8.9	1,421	8.8	1,547	1,683	1,831
负债和权益总计	16,679	18,224	18,905	18,979	0.4	19,758	4.1	20,614	21,528	22,518
现金流量表(Rmb 百万)										
净利润(支付优先股股息前)	817	616	681	715	5.1	774	8.2	848	915	990
折旧和摊销	720	775	820	857	4.5	927	8.2	984	1,037	1,088
营运资本变动净值	(476)	(17)	1,463	(571)	-	(274)	51.9	(289)	(298)	(314)
其他营业性现金流	(492)	25	127	73	-42.3	127	74.0	106	105	86
经营性现金流	570	1,400	3,090	1,074	-65.3	1,553	44.7	1,649	1,758	1,850
有形资本支出	(1,390)	(1,694)	(1,601)	(1,610)	-0.6	(1,310)	18.6	(1,110)	(1,220)	(1,120)
无形资本支出	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
净(收购)/处置	154	28	0	0	-	0	-	0	0	0
其他投资性现金流	(72)	58	1,166	97	-	144	-	109	129	129
投资性现金流	(1,308)	(1,608)	(435)	(1,513)	-247.7	(1,166)	22.9	(1,001)	(1,091)	(991)
已付股息	(242)	(265)	(277)	(225)	19.0	(236)	-5.1	(255)	(280)	(302)
股份发行/回购	0	0	1,651	0	-	0	-	0	0	0
其他融资性现金流	(191)	(361)	(324)	(143)	55.75	(75)	47.83	(74)	(70)	(66)
债务及优先股变化	863	842	(4,452)	0	-	0	-	0	0	0
融资性现金流	430	216	(3,403)	(368)	89.2	(311)	15.5	(329)	(350)	(367)
现金流量中现金的增加/(减少)	(308)	7	(748)	(807)	-8.0	77	-	318	317	491
外汇/非现金项目	230	(58)	969	0	-	0	-	0	0	0
资产负债表现金增加/(减少)	(79)	(50)	222	(807)	-	77	-	318	317	491

资料来源: 公司报表、UBS 估算。(UBS)估值是在扣除商誉、例外项目和其他特殊项目之前的数值。

燕京啤酒 (000729.SZ)

估值(x)	12/11	12/12	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E
P/E (本地 GAAP, 稀释后)	25.9	27.2	26.0	32.8	30.3	27.7	25.7	23.7
市盈率 (UBS, 稀释后)	25.9	27.2	26.0	32.8	30.3	27.7	25.7	23.7
股价/每股现金收益	13.8	12.0	11.8	14.9	13.8	12.8	12.0	11.3
权益自由现金流 (UBS) 收益率 %	(3.9)	(1.8)	8.7	(2.3)	1.0	2.3	2.3	3.1
净股息收益率(%)	1.3	1.7	1.3	1.0	1.1	1.1	1.3	1.4
市净率	2.2	1.7	1.5	1.9	1.8	1.7	1.7	1.6
企业价值/营业收入(核心)	1.8	1.4	1.3	1.7	1.6	1.5	1.4	1.3
企业价值/息税折旧摊销前利润(核心)	12.8	11.7	10.6	13.3	13.1	11.4	10.7	10.0
企业价值/息税前利润(核心)	22.0	23.1	20.6	25.7	26.5	21.4	20.1	18.4
企业价值/经营性自由现金流(核心)	21.5	22.5	20.0	25.1	25.9	21.0	19.7	18.1
企业价值/运营投入资本	2.0	1.4	1.4	1.8	1.7	1.6	1.6	1.5
企业价值 (Rmb 百万)	12/11	12/12	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E
市值	21,151	16,662	17,093	23,442	23,442	23,442	23,442	23,442
净债务 (现金)	1,115	1,743	1,129	268	634	436	436	436
少数股东权益	100	38	101	106	115	126	136	147
养老金拨备/其他	0	0	0	0	0	0	0	0
企业价值总额	22,366	18,443	18,322	23,816	24,190	24,004	24,014	24,025
非核心资产	(67)	(67)	(227)	(77)	(77)	(77)	(77)	(77)
核心企业价值	22,300	18,376	18,095	23,740	24,114	23,927	23,937	23,949
增长率(%)	12/11	12/12	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E
营业收入	17.9	7.4	5.5	1.3	7.6	7.6	7.4	7.3
息税折旧摊销前利润(UBS)	3.3	-9.5	8.1	4.8	3.1	14.3	6.2	7.1
息税前利润(UBS)	-1.3	-21.6	10.4	5.2	-1.6	22.6	6.9	9.1
每股收益(UBS 稀释后)	6.1	-27.3	-1.2	5.0	8.2	9.6	7.9	8.2
每股股息净值	9.4	1.0	-27.6	5.0	8.2	0.0	18.2	8.2
利润率与盈利能力(%)	12/11	12/12	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E
毛利率	40.9	38.4	39.4	39.6	39.9	40.1	40.3	40.4
息税折旧摊销前利润率	14.3	12.1	12.4	12.8	12.3	13.0	12.9	12.9
息税前利润率	8.4	6.1	6.4	6.6	6.1	6.9	6.9	7.0
净利 (UBS) 率	6.7	4.7	5.0	5.1	5.2	5.3	5.3	5.3
ROIC (EBIT)	9.0	6.3	6.8	6.9	6.3	7.4	7.7	8.2
税后投资资本回报率	6.9	4.7	5.0	5.1	4.6	5.5	5.7	6.1
净股东权益回报率(UBS)	9.2	6.4	6.3	5.9	6.1	6.4	6.6	6.9
资本结构与覆盖率	12/11	12/12	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E
净债务/息税折旧摊销前利润	0.6	1.5	(0.1)	0.4	0.3	0.1	(.0)	(0.2)
净债务/总权益 %	9.9	21.8	(1.0)	4.9	4.2	1.8	(0.3)	(3.2)
净债务/(净债务 + 总权益) %	9.0	17.9	(1.0)	4.7	4.0	1.8	(0.3)	(3.3)
净债务/企业价值	4.9	13.0	(0.7)	2.8	2.5	1.2	(0.2)	(2.2)
资本支出 / 折旧 %	198.5	NM	NM	192.8	144.7	115.3	120.2	105.1
资本支出/营业收入(%)	11.5	13.0	11.6	11.6	8.7	6.9	7.0	6.0
息税前利润/净利息	8.3	5.2	11.2	13.1	12.2	15.1	16.9	19.8
股息保障倍数 (UBS)	3.1	2.2	3.0	3.0	3.0	3.3	3.0	3.0
股息支付率 (UBS) %	32.4	45.0	33.0	33.0	33.0	30.1	33.0	33.0
分部门收入 (Rmb 百万)	12/11	12/12	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E
其他	12,137	13,033	13,748	13,934	14,986	16,122	17,313	18,581
总计	12,137	13,033	13,748	13,934	14,986	16,122	17,313	18,581
分部门息税前利润 (Rmb 百万)	12/11	12/12	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E
其他	1,016	797	879	925	910	1,116	1,193	1,301
总计	1,016	797	879	925	910	1,116	1,193	1,301

资料来源：公司报表、UBS 估算。(UBS)估值是在扣除商誉、例外项目和其他特殊项目之前的数值。

预测回报率

预测股价涨幅	+5.4%
预测股息收益率	1.1%
预测股票回报率	+6.5%
市场回报率假设	8.6%
预测超额回报率	-2.1%

风险声明

我们认为公司存在的主要下行风险有: (1)受天气影响销量增速低于我们预期; (2)原材料进口啤酒大麦价格大幅增长。

要求披露

本报告由瑞银证券有限责任公司（瑞银集团的关联机构）编制。瑞银集团（UBS AG）、其子公司、分支机构及关联机构，在此统称为 UBS（瑞银）。

关于 UBS（瑞银）管理利益冲突以及保持其研究产品独立性的方法、历史业绩表现、以及有关 UBS（瑞银）研究报告投资建议的更多披露，请访问：www.ubs.com/disclosures。股价表现图中的数字指的是过去的表现，而过去的表现并不是一个可靠的、可用来预测将来结果的指标。如有需要，可提供更多信息。瑞银证券有限责任公司是经中国证券监督管理委员会批准具有证券投资咨询业务资格的机构。

分析师声明：每位主要负责编写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此声明：就本报告中所提及的证券或每家发行人，（1）本报告中所表述的任何观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法，并且以独立的方式表述（包括与瑞银相关的部分）；（2）分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无直接或间接的关系。

瑞银投资研究：全球股票评级定义

12 个月评级	定义	覆盖 ¹	投资银行服务 ²
买入	股票预期回报超出市场回报预期 6% 以上。	47%	37%
中性	股票预期回报在市场回报预期±6% 范围内。	42%	32%
卖出	股票预期回报低于市场回报预期 6% 以上。	11%	21%
短期评级	定义	覆盖 ³	投资银行服务 ⁴
买入	由于某一特定的因素或事件，股价预计将在评级公布之时起的 3 个月内上涨。	低于 1%	低于 1%
卖出	由于某一特定的因素或事件，股价预计将在评级公布之时起的 3 个月内下跌。	低于 1%	低于 1%

资料来源：瑞银。上述评级分布为截止至 2014 年 12 月 31 日。

1: 全球范围内，12 个月评级类别中此类公司占全部公司的比例。2: 12 个月评级类别中曾经在过去 12 个月内接受过投资银行服务的公司占全部公司的比例。3: 全球范围内，短期评级类别中此类公司占全部公司的比例。4: 短期评级类别中曾经在过去 12 个月内接受过投资银行服务的公司占全部公司的比例。

主要定义 **预测股票收益率（FSR）** 指在未来的 12 个月内，预期价格涨幅加上股息总收益率 **市场收益率假设（MRA）** 指一年期当地利率加上 5%（假定的并非预测的股票风险溢价） **处于观察期（UR）**：分析师有可能将股票标记为“处于观察期”，以表示该股票的目标价位/或评级近期可能会发生变化--通常是对可能影响投资卖点或价值的事件做出的反应 **短期评级** 反映股票的预期近期（不超过三个月）表现，而非基本观点或投资卖点的任何变 **股票目标价** 的投资期限为未来 12 个月。

例外和特殊案例 **英国和欧洲投资基金的评级和定义：** **买入：** 结构、管理、业绩、折扣等因素积极； **中性：** 结构、管理、业绩、折扣等因素中性； **减持：** 结构、管理、业绩、折扣等因素消极。 **主要评级段例外（CBE）：** 投资审查委员会（IRC）可能会批准标准区间（+/-6%）之例外。IRC 所考虑的因素包括股票的波动性及相应公司债务的信贷息差。因此，被视为很高或很低风险的股票可能会获得较高或较低的评级段。当此类例外适用的时候，会在相关研究报告中“公司披露表”中对其进行确认。

对本报告作出贡献的由 UBS Securities LLC 任何非美国关联公司雇佣的分析师并未在全美证券经纪商协会（NASD）和纽约证券交易所（NYSE）注册或具备这两家机构所认可的分析师资格，因此不受 NASD 和 NYSE 有关与对象公司沟通、在公众场合露面以及分析师账户所持证券交易的规则中提及内容的限制。对本报告作出贡献的每一家关联公司名称以及该关联公司雇佣的分析师姓名见下文。

瑞银证券有限责任公司：赵琳

涉及报告中提及的公司的披露

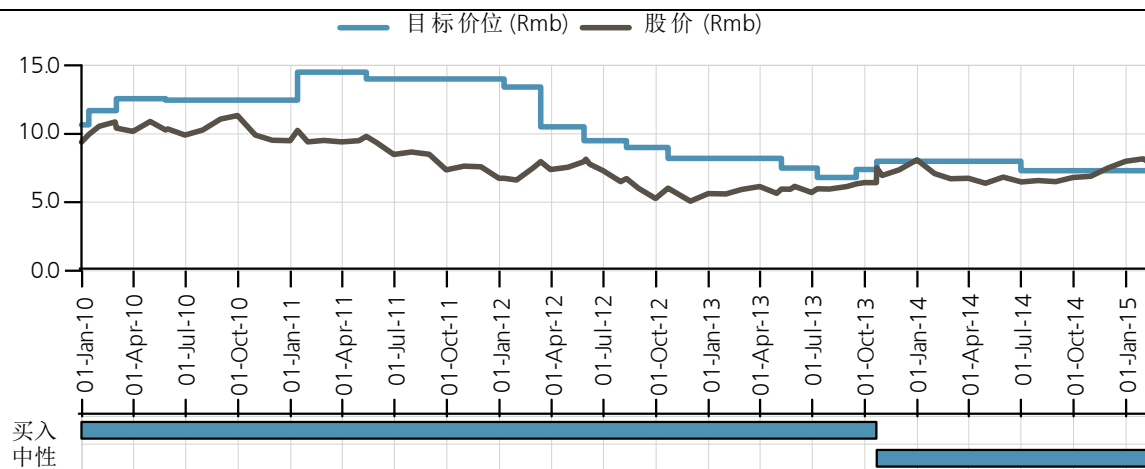
公司名称	路透	12 个月评级	短期评级	股价	定价日期及时间
燕京啤酒	000729.SZ	中性	不适用	Rmb8.35	2015 年 02 月 16 日

资料来源：UBS(瑞银)。所有价格均为当地市场收盘价

本表中的评级是本报告出版之前最新公布的评级，它们可能会晚于股票定价日期。

除非特别指出,请参考这份报告中的"价值与风险"章节。

燕京啤酒 (Rmb)



资料来源: UBS(瑞银); 截止至 2015 年 2 月 16 日

全球声明

本文件由瑞银证券有限责任公司(瑞银集团的关联机构)编制。瑞银集团(UBS AG)、其子公司、分支机构及关联机构,在此统称为UBS(瑞银)。

本文件仅在法律许可的情况下发放。本文件不面向或供属于存在后述情形之任何地区、州、国家或其他司法管辖区公民、居民或位于其中的任何人或实体使用:在该等司法管辖区中,发表、提供或使用该文件违反法律或监管规定,或者令瑞银须满足任何注册或许可要求。本文件仅为提供信息而发表;既不是广告,也不是购买或出售任何金融工具或参与任何具体交易策略的要约邀请或要约。除了有关瑞银的信息外,瑞银没有对本文件所含信息(“信息”)的准确性、完整性或可靠性做出过任何明示或暗示的声明或保证。本文件无意对文中涉及的证券、市场及发展提供完整的陈述或总结。瑞银不承诺更新信息或使信息保持最新。本文件中所述的任何观点皆可在不发出通知的情形下做出更改,也可能不同于或与瑞银其他业务集团或部门所表述的观点相反。本文件中所有基于第三方的内容均为瑞银对第三方提供的数据、信息和/或观点的解释,这些数据、信息和/或观点由第三方公开发表或由瑞银通过订购取得,对这些数据、信息和/或观点的使用和解释未经第三方核对。

本文件所包含的任何投资策略或建议并不构成适合投资者特定情况的投资建议或个人投资建议。市场有风险,投资需谨慎。本文件中所述金融工具不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售。期权、衍生产品和期货未必适合所有投资者,并且此类金融工具的交易存在很大风险。住房抵押支持证券和资产支持证券可能有很高的风险,而且可能由于利率变化或其他市场因素而出现巨大的波动。外汇汇率可能对本文件所提及证券或相关工具的价值、价格或收益带来负面影响。有关投资咨询、交易执行或其他方面的问题,客户应联系其当地的销售代表。

任何投资的价值或收益皆有可能下跌和上涨,而投资者有可能无法全额(或部分)取回已投资的金额。过去的表现并不一定能预示未来的结果。瑞银或其董事、员工或代理人均不对由于使用本文件全部或部分信息而遭致的损失(包括投资损失)或损害负责。

本文件中所述任何价格只作资讯之用而并不代表对个别证券或其他金融工具的估值。亦不代表任何交易可以或曾可能在该等价格成交。任何价格并不必然反映瑞银内部簿记和记录或理论上基于模型的估值,以及可能基于的若干假设。基于瑞银或其他任何来源的不同假设可能会产生非常不同的结果。

本文件及其中信息由瑞银研究部门提供,仅供作为一般背景信息。瑞银并未考虑任何接收方的具体投资目标、财务状况或具体需求。在任何情况下都不应将本文件及其中信息用于下列目的:

- (i) 估值或记账;
- (ii) 计算到期或应付款项、任何金融工具或金融合同的价格或价值;
- (iii) 衡量任何金融工具的表现。

对本文件及其中信息的接受即表示对瑞银保证不会将本文件或其中任何信息用于上述目的,或者依赖本文件或其中任何信息达到上述目的。

研究部门仅基于瑞银投行研究部管理层的判断开始撰写、更新或终止对相关证券的研究。本文件所包含的分析基于各种假设,不同假设可能导致分析结果出现重大不同。负责撰写本文件的分析师可能为了收集、使用和解释市场信息而与交易人员、销售人员和其他相关方沟通。瑞银利用信息隔离墙控制瑞银内部一个或多个领域,部门、集团或关联机构之间的信息流动。撰写本文件的分析师的薪酬由研究部门管理层和公司高级管理层(不包括投行部)全权决定。分析师的薪酬不是基于瑞银投行部收入而定,但是分析师的薪酬可能与瑞银投行整体收入有关;其中包括投行部、销售与交易业务。

对于可在某个欧盟监管市场交易的金融工具:瑞银集团,其关联或下属机构(不包括瑞银证券有限责任公司(美国))担任发行人金融工具的做市商或流动性提供者(按照英国对此类术语的解释)时,此类信息在本研究文件中另行披露,但流动性提供者的活动按照任何其他欧洲国家法律和法规的定义开展时除外。对于可在某个非欧盟监管市场交易的金融工具:瑞银担任做市商时,此类信息在本文件中另行具体披露,但此类活动是在美国按照相关法律和法规的定义开展时除外。瑞银可能发行了价值基于本文件所提及一种或一种以上金融工具的权证。瑞银及其关联机构和它们的员工可能持有本文件所述金融工具或衍生品的多头或空头头寸,或作为委托人买卖此类金融工具或衍生品;此类交易或头寸可能与本文件中所述的观点不一致。

英国和欧洲其他地区：除非在此特别申明，本文件由 UBS Limited 提供给符合资格的交易对手或专业客户。UBS Limited 由英国审慎监管局（PRA）授权并由英国金融市场行为监管局（FCA）和英国审慎监管局监管。**法国：**由 UBS Limited 编制，UBS Limited 和 UBS Securities France S.A. 分发。UBS Securities France S.A. 受法国审慎监管局（ACP）和金融市场管理局（AMF）监管。如果 UBS Securities France S.A. 的分析师参与本文件的编制，本文件也将被视同由 UBS Securities France S.A. 编制。**德国：**由 UBS Limited 编制，UBS Limited 和 UBS Deutschland AG 分发。UBS Deutschland AG 受德国联邦金融监管局（BaFin）监管。**西班牙：**由 UBS Limited 编制，UBS Limited 和 UBS Securities España SV, SA 分发。UBS Securities España SV, SA 受西班牙国家证券市场委员会（CNMV）监管。**土耳其：**由 UBS Limited 分发。本文件中没有任何信息是为了在土耳其共和国以任何形式发行、推介和销售任何资本市场工具和服务而准备的。因此，本文件不得被视为是向土耳其共和国居民发出的或将要发出的要约。瑞银集团未获得土耳其资本市场委员会根据《资本市场法》（法律编号：6362）规定颁发的许可。因此，在未经土耳其资本市场委员会事先批准的情况下，本文件或任何其它涉及金融工具或服务的发行材料不得用于向土耳其共和国境内的任何人提供任何资本市场服务。但是，根据第 32 号法令第 15 (d) (ii) 条的规定，对于土耳其共和国居民在海外买卖证券，则没有限制。**波兰：**由 UBS Limited (spolka z ograniczona odpowiedzialnoscia) Oddzial w Polsce 分发。**俄罗斯：**由 UBS Securities CJSC 编制并分发。**瑞士：**仅由 UBS AG 向机构投资者分发。UBS AG 受瑞士金融市场监督管理局（FINMA）监管。**意大利：**由 UBS Limited 编制，UBS Limited 和 UBS Italia Sim S.p.A 分发。UBS Italia Sim S.p.A 受意大利银行和证券交易所监管委员会（CONSOB）监管。如果 UBS Italia Sim S.p.A 的分析师参与本文件的编制，本文件也将被视同由 UBS Italia Sim S.p.A 编制。**南非：**由 JSE 的授权用户及授权金融服务提供商 UBS South Africa (Pty) Limited 分发。**以色列：**本文件由 UBS Limited 分发，UBS Limited 由英国审慎监管局（PRA）授权并由英国金融市场行为监管局（FCA）和英国审慎监管局监管。UBS Securities Ltd 是由以色列证券监管局（ISA）监管的持牌投资推介商。UBS Limited 及其在以色列之外成立的关联机构未获得《以色列顾问法》所规定的许可。UBS Limited 未按照《以色列顾问法》对持牌人的要求投保。瑞银可能参与金融资产发行或分销其他发行人发行的金融资产等活动，以获取手续费或其他收益。UBS Limited 及其关联机构可能更青睐与之有联系或可能与之有联系（此种联系遵循《以色列顾问法》的定义）的各种金融资产。本材料中的任何内容都不应被视为《以色列顾问法》所规定的投资建议。本材料仅发放给且/或仅面向《以色列顾问法》所定义的“合格客户”，任何其他人士不应依赖本材料或根据本材料采取行动。**沙特阿拉伯：**本文件由瑞银集团（及其子公司、分支机构或关联机构）分发。瑞银集团是一家上市的股份有限公司，成立于瑞士，注册地址为 Aeschenvorstadt 1, CH-4051 Basel and Bahnhofstrasse 45, CH-8001 Zurich。本文件已获 UBS Saudi Arabia（瑞银集团子公司）的批准，该公司是瑞银集团在沙特阿拉伯王国设立的一家沙特封闭式股份公司，商业注册号 1010257812，注册地址 Tatweer Towers, P.O. Box 75724, Riyadh 11588, Kingdom of Saudi Arabia。UBS Saudi Arabia 获沙特资本市场管理局授权开展证券业务，并接受其监管，业务牌照号 08113-37。**美国：**由 UBS Securities LLC 或 UBS AG 的分支机构-- UBS Financial Services Inc. 分发给美国投资者；或由 UBS AG 未注册为美国经纪人或交易商的业务部门、分支机构或关联机构（“非美国关联机构”）仅分发给美国主要机构投资者。UBS Securities LLC 或 UBS Financial Services Inc. 对通过其发送给美国投资者的、由非美国关联机构编制的文件所含的内容负责。所有美国投资者对本文件所提及证券的交易必须通过 UBS Securities LLC 或 UBS Financial Services Inc.，而非通过非美国关联机构执行。**加拿大：**由 UBS Securities Canada Inc. 或瑞银集团另外一家已经注册或被免除注册义务的可以在加拿大开展业务的关联机构分发。UBS Securities Canada Inc. 是一家经过注册的加拿大投资经纪商和加拿大投资者保护基金成员。**巴西：**除非具体说明，否则由 UBS Brasil CCTVM S.A 分发给居住在巴西的有资格投资者，包括：(i) 金融机构，(ii) 保险公司和投资资本公司，(iii) 补充性养老金实体；(iv) 金融投资额高于 \$300,000.00 雷亚尔的实体、经过书面确认为合格投资者；(v) 投资基金；(vi) 由 Comissão de Valores Mobiliários (CVM) 授权的证券投资组合经理及证券顾问；(vii) 联邦政府、各州、市建立的社保系统。**香港：**由 UBS Securities Asia Limited 和/或瑞银集团香港分支机构分发。**新加坡：**由 UBS Securities Pte. Ltd [mica (p) 107/09/2013 和 Co. Reg. No.: 198500648C] 或 UBS AG 新加坡分行分发。任何由此项分析或文件衍生或有关之事宜，请向 UBS Securities Pte Ltd，一新加坡财务顾问法案(第 110 章)定义下之豁免财务顾问；或向 UBS AG 新加坡分行，一新加坡财务顾问法案(第 110 章)定义下之豁免财务顾问及依据新加坡银行法(第 19 章)持照执业，并由新加坡金融管理局监管之批发银行联系。此文件之接收方声明并保证其为依据证券及期货法(第 289 章)定义下之认可及机构投资者。**日本：**由 UBS Securities Japan Co., Ltd. 向专业投资者分发（除非另有许可）。当本文件由 UBS Securities Japan Co., Ltd. 编制，则 UBS Securities Japan Co., Ltd. 为本文件的作者，出版人及发布人。由 UBS AG, Tokyo Branch 分发给与外汇及其他银行业务相关的专业投资者（除非另有许可）。**澳大利亚：**UBS AG 客户：由 UBS AG（澳大利亚金融服务执照号：231087）分发，UBS Securities Australia Ltd 客户：由 UBS Securities Australia Ltd（澳大利亚金融服务执照号：231098）分发。UBS Wealth Management Australia Ltd 客户：由 UBS Wealth Management Australia Ltd（澳大利亚金融服务执照号：231127）分发。本文件仅包含一般信息及/或一般建议，并不构成针对个人的金融产品建议。本文件所载信息在准备过程中并未考虑任何投资者的目标、财务状况或需求，因此投资者在根据相关信息采取行动之前应从其目标、财务状况和需求出发考虑这些信息是否适合。如果本文件所含信息涉及 2001 年公司法 761G 条所定义的“零售”客户获得或可能获得某一特定的需要产品披露声明的金融产品，零售客户在决定购买该产品之前应获得并考虑与该产品有关的产品披露声明。UBS Securities Australia Limited 金融服务指南的网址为：www.ubs.com/ecs-research-fsg。**新西兰：**由 UBS New Zealand Ltd 分发。本文件所载信息和建议仅供了解一般信息之用。即使任何此类信息或建议构成财务建议，它们也并未考虑任何人的具体财务状况或目标。我们建议本文件的接收方向其财务顾问寻求针对其具体情况的建议。**迪拜：**由 UBS AG Dubai Branch 分发，仅供专业用户使用，不供在阿联酋境内进一步分发。**韩国：**由 UBS Securities Pte. Ltd. 首尔分行于韩国分发。本文件可能不时由 UBS Securities Pte. Ltd. 首尔分行之关联机构校订或编制。**马来西亚：**本文件获准由 UBS Securities Malaysia Sdn. Bhd (253825-x) 于马来西亚分发。**印度：**由 UBS Securities India Private Ltd（公司识别码 U67120MH1996PTC097299），2/F, 2 North Avenue, Maker Maxity, Bandra Kurla Complex, Bandra (East), Mumbai (India) 400051 编制。电话号码：+912261556000 SEBI 注册号：NSE 现金交易：INB230951431，NSE 期货与期权：INF230951431；BSE 现金交易：INB010951437。

由 UBS Limited 编制的本文件中披露的内容应受英国法律监管并依据英国法律解释。

未经瑞银事先书面许可，瑞银明确禁止全部或部分地再分发本文件。瑞银对第三方的该等行为不承担任何责任。图像中可能包含受第三方版权、商标及其它知识产权保护的对象或元素。© UBS 2015 版权所有。钥匙标识与 UBS 都是瑞银注册与未注册的商标。本公司保留所有权利。

