

中航证券金融研究所
 分析师：石玉华
 证券执业证书号：S0640515050001
 电话：010-64818366
 邮箱：shiyuhua31@163.com

燕京啤酒（000729）行业盈利改善可期，国企改革提升估值空间

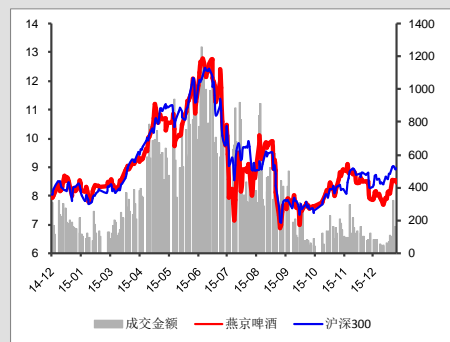
行业分类：食品饮料

2015年12月28日

公司投资评级	买入
当前股价	8.39 元

基础数据	
上证指数	3627.91
总股本（亿股）	28.19
流通 A 股（亿股）	25.09
流通 A 股市值（亿元）	210.53
每股净资产（元）	4.36
市盈率 PE	35.42
市净率 PB	1.83

近一年公司与上证指数走势对比图



资料来源：wind，中航证券金融研究所

投资要点：

- **燕京啤酒国企改革方向明确。**燕京啤酒是国内唯一一家没有外资背景的中国啤酒企业，是北京市政府所属企业，股权集中度高。国企改革洪流下，国内酒类企业国企改革事件层出不穷，面对啤酒行业增速放缓现状，公司引入战略投资者并实行混合所有制是大概率事件，并且2014年6月，北京啤酒啤酒公司明确表示将在3年内提出股权激励预案
- **百威米勒合并，或将营造行业新格局。**2014年和2015年前三季度啤酒产销量连续负增长，啤酒量增价跌，并且在人均啤酒消费量和消费人群难有大幅增长的情况下，啤酒行业未来销量增幅不大，行业利润逐渐下滑。百威米勒合并，格局稳定后，市场集中度更加集中，有利于改善市场的无序竞争状态，带来内生和外延性的增长动力，改善运营效率，降低费用率。
- **啤酒行业盈利有望改善。**国内啤酒的吨酒价格与国外存在较大差距，吨酒价格提升空间大；大麦占啤酒的生产成本30%左右，我国的大麦主要依靠进口，在国际大麦市场供求弱平衡状态下，大麦价格有望稳中有降。
- **产品升级助力吨酒收入提升。**公司北京、广西市场稳固，利润率稳步提升，随着公司加大鲜啤、白啤等中高端产品的推广，其占比不断提升，吨酒价格不断提升，目前公司吨酒价格仍低于国内市场平均价格，因此存在较大提升空间。
- **估值与建议：**我们预计燕京啤酒15-17年EPS分别为0.27元、0.32元、0.37元。考虑到公司盈利改善的空间和国企改革预期，给予2016年32倍PE，目标价为10.24元，首次覆盖给予“增持”评级。
- **风险提示：**行业竞争加剧，大麦价格上涨。

主要财务数据及预测

	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入（百万）	13748.38	13503.75	13452.44	14295.91	15172.25
增长率	5.49%	-1.78%	-0.38%	6.27%	6.13%
净利润（百万）	680.64	726.14	762.13	907.43	1032.51
增长率	10.46%	6.68%	4.96%	19.07%	13.78%
每股收益（元）	0.24	0.26	0.27	0.32	0.37
市盈率	34.74	32.57	31.03	26.06	22.90

数据来源：wind，中航证券金融研究所

股市有风险 入市须谨慎

请务必阅读正文后的免责声明部分

联系地址：深圳市深南大道3024号航空大厦29楼
 公司网址：www.avicsec.com
 联系电话：0755-83692635
 传真：0755-83688539

目录

1	燕京啤酒国企改革方向明确	5
2	百威米勒合并，或将营造行业新格局	6
2.1	啤酒产销下滑，行业寻底	6
2.2	百威米勒合并营造行业新格局	8
2.3	啤酒行业吨酒价格提升空间大	9
2.4	啤酒行业成本短期存在回落趋势	10
3	燕京啤酒—主力市场地位稳固，产品结构升级带来升值空间	11
3.1	公司的发展历程	11
3.2	立足“1+3”品牌战略，加强市场培育	12
3.3	产品结构升级，集中布局中高档系列	14
3.4	管理费用率下降空间大	16
4	投资建议	17
5	风险提示	17
	财务报表分析与预测	17

图目录

图 1: 燕京啤酒股权结构	5
图 2: 啤酒年产量及增速	7
图 3: 啤酒年销量及增速	7
图 4: 啤酒行业前 3 季度营收同比回落	7
图 5: 啤酒年行业前 3 季度净利润同比下降	7
图 6: 百威米勒合并后啤酒行业格局变化情况	8
图 7: 青岛啤酒市占率和期间费用率	9
图 8: 啤酒企业吨酒价格对比	9
图 9: 啤酒企业零售价格对比	9
图 10: 啤酒生产成本	10
图 11: 大麦价格回落	10
图 12: 公司主营业务营收组成	11
图 13: 2014 年增速减缓	11
图 14: 燕京啤酒“1+3”品牌战略	12
图 15: 各品牌销售占比	12
图 16: 燕京啤酒分地区收入数据（亿元）	13
图 17: 燕京啤酒分地区营收增速	13
图 18: 燕京啤酒分地区毛利数据（亿元）	14
图 19: 燕京啤酒分地区毛利增速	14
图 20: 2013 年国内啤酒的消费量结构	14
图 21: 国内啤酒的销售额增速（2008-2013 CAGR）	14
图 22: 燕京啤酒部分地区净利润	15
图 23: 燕京啤酒部分地区净利率	15
图 24: 上市啤酒公司费用率	16
图 25: 上市啤酒公司销售费用率	16
图 26: 上市啤酒公司管理费用率	16
图 27: 部分上市公司啤酒人均产量	16

表目录

表 1: 国企改革的政策梳理	5
表 3: 燕京啤酒发展的 5 个阶段	11
表 4: 四大品牌发展情况	12
表 5: 主要上市公司的战略梳理	13
表 6: 燕京啤酒部分产能扩建和改造升级项目	13
表 7: 我国啤酒行业消费税征收细则	16

1 燕京啤酒国企改革方向明确

2014 年时国企改革的元年，2015 年是国企改革的大年。2014 年 8 月北京市出台了《关于全面深化市属国资国企改革的意见》，将北京市国规划分为三类，城市公共服务类企业、特殊功能类企业和竞争类企业，其中，竞争类企业又分为一般竞争类和战略支撑类，一般竞争类的企业以资本效益最大化为主要目标。《意见》提出到 2020 年将公共服务、基础建设、生态环境的国有资本提高到 80% 以上，城市公共服务类和特殊功能类企业的国有资本提高到 60% 以上。对于啤酒行业，应参照一般竞争企业标准，应积极引入各类投资者，国有资本可以相对控股和参股，并按照市场规则有序进退。2015 年 9 月国务院公布《关于深化国有企业改革的意见》，放开竞争性行业，还支持外资参股。11 月国务院公布《关于国有企业发展混合所有制经济的意见》鼓励非公有资本投资主体可通过出资入股、收购股权、认购可转债、股权置换等多种方式，参与国有企业改制重组或国有控股上市公司增资扩股以及企业经营管理。2014 年北京公布的首批国企改革试点企业，首都旅游、京投公司和地铁公司分别代表竞争类、特殊功能类和公共服务类。

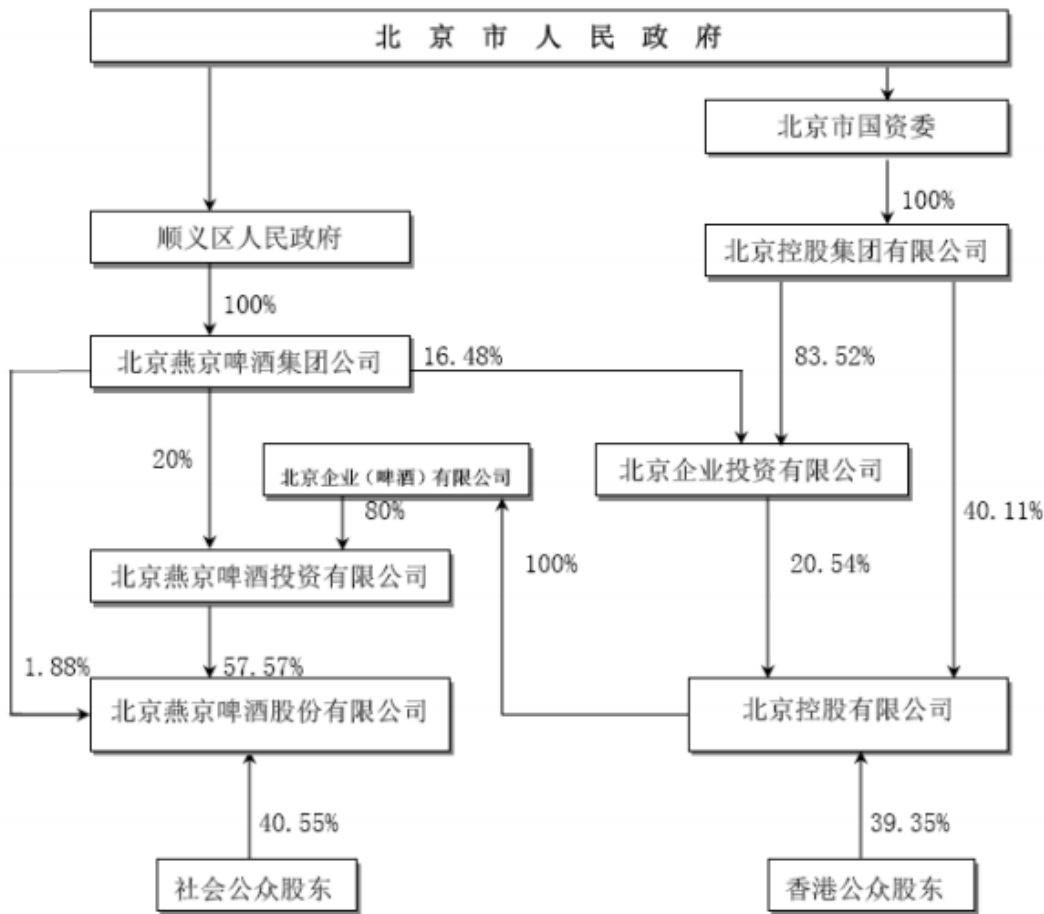
表 1：国企改革的政策梳理

地区	文件	出台时间
中央	中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定	2013.11
北京市	关于全面深化市属国资委国企改革的意见	2014.8
中央	中共中央、国务院关于深化国有企业改革的指导意见	2015.9
中央	关于国有企业发展混合所有制经济的意见	2015.9
中央	关于国务院关于改革和完善国有资产管理体制的若干意见	2015.11

资料来源：公司 2014 年年报，中航证券金融研究所

燕京啤酒是中国最大的啤酒企业之一，目前在我国啤酒行业的市占率为 18.53%，排名第四，全球啤酒销量第八。于 1980 年建厂，1997 年陆深圳证券交易所，是唯一一家没有外资背景的中国啤酒企业。燕京啤酒是北京市政府所属企业，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 57.46% 的股权，北京国资委间接持股 26.37%。北京控股有限公司于 1997 年在香港上市，是北京市国资委规划的首都基础设施和公用事业投融资平台，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。借此背景，燕京啤酒同时拥有 A 股和 H 股双重融资渠道，优良基因为公司扩张奠定良好基础。

图 1：燕京啤酒股权结构



资料来源：公司 2014 年年报，中航证券金融研究所

北控集团下属企业北控水务（0371.HK）已经进行所有制改革，国企改革背景下，国内酒类企业混改事件层出不穷，面对啤酒行业增速放缓现状，在其啤酒业务中引入战略投资者并实行混合所有制亦是大概率事件。并且 2014 年 6 月，北京燕京啤酒公司明确表示将在 3 年内提出股权激励预案。此外 2014 年，公司控股股东北京燕京啤酒投资有限公司先后于 5 月 12 日、5 月 28 日在二级市场买入方式分别增持 188 万股、190 万股，增持均价各为 6.45 元和 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）继续通过二级市场增持公司股份，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）。此举表明大股东看好公司长期业绩表现。

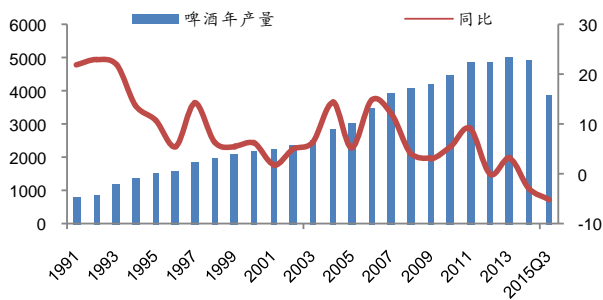
2 百威米勒合并，或将营造行业新格局

2.1 啤酒产销下滑，行业寻底

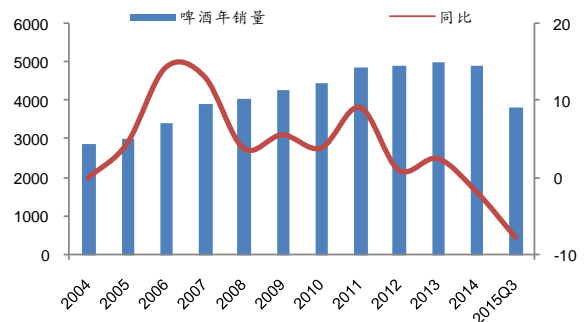
我国啤酒行业的发展大致分为 3 个阶段，新生导入期（1958 年-1978 年）：增长迅速，20 年内产量翻了

6.7 倍，年复合增长率 9.95%，但整体消费量小，1978 年产量仅为 40 万升，人均消费量仅 0.42 升/年；快速增长期（1979-1999 年）：80 年代我国啤酒爆发式增长，90 年代增速回落，啤酒产量增长了 52.5 倍，年复合增长率高达 20.75%，但这一时期我国啤酒行业分布相当分散，1999 年行业龙头青岛啤酒的市场占有率仅为 4.8%。低速增长期（2000 年-至今），增速放缓，2000 年-2013 年年复合增长率为 6.46%，总量持续增加，2002 年产量超过美国后，位居全球第一，人均消费量达 34.2 升/年。随着增速的放缓以及外资的介入，行业内竞争开始加剧，行业毛利率持续下滑，兼并收购进入高潮，整合加速。

2014 年首次出现负增长，2015 年前三季度啤酒产销下滑幅度扩大，前三季度啤酒产量 3886 万千升，同比下滑 5.04%，销量 3832 万千升，同比下滑 7.69%，啤酒的产销量下滑是行业见顶信号。主要原因有以下几个方面：（1）啤酒是可选消费品，消费量与 GDP 显著正相关，2014 年至今经济持续低迷，2015 年 3 季度仅为 6.9%，2016 年经济仍不乐观，啤酒消费难有起色。（2）人口数量和人口的结构是影响啤酒消费量的重要因素，2014 年中国人口增长率为 0.52%，人口出生率为 12.37%，人口增长速度减缓，人口老龄化、主力消费群体减少，虽然二胎全面放开，但是新生儿成为主力消费群体仍需要至少 15 年的时间；（3）2014 年我国啤酒人均消费量达到 36 升/年，与消费习惯相近的日本（43.8 升/年）和韩国（37.2 升/年）差异已经不大，提升空间有限；（4）预调酒等新生饮品作为时尚类酒精饮料在年轻群体中流行，对啤酒产生一定的替代作用。

图 2：啤酒年产量及增速


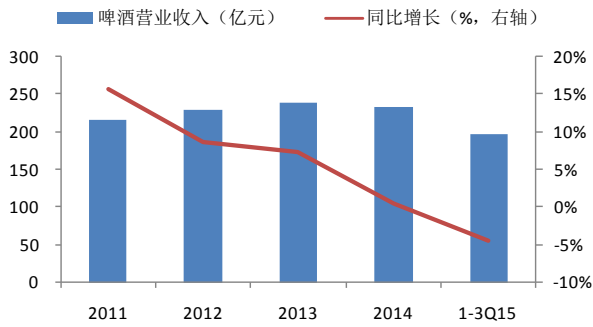
资料来源：wind，中航证券金融研究所

图 3：啤酒年销量及增速


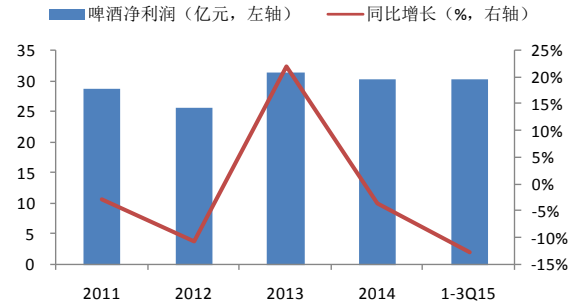
资料来源：wind，中航证券金融研究所

2015 年前三季度，啤酒行业营收 441 亿元，同比下降 4.51%；净利润 30 亿元，同比下降 12.59%，行业净利润率为 6.89%，同比减少 0.64%，食品子行业中增速垫底，毛利率 39.53%，同比减少 0.9pct，期间费用率为 22.86%，同比增加 0.39pct，其中，销售费用率 16.79%，同比增加 0.32pct，管理费用率为 6.5%，同比增加 0.12pct，财务费用率为 0.43%，去年同期为-0.39%。啤酒行业未来销量难有较大增幅，企业竞争激烈，行业利润下滑，盈利改善从追求份额提升转为行业利润提升。

图 4：啤酒行业前 3 季度营收同比回落
图 5：啤酒年行业前 3 季度净利润同比下降



资料来源：wind，中航证券金融研究所



资料来源：wind，中航证券金融研究所

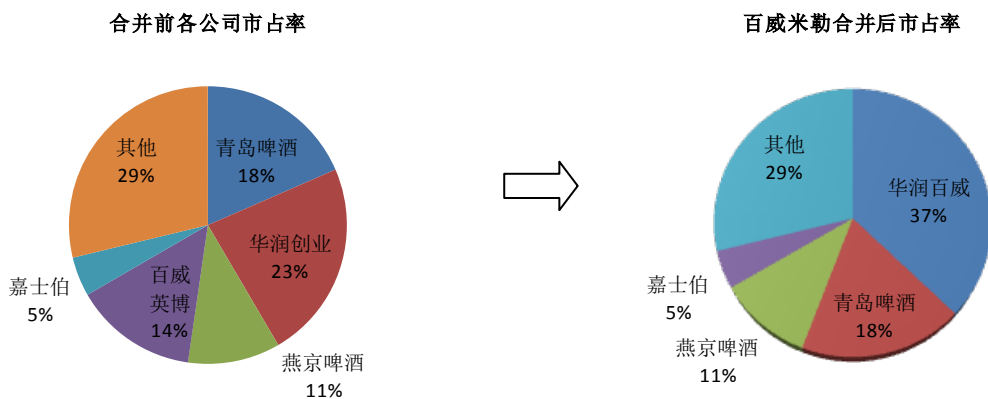
2.2 百威米勒合并营造行业新格局

2015年10月13日，百威英博与全球第二大啤酒公司 SAB 米勒达成收购协议，诞生全球最大消费品公司-新百威英博，全球市占率超过 30%，第三名喜力现有市占率仅约 9%。并购之后新百威英博市值超过 2700 亿美元，不仅巩固了其在美国市场的地位，而且对其进一步在南美、非洲大陆的发展产生重大影响。

目前百威英博能否顺利获取 SAB 米勒所有的华润雪花 49% 的股权尚存在不确定性。根据中国商务部 2008 年对百威英博反垄断审查附加的第三条限制性条件，“不得增加英博公司在珠江啤酒有限公司 28.56% 的股权比例”，但在今年百威英博参与珠江啤酒定增时期持有股权比例升至 29.99%，商务部至今并无回应。参考珠江啤酒的案例，我们认为新百威英博部分保留雪花啤酒的股权是大概率事件。

目前中国啤酒行业的格局，华润雪花、青岛、百威英博位居第一梯队，燕京、嘉士伯、珠江为第二梯队，百威英博收购 SAB 米勒后，将拥有雪花、百威、哈尔滨和珠江等多个品牌，市占率约 37%，新百威英博在中国啤酒行业第三的位置将更进一步，并且拉大与青岛啤酒和燕京啤酒的差距，稳居行业龙头地位，中国啤酒行业的格局将因此而改变。

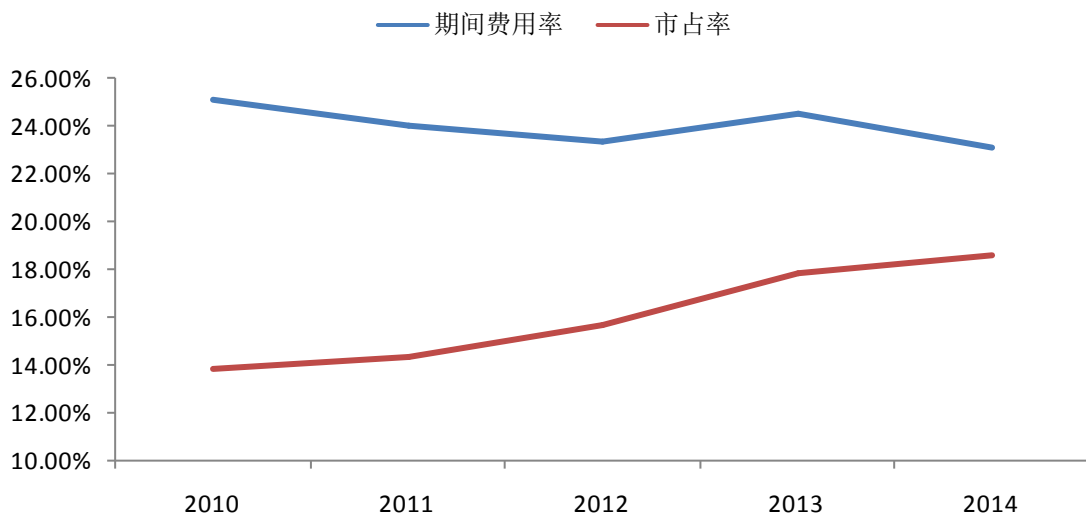
图 6：百威米勒合并后啤酒行业格局变化情况



资料来源：彭博，Euromonitor，中航证券金融研究所

近年来，中国啤酒行业的集中度一直在提升，2014 年 CR5 不到 71%，2015 年年中啤酒行业 CR5 已达到

75%，但是我国集中度再继续大幅提升的空间不大。百威英博收购 SAB 米勒后，行业集中度得到进一步提升，啤酒企业将享受由于集中度的提升带来的内生性和外延性增长动力，提高经营效率，降低成本开支，提高行业净利率。啤酒龙头将通过“提升份额=>费用减少=>提升利润”路径打开盈利空间。青岛啤酒就是一个很好的例子，2010 年青岛啤酒的市场占有率为 14.2%，2014 年青岛啤酒市场占有率为 18.6%，较 2010 年提高 4.4 个百分点，而 2010 年-2015 年 3 季度期间费用率由 25.14% 下降至 22.93%。未来啤酒行业竞争状态极有可能演变成啤酒行业龙头新百威英博 13 个省市的市占率提升，加强品牌建设，青岛啤酒深耕山东、河北和北京等市场、燕京啤酒主攻北京、内蒙古和广西等市场，啤酒行业三大巨头将由无序的混乱竞争状态演变为深耕市场，进行啤酒产品的结构升级。

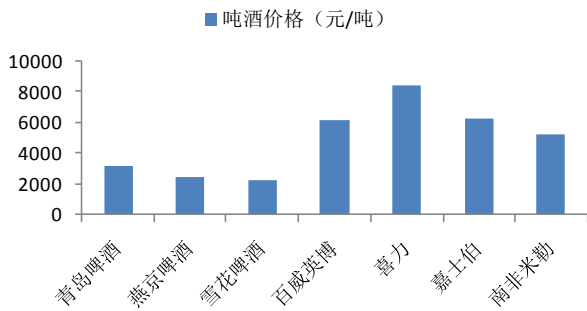
图 7：青岛啤酒市占率和期间费用率


资料来源：青岛啤酒各年年报，中航证券金融研究所

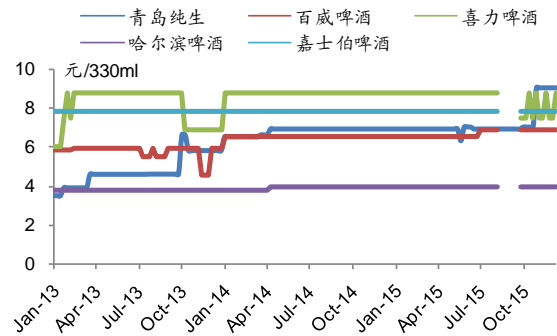
2.3 啤酒行业吨酒价格提升空间大

我国啤酒吨酒价格严重偏低，从啤酒出厂价看，2014 年青岛啤酒、燕京啤酒、雪花啤酒的吨酒价格分别约为 3200 元/吨、2470 元/吨、2300 元/吨，而国外酒企的吨酒价格都在 5000 元以上，百威英博、喜力、嘉士伯和南非米勒吨酒价格分别为 6200 元/吨、8500 元/吨、6300 元/吨、5300 元/吨。国内啤酒吨酒价格仅为国外酒企的 1/2 左右，吨酒价格空间大。虽然 2015 年经济不景气，啤酒行业受到冲击，海外啤酒巨头吨酒价不断下降，但是国内啤酒吨酒价与国外存在较大差距。从 1 号店的数据看，2013 年至今国内啤酒主要品牌升酒单价均有不同程度上涨，青岛纯生由 10.6 元上涨至 27.3 元、百威啤酒由 17.6 元上涨至 20.91 元、哈尔滨啤酒由 11.5 元上涨至 11.8 元。燕京啤酒吨酒价格低于青岛啤酒 22%，反映盈利能力较低的现实，显示价格提升空间大。

图 8：啤酒企业吨酒价格对比
图 9：啤酒企业零售价格对比



资料来源: wind, 中航证券金融研究所

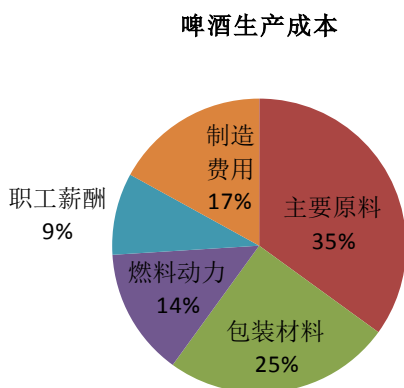


资料来源: 1 号店, 中航证券金融研究所

2.4 啤酒行业成本短期存在回落趋势

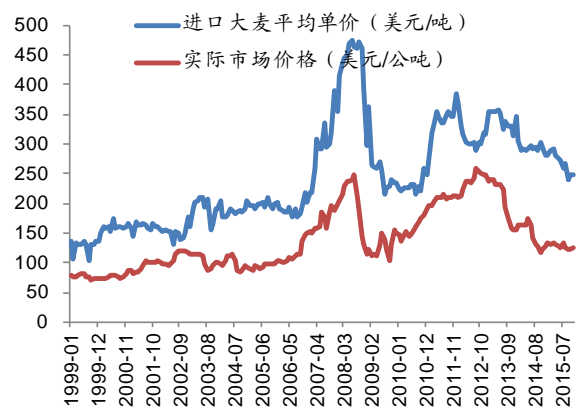
啤酒的生产成本来自主要原料, 包装材料、制造费用、职工薪酬、燃料与动力, 其中主要原料占产品单位生产成本 35%左右, 主要包括大麦、麦芽、大米、酒花等, 大麦约占产品单位生产成本的 20%左右, 生产成本对大麦价格的敏感度较高。我国的啤酒大麦主要依靠进口, 2013 年大麦供给不足, 价格上扬, 当年全球大麦产量、面积大增; 而 2014 年以来由于需求减弱, 大麦价格持续下滑, 我国的进口大麦平均价格持续回落, 我们认为大麦市场进入弱平衡状态, 价格或持续稳中有降; 包装材料占比约为 25%, 主要为玻璃瓶、易拉罐、纸箱等包装物, 其中啤酒瓶主要以回收为主, 每年新瓶使用量约占啤酒使用总量的 20%左右, 成本对价格的敏感度不高。影响生产成本的另一重要因素是职工薪酬, 由于我国人口结构的老龄化趋势, 劳动力人口降低, 导致人力成本增加, 人工工资逐年提升, 2012 年-2014 年分别增长 12%、14%、1%, 然而在经济不景气的大背景下, 预期 2016 年工资水平上升幅度不大。经过以上分析我们认为啤酒行业成本存在下降趋势, 利好行业利润回升。

图 10: 啤酒生产成本



资料来源: wind, 中航证券金融研究所

图 11: 大麦价格回落



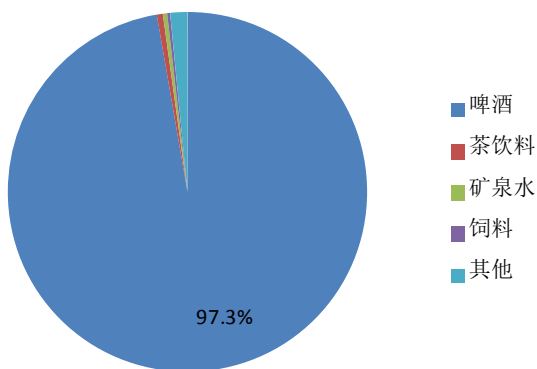
资料来源: wind, 中航证券金融研究所

3 燕京啤酒—主力市场地位稳固，产品结构升级带来升值空间

3.1 公司的发展历程

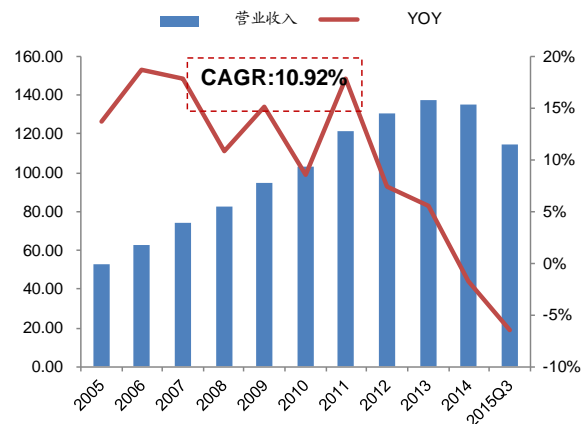
公司主营啤酒业务，2014 年啤酒业务占总体业务的 95%，除啤酒产品外，公司还进行饮料、矿泉水、饲料、酵母干等产品的制造和销售，知名品牌包括九龙斋酸梅汤、燕京纳豆等。目前已经形成了以普通酒为基础，以中档酒为突破口，以高档酒提升品牌价值的合理框架结构。经过 10 多年的扩张，公司逐渐以北京为主要市场向全国扩张。2014 年行业景气度回落情况下，公司增速回落。2015 年前三季度实现营业收入 114.48 亿元，同比下降 6.51%，销量 444.52 万千升，同比下降 5.96%，归母净利润 8.57 亿元，同比下降 6.39%。公司三季度业绩在行业内中处于中下游位置，上市啤酒公司中，仅重庆啤酒和珠江啤酒表现较好，营收、利润实现双增长。

图 12: 公司主营业务营收组成



资料来源：公司公告，中航证券金融研究所

图 13: 2014 年增速减缓



资料来源：公司公告，中航证券金融研究所

燕京啤酒成立至今有着优质的业绩成长史，投资建厂初期，生产能力不足 1 万千升，经过用 30 年的时间，产销量突破 500 万千升，跨越世界发达国家大型啤酒集团 100 年才走完的历程，目前啤酒产销量连续多年世界排名第八，已经成为真正世界级的大型啤酒企业集团。

表 2: 燕京啤酒发展的 5 个阶段

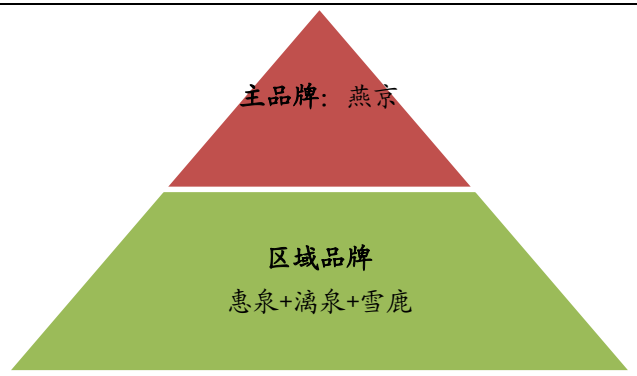
阶段	时间	发展过程
第一阶段	1980-1991	从年产量不足 1 万吨小啤酒厂，成长为年产 10 万吨的中性啤酒厂。
第二阶段	1991-1994	年产量平均每年增加 5 万吨，成长为大型啤酒厂。
第三阶段	1994-1999	年产量平均每年增加 10 万吨，积极融资和兼并，转换成大型啤酒集团。
第四阶段	1999-2009	年产量平均每年增加 30 万吨，推行“大市场”整合战略，由北京为主的市地方性集团向全国扩张。
第五阶段	2009 至今	年产量平均每年增加 50 万吨，紧跟啤酒行业整合升级，扩大燕京啤酒的品牌影响力。

资料来源：wind，公司公告，中航证券金融研究所

3.2 立足“1+3”品牌战略，加强市场培育

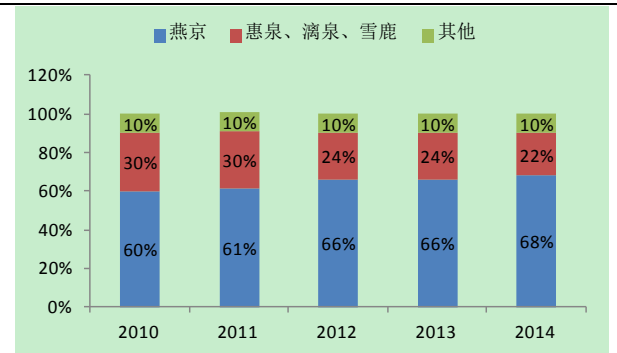
2008年以来，公司稳步推进“1+3”战略，以燕京啤酒为主品牌，主攻北京市场，以“惠泉、漓泉、雪鹿”三大品牌为辅，分别以福建、广西和内蒙古为主要市场。2015年前三季度四大品牌销量403.2万千升，占比公司总销量的90%以上，其中主品牌燕京销量312.68万千升。依托四大品牌，燕京啤酒在北京、广西、内蒙古三地已形成绝对优势，在收入和利润贡献上发挥着核心作用。2012年-2014年连续3年在北京、广西和内蒙古的市占率分别达到85%、85%和75%。整体看，燕京啤酒属于区域性极强的公司，销售超过20万升的市场不到5个，除北京外，其余均省级排名均在10名以后。

图 14：燕京啤酒“1+3”品牌战略



资料来源：wind，中航证券金融研究所

图 15：各品牌销售占比



资料来源：wind，中航证券金融研究所

表 3：四大品牌发展情况

区域销量	2013 销量（千升）	2013 年净利润（亿）
北京	约 140	
广西	124	4.86
内蒙古	69	
云南	22	
四川	18	
新疆	17	
山西	6	
广东	约 40	
福建	30	
湖北	约 25	
湖南	约 20	

资料来源：wind，中航证券金融研究所

2010年公司正式推行“大西南”战略，以广西为中心，重点突破云南、贵州、四川、山西、新疆等中西部市场，主要是青岛、华润和百威三大品牌的相对较弱的地区，建立新的局部区域优势，扩大市场规模。

由于啤酒运输半径的限制，公司的产能覆盖决定了公司的销售半径，公司的啤酒生产和销售向全国扩张的过程中，积极配合增加相应产能覆盖。现在公司已经覆盖新疆、湖北、山西、河北等 18 个省，根据公司 2015 年半年报，公司在积极进行多地改造升级项目。

表 4：主要上市公司的战略梳理

企业	基地市场	公司战略
华润雪花	四川、辽宁、安徽、贵州、江苏、天津	持续推广“雪花”品牌，提升品牌能力，优化产品结构
青岛啤酒	山东、陕西	实施“1+1+N”品牌战略，即“青岛啤酒主品牌”+“全国性第二品牌崂山啤酒”+“汉斯、山水、银麦”等区域品牌
嘉士伯	重庆、新疆	推广高端品牌“嘉士伯”+区域性品牌“重庆”、“山城”和“乌苏”等
百威英博	福建、湖北、黑龙江	推广高端品牌“百威”+全国推广大众品牌“哈尔滨”+区域性品牌“雪津”，主要采取并购手段

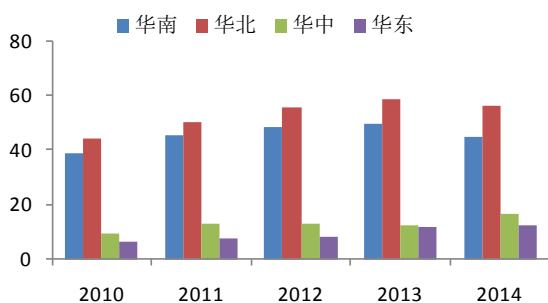
资料来源：wind，中航证券金融研究所

表 5：燕京啤酒部分产能扩建和改造升级项目

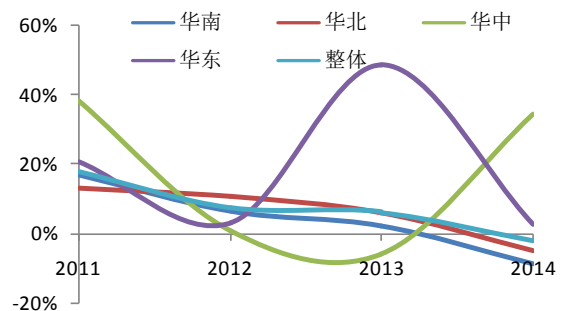
地区	工程类别	产能
贵阳	贵阳新建 20 万千升啤酒产能扩建工程	20 万千升
昆明	燕京啤酒（昆明）有限公司年产 40 万千升啤酒三期工程	40 万千升
衡阳	衡阳燕京 40 万吨技改工程	40 万吨

资料来源：wind，中航证券金融研究所

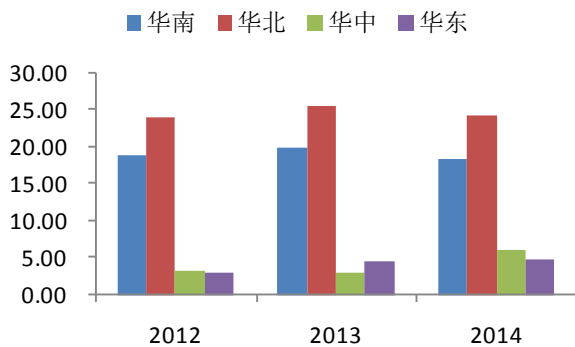
近年来华中地区发展迅速，营业收入五年符合增长率为 15%，毛利率水平逐年提升。2014 年公司营业收入增速放缓，华南和华北营业收入大幅下滑，华中地区营收同比增长 34.25%，增涨强势，毛利率大幅提升 10.27pct 至 34.45%。进一步细分到省份，发展比较顺利的地区是云南和新疆。2011 年-2013 年云南、新疆的销量 CAGR 分别达到 43% 和 22%。在云南市场，目前已经与先进入者嘉士伯和澜沧江进入对垒阶段，在新疆市场已从嘉士伯旗下的乌苏啤酒抢下 30% 的市场份额。西部市场和东部成熟的市场相比，西部市场增长速度较快，但是受制于西部整体需求较东部弱，市场规模上涨空间有限。

图 16：燕京啤酒分地区收入数据（亿元）


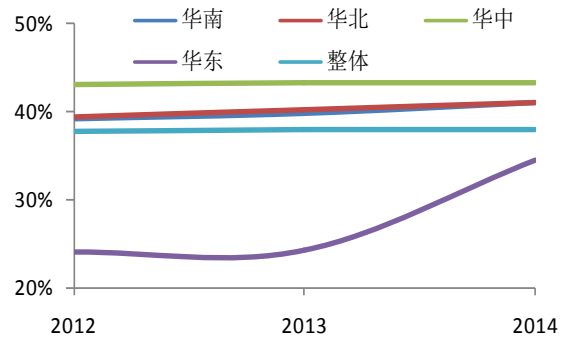
资料来源：wind，中航证券金融研究所

图 17：燕京啤酒分地区营收增速


资料来源：wind，中航证券金融研究所

图 18：燕京啤酒分地区毛利数据（亿元）


资料来源：wind，中航证券金融研究所

图 19：燕京啤酒分地区毛利增速


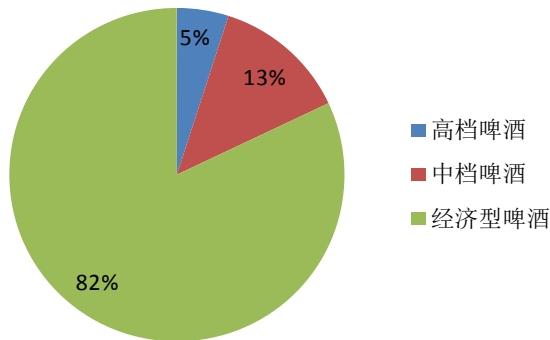
资料来源：wind，中航证券金融研究所

3.3 产品结构升级，集中布局中高档系列

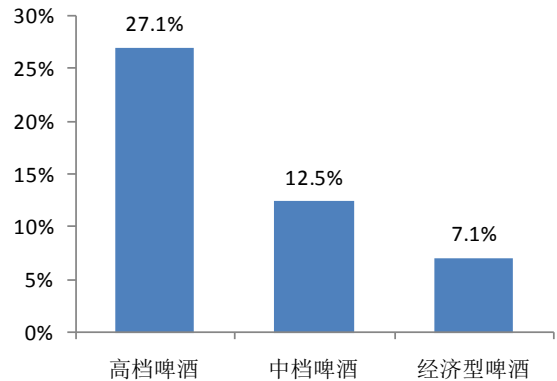
近 10 年来，我国人均收入保持 12% 以上的较快增长，城镇居民收入近三年年复合增长率达 12.3%，农村居民年复合增长率达 13.3%，增长更迅速。人均收入的快速增长直接提高的居民消费能力，消费者对产品品质和属性等的诉求增加，推动消费结构升级，提升消费品价格，啤酒行业亦如此。

目前啤酒行业市场规模增长缓慢，提升产品价格成为企业增长利润的主要方式，啤酒行业已经逐渐呈现出从低端抢占市场份额向中高档产品转化的趋势。近年中高档啤酒的销量增速远高于低档啤酒，同时进口啤酒增速加快，均体现出消费者对啤酒的口感需求多样化和品质化已经开始。近年燕京对其产品结构进行全面优化升级，积极构建以清爽酒为基础，中档酒为主突破，高档酒提升价值的品牌产品结构。2013、2014 年公司的中高档啤酒销量增速达 27%、30%，产品结构中，中高档啤酒销量占比约 30%，包括纯生和鲜啤，其余是低档酒。鲜啤是燕京啤酒 2013 年开始在全国范围内主推的中档啤酒，其特点是性价比高；同时也推出白啤和黑啤等高端产品。我们认为未来鲜啤等中档啤酒将逐渐代替低档啤酒，高档啤酒逐步渗透，中高档啤酒将持续发力。

图 20：2013 年国内啤酒的消费量结构
图 21：国内啤酒的销售额增速（2008-2013 CAGR）



资料来源：欧瑞咨询，中航证券金融研究所

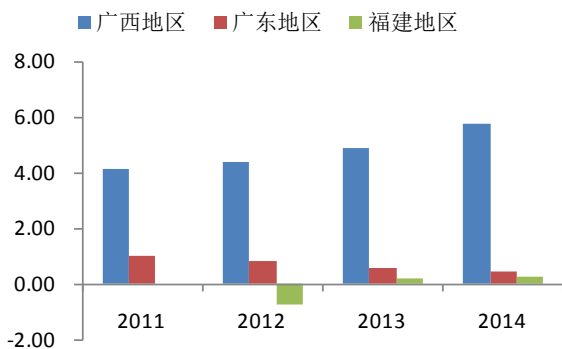


资料来源：欧瑞咨询，中航证券金融研究所

注：欧瑞咨询对啤酒档次的划分：高档啤酒：售价高于 1.4 元/100ml；中档啤酒：售价介于 0.7-1.4 元/100ml；经济型啤酒：售价低于 0.7 元/100ml

公司年报数据显示，燕京啤酒在广西地区的市占率连续 3 年 85%，净利率近 4 年连续 13% 以上，2014 年在行业不景气的情况下，净利率上升 2.25pct 至 15.31%，而公司当年整体净利率仅为 5.38%，广西地区净利率水平大幅高于公司整体平均利率水平。从以上数据我们推断出，当公司在某市场占有领先地位以后，由于销售费用和管理费用等下降以及吨酒价格大幅提升公司将提高净利率水平。公司在内蒙古的垄断地位逐渐形成后，吨酒价格和净利率有望进一步提升。近年来公司大力推广鲜啤、白啤，听装等中高端产品，产品占比不断提升，通过产品结构升级提升产品吨酒盈利水平。目前公司吨酒价格仍低于青岛啤酒吨酒价格约 700 元左右，提升空间较大。

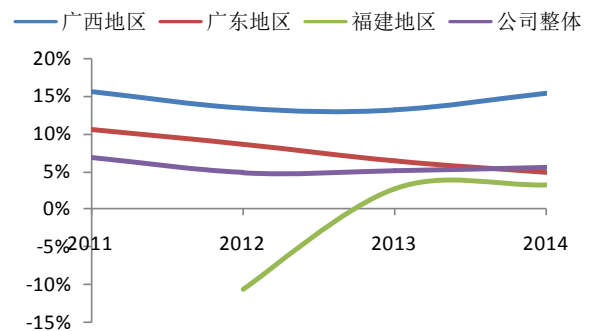
图 22：燕京啤酒部分地区净利润



资料来源：公司年年报，中航证券金融研究所

注：2011 年公司年报未披露福建地区数据

图 23：燕京啤酒部分地区净利率



资料来源：公司年报，中航证券金融研究所

吨酒价格的提升，不仅能够提高公司的毛利率，而且一定程度上降低公司的营业税率。2014 年公司营业税金及附加为 14 亿，其中 83% 是啤酒消费税，达到 11.6 亿元，占总收入 8.6%。同期青岛啤酒的消费税

占总收入的 6.2%，低于燕京啤酒 2.4 个百分点，其主要原因是我国啤酒行业的消费税征收细则的规定是以吨酒价格 3000 元为临界点的。目前燕京啤酒的吨酒价格约为 2470 元，离 3000 元的消费税征收临界点尚有 21% 左右的上升空间。因此根据啤酒行业消费税征收规则，只要不断提升出厂价，在逐渐接近 3000 元时，消费税占总收入比重会不断减小，将使燕京啤酒的利润率得到提升。当然，当吨酒价格刚超过 3000 多元时，消费税率小幅反弹，而之后，继续提升吨酒价格，消费税率依旧会重新降低。

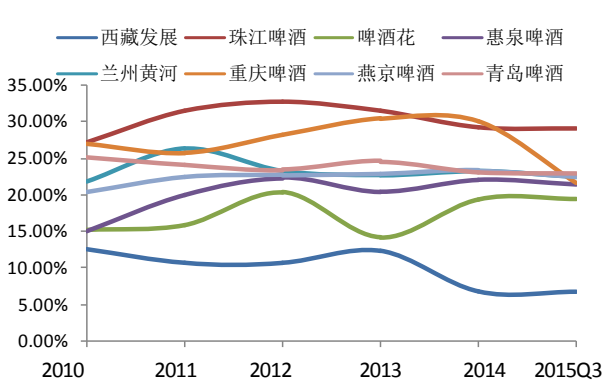
表 6：我国啤酒行业消费税征收细则

吨酒价格	每吨征收额
低于 3000 元（不含 3000 元，不含增值税）	220 元/吨
高于 3000 元（3000 元，不含增值税）	250 元/吨

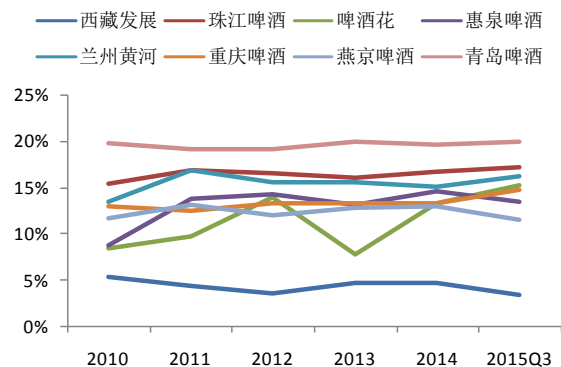
资料来源：公司年报，中航证券金融研究所

3.4 管理费用率下降空间大

国内啤酒行业主要的上市公司中，珠江啤酒费用率最高 29% 左右，西藏发展由于会计记账方式不同，呈现收益率低，费用率低的情况，其余啤酒公司费用率基本稳定在 22% 左右。销售费用率方面，青岛啤酒属于全国性啤酒企业，费用率高于地方性啤酒企业，2010 年-2015 年 3 季度青岛啤酒销售费用率在 19% 左右，地方性啤酒企业销售费用率均值在 14% 左右，燕京啤酒销售费用率为 12%，略低于均值，大幅低于青岛啤酒费用率 8.2 个百分点。

图 24：上市啤酒公司费用率


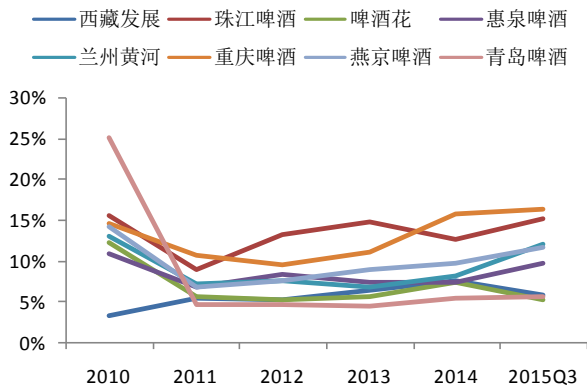
资料来源：各公司年报，中航证券金融研究所

图 25：上市啤酒公司销售费用率


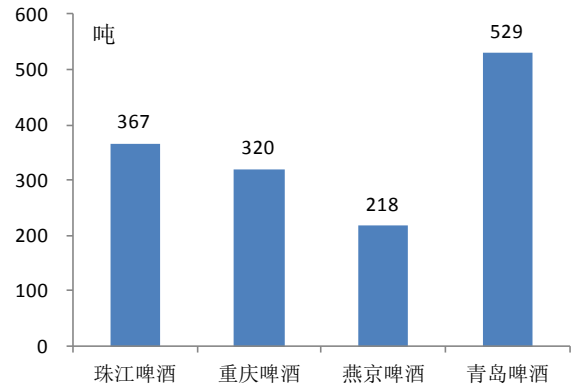
资料来源：各公司年报，中航证券金融研究所

各上市公司的管理费用率差异较大，2015 年 3 季度上市公司的管理费用率范围 5.6%-16.41%，行业均值和中位数分别为 10.26% 和 10.75%，其中青岛啤酒管理费用率为 5.6%，行业最低，燕京啤酒管理费用率为 9.65%，均高于行业均值和中位数 1.46 和 0.96 个百分点。燕京啤酒的管理费用率高主要原因是员工冗余，运营效率低，存货周转率大幅低于青岛啤酒，其生产人员人均啤酒产量大幅低于青岛啤酒。总体看，燕京啤酒在后台的运营和生产环节没做到高效率。如果展开股权激励和国企改革，燕京啤酒在运营环节有较大的潜力改善吨酒盈利。

图 26：上市啤酒公司管理费用率
图 27：部分上市公司啤酒人均产量



资料来源: 各公司年报, 中航证券金融研究所



资料来源: 各公司年报, 中航证券金融研究所

4 投资建议

我们预计燕京啤酒 15-17 年营业收入分别为 134.52 亿元、142.96 亿元、151.72 亿元，同比增长-0.38%、6.27%、6.13%；归属母公司净利润分别为 7.62 亿元、9.07 亿元、10.33 亿元，同比增长 4.96%、19.07%、13.78%，EPS 分别为 0.27 元、0.32 元、0.37 元。考虑到公司盈利改善的空间和国企改革预期，给予 2016 年 32 倍 PE，目标价为 10.24 元，首次覆盖给予“买入”评级。

5 风险提示

行业竞争加剧，原材料大麦价格上涨风险。

财务报表分析与预测

财务和估值数据摘要						
单位: 百万元	2012A	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	13033.35	13748.38	13503.75	13452.44	14295.91	15172.25
增长率 (%)	7.39%	5.49%	-1.78%	-0.38%	6.27%	6.13%
归属母公司股东净利润	616.20	680.64	726.14	762.13	907.43	1032.51
增长率 (%)	-24.60%	10.46%	6.68%	4.96%	19.07%	13.78%
每股收益 (EPS)	0.219	0.241	0.258	0.270	0.322	0.366
每股股利 (DPS)	0.094	0.098	0.080	0.103	0.123	0.140
每股经营现金流	0.474	1.082	0.421	0.556	0.627	0.640
销售毛利率	38.43%	39.35%	40.66%	40.50%	41.00%	41.50%
销售净利率	5.02%	5.68%	5.86%	6.18%	6.92%	7.42%

净资产收益率 (ROE)	6.32%	5.80%	5.93%	5.99%	6.83%	7.42%
投入资本回报率 (ROIC)	5.26%	5.76%	5.61%	6.22%	7.32%	8.56%
市盈率 (P/E)	38.38	34.74	32.57	31.03	26.06	22.90
市净率 (P/B)	2.42	2.01	1.93	1.86	1.78	1.70
股息率 (分红/股价)	0.011	0.012	0.010	0.012	0.015	0.017

报表预测

利润表	2012A	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	13033.35	13748.38	13503.75	13452.44	14295.91	15172.25
减: 营业成本	8024.87	8338.02	8012.94	8004.20	8434.59	8875.76
营业税金及附加	1405.00	1466.80	1400.08	1394.76	1482.21	1573.07
营业费用	1575.52	1754.34	1738.91	1732.30	1840.92	1953.77
管理费用	1219.53	1303.42	1341.03	1335.93	1419.70	1506.72
财务费用	153.07	78.78	58.13	2.68	-54.76	-78.23
资产减值损失	11.88	6.49	55.55	24.64	28.89	36.36
加: 投资收益	49.61	92.96	11.97	16.63	16.57	16.57
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	693.08	893.50	909.08	974.56	1160.93	1321.36
加: 其他非经营损益	162.43	122.24	139.74	0.00	0.00	0.00
利润总额	855.52	1015.74	1048.83	974.56	1160.93	1321.36
减: 所得税	201.80	234.49	257.19	143.69	171.65	195.72
净利润	653.72	781.26	791.63	830.87	989.27	1125.64
减: 少数股东损益	37.52	100.62	65.50	68.74	81.85	93.13
归属母公司股东净利润	616.20	680.64	726.14	762.13	907.43	1032.51
资产负债表	2012A	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
货币资金	1137.70	1261.25	1461.62	881.30	2130.04	3496.86
应收和预付款项	508.48	462.86	373.02	563.19	427.01	618.89
存货	4300.67	4050.23	4081.31	4047.76	4518.41	4495.82
其他流动资产	193.39	197.18	158.55	158.55	158.55	158.55
长期股权投资	66.54	160.00	165.66	182.29	198.86	215.43
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工程	10532.09	11104.26	11046.37	10474.52	9846.36	9102.73
无形资产和开发支出	1007.16	1125.39	1177.52	1067.84	958.16	848.48
其他非流动资产	194.28	163.66	164.27	164.27	164.27	164.27
资产总计	17940.30	18524.82	18628.33	17539.73	18401.67	19101.04
短期借款	3475.00	1315.00	1591.00	0.00	0.00	0.00
应付和预收款项	3047.19	4028.48	3490.41	3453.32	3672.91	3641.39
长期借款	232.59	69.23	99.00	99.00	99.00	99.00
其他负债	158.13	171.32	66.14	66.14	66.14	66.14
负债合计	6912.92	5584.03	5246.55	3618.46	3838.06	3806.54
股本	2522.59	2808.45	2809.65	2809.65	2809.65	2809.65
资本公积	3235.11	4534.54	4536.99	4536.99	4536.99	4536.99

留存收益	3994.79	4397.95	4904.94	5375.70	5936.20	6573.96
归属母公司股东权益	9752.49	11740.93	12251.59	12722.34	13282.84	13920.60
少数股东权益	1274.90	1199.86	1127.06	1195.80	1277.65	1370.77
股东权益合计	11027.38	12940.79	13378.64	13918.14	14560.48	15291.37
负债和股东权益合计	17940.30	18524.82	18625.20	17536.60	18398.54	19097.91
现金流量表	2012A	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
经营性现金净流量	1337.21	3049.01	1186.33	1566.01	1767.49	1803.97
投资性现金净流量	-1608.30	-1602.56	-874.65	-242.37	-200.00	-100.00
筹资性现金净流量	216.05	-1252.73	-200.89	-1903.96	-318.75	-337.15
现金流量净额	-55.37	193.71	110.57	-580.32	1248.74	1366.82

投资评级定义

我们设定的上市公司投资评级如下：

- 买入：预计未来六个月总回报超过综合指数增长水平，股价绝对值将会上涨。
持有：预计未来六个月总回报与综合指数增长相若，股价绝对值通常会上涨。
卖出：预计未来六个月总回报将低于综合指数增长水平，股价将不会上涨。

我们设定的行业投资评级如下：

- 增持：预计未来六个月行业增长水平高于中国国民经济增长水平。
中性：预计未来六个月行业增长水平与中国国民经济增长水平相若。
减持：预计未来六个月行业增长水平低于中国国民经济增长水平。

我们所定义的综合指数，是指该股票所在交易市场的综合指数，如果是在深圳挂牌上市的，则以深圳综合指数的涨跌幅作为参考基准，如果是在上海挂牌上市的，则以上海综合指数的涨跌幅作为参考基准。而我们所指的中国国民经济增长水平是以国家统计局所公布的国民生产总值的增长率作为参考基准。

分析师简介

石玉华

SAC 执业证书号：S0640515050001，中航证券金融研究所，理学硕士，2013年3月加入中航证券金融研究所。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示：投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

免责声明：

本报告并非针对或意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示，否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权，不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作查照只用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议，而中航证券不会因接受本报告而视他们为其客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠，但中航证券并不能担保其准确性或完整性，而中航证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负任何责任，除非该等损失因明确的法律或法规而引致。并不能依靠本报告以取代行使独立判断。中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映分析员的不同设想、见解及分析方法。为免生疑，本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易，向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意，及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所根据的研究或分析。