

业绩平稳提升 期待改革破蛹

核心观点:

1. 事件

公司公布 2015 年半年报

2. 我们的分析与判断

(一) 营收受行业拖累，净利率有所提升

2015 年 1-6 月公司实现销售啤酒 296 万千升 (YOY-3.58%)，共实现营收 70.38 亿元 (YOY-9.28%)，归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润为 5.37 亿元 (YOY+12.78%)；实现每股收益 0.21 元 (YOY+2.42%)。符合我们的预期。2015 年上半年受国内宏观、消费环境及天气因素的共同影响，公司销量未能实现增长。但在另一方面，啤酒行业上半年产量同比也下降了 6.17% 为 2456.91 万千升，公司表现依然强于行业水平，实现了管理层“领跑行业”的目标。

同时公司的毛利率和净利率在上半年双双提升且高于行业水平。公司的销售毛利率为 43.39%，较去年同期提升了 2.89 个百分点；净利率也有 1.02 个百分点的提升，达到 9.44%。分别高于 26.59% 和 8.38% 的行业水平。在费用方面，公司的销售费用和财务费用率相较于去年同期均未发生大的变化，变动率保持在 0.1 个百分点以内，而管理费率则上涨了约 1 个百分点。

(二) 中高端产品占比持续提升

公司的产品结构升级稳步推进。上半年公司主品牌和 3 个主打品牌的销量与去年同期基本持平，其中燕京主品牌销量为 211 万千升 (YOY-0.47%)，“1+3”品牌排销量为 274 万千升 (YOY+0.74%)，在总销量中的占比分别提升了 2.22 个百分点和 3.97 个百分点，中高档啤酒的销量增长了 18.27%，相较于去年同期 11.8% 的增速，增速继续上升了 6.47 个百分点。我们以此测算公司中高端啤酒的销量占比已达到 45% 左右，吨酒价格有所提高。

(三) 国企改革渐进有望引爆公司改革红利

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。燕京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，业务骨干的激励正在积极推进当中，其中销售部门的市场化考核已在去年完成。参照现阶段国企改革实施的样本和啤酒行业的竞争格局以及公司的行业地位，我们认为公司有望率先获益，在引入战略投资者和股权激励等体制改革方面或将有所突破，强烈看好未来公司改革红利释放。

燕京啤酒 (000729.SZ)

推荐 维持评级

分析师

李琰

☎: 010-83571374

✉: liyan_yj@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130513060001

特此鸣谢: 岳思铭 010-66568238

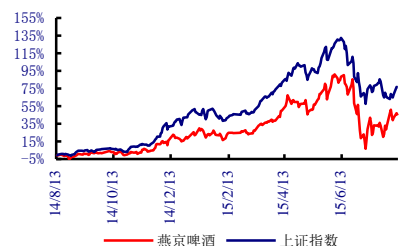
(yuesiming@chinastock.com.cn)

对本报告的编制提供信息

市场数据 时间 2015.08.12

A 股收盘价(元)	9.77
A 股一年内最高价(元)	13.26
A 股一年内最低价(元)	6.28
上证指数	3886.32
市净率	2.27
总股本 (万股)	281853.93
实际流通 A 股(万股)	250933.96
限售的流通 A 股(万股)	30919.98
流通 A 股市值(亿元)	245

相对指数表现图



资料来源: 中国银河证券研究部

相关研究

1. 燕京啤酒 (000729.SZ): 多重投资价值明显 20150211
2. 燕京啤酒(000729): 业绩基本符合预期, 国企改革引领行情 20141017
3. 燕京啤酒(000729): 期待改革红利, 业绩稳步提升 20140812
4. 燕京啤酒 (000729.SZ) 深度报告: 期待改革红利 迎接增量行情 20140801
5. 啤酒行业: 预期 15 年增速回升, 重点推荐燕京啤酒 20150304

3. 投资建议

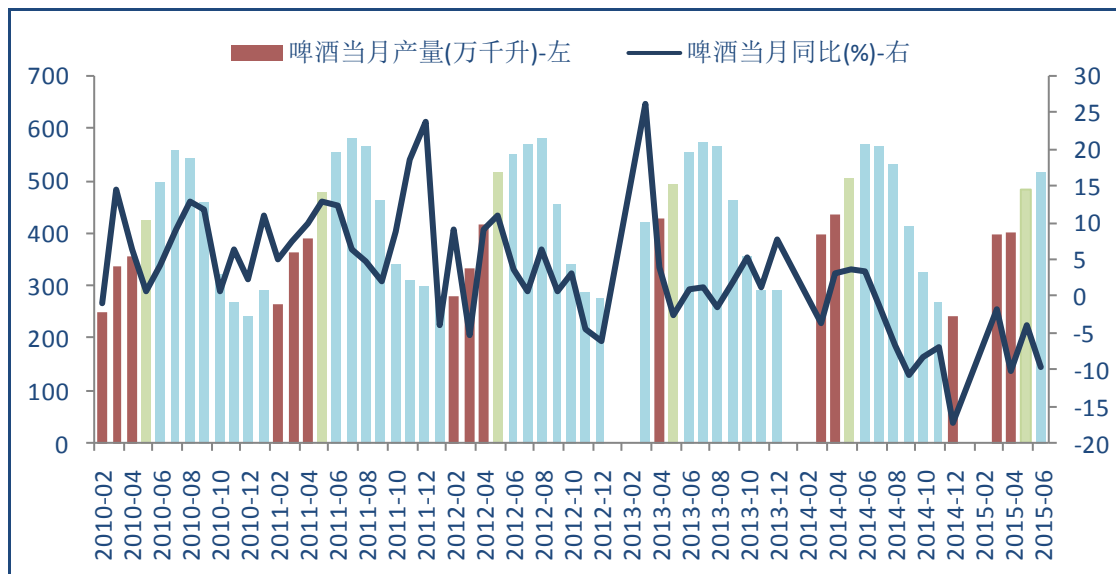
请投资者关注我们 8 月 1 日公司深度分析报告《燕京啤酒(000729.SZ): 期待改革红利 迎接增量行情》，随着北京市国企改革逐渐推进，我们再次重申关注。

我们认为：(1) 随着 2014 年首现啤酒行业产量负增长，我国啤酒行业的整体市场容量已开始趋于饱和。随着行业的集中度继续缓慢提高 (CR5>80%)，产销量低增速将成为长期趋势；(2) 未来行业将会在集中度提升中出现分化，产品差异化创新和有效的市场管理将使得部分企业率先进入利润率上升通道。因此，对部分企业的盈利能力改善预期加强。

考虑到公司 2014 年的销量略低预期拖累了收入和利润增速，使得基数较低，因此，预计公司 2015 年利润增速有望回升至 5%-10% 这一区间。我们预测公司 2015/16 年 EPS 为 0.29、0.32 元。加之公司在行业集中度不断提升的过程中，将持续受益于费用有效控制下的毛利率稳步提升，其品牌价值也会持续增强，维持“推荐”评级。

附：啤酒行业数据追踪：

图 1：我国啤酒行业 2010-2015 年 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

2015 年 1-6 月，我国啤酒行业累计产量 2456.91 万千升，同比下降 6.17%。就累计产量增速水平来看，比上年同期下滑 11.83 个百分点，环比则下降 1.88 个百分点。其中，6 月单月实现产 515.09 万千升，同比下降 9.74% (同比增速比上年同期大幅下降 13.02 个百分点，环比下降 5.68 个百分点)。

2014 年 1-12 月，我国啤酒行业累计产量 4921.85 万千升，同比下降 0.96%。就累计产量增速水平来看，比上年同期下滑 5.55 个百分点，环比则下降 1.13 个百分点。其中，12 月单月实现产量 242.10 万千升，同比下降 17.18% (同比增速比上年同期下降 24.92 个百分点，环比

下降 10.19 个百分点)。

图 2: 我国啤酒行业收入累计值及增速变动(2000-2015 年 6 月)

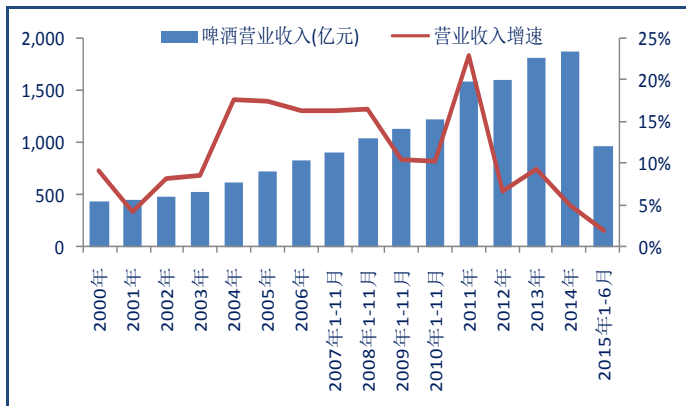
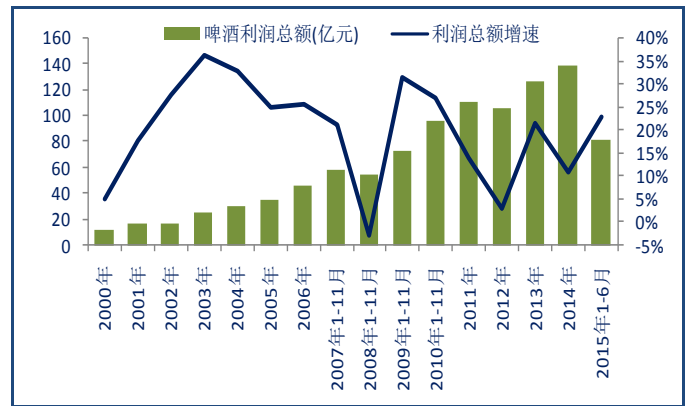


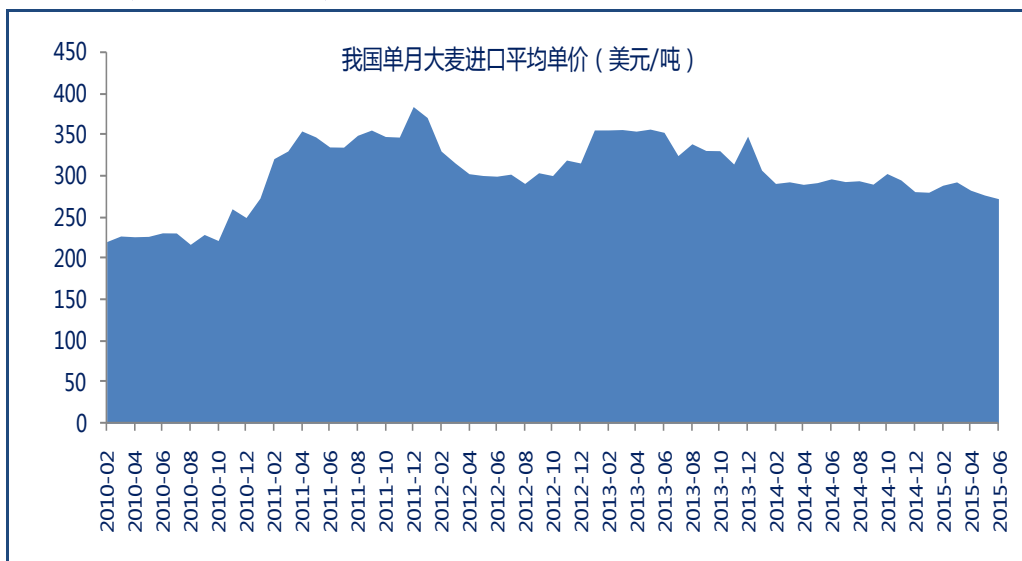
图 3: 我国啤酒行业利润总额累计值及增速变动(2000-2015 年 6 月)



资料来源: 国家统计局, 中国银河证券研究部整理

2015 年 1-6 月啤酒行业收入增长 2.00%。2015 年 1-6 月, 我国啤酒行业实现收入 962.65 亿元, 同比增长 2.00%, 实现利润总额 80.66 亿元, 同比增长 22.86%。在 2014 年同期, 啤酒行业实现收入 952.91 亿元, 同比增长 12.18%, 利润总额 65.44 亿元, 同比上升 10.42%。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, 由于 2012 年的行业的普遍提价形成了 2013 年的利润增速较高, 2014 年的利润增速因高基数略显下降, 我们认为这是在向合理增速回归, 不足为虑。进入到 2015 年由于行业集中度的提升, 各龙头企业在进入夏季旺季销售之前都酝酿了提价的计划, 同时也积极调整了产品线进行产品升级, 因此利润总额比率有一个大幅的上升。

图 4: 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

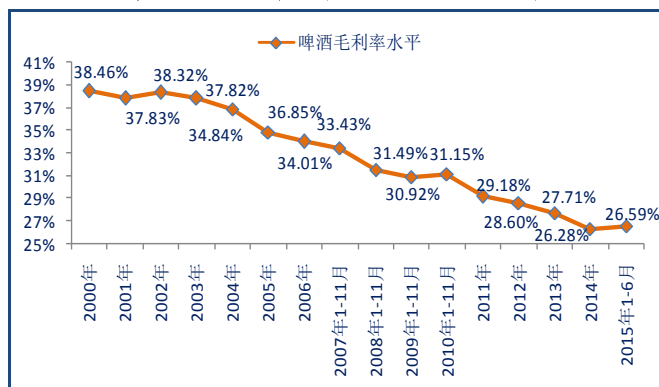
表 1: 2011 年以来我国海关大麦进口均价 (美元/吨) 及同比增幅

	2011	2012	2013	2013 同比变动	2014	2014 同比变动	2015	2015 同比变动
1 月	272.61	370.13	355.05	-4.07%	306.48	-13.68%	279.69	-8.74%
2 月	320.36	329.50	355.07	7.76%	290.31	-18.24%	288.13	-0.75%
3 月	329.61	315.12	355.54	12.83%	292.28	-17.79%	292.17	-0.04%
4 月	353.86	302.12	353.64	17.05%	289.23	-18.21%	282.15	-2.45%
5 月	346.61	299.95	356.10	18.72%	291.33	-18.19%	276.29	-5.16%
6 月	334.50	299.09	352.16	17.75%	295.89	-15.98%	271.89	-8.11%
7 月	334.23	301.57	324.02	7.45%	292.58	-9.70%		
8 月	348.58	290.33	338.33	16.53%	293.55	-13.24%		
9 月	354.94	303.27	330.21	8.89%	289.44	-12.35%		
10 月	347.14	299.88	329.97	10.03%	302.31	-8.38%		
11 月	346.42	318.64	313.82	-1.51%	294.53	-6.15%		
12 月	383.40	315.06	347.55	10.31%	280.40	-19.32%		
平均	339.36	312.05	342.62	9.80%	293.19	-14.27%		

资料来源: 国家统计局, 中国银河证券研究部整理

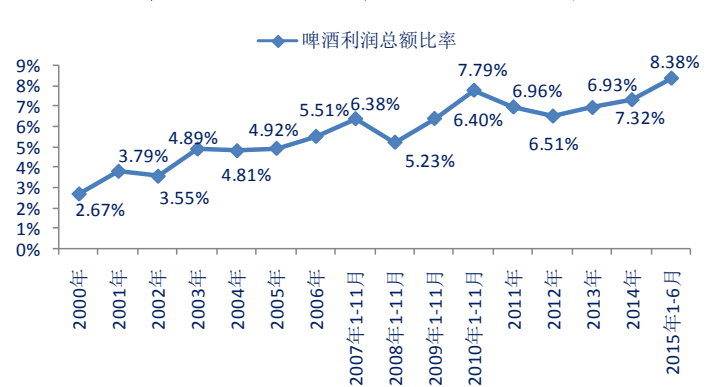
2015 年 6 月海关最新进口啤酒大麦均价为 271.89 美元/吨, 符合我们前期的判断。2011 年 2 月以来, 我国啤酒大麦进口平均单价出现了明显上扬, 保持在 320 美元/吨以上水平。2011 年 4-5 月及 8-11 月均保持在 350 美元/吨左右。全年来看, 2011 年大麦进口的平均价格比 2010 年涨幅达到 48%, 对我国啤酒行业毛利率造成一定压力。进入 2012 年以来, 我国海关进口啤酒大麦价格开始出现持续性的回落, 但是 2012 年底, 我国啤酒大麦进口单价再次回升至年初 300 美元/吨以上的水平。并在 2013 年全年保持在 300 美元/吨以上。2014 年, 大麦价格开始下滑并在 2 月份跌破 300 美元/吨, 至今一年内长期保持在 290 美元/吨的水平, 虽然曾在 14 年 10 月短期达到过 300 美元/吨, 但是, 随着中澳自贸协定等的逐步实施与推广, 长期进口啤酒价格仍有望进一步回落。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。我们认为在全球采购成本下降的背景下, 将有望长期利好啤酒企业的制造成本控制。

图 5: 我国啤酒行业毛利率水平变动 (2000-2015 年 6 月)



资料来源: 国家统计局, 中国银河证券研究部整理

图 6: 我国啤酒行业利润总额比率变动 (2000-2015 年 6 月)



2015 年 1-6 月啤酒行业毛利率 26.59%, 相比去年同期下滑 0.95 个百分点。如前所述, 2015

年 1-6 月，我国啤酒行业实现收入 962.65 亿元，同比增长 2.00%，实现利润总额 80.66 亿元，同比增长 22.86%，毛利率为 26.59%。对比 2014 年同期，毛利率水平较前期降幅有略微下降。

2015 年 1-6 月利润总额比率 8.38% 同比增长 1.51 个百分点。据我们测算，2015 年 1-6 月行业利润总额比率为 8.38%，对比 2014 年同期（6.87%）增长 1.51 个百分点。

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。

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。

本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
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

机构请致电：

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