

短期业绩持续承压 静候改革提振预期

核心观点:

1. 事件

燕京啤酒发布 2015 年第三季度报告。

2. 我们的分析与判断

(一) 公司业绩持续承压

今年前三季度公司的营业收入与净利润同比增速双降。2015 年 1-9 月，公司实现啤酒销量 444.52 万千升，同比下降 5.62%，略好于啤酒行业同期 5.95% 的降幅。其中，燕京主品牌销量 312.68 万千升，“1+3”品牌销量 403.20 万千升；公司实现营业收入 114.48 亿元，同比下滑 6.51%；归属于上市公司股东净利润 8.57 亿元，同比下降 6.39%；基本每股收益为 0.30 元，符合我们的预期。

受天气、经济形势和消费环境等影响，中国啤酒消费持续低迷致公司三季度单季净利润下滑明显。2015 年第三季度，公司实现营收 44.10 亿元，同比下降 1.72%；归属于上市公司股东的净利润为 2.60 亿元，同比大幅下降 22.42%，盈利能力承压加大。我们认为，一方面因公司重点投入的大西南地区竞争激烈，致使盈利持续承压，难获增长；二是公司原有基地市场（北京和广西）也因市场容量相对饱和，导致提升空间有限；三是公司在新进入市场上进展放缓，且福建等市场仍处于恢复中难以贡献有效利润。加之消费低迷等大环境因素叠加影响，最终使得公司单季度净利润下滑加剧。

(二) 产品结构持续升级，净利润率略有下滑

公司今年仍推行“1+3”品牌战略，持续加大对燕京主品牌的推广力度，促进品牌集中度在原有基础上进一步提升。同时，坚定不移地进行产品结构升级，使得鲜啤、易拉罐啤酒等中档产品获得较快增长。公司 14 年在福建市场上惠泉易拉罐啤酒占比已经超过 40%，当地的餐饮渠道现已接受易拉罐形式，未来惠泉还会继续向易拉罐方向发展。我们预计，若燕京未来通过鲜啤和易拉罐化持续提升中档酒占比，其产品盈利能力将有望进一步提高。最终，前三季度公司的毛利率同比增长 0.5 个百分点至 41.36%。此外，2015 年 9 月最新数据显示，海关进口啤麦均价为 239.59 美元/吨，为自 2011 年以来的最低水平，利好成本因素。

公司前三季度销售净利率略有下滑。2015 年 1-9 月，燕京的销售费用率为 11.59%(yoy-0.29 PCT.)；管理费用率为 10.49%(yoy+1.17 PCT.)；财务费用率为 0.27% (yoy-0.03 PCT.)。最终，公司的销售净利率达到 8.20%，比去年同期下降 0.24 个百分点。

燕京啤酒 (000729.SZ)

推荐 维持评级

分析师

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)

郝帅 (8610) 83574080

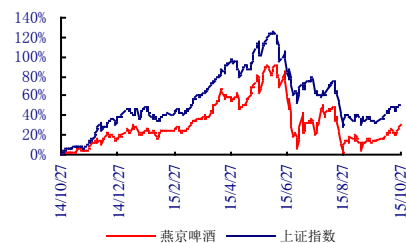
(haoshuai@chinastock.com.cn)

对本报告的编制提供信息

市场数据 时间 2015.10.27

A 股收盘价(元)	8.75
A 股一年内最高价(元)	13.17
A 股一年内最低价(元)	6.60
上证指数	3434.34
市净率	1.94
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)	30919.97
流通 A 股市值(亿元)	219.57

相对指数表现图



资料来源: 中国银河证券研究部

相关研究

- 啤酒行业: 行业变革关键时点, 关注价值重塑空间 20151020
- 燕京啤酒(000729.SZ): 业绩平稳提升, 期待改革破蛹 20150813
- 燕京啤酒(000729.SZ)深度报告: 期待改革红利 迎接增量行情 20140801

（三）静候啤酒行业拐点

中国啤酒行业目前处在发展的第四阶段末期：即产业集中，竞争趋缓，微利生存。而随着啤酒行业集中度的不断提升，过去以“跑马圈地”来保增长的方式已一去不复返，行业亟待盈利能力拐点。然而，前五家啤酒企业对峙已久，在市场份额差距未明显拉开之前，谁也不敢贸然提价或是降低费用投入。因此，此番全球两大啤酒巨头百威英博和 SAB 米勒的合并，我们预计，将会有效刺激我国啤酒市场的整合，加速国内净利率的拐点出现，进入新格局下的上升通道中。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。

此外，行业内主流企业对啤酒行业的长期发展还是充满信心的，认为随着农村消费结构升级，未来还会有增量的空间。目前来看，吨酒收入逐步上涨的趋势很明显，暂时因受天气、消费（经济）环境等的影响，不改长期趋势向上。我们认为，接下来中国啤酒行业的下滑形势将会有所放缓，啤酒行业格局正处在关键时点。

3. 投资建议

请投资者关注我们的公司深度分析报告《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，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 2014 年 135.04 亿元的销售收入计算，对应于目前 247 亿元的二级市场总市值，其比值仅为 1.8: 1，处于价值洼地，估值提升空间巨大。

我们预测公司 2015~2016 年 EPS 为 0.27 和 0.29 元，对应 PE 为 32/30 倍。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，维持“推荐”评级。

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。

李璇，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