

**燕京啤酒 (000729) :**
**---- 行业转型+国改预期**
**摘要:**

公司是北京市人民政府 27 号文批准,以募集方式设立的股份有限公司,公司第一大股东是燕京啤酒投资有限公司,是北京国资委下属企业北京控股集团的间接控股子公司,北京国资委是公司实际控制人。

公司所处行业为啤酒行业,全行业 2014 年的表现印证了一个观点,酒业此次调整是全方位且深层次的。啤酒行业作为酒水行业中成熟度最高的品种,在 2013 年产量突破 5000 万千升之后,行业的增长方式发生了改变,结构性增长和精细化管理将成为未来行业转型的重点。

2014 年行业五大集团总产销量增长 0.47%, 占总产销量超过 70%, 占比较 2013 年提升 7.66 个百分点。这其中,燕京啤酒虽然保持营收与净利润的正向增长,但增速出现双下滑。公司出现营收与净利润增速的回落与气候和宏观经济有一定关系,但这种情况更多的与公司自身运营密不可分,三大巨头市场布局呈现全面开花局面,在资源投入上会比燕啤有较大优势。

公司作为大型啤酒集团,在啤酒行业转型升级的关键点上,公司业绩承压不小,近 3 年公司有望借助国企改革的红利来进行市场结构、产品结构、品牌结构的调整升级,预计公司将会在此轮转型升级的过程中带来机制以及市场份额的较大改善。考虑到北京国企改革的推进速度,公司母公司北京控股的中报计划,预计公司 2015-2017 年 EPS 为 0.25、0.31 和 0.44 元,目标价为 12 元,给予“增持”评级。

估值结果汇总	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万)	13503.8	14205.9	15200.4	16507.6
营收增长率(%)	-1.8	5.2	7.0	8.6
净利润(百万)	791.6	814.7	994.5	1360.1
净利润增长率(%)	1.3	2.9	22.1	36.8
ROE(%)	5.9	5.8	6.6	8.2
EPS	0.26	0.26	0.32	0.44
P/E	34.1	33.5	27.8	20.1
P/B	2.0	1.9	1.8	1.7
EV/EBITDA	13.2	12.1	10.1	8.2

**公司深度**
**作者简介**

编辑: 路瑶  
 电话: 0311-66006412  
 执业证书: S0400512090001  
 报告日期: 2015-07-27

**主要数据**

燕京啤酒 [000729]  
 当前价: 7.98      目标价: 12.00  
 评级: 增持

**股票价格涨幅/市场表现 (%)**

1 个月	3 个月	12 个月
-15.19/13.55	-16.94/25.89	41.39/-40.81
总股本		2818.54(百万股)
流通 A 股		200.25(百万股)
3 月日均成交量		65.62(百万股)

**主要股东**

北京燕京啤酒投资有限公司	57.57
兴元资产管理有限公司—客户资金	2.34
北京燕京啤酒集团公司	1.88

**股价表现**

**公司动态**

2015-06-25	千合资本再度调研燕京啤酒(000729) 电商销售处摸索阶段
2015-06-16	机构:茅台上调专卖店价格 有利提振白酒信心



## 目录

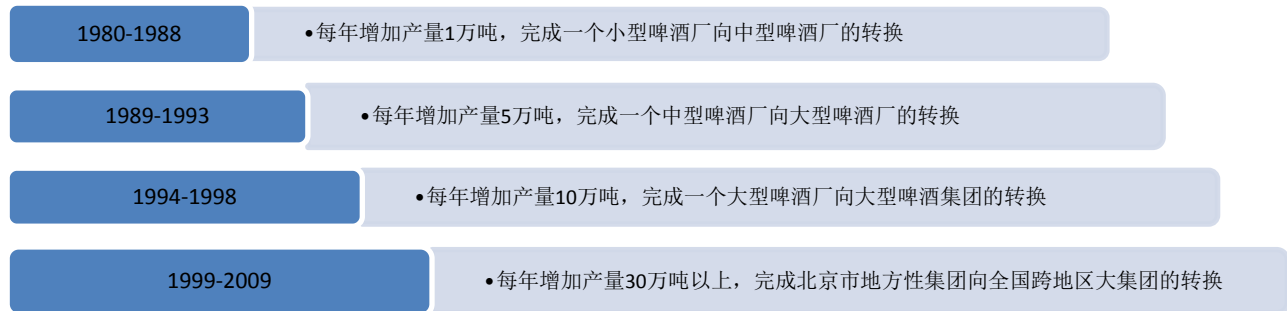
1、公司概况 .....	3
1.1 发展及业务 .....	3
1.2 公司股权结构 .....	3
2、经营分析 .....	4
2.1 稳步运营 结构化升级进行中 .....	4
2.2 竞争加剧 产能优势较小 .....	6
3 预期分析 .....	7
3.1 国企改革红利值得关注 .....	7
3.2 行业转型开辟市场新空间 .....	8
4、盈利与预期 .....	10
5、风险提示 .....	10
5.1 国企改革进度与方式存在较大不确定性.....	10
5.2 市场拓展费用投入超出预期 .....	10
6、指标分析与报表预测 .....	11
其他明细条目 .....	12

## 1、公司概况

### 1.1 发展及业务

燕京 1980 年建厂，1993 年组建集团。在发展中燕京本着“以情做人、以诚做事、以信经商”企业经营理念，始终坚持走内涵式扩大生产道路，目前全国市场占有率达到 12% 以上，华北市场 50%，北京市场在 85% 以上。公司 1997 年两地上市，独特的“红筹背景、A 股身份”股权结构模式，为燕京快速稳定的发展提供了雄厚的资金保障。在 2010 年中国酒类流通协会、中华品牌战略研究院共同主办的，“华樽杯”中国酒类品牌价值评议中，其品牌价值为 263.18 亿，荣膺啤酒类品牌价值第二名。

**图 1：公司发展历程图示**



资料来源：公司网站 财达研究

### 1.2 公司股权结构

公司是北京市人民政府 27 号文批准，以募集方式设立的股份有限公司，公司第一大股东是燕京啤酒投资有限公司，是北京国资委下属企业北京控股集团的间接控股子公司。截至 2015 年 3 月 31 日，燕京啤酒投资有限公司持股占比为 57.57%，北京国资委是公司实际控制人。

**表 1：前十大股东持股情况（截至 2015 年 3 月 31 日）**

序号	股东名单	持股数 (万股)	持股数占 总股本 (%)	股东 性质
1	北京燕京啤酒投资有限公司	161756.96	57.57	投资、咨询公司
2	兴元资产管理有限公司-客户资金	6570.41	2.34	资产管理公司
3	北京燕京啤酒集团公司	5268.67	1.88	国有企业
4	中国工商银行-广发大盘成长混合型证券投资基金	4900.08	1.74	开放式投资基金
5	泰康人寿保险股份有限公司-分红-个人分红-019L-FH002 深	4847.73	1.73	金融机构-保险公司
6	泰康人寿保险股份有限公司-万能-个险万能	2102.80	0.75	金融机构-保险公司
7	中国工商银行-广发稳健增长证券投资基金	1939.51	0.69	开放式投资基金
8	中国对外经济贸易信托有限公司-重阳对冲 1 号集合资金信托计划	1800.00	0.64	信托公司集合信托计划
9	UBS AG	1733.81	0.62	外资独资企业
10	中国对外经济贸易信托有限公司-昀沣证券投资集合资金信托计划	1600.84	0.57	信托公司集合信托计划

资料来源：聚源数据 财达研究

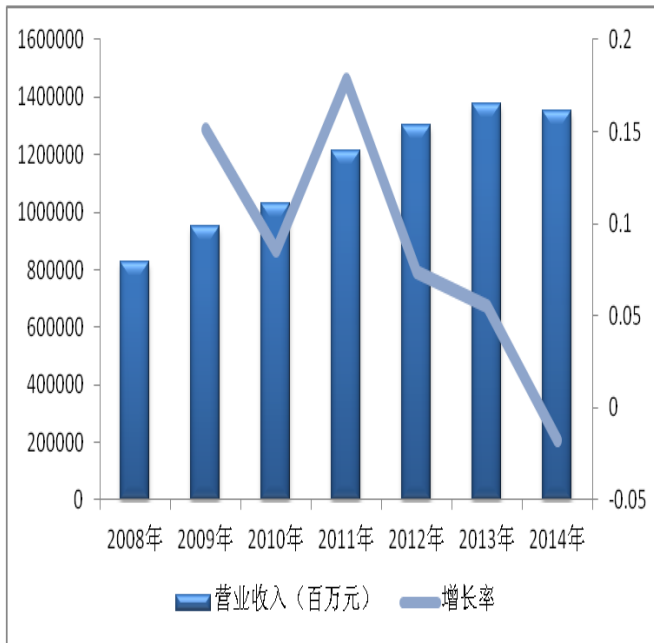
## 2、经营分析

公司所处行业为啤酒行业，全行业 2014 年的表现印证了一个观点，酒业此次调整是全方位且深层次的。啤酒行业作为酒水行业中成熟度最高的品种，稳健的增速是细分行业的主要特点，但是在 2013 年产量突破 5000 万千升之后，行业的增长方式发生了改变，结构性增长和精细化管理将成为未来行业转型的重点。

### 2.1 稳步运营 结构化升级进行中

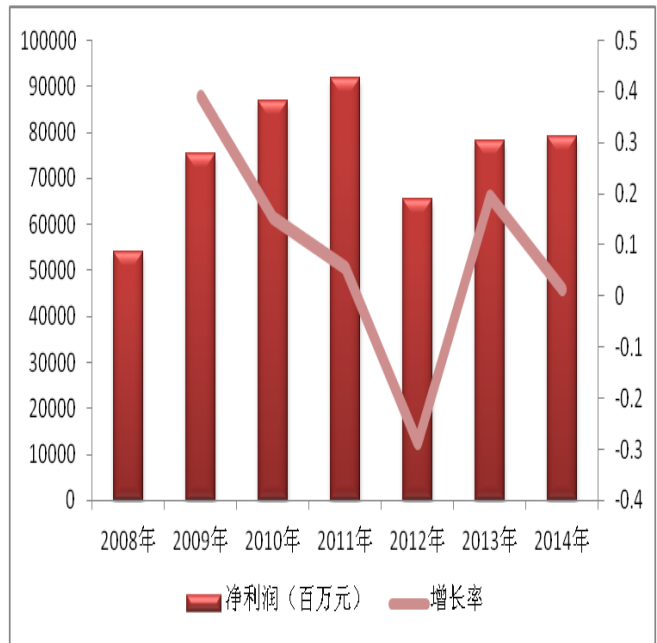
从营收情况来看，走势较为稳健，2011 年营收增速达到 17% 的高点，随后近 3 年增速呈现回落局面。而从净利润来看，波动相对较大，与营收走势并不同步。受天气和宏观消费环境的影响，2014 年啤酒行业整体出现负增长，公司着力在推进产品结构、市场结构和品牌结构调整，在酒水全行业调整的大背景下，实现了营收和净利润的双增长，幅度分别为 3.26% 和 6.68%，净利润增速超越营收增速也体现出公司应对市场结构变化的能力。

图 2：2008-2014 年营收及增长率



资料来源：聚源数据 财达研究

图 3：2008-2014 年净利润及增长率

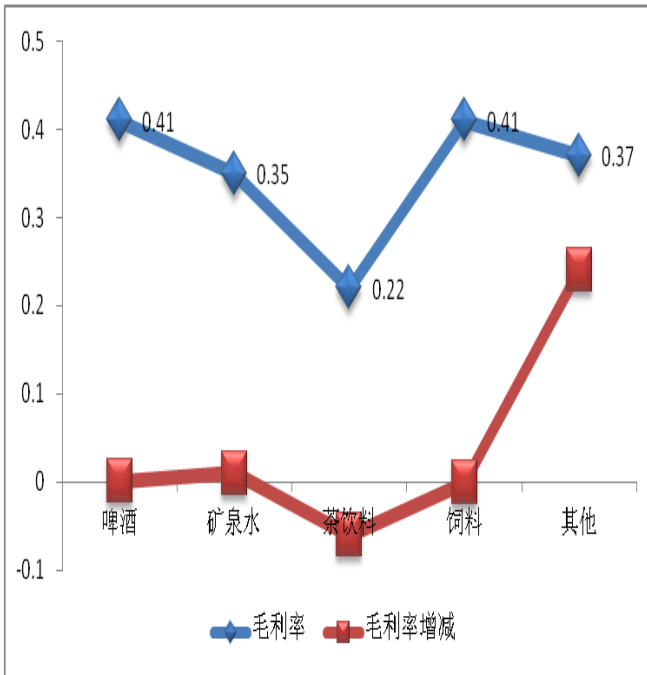


资料来源：聚源数据 财达研究

分产品来看，公司用产品的升级换代和产品结构的优化来提高吨酒收入和产品的盈利能力，产品价格体系有了进一步优化，品牌在中高端市场的地位有所提高。另外，分地区来看，华北和华南依旧是强势区域，华东和华中区域是重点区域，值得注意的是，在大西南市场的全面发展战略得到稳步推进，在云南、四川、新疆等市场的竞争优势有所加强。

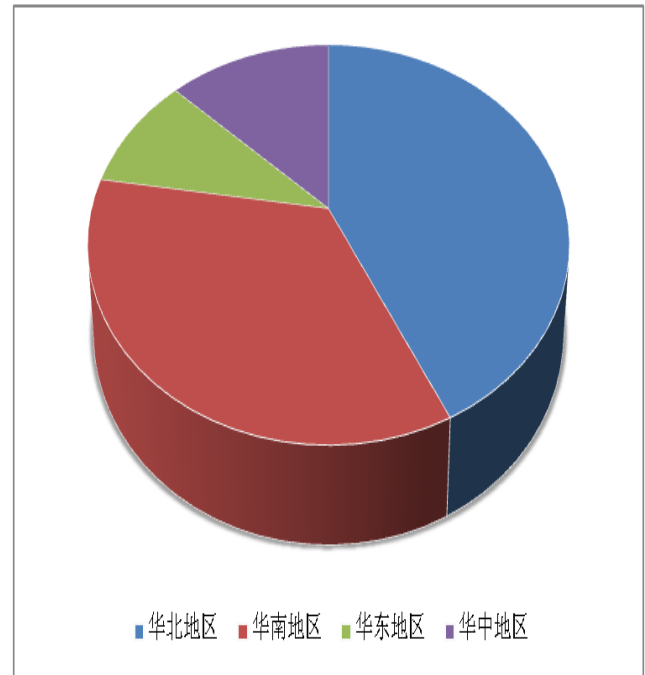
“1+3”品牌战略助力三大基地市场，北京、广西、内蒙市场的绝对地位得到稳固，“1+3”品牌销量合计 479 万千升，占公司总销量 90%，其中，主品牌“燕京”销量 362 万千升，三大副品牌销量 118 万千升。具体到市场份额来看，燕啤已经在北京稳固 85% 的市场份额，主要在北京发展餐饮及社区便利店渠道，主力渠道占比超过 60%，通过控制终端来培养品牌忠诚度；以“漓泉”品牌主导的广西市场已发展成为最具潜力的区域，顿酒价格在 3000 元左右，高出整体吨价 25%；以“雪鹿”品牌主导的内蒙市场也在蓬勃发展中，但由于能源价格下降对实体经济冲击较大，导致 2014 年销量有所下滑，预计今年会有所恢复。

图 4：分产品毛利率及变动情况（2014）



资料来源：聚源数据 财达研究

图 5：分地区占比情况（2014）



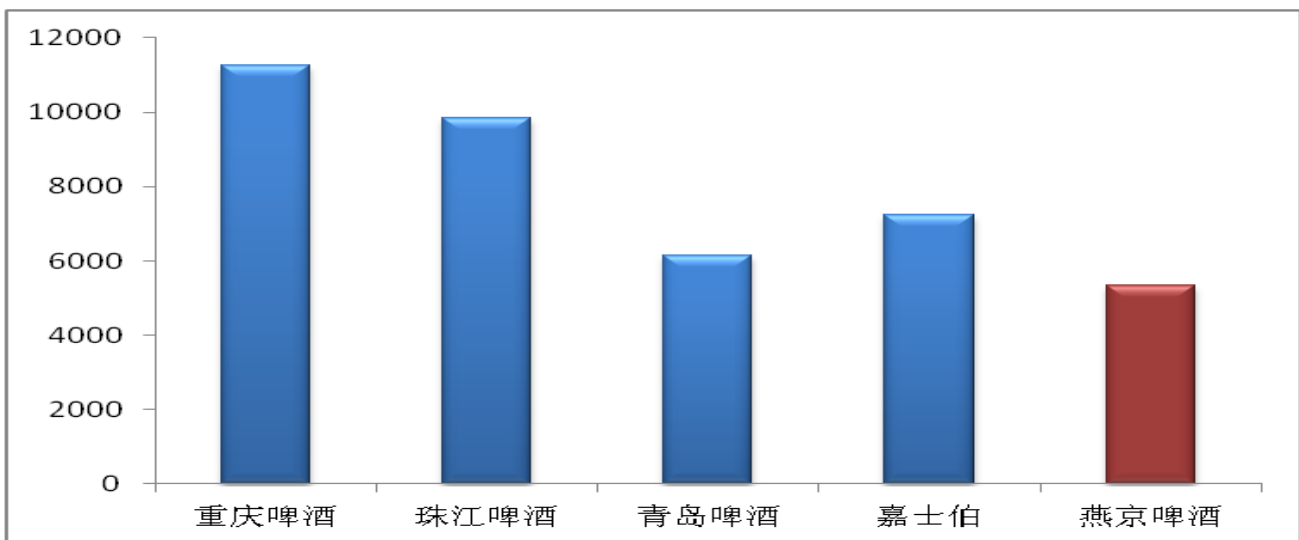
资料来源：聚源数据 财达研究

表 2：燕京啤酒主要产品系列（2014）

系列	产品
主打	10P 清爽型、11P 清爽型、鲜啤、11P 燕京纯生、12P 精品、12P 燕京王
经典	11P 精品燕京、8P 低醇
特定	8P 优级、金小麦、特质啤酒（人民大会堂国宴特供）、11P 无醇啤酒
风格	燕京 Party、本色啤酒、黑啤酒
便携	11P 精品燕京（便携）、6 听便携、11P 燕京柠檬、果味啤酒
饮料	九龙斋酸梅汤、矿泉水
纳豆	燕京纳豆、纳豆胶囊

资料来源：公司公告 财达研究

图 6：国内啤酒集团吨酒市值比较（元/吨）（2014）

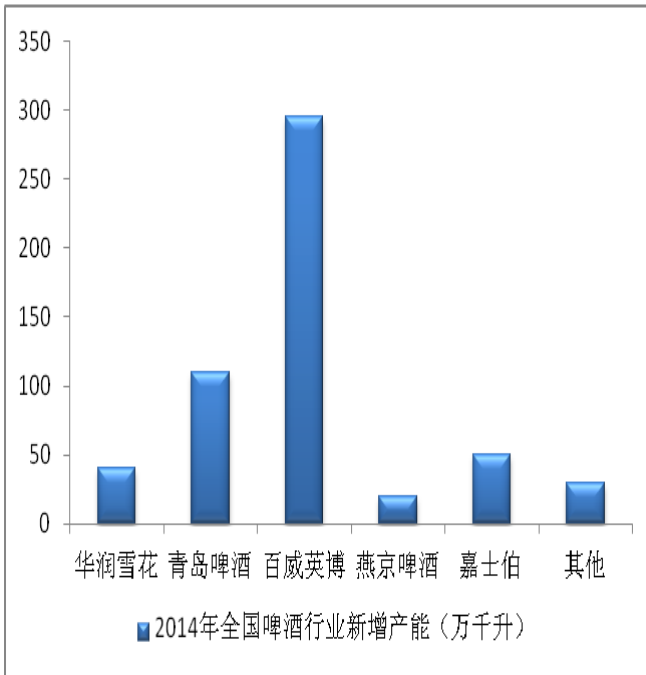


资料来源：网上整理 财达研究

## 2.2 竞争加剧 产能优势较小

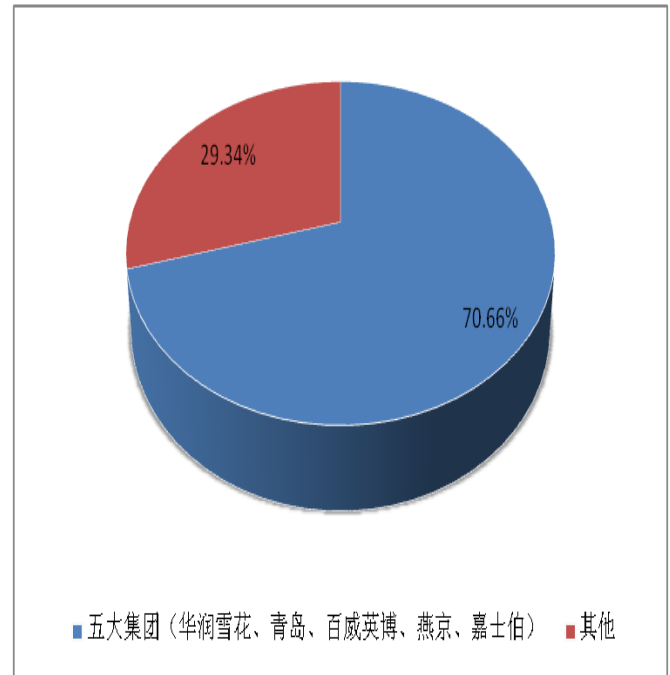
啤酒行业目前面临一定压力，行业三巨头华润雪花、青岛啤酒、百威英博仍能保持不同幅度增长，市场占有率稳中有升，显现行业龙头的规模优势。2014 年行业五大集团总产销量增长 0.47%，占总产销量超过 70%，占比较 2013 年提升 7.66 个百分点。这其中，燕京啤酒虽然保持营收与净利润的正向增长，但增速出现双下滑，从量上来看，2014 年销量为 532 万千升，同比下降 6.87%。

图 7：2014 年啤酒行业新增产能



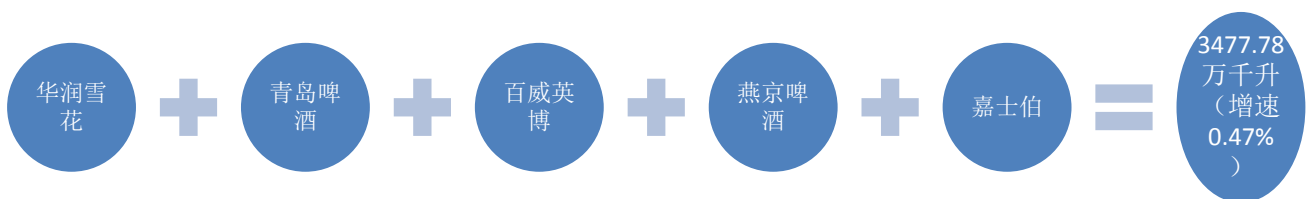
资料来源：《华夏酒报》财达研究

图 8：2014 年五大集团产销量占比全行业



资料来源：《华夏酒报》财达研究

图 9：2014 年五大集团产销量增速



资料来源：《华夏酒报》财达研究

公司出现营收与净利润增速的回落与气候和宏观经济有一定关系，但这种情况更多的与公司自身运营密不可分。目前公司主要布局在北京、内蒙古、广东、广西地区，这些地区都是国内啤酒巨头的必争之地，市场竞争呈现白热化局面，市场投入与市场份额稳定有直接关系，这点直接导致燕京较大的资源投入。而对比三大巨头来看，三大巨头市场布局呈现全面开花局面，在资源投入上会比燕啤有较大优势。

而从产能扩建情况来看，2014 年公司在建项目 1 个，投产项目 2 个，没有并购项目，新增产能只有 20 万千升，在五大集团中属于最少的。由于啤酒行业中产能对于品牌以及市场占有率有着重要作用，因此，公司今年业绩会显得非常关键，如果不能得到改变的话，可能会落入第二梯队。

表 3：2014 年五大集团产能新增情况

企业	在建	投产	并购	新增产能 (万千升)
华润雪花	2	1	0	40

青岛啤酒	3	3	0	110
百威英博	2	4	2	295
嘉士伯	1	1	1	50
燕京啤酒	1	2	0	20

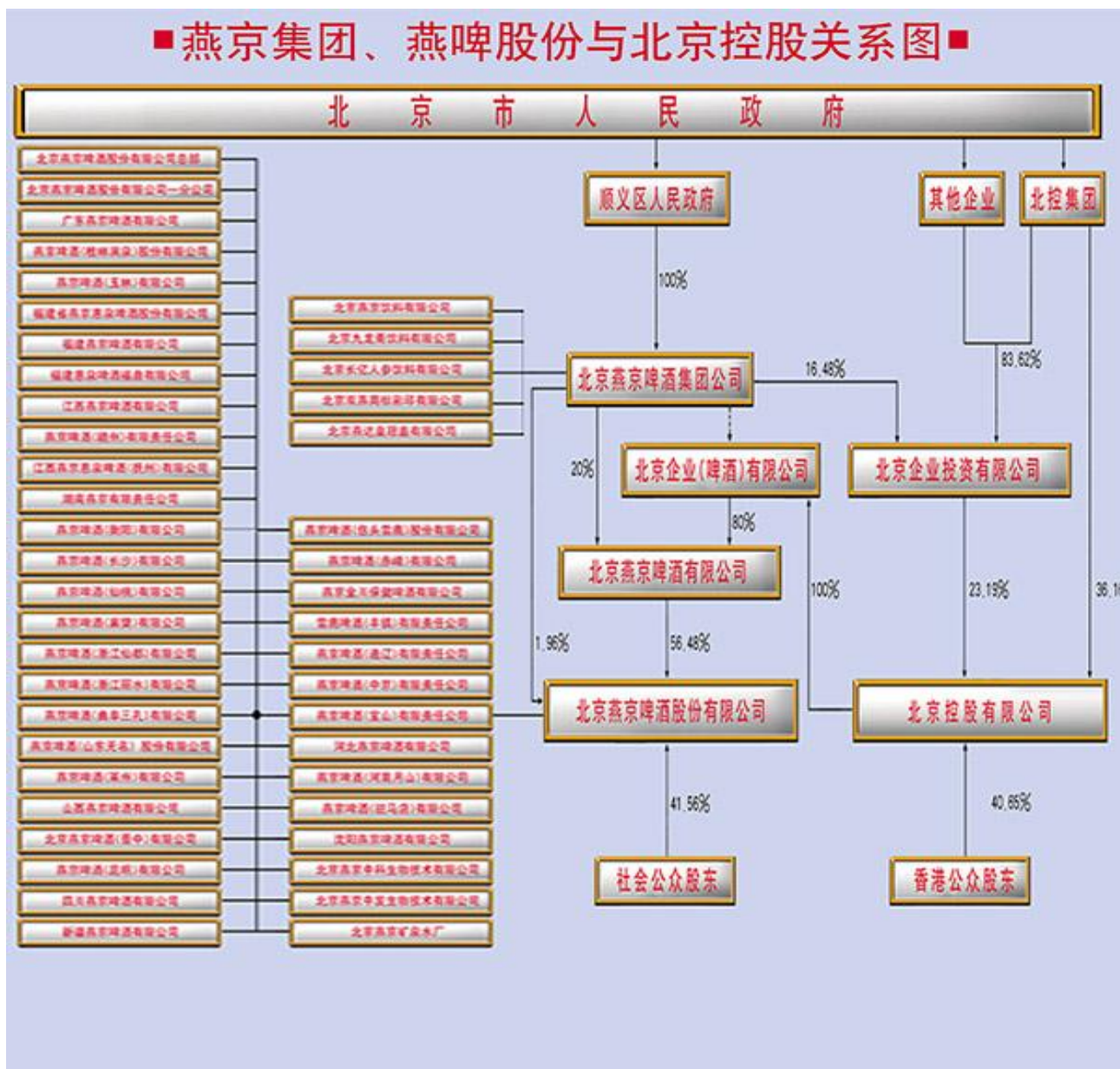
资料来源：公司公告 财达研究

### 3 预期分析

#### 3.1 国企改革红利值得关注

公司实际控制人为北京市国资委，其通过北京控股间接持有燕京啤酒 36.8%的股权。对于酒业行业来说，因为处于行业调整期，可能体制的改革对于公司会有更为直接的作用，加速推进国企改革才是完成燕京啤酒市场转型的真正催化剂。作为北京市所属国有资产旗下上市公司和唯一没有外资资本合作的大型啤酒公司，燕京有望享受国企改革带来的红利。

图 9：燕京啤酒股权结构图



资料来源：公司公告 财达研究

2014年8月，北京市人民政府出台《关于全面深化市属国资国企改革的意见》，北京国企改革正式开锣。北控集团是燕京啤酒的间接控股股东，是北京国资委下属利润总额最大的首都基础设施与公共事业投融资平台。同属于北控集团的北京控股、北京建设、北京发展（香港）、中国燃气均已进行改革部署，从内部重组的事项来看，北控集团未来对于燕京啤酒可能会采取市场化的管理方式。

另外，燕京啤酒另一间接股东顺义区人民政府下属顺鑫控股集团也进行了业务整合，将种业业务从顺鑫农业剥离，并收购清河源食品，对于顺鑫农业的主营业务进行了重新梳理，因此燕京的国改步伐也会有较强的提速预期。重点关注北京国企改革对于公司引入战略投资和管理层激励机制可能的实质改善。

**表 4：重大资产事项整理**

公司	时间	资产事项内容
北京建设	2014	1、控股子公司北京房产收购正峰股份 21.83% 股权； 2、子公司中国物流向 MJQ 发行认购权股份，交易完成后，MJQ 持有中国物流 35% 股份；
北京发展	2014	1、收购泰安中科环保电力和常德中联环保电力公司； 2、成立联营公司，投资北京海淀区再生能源发电项目，总投资 9.25 亿元； 3、以 1.26 亿港元向控股股东北控集团出售全资附属公司北控资讯科技集团；
北京控股	2014	1、以 4.2 亿元将持有的唐山燃气 49% 权益转让给北京燃气；中国燃气附属公司以 16.33 亿元购买北京控股持有的北燃发展公司全部已发行股份；中国燃气需要在购买前上述股份前先收购北京燃气、北京鼎新及北京燃气香港于中国项目公司持有的股权。交易完成后，北京控股将持有中国燃气股权 24.68%；
	2015	2、公司间接全资附属公司北京燃气同意向北控集团出售内蒙古大唐国际克旗煤制天然气 34% 权益；
中国燃气	2015	以 16.33 亿元收购北京控股子公司北燃发展全部已发行股本；
顺鑫农业	2015	1、顺鑫控股集团以 1000 万元、14.48 万元收购顺鑫农业持有的国际种业 100% 股权、耘丰种业分公司全部资产与负债； 2、拟购买清河源清真食品公司 70% 股权，交易价格 10.75 亿元；

资料来源：网上整理 财达研究

### 3.2 行业转型开辟市场新空间

2014 年啤酒行业出现负增长，英敏特近日发布的最新一期中国啤酒市场研究报告中指出，中国将在 2010 年超越美国成为世界第一的啤酒生产大国，其规模几乎是位居第二的美国啤酒市场的两倍。就行业天花板空间来说，根据 2014 年的葡萄酒市场价值估值，预测得到的 2019 年最好和最差的情形分别是 8690 亿元人民币（最好）和 6550 亿元人民币（最差），英敏特根据上述预测数据，预计 2019 年该市场总额达到 8040 亿元人民币。

中国啤酒市场长期形成的低价和低利润结构留下了价格真空，为啤酒行业的产品和价格升级提供了空间，未来 5 年，啤酒销售额仍将保持 5% 左右的增速，而销售量方面可能会更低一些，只有 2% 左右。未来市场的增长将不再依赖于扩张渗透，更有可能是通过产品质量升级和消费者趋优消费达成。

从地区消费啤酒的趋势来看，华东和华南是传统强势区域，也是竞争最为激烈的主战场，其次是东北、华北、西南和西北。前五大啤酒集团在东部啤酒市场份额饱和的背景之下，纷纷进军西部市场。而从中国酒业协会的数据来看，较 2013 年除了西南地区其他地区均出现了下降。具体到西南地区五省市中，只



有云南和贵州呈现增长局面。可见目前啤酒行业也跟酒水行业一样，进入了“新常态”的发展区间，国内啤酒市场增长趋缓，进口啤酒增速加快，国产啤酒行业面临转型升级的契机，啤酒产品品种和品牌交相辉映的时代即将到来，差异化产品、中高端产品以及更为细分市场特色产品的需求增长迅速，啤酒的高端化将成为啤酒行业的发展重点。

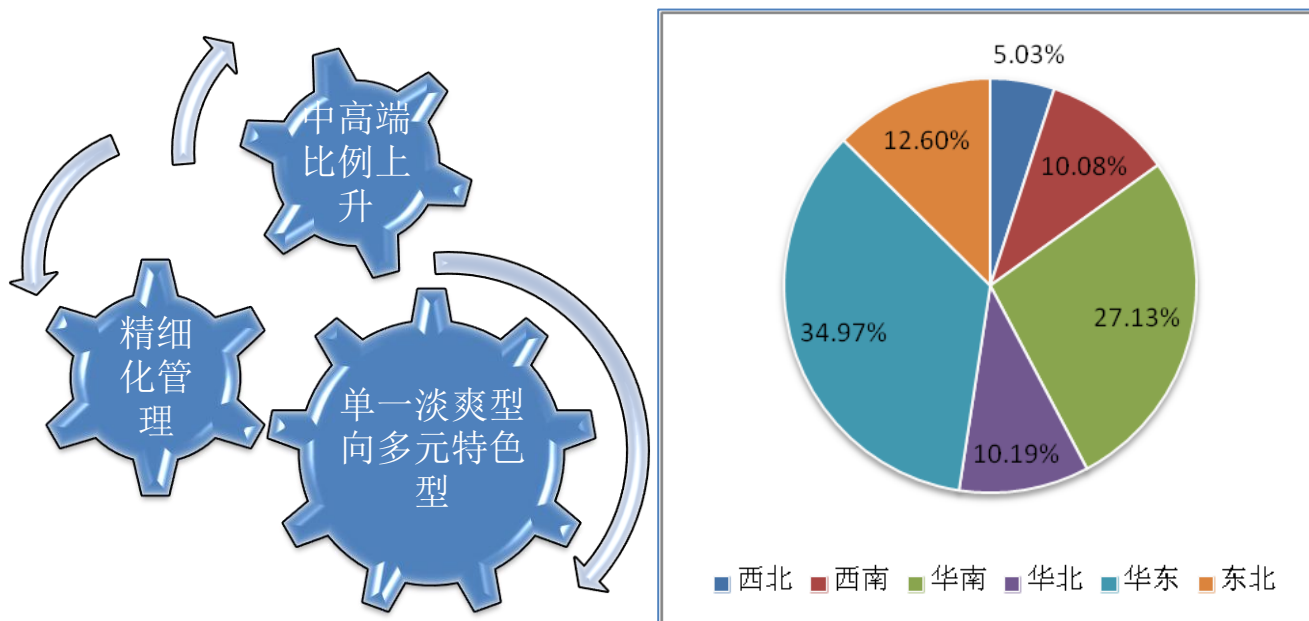
然而，在高端啤酒市场领域中，国际化品牌竞争力要高于国产品牌，在国内消费者消费升级的驱使下，国产品牌会面临更大的压力，尤其是在高端啤酒更受饮用者亲睐的家庭以外饮酒场合。因此，对于国产品牌来说，长期的大众化策略定位导致了在高端市场上的竞争力的缺失。因此，国内啤酒只有利用本地产品的偏好以及高端原料两方面来提升品牌高端形象，在这点上，燕京啤酒处于行业结构升级的先发位置，有望在此轮高端化的进程中进一步提升市场份额。

图 10：啤酒市场零售额预测



资料来源：英敏特 财达研究

图 11：2014 年各地区啤酒产销量以及“新常态”



资料来源：中国酒业协会 财达研究

## 4、盈利与预期

公司作为大型啤酒集团，在啤酒行业转型升级的关键点上，公司业绩承压不小，近3年公司有望借助国企改革的红利来进行市场结构、产品结构、品牌结构的调整升级，预计公司将会在此轮转型升级的过程中带来机制以及市场份额的较大改善。考虑到北京国企改革的推进速度，公司母公司北京控股的中报计划，预计公司2015-2017年EPS为0.25、0.31和0.44元，目标价为12元，给予“增持”评级。

## 5、风险提示

### 5.1 国企改革进度与方式存在较大不确定性

### 5.2 市场拓展费用投入超出预期

公司渠道的快速消费品化趋势可能导致竞争加剧，费用可能上升；竞争加剧也会对市场拓展费用带来费用率上升的不利影响。

## 6、指标分析与报表预测

资产负债表					利润表				
(百万元)					(百万元)				
	2014A	2015E	2016E	2017E		2014A	2015E	2016E	2017E
货币资金	1473.3	2231.3	4256.7	5224.0	主营业务收入	13503.8	14205.9	15200.4	16507.6
应收帐款	135.1	136.7	151.3	164.8	主营业务成本	8012.9	8573.3	8986.5	9462.2
存货	4081.3	4625.7	4456.1	5135.4	主营业务利润	5490.8	5632.7	6213.9	7045.4
预付款项	183.2	357.5	179.8	370.7	营业费用	1738.9	1805.1	1941.5	2107.7
其他应收款	54.8	119.2	64.0	131.5	管理费用	1341.0	1375.9	1479.4	1609.5
非核心资产	158.6	146.4	246.4	646.4	财务费用	58.1	2.0	-4.1	-60.7
固定资产	10588.3	9618.0	9105.8	9029.8	折旧摊销	866.7	1024.4	1024.4	1046.2
无形资产	904.4	794.7	685.0	575.4	资产减值损失	55.5	55.6	55.6	55.6
长期待摊费用	0.0	0.0	0.0	0.0	公允价值变动	0.0	0.0	0.0	0.0
其他非流动资产	75.8	75.8	75.8	75.8	投资收益	12.0	30.7	28.7	46.7
总资产	18640.0	19548.7	20664.1	22338.9	营业利润	909.1	927.9	1173.8	1648.2
短期借款	1591.0	1681.0	1741.0	1771.0	营业外净收入	139.7	141.5	134.5	138.6
应付款项	1002.4	1213.5	1109.0	1343.0	利润总额	1048.8	1069.4	1308.2	1786.8
预收款项	618.8	581.4	846.4	712.9	所得税费用	257.2	254.7	313.8	426.7
其他应付款	1869.2	1869.2	1869.2	1869.2	净利润	791.6	814.7	994.5	1360.1
其他流动负债	66.1	66.1	66.1	66.1					
长期借款	99.0	99.0	99.0	99.0	<b>主要财务指标</b>				
应付债券	0.0	0.0	0.0	0.0		2014A	2015E	2016E	2017E
长期经营性负债	0.0	0.0	0.0	0.0	收入增长率(%)	-1.8	5.2	7.0	8.6
其他非流动负债	14.8	14.8	14.8	14.8	净利润增长率(%)	1.3	2.9	22.1	36.8
负债合计	5261.4	5525.0	5745.5	5876.0	EBITDA 增长率(%)	1.6	6.5	11.2	18.8
少数股东权益	1127.1	1200.1	1299.9	1423.6	EBIT 增长率(%)	-1.4	-2.6	21.6	31.7
股东权益	12251.6	12823.5	13618.7	15039.3	主营利润率(%)	5.9	5.7	6.5	8.2
净营运资本	530.9	605.9	-438.5	1263.8	EBITDAMargin	0.1	0.1	0.2	0.2
投入资本 IC	13641.9	13625.9	12565.4	13185.5	ROE	5.9	5.8	6.6	8.2
					ROIC	5.7	5.3	6.7	9.8
<b>现金流量表</b>					<b>基本 EPS</b>	<b>0.26</b>	<b>0.26</b>	<b>0.32</b>	<b>0.44</b>
					稀释 EPS	0.26	0.26	0.32	0.44
	2014A	2015E	2016E	2017E	每股红利	1.3	1.4	1.5	1.7
净利润	791.6	814.7	994.5	1360.1	每股现金流	0.4	0.4	0.9	0.4
折旧摊销	866.7	1024.4	1024.4	1046.2	每股净资产	4.3	4.5	4.8	5.3
净营运资金增加	-578.8	-598.9	448.5	-1250.7	净负债/权益(%)	13.8	13.9	13.5	12.4
经营现金流	1190.8	1183.5	2415.4	1026.0	总负债/总资产(%)	28.2	28.3	27.8	26.3
投资现金流	-874.7	-220.6	-127.9	293.3	流动比率	1.2	1.4	1.7	2.0
融资现金流	-200.9	-204.9	-262.1	-351.9	速动比率	0.4	0.5	0.8	1.0
现金净增(减)	115.0	758.0	2025.4	967.3					
现金期末余额	1473.3	2231.3	4256.7	5224.0					

## 其他明细条目

### 评级定义

#### 【市场指数评级】

看多——未来 6 个月内上证综指上升幅度达到或超过 20%  
看平——未来 6 个月内上证综指波动幅度在-20%—20%之间  
看空——未来 6 个月内上证综指下跌幅度达到或超过 20%

#### 【行业指数评级】

超配——未来 6 个月内行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%  
标配——未来 6 个月内行业指数相对上证指数在-10%—10%之间  
低配——未来 6 个月内行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

#### 【公司股票评级】

买入——未来 6 个月内股价相对强于上证指数达到或超过 15%  
增持——未来 6 个月内股价相对强于上证指数在 5%—15%之间  
中性——未来 6 个月内股价相对上证指数在-5%—5%之间  
减持——未来 6 个月内股价相对弱于上证指数 5%—15%之间  
卖出——未来 6 个月内股价相对弱于上证指数达到或超过 15%

### 免责条款

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研获取的资料，但本公司及其研究人员对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告反映研究人员个人的不同设想、见解、分析方法及判断。本报告所载观点并不代表财达证券有限责任公司，或任何其附属或联营公司的立场，且报告中的观点和陈述仅反映研究员个人撰写及出具本报告期间当时的分析和判断，本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间和其他因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致，敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。本报告中的观点和陈述不构成投资、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。

本报告旨在发给本公司的特定客户及其他专业人士，但该等特定客户及其他专业人士并不得依赖本报告取代其独立判断。在法律允许的情况下，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多种金融服务，本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之间已经了解或使用其中的信息。

本报告版权归“财达证券有限责任公司”所有，未经本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

财达证券有限责任公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构，我们欢迎社会监督并提醒广大投资者，参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构，注意防范非法证券活动。

### 联系方式

地址：石家庄市桥西区自强路 35 号庄家金融大厦 25 层  
电话：0311-66006330      传真：0311-66006364      邮编：050000