

燕京啤酒 (000729.SZ)

啤酒行业

评级：增持 首次评级

公司深度研究

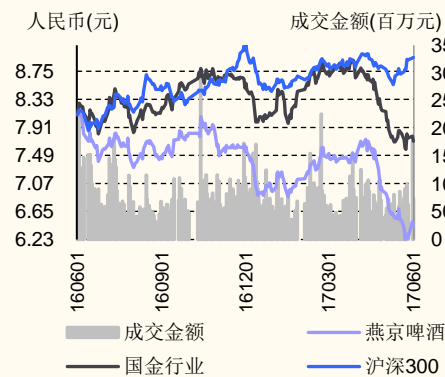
市场价格 (人民币): 6.42 元
 目标价格 (人民币): 7.00-7.00 元

行业见底缓慢复苏，换届方向迎合趋势

长期竞争力评级：高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	2,509.34
总市值(百万元)	18,095.02
年内股价最高最低(元)	8.12/6.23
沪深 300 指数	3497.74
深证成指	9730.33



公司基本情况(人民币)

项目	2015	2016	2017E	2018E	2019E
摊薄每股收益(元)	0.209	0.111	0.201	0.251	0.289
每股净资产(元)	4.50	4.54	4.74	4.99	5.28
每股经营性现金流(元)	0.58	0.44	0.46	0.43	0.51
市盈率(倍)	39.47	62.77	32.00	25.53	22.21
行业优化市盈率(倍)	22.71	22.71	22.71	22.71	22.71
净利润增长率(%)	-19.07%	-46.90%	81.16%	25.37%	14.92%
净资产收益率(%)	4.64%	2.44%	4.23%	5.04%	5.47%
总股本(百万股)	2,818.54	2,818.54	2,818.54	2,818.54	2,818.54

来源：公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **啤酒行业基本面见底，集中度提升与提价引领行业好转：**啤酒行业自 2014 年增速出现负值以来，行业状况持续低迷，到 2016 年三季度行业基本面见底，此后啤酒产量增速同比恢复增长，同时啤酒行业上市公司盈利状况至 2017Q1 已连续两个季度得到改善。我们认为未来行业集中度提升趋势将延续，同时，国产啤酒的高端占比提升是在啤酒行业整体消费量弹性不足的前提下提升企业盈利能力的必由之路。
- **燕京啤酒顺应行业消费升级趋势，品牌力较强的主品牌以及中高端产品延续尚佳表现。**在啤酒行业整体低迷的环境下，燕京啤酒品牌收缩明显，公司“1+3”品牌中燕京主品牌销售情况好于三大副品牌。尤其是在作为基地的华北市场影响最小，彰显燕京品牌价值，同时中高端产品同样保持增长，2014 年至今，公司中高端产品销量占总销量的比重均超过了 30%，同时量正在以每年超过 10% 的速度增加。品牌力的彰显和中高端产品销量占比的提升从另一侧面印证行业整体消费升级的趋势。
- **管理层换届靴子即将落地，利好改革后续推动：**公司第七届董事会换届名单于近期公布，原董事长李福成将不会成为公司新一届董事会非独立董事候选人，这也意味着公司新一届董事会将大概率朝着班子年轻化的方向发展，我们预计赵晓东有望接任李福成成为公司新任董事长。

盈利预测&估值

- 随着公司产品结构的升级，高端占比提升以及未来对亏损工厂的关停，我们预计 2017~19 年公司有望实现营收 121.28/136.32/156.36 亿元，同比增长 4.8%/12.4%/14.7%。实现净利润 5.65/7.09/8.15 亿元，同比增长 81.16%/25.37%/14.92%，对应 EPS 为 0.20/0.25/0.29 元，PE32X/26X/22X，首次覆盖，给予“增持”评级。

风险提示

- 低价竞争更趋激烈，产品结构升级受阻。

于杰 分析师 SAC 执业编号：S1130516070001
 yujie@gjzq.com.cn

岳思铭 分析师 SAC 执业编号：S1130516080006
 yuesiming@gjzq.com.cn

申晟 联系人
 (8621)60230204
 shensheng@gjzq.com.cn

内容目录

一、北控旗下龙头啤酒企业，近些年受行业影响表现低迷	4
1.北京市国资委下属企业，具有 A 股和 H 股双重融资通道	4
2.2016 年公司业绩下滑明显，2017Q1 出现回升	5
二、啤酒行业基本面见底，集中度提升改善盈利是未来主旋律	6
1.多因素共同导致行业下滑，最差时点已过	6
2.行业集中度提升大趋势未改	8
3.以进口啤酒为代表的高端啤酒增速明显	9
4.增量空间有限，提价带动增长	9
三、行业低迷致使品牌收缩，提质增效引领盈利破局	11
1.“1+3”品牌战略布局中燕京主品牌保持强势	11
2.行业低迷，盈利能力削弱，人员结构调整推动效率提升	13
3.产品结构调整引领破局之路	15
四、管理层换届靴子即将落地，利好后续事项推进	18
1.董事会换届即将展开，班子年轻化将是大概率方向	18
2.股权激励等政策性利好可期	18
五、盈利预测和估值	18
六、风险提示	18

图表目录

图表 1：公司“1+3”品牌战略	4
图表 2：公司股权结构图	5
图表 3：公司营业收入及同比（亿元）	5
图表 4：公司归母净利润及同比（亿元）	5
图表 5：全国啤酒产量同比出现回弹（万千升）	6
图表 6：啤酒消费人群存在“剪刀差”	7
图表 7：2012 年后啤酒消费人群占比出现下降	7
图表 8：上市公司营收 14 年后出现负增长（亿元）	7
图表 9：上市公司归母净利 14 年后出现负增长（亿元）	7
图表 10：2016 年 Q4 营收开始回升（亿元）	8
图表 11：2016 年 Q4 归母净利开始回升（亿元）	8
图表 12：2016 年我国啤酒行业市占率（销量口径）	8
图表 13：我国啤酒进口量飞速增加（千升）	9
图表 14：进口啤酒单价逐年下降（美元/千升）	9
图表 15：国内外主流品牌吨价对比（元/吨）	10
图表 16：燕京品牌在“1+3”中占比稳步上升	11
图表 17：华北市场营收占比在行业低迷期保持增长	11
图表 18：1+3 品牌销量占比（万千升）	12

图表 19: 1+3 品牌销量同比.....	12
图表 20: 地区销售占比 (百万元)	12
图表 21: 地区销售收入同比.....	12
图表 22: 惠泉啤酒营业收入.....	13
图表 23: 惠泉啤酒归母净利润.....	13
图表 24: 燕京啤酒地区毛利率	13
图表 25: 燕京啤酒净利率、费用率.....	13
图表 26: 16 年燕京啤酒净利率四大上市公司中最低.....	14
图表 27: 16 年燕京啤酒毛利率四大上市公司中游水平	14
图表 28: 燕京啤酒职工薪酬占费用率逐年提高 (万元)	15
图表 29: 16 年四大上市企业职工薪酬费用率.....	15
图表 30: 燕京高中低端产品线代表产品	15
图表 31: 罐化率逐年提高 (万千升)	16
图表 32: 鲜啤占比逐年提高 (万千升)	16
图表 33: 国内主流啤酒品牌吨价趋势.....	16

一、北控旗下龙头啤酒企业，近些年受行业影响表现低迷

公司是中国最大啤酒企业集团之一，是国内唯一没有外资背景的啤酒上市企业。目前在国内啤酒行业市场份额排名第四，全球啤酒产销量排名第八。公司主营啤酒、露酒、矿泉水、啤酒原料、饲料、酵母、塑料箱的制造和销售。其中，公司啤酒的生产及销售业务占公司主营业务的 90%以上。目前，公司继续推行“1+3”品牌战略，以燕京啤酒为主品牌，辅以“惠泉、漓泉、雪鹿”三大品牌，主要覆盖北京、福建、广西，内蒙古四大市场。2016 年，公司实现啤酒销量 450.36 万千升，其中燕京主品牌销量 333.03 万千升，占总销量的 74%，“1+3”品牌销量 414 万千升，占比达到 92%。

图表 1：公司“1+3”品牌战略

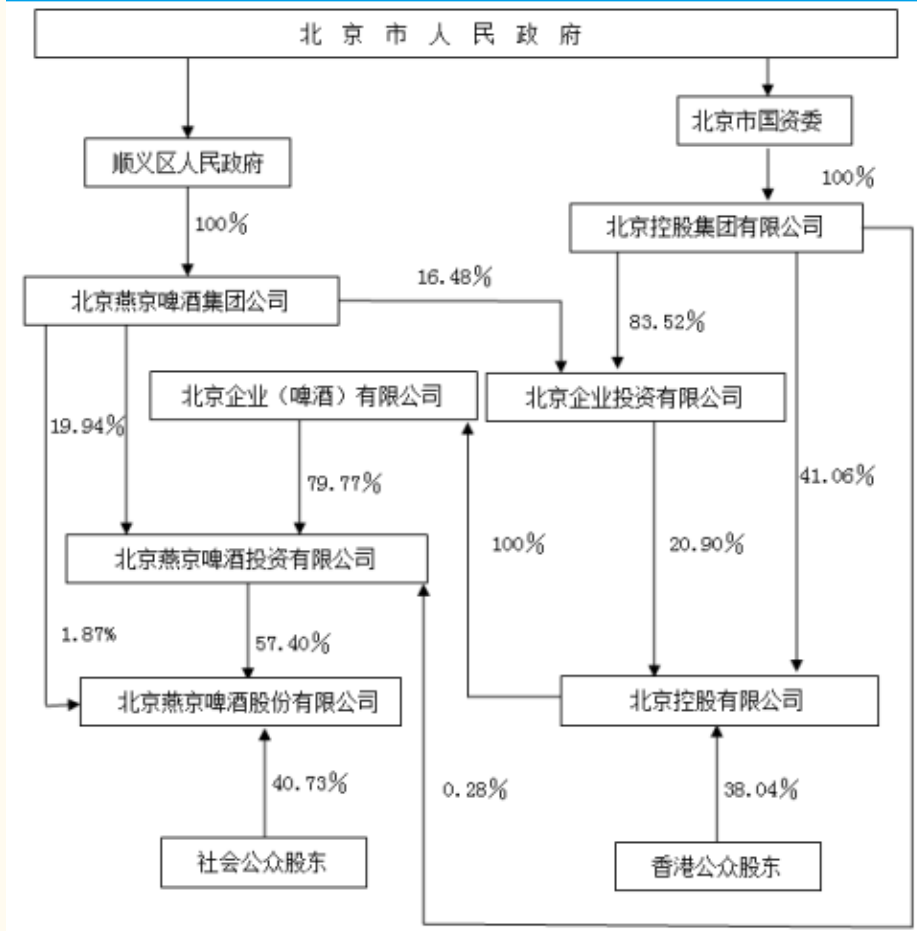


来源：公司官网，国金证券研究所

1.北京市国资委下属企业，具有 A 股和 H 股双重融资通道

公司作为北京市国资委下属企业，其名义控股股东为北京燕京啤酒投资有限公司，实际控制人为北京控股有限公司。北京控股公司于 1997 年以“红筹股”身份港股上市，在此背景之下，燕京啤酒具有 A 股和 H 股双重融资通道。

图表 2：公司股权结构图

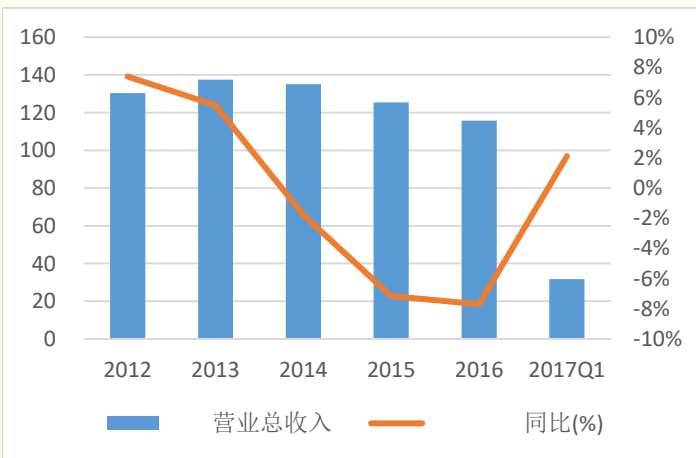


来源：公司年报，国金证券研究所

2.2016 年公司业绩下滑明显，2017Q1 出现回升

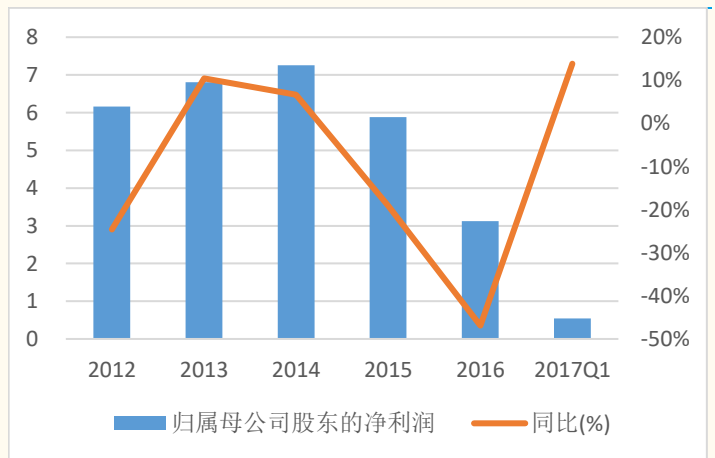
2016 年受经济增速放缓、消费动力不足以及气候原因等因素的影响，公司实现营业收入 115.73 亿元 (-yoy7.70%)，实现归母净利润 3.12 亿元 (-yoy46.90%)。2017 年 Q1 啤酒消费淡季的产品销量有所恢复，当季公司实现营业收入 31.73 亿元 (+yoy2.12%)，实现归母净利润 0.54 亿元 (+yoy13.85%)，公司业绩摆脱负增长。

图表 3：公司营业收入及同比 (亿元)



来源：公司年报，国金证券研究所

图表 4：公司归母净利润及同比 (亿元)



来源：公司年报，国金证券研究所

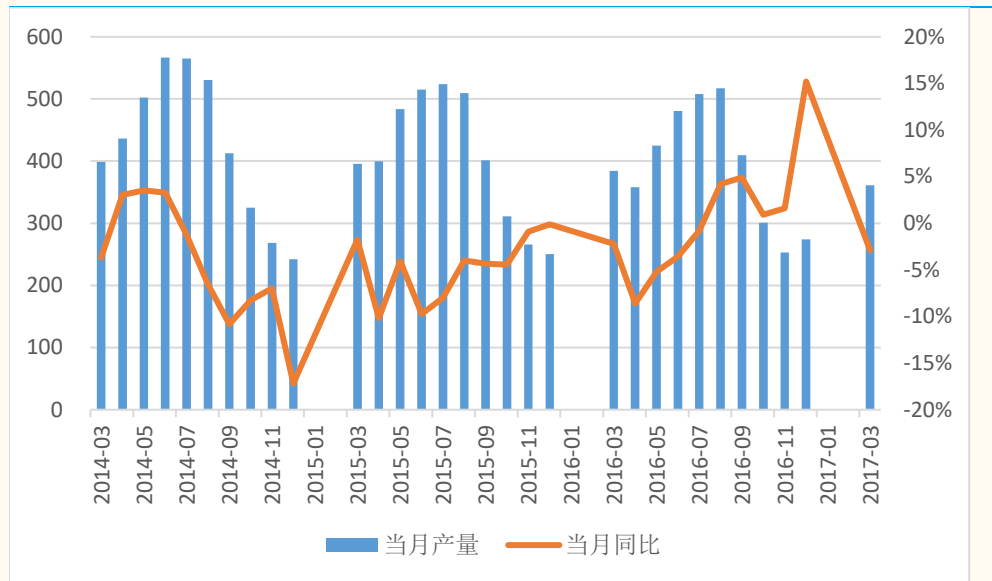
二、啤酒行业基本面见底，集中度提升改善盈利是未来主旋律

1. 多因素共同导致行业下滑，最差时点已过

- 长期需求下降、极端天气扰动，啤酒行业经历 25 个月的下降

受到经济增速放缓、消费需求下降、极端天气扰动带来的“凉夏”以及主力消费人群占比等因素的影响，自 2014 年 7 月起我国啤酒产销量开始出现长达 25 个月的下滑。2014-2016 年全国啤酒产量分别为 4,921.85、4,715.70、4,506.40 万千升。啤酒行业 A 股上市公司 2014-2016 年分别实现营业收入 524.01、500.63、550.68 亿元，同比+0.35%、-4.46%、-3.05%；分别实现归母净利润 30.24、24.39、21.08 亿元，同比-3.16%、-19.33%、-23.86%。自 2014 年开始出现下滑，啤酒行业近三年来均处在低谷。

图表 5：全国啤酒产量同比出现回弹（万千升）

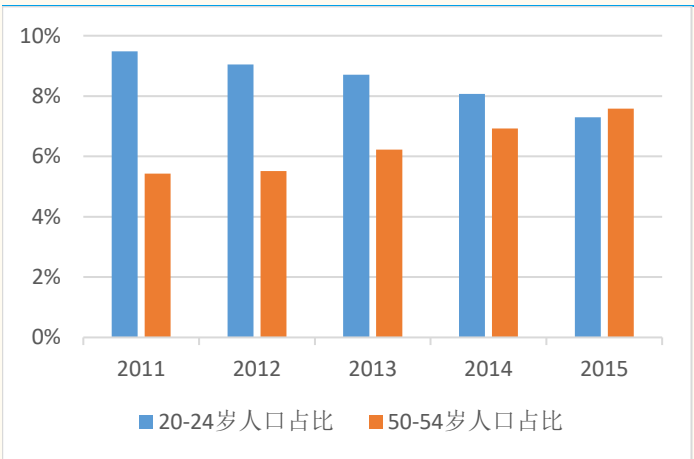


来源：国家统计局，国金证券研究所

- 多因素共同导致行业整体低迷，人口结构变化与产能过剩叠加或是主因

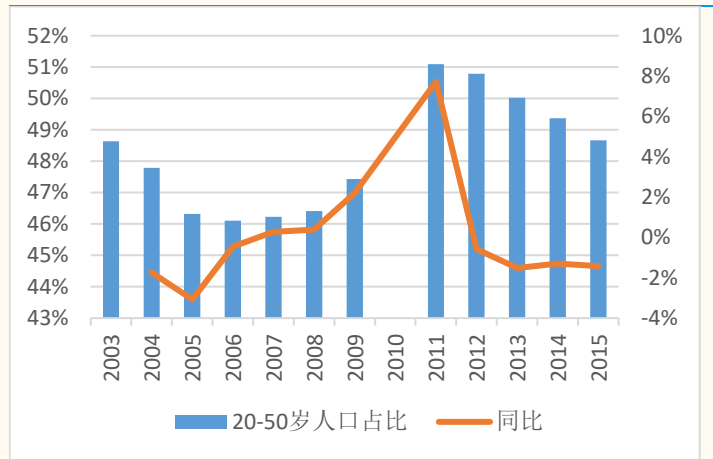
由于人口老龄化的普遍趋势，2012 年起，啤酒主要消费人群（20 岁-50 岁）占总人口的比例在逐渐的减少。2011 年-2015 年间，20-24 岁人口比例开始出现下降，从总人口的 9.48% 下降至 7.3%，因此新加入啤酒消费年龄段的人数占比是在减少的；与此同时 2011 年-2015 年，50-54 岁人口所占比例却从 5.43% 上升至 7.58%，说明退出啤酒消费年龄段的人数占比是趋于增加的。由于二者之间“剪刀差”，啤酒消费人群下降明显。与整体需求下降对应的是，啤酒行业在经历 2004~2014 年高速发展的十年间，行业抢份额、抢市场，跑马圈地兴建了大量产能，产能出现过剩，两者叠加是此次的行业整体低迷的重要原因。

图表 6: 啤酒消费人群存在“剪刀差”



来源: 国家统计局, 国金证券研究所

图表 7: 2012 年后啤酒消费人群占比出现下降



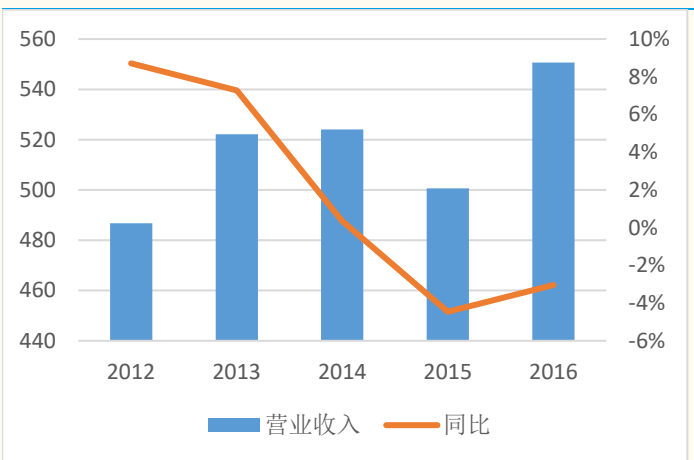
来源: 国家统计局, 国金证券研究所

■ 2016 年 Q4 出现回暖迹象, 17 年 Q1 行业集体增长奠定弱复苏趋势

2016 年 Q4, 行业 A 股上市公司实现营业收入 90.79 亿元, 同比增长 11.69%, 首次实现正增长, 行业回暖出现曙光; 但当季归母净利润仍亏损 9.56 亿元。销量出现上升, 利润持续低迷, 行业拐点是否已出现仍遭受质疑。

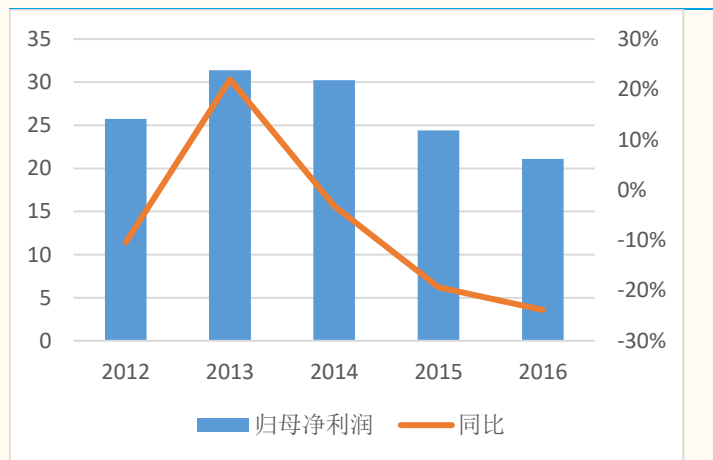
2017 年 Q1, 多家啤酒企业一季报出现回升势态。青岛啤酒一季度净利润同比增长 8.51%、燕京啤酒净利润同比增加了 13.85%、珠江啤酒净利润同比增加 11.95%。啤酒行业 A 股上市公司 17 年 Q1 实现营业收入 141.91 亿元, 同比增长 5%; 实现归母净利润 8.32 亿元, 同比增长 26.25%。此次一季报的普涨延续了 16 年底的增长势态, 啤酒行业回暖趋势基本确定。

图表 8: 上市公司营收 14 年后出现负增长 (亿元)



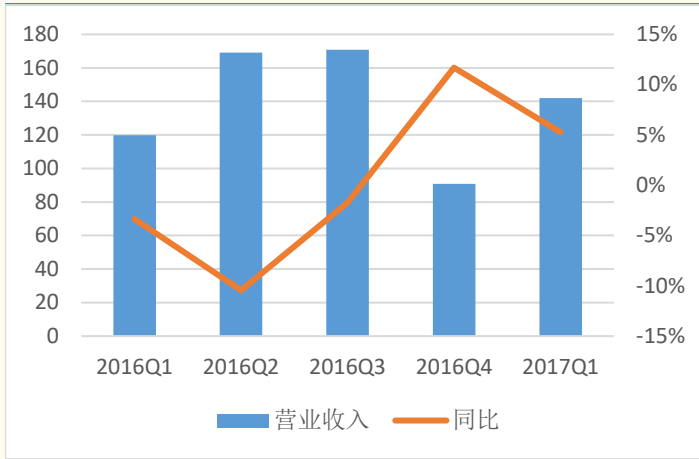
来源: 公司年报, 国金证券研究所

图表 9: 上市公司归母净利润 14 年后出现负增长 (亿元)



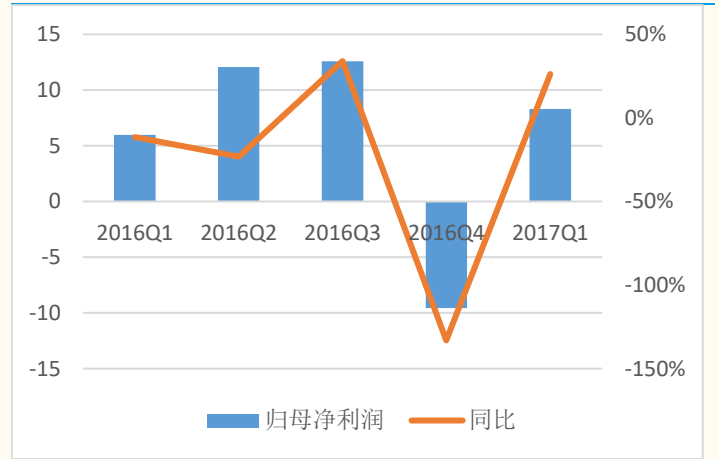
来源: 公司年报, 国金证券研究所

图表 10: 2016 年 Q4 营收开始回升 (亿元)



来源: 公司年报, 国金证券研究所

图表 11: 2016 年 Q4 归母净利润开始回升 (亿元)



来源: 公司年报, 国金证券研究所

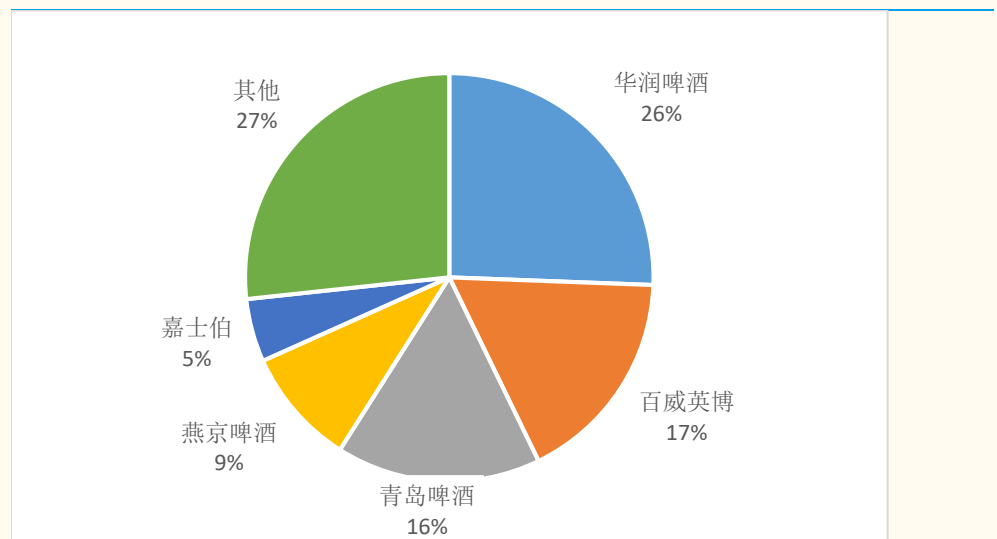
2. 行业集中度提升大趋势未改

■ 行业 CR5 达 73%，行业集中度稳步上升

近几年啤酒行业收购案频出，大企业相互整合行业走向竞合。国内啤酒行业格局自 2015 年百威英博收购萨博米勒之后已发生重大改变。2016 年百威英博由于市场反垄断发裁定将萨博米勒持有的华润雪花啤酒的 49% 股份、作价近 105 亿人民币给华润啤酒股份有限公司。至此，华润啤酒股份有限公司实现了对华润雪花啤酒的独资控股。2017 年初，日本酿酒商朝日集团表示，有意出售所持有的青岛啤酒 19.99% 股权，目前华润啤酒、百威、嘉士伯等多家企业都加入了股权竞购。

目前我国啤酒市场形成以华润啤酒为首，青岛啤酒、百威英博、燕京啤酒及嘉士伯紧随其后的竞争格局。根据 euromonitor 测算，2016 年啤酒行业前五大企业——华润雪花、青岛啤酒、百威英博、燕京啤酒、嘉士伯，按销量口径计算市占率分别为 25.60%、17.20%、16.20%、9.30%、5.00%。以此计算，我国啤酒行业 CR5 已达到 73.3%，行业集中度持续稳步上升。不过前四大企业市场规模接近，尚未出现绝对的龙头企业，这也是 2016 年之前行业竞争持续激烈以及巨头间并购预期仍然高涨的一个重要原因。

图表 12: 2016 年我国啤酒行业市场占率 (销量口径)



来源: euromonitor, 国金证券研究所

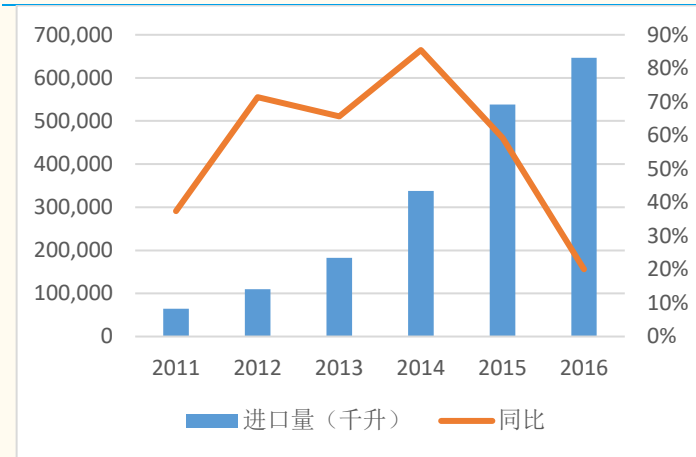
中国作为目前国际主流市场中少有的行业集中度提升的市场，待行业集中度逐渐提高且稳定后，原有的大力投入营销费用抢占市场的状况将出现好转，企业费用率有望降低。

3.以进口啤酒为代表的高端啤酒增速明显

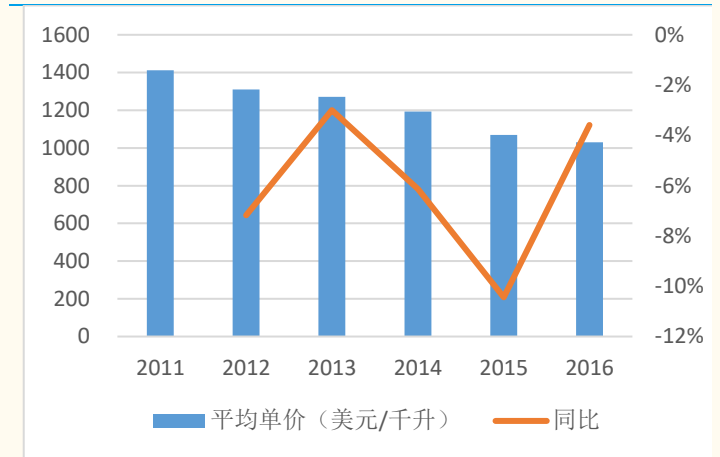
- 进口啤酒 6 年翻 10 倍，价格趋于平民化

2011 年以来以进口啤酒为代表的高端啤酒市场增长迅速、消费逐渐大众化。2011-2016 年间，我国啤酒进口量从 64,203 千升快速增长至 646,384 千升，六年 CAGR5 为 46.95%，进口量 10 倍于 2011 年；与此同时，伴随量的快速攀升，进口啤酒价格在逐年下降，平均单价从 2011 年的 1411.30 美元/千升下降至 1029.95 美元/千升，CAGR5 为 -5.11%。总体看来，我国进口啤酒市场正在快速扩大，伴随进口均价下降，进口啤酒已从曾经少数人的尝鲜品成为了如今大众消费者日常选择。

图表 113：我国啤酒进口量飞速增加（千升）



图表 114：进口啤酒单价逐年下降（美元/千升）



来源：国家统计局，国金证券研究所

来源：国家统计局，国金证券研究所

4.增量空间有限，提价带动增长

- 竞相关厂，产品升级、提升吨价追求盈利

多家企业关闭低端、亏损工厂，意在推动产品结构调整。2017 年 3 月，珠江啤酒宣布关闭汕头公司。汕头公司是珠江啤酒的全资子公司，主要产品为瓶装啤酒，注册资本 3083 万元，截止 2016 年 12 月 31 日总资产 3991.49 万元，净资产 -2729.40 万元，2016 年净利润 -2576.32 万元。此次关厂，珠江啤酒表示是由于汕头公司仅具有普通瓶装低端啤酒的生产能力，不能适应当地市场的消费需求，同时公司销售状况差，已多年出现亏损。此次珠江啤酒关厂并不是个例，2016 年嘉士伯旗下重庆啤酒宣布关闭亳州公司，重啤累计关停分、子公司 7 家；同年雪花啤酒开始冻结产能、百威英博关停了舟山工厂和河南新乡亚洲啤酒厂。此次酒企大范围关厂是由于当前啤酒销量下滑，企业对自身低端、低效生产线进行瘦身。低端瓶装啤酒作为销量下降最严重的品种，其生产线连年出现亏损，对企业的利润表影响巨大，急需被更高端的罐装啤酒逐步替代。因此关厂虽然短期会对公司造成资产减值损失，但从中长期看，优化网络结构有望从固定资产摊销费用率下降和减亏两方面提高盈利，同时帮助企业在产品升级的大浪潮中轻装上阵。

- 我国啤酒消费进入成熟期，增量空间有限

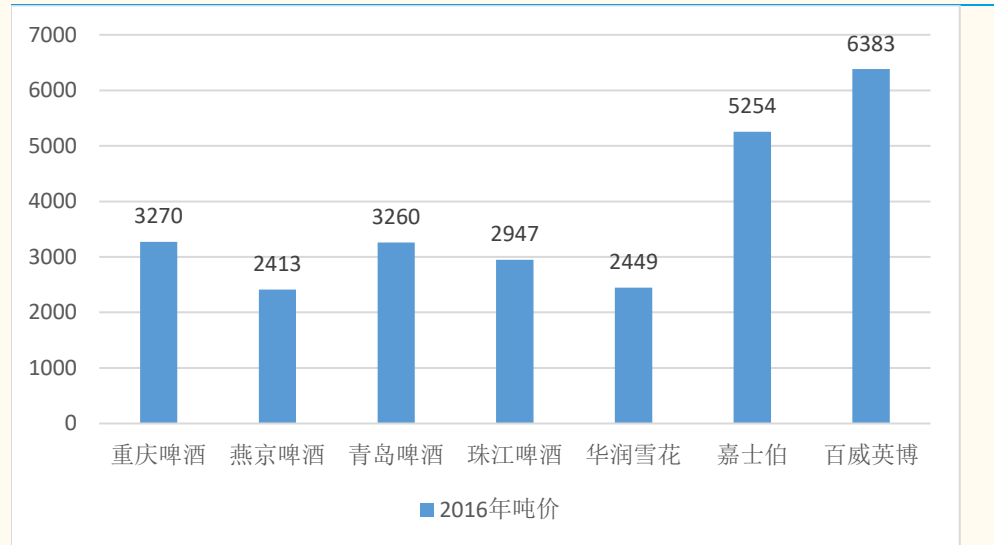
啤酒在我国作为舶来品，其消费经历数十年发展，已在 20 世纪 90 年代后期逐渐进入成熟期。近些年来，由于国内固定资产投资下降、消费人群占比下降，需求端以鲜有增长推动力。2016 年中国人均啤酒消费 33.2 升，位列世界 60 位，虽然与啤酒传统消费国德国、巴西等国有较大差距，也小幅落后于与中国消费结构相近的韩国、日本（人均 41.4 升和 46.6 升），但是已高于泰国等东南亚国家。考虑到我国啤酒市场在 2014 年后出现的行业集体下滑，我国 2013 年人均消费量为 37.4 升，已接近同年韩国 40.5 升的水平，与日本的 48.2 升还有 10 升的差距。日韩啤酒市场目前已经处于饱和阶段，人均销量已出现下降趋势，若我国啤酒行业能恢复到 14 年之前的水平，则将可能会与日韩市场面临一样的瓶颈。但就现状来看，我国啤酒行业整体规模应该至少还有 10%-20% 的增长空间。综合考虑，我国啤酒市场走出低迷期的过程中有一定的增量空间，

但十分有限；而目前主流的消费理念为少饮酒、喝好酒，因此看来，未来我国人均啤酒消费量持续增加的可能性不大，企业以往靠低价扩张市场容量的营销策略将不再适用。

■ 我国啤酒吨价较低，提价转型高端产品会是行业未来盈利趋势

以 2016 年数据计算，我国啤酒出厂吨价仅为世界主流水平的一半左右，国产品牌中重庆啤酒吨价最高，达到了 3270 元/吨；青岛啤酒作为另一家单价超过 3000 元的品牌，为 3260 元/吨；燕京啤酒在五家国内品牌中吨价最低，仅为 2413 元/吨。虽然国产啤酒吨价在近几年的行业低迷期持续保持上升，但仍低于世界主流品牌的水平。嘉士伯的吨价为 5254 元/吨，百威英博更是达到了 6383 元/吨，二者价格接近了国产啤酒两倍。从吨价来看，国产啤酒提价空间巨大，部分低端产品吨价还在 2000 元/吨以下，而新推出的高端产品则可以接近 5000 元/吨。在市场饱和、销量增长空间不大的环境之下，产品升级、吨价提升追求更高的毛利率将成为企业的主要盈利途径。

图表 15：国内外主流品牌吨价对比（元/吨）



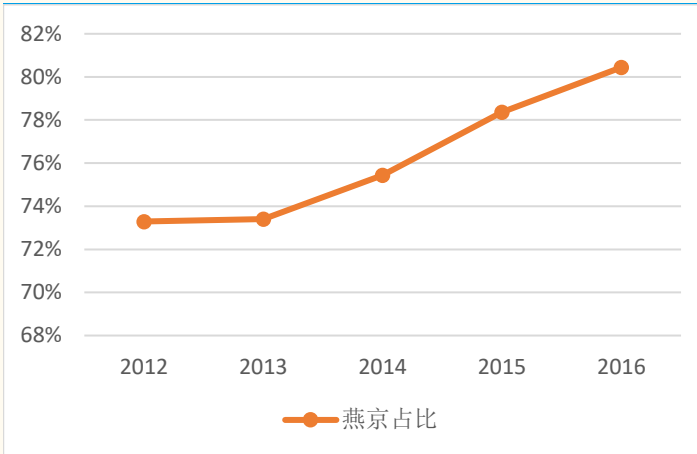
来源：公司年报，国金证券研究所

三、行业低迷致使品牌收缩，提质增效引领盈利破局

1. “1+3”品牌战略布局中燕京主品牌保持强势

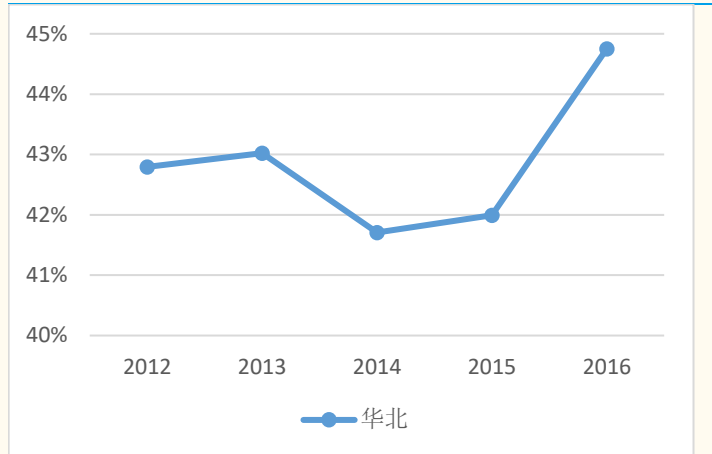
燕京啤酒现阶段依然贯彻“1+3”品牌战略，以主品牌燕京为核心，辅以惠泉、漓泉、雪鹿三大地方性品牌。三大附属品牌中，雪鹿啤酒于1981年建厂，2000年成立燕京啤酒（包头雪鹿）股份有限公司；漓泉啤酒前身为桂林啤酒厂，2002年被燕京集团控股后组建为燕京啤酒（桂林漓泉）股份有限公司；惠泉啤酒作为福建省唯一的啤酒上市企业，2004年燕京啤酒成为其第一大控股股东。公司现在以北京、福建、广西、内蒙古四大核心市场为基础，同时在不断积极扩展四川、云南等中西部新兴市场。

图表 16：燕京品牌在“1+3”中占比稳步上升



来源：公司年报，国金证券研究所

图表 17：华北市场营收占比在行业低迷期保持增长



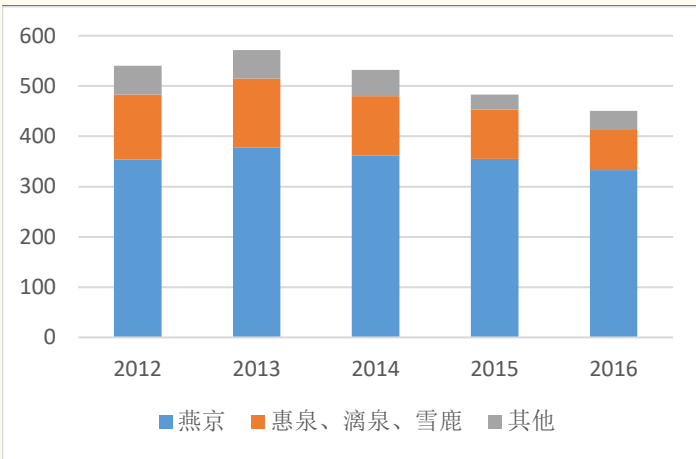
来源：公司年报，国金证券研究所

■ 燕京品牌支撑华北地区在行业下滑中保持坚挺

公司“1+3”品牌在此次啤酒行业连续下滑中受到了不同程度的影响，其中燕京主品牌销售情况好于三大副品牌。2016年公司共销售啤酒450.36万千升，“1+3品牌”共销售414万千升，其中燕京品牌销量333.03万千升，占“1+3品牌”的80.44%，三大副品牌合计销量80.97万千升。作为公司的主力品牌，燕京啤酒在北京地区依然保持着超过80%的市场占有率。2016年公司“1+3品牌”销量同比下滑-8.61%，其中燕京品牌下滑-6.19%明显好于三大副品牌的-17.38%。燕京品牌在华北地区市场优势明显、需求稳定，对于行业整体波动的敏感度较低，2014年、2015年同比下降均不超过5%，而其余品牌下降都超过了10%。

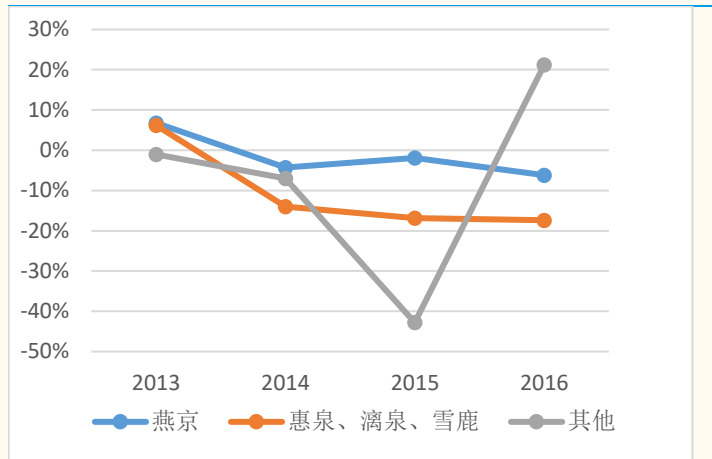
燕京作为地域性极强的品牌，为华北市场强力支撑。2016年，燕京在以北京市场为核心的华北地区实现销售收入51.79亿元，占总收入44.75%，是公司的第一大市场；以广西为主的华南地区实现营业收入37.19亿元，占比32.13%，紧随其后。凭借燕京品牌的优秀表现，2014年行业集体下滑以来公司华北地区的收入并未受到过大的影响，2016年该地区营收总额同比仅下降-1.64%，远低于华南地区-9.69%、华中地区-16.27%以及华东地区-13.78%的水平。2014年之前由于公司大力发展外阜市场的战略，华北市场收入占比一度下降。但在此次行业低迷期中，外阜市场扩张遭遇较大阻力，销售情况并不理想，在此情况之下，公司收缩重心，华北市场占比重新出现增长，从2014年的41.71%增长至2016年的44.75%，增加了3.04pcts。由此可见，无论行业是否能如期回暖，外阜市场能否如期打开，燕京品牌和华北市场无疑将是公司实现增长的最大动力与保障。

图表 18: 1+3 品牌销量占比 (万千升)



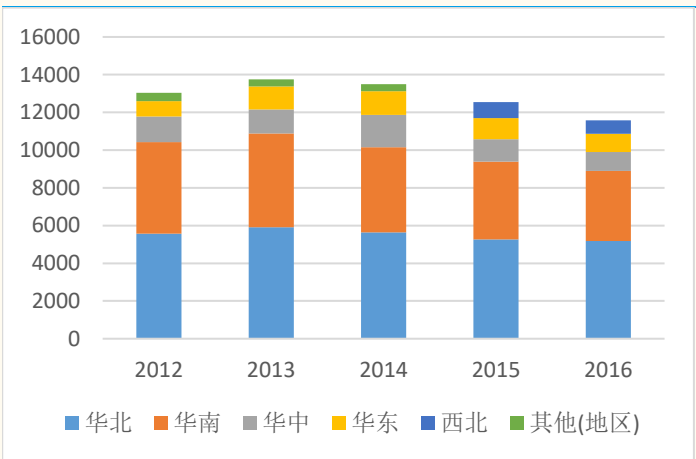
来源: 公司年报, 国金证券研究所

图表 19: 1+3 品牌销量同比



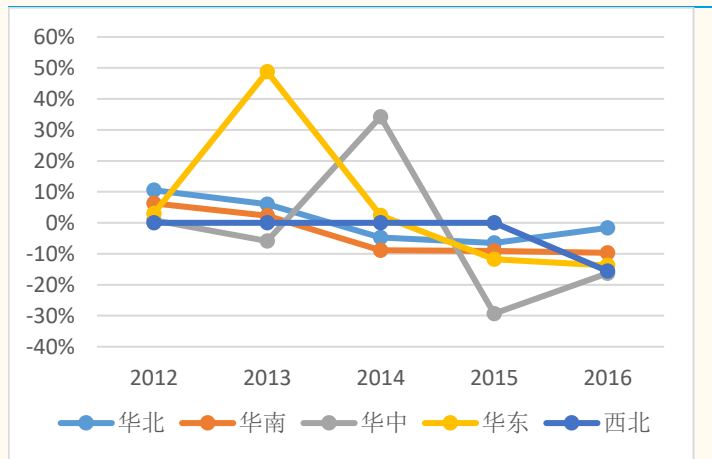
来源: 公司年报, 国金证券研究所

图表 20: 地区销售占比 (百万元)



来源: 公司年报, 国金证券研究所

图表 21: 地区销售收入同比



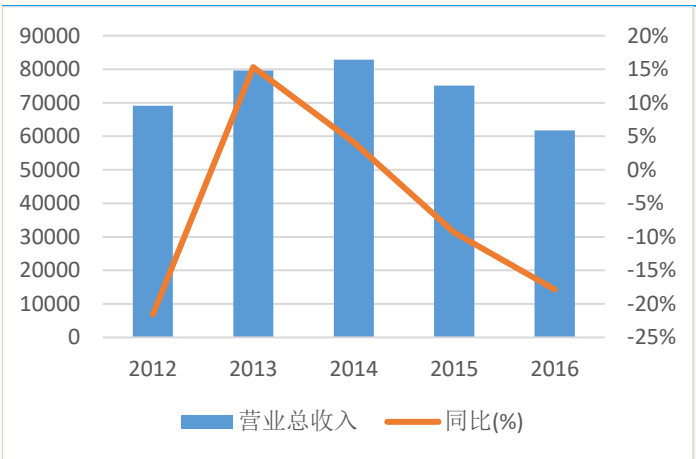
来源: 公司年报, 国金证券研究所

■ 外阜市场子品牌业绩不理想, 市场扩张还需加力

惠泉啤酒 2016 年勉强实现盈利。惠泉啤酒目前在福建市场的情况不容乐观, 2016 年百威在福建省内的大举进攻, 使公司面临压力。同时, 福建省作为进口啤酒较为集中的地区, 本土啤酒受进口冲击更为明显。2016 年实现营业收入 6.18 亿元, 同比下降-17.83%, 实现归母净利润 167.95 万元, 同比下降-92.70%。如不考虑 2016 年末出售的 3 套房产带来的 463.21 万元以及 167.95 万政府补助, 实际将出现亏损。燕京啤酒作为惠泉啤酒持股比例为 50.08% 的控股股东, 惠泉啤酒未来利润的持续下滑的风险可能会继续影响公司造成较大影响。

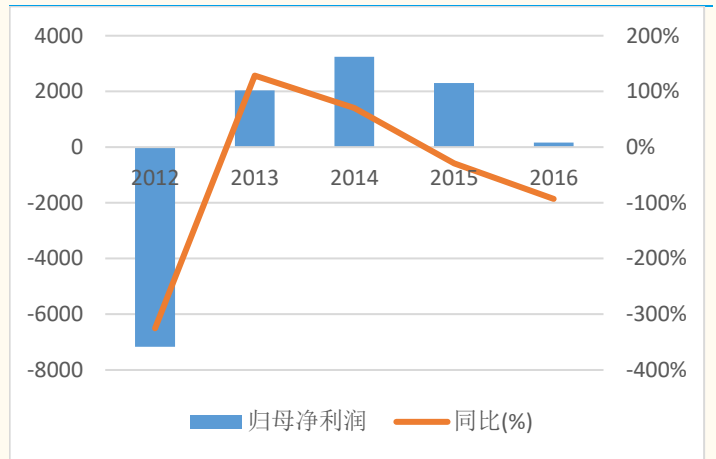
不同于福建市场的惠泉品牌, 公司凭借雪鹿品牌和漓泉品牌在内蒙古和广西市场收入虽有下降, 但仍在地区市场保持绝对优势。2016 年公司在外阜市场均在部分程度上均遭遇了下滑, 三大子品牌销量为 80.97 万千升, 同比下降-17.38%, 下滑速度快于公司整体业务水平。广西依然是公司目前销售状况最好的外阜市场, 市场占有率仍保持在 80% 左右; 2016 年内蒙市场不同地区销售状况有所差异, 如赤峰市场发展势头很好, 而包头市场则未能实现盈利、产业结构调整也不理想。2017 年 Q1 公司已通过及时的人员调整使情况有明显好转; 新兴市场中, 四川市场进展最快, 已有超过 10% 销售市占率。今年公司在坚守内蒙、广西等优势市场的同时, 还要继续加大在四川、云南、新疆等西南、西北新兴市场的推广力度。未来强势市场继续提高市占率难度越来越大, 而新兴市场增长空间大, 有望成为公司的增长点。

图表 22: 惠泉啤酒营业收入



来源: 公司年报, 国金证券研究所

图表 23: 惠泉啤酒归母净利润



来源: 公司年报, 国金证券研究所

2. 行业低迷, 盈利能力削弱, 人员结构调整推动效率提升

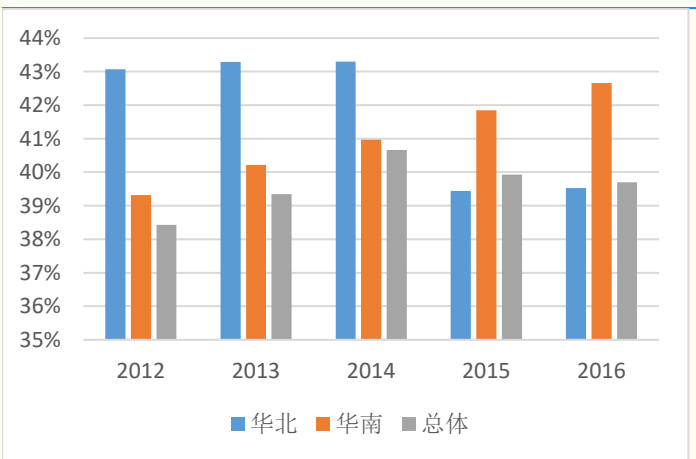
■ 行业低迷中公司毛利率下降不大

近 2 年间公司总体毛利率基本稳定, 但在不同市场情况有所不同。2016 年公司实现销售毛利率 39.70%, 同比减少 0.23pcts, 同业中略低于珠啤、重啤的 40.29%、39.93%, 高于青啤的 36.06%。2014 年以来公司毛利率一直处于小幅下滑趋势, 但幅度不大, 14 年到 16 年 3 年来仅下滑 0.96pcts。以北京为主的华北地区 14 年以来虽然销售状况坚挺, 但毛利率出现较明显下降, 14 至 15 年下降 3.86%, 15 至 16 年又回升 0.09pcts, 可见华北市场面对行业低迷期在销售价格上有所妥协。与之相反的是以广西为主的华南地区五年来毛利率一直在稳步上升, 2016 年达到 42.66%, 同比增加 0.81pcts。

■ 净利率下降较快, 2016 年不足 3%

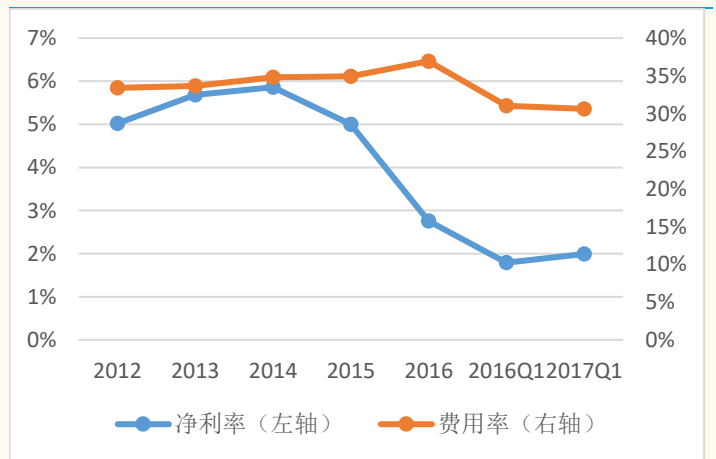
公司 2014 年来受行业整体状况影响净利率下滑严重, 2016 年公司实现净利率 2.76%, 同比减少 2.24%, 同年重啤、青啤、珠啤净利率分别为 4.78%、4.63%、3.99%, 燕京啤酒为同业最低。

图表 24: 燕京啤酒地区毛利率



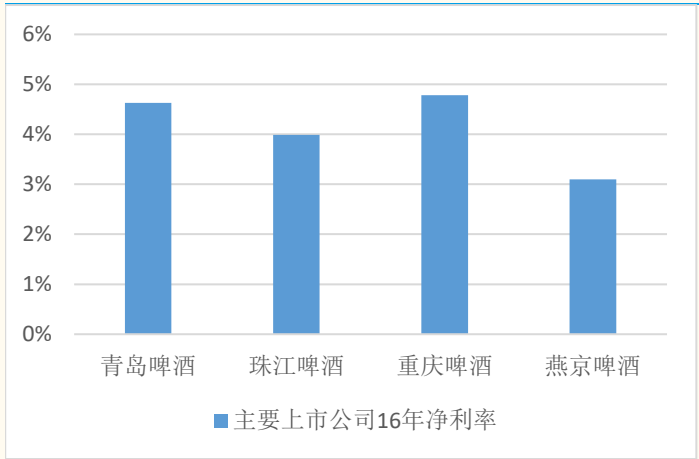
来源: 公司年报, 国金证券研究所

图表 25: 燕京啤酒净利率、费用率

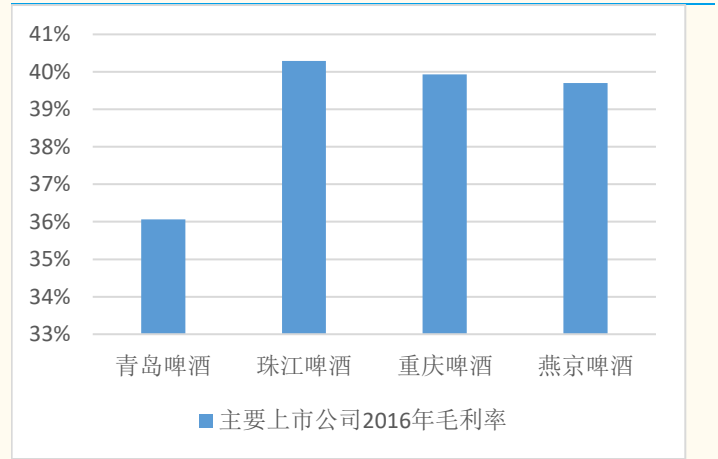


来源: 公司年报, 国金证券研究所

图表 26：16 年燕京啤酒净利率四大上市公司中最低



图表 27：16 年燕京啤酒毛利率四大上市公司中游水平



来源：公司年报，国金证券研究所

来源：公司年报，国金证券研究所

■ 精简人力成本带动费用率调节

2014 年行业低迷期以来，公司营业收入有所下滑，但由于有较高的一部分固定费用不能随着销量减少，导致整体费用率是下降速度要远低于收入下降的水平，从而拖累了净利率。其中，销售费用和营业费用中的职工薪酬占比庞大且在持续增加。

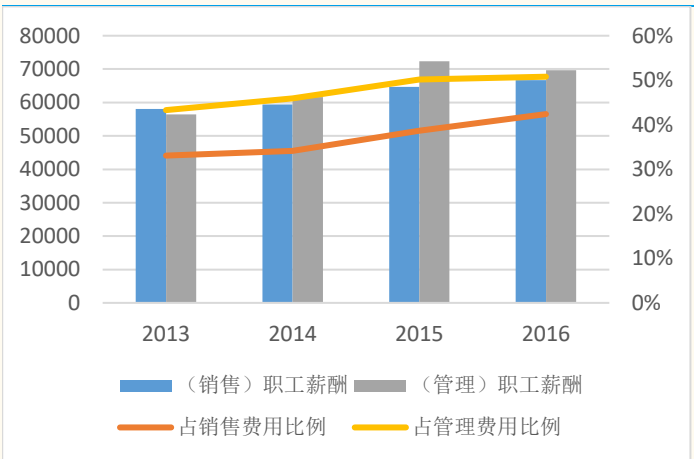
比率上来看人力成本占比仍不断提高，在同业中已处于较高水平。2016 年公司销售费用中职工薪酬为 15.73 亿元，占销售费用的 42.40%，位同业最高；公司管理费用中职工薪酬为 13.71 亿元，占管理费用的 50.79%，为同业第二高。2014-2016 年间公司员工薪酬占费用率不断攀升，占销售、管理费用的比例分别增加了 8.23pcts 和 4.85pcts，其中销售人力费用在数值上还在逐年升高。

公司加力人员激励措施，确保未来员工人数不增加。目前公司有生产员工两万余人、总员工三万八千人，生产员工数甚至高过了产量是自己两倍的青岛啤酒。近几年公司业绩受行业影响表现不佳，员工内部存在着大量冗余人员急需进行瘦身。目前公司已明确表明，未来人数将确保不再增加，减员情况已经初见成效。目前公司将通过以下三种途径精简人员队伍：

- 1) 从工人退休作为减员出口，通过加大机械化、自动化来使机器取代人工。
- 2) 清理现有队伍中的冗员，如近两年有一定数量的人员消极怠工，通休病假等方式不参加工作，对于这类人群公司将实施大力度减员。
- 3) 建立市场化的绩效考核制度，加大奖惩力度，对于业绩不达标的员工进行处罚和降职，使得能力不足的人员主动离开，从而做到主动淘汰。

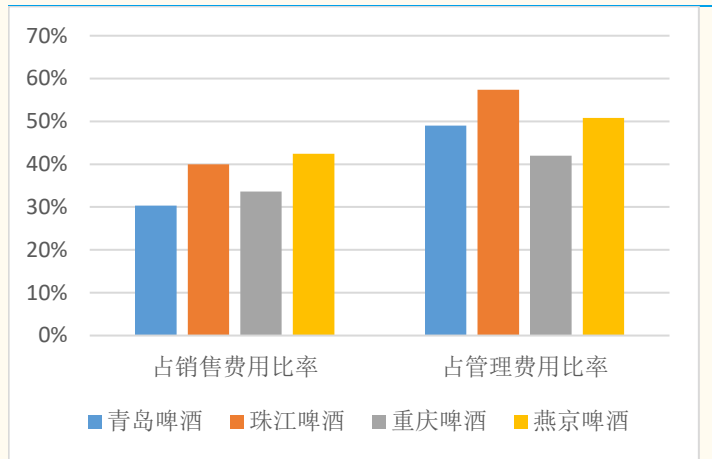
公司近期在人力管理方面有一定的动作，公司已明确表态未来员工数将不再增加，不过减员进度和效果还有待进一步观察。

图表 28：燕京啤酒职工薪酬占费用率逐年提高（万元）



来源：公司年报，国金证券研究所

图表 29：16 年四大上市企业职工薪酬费用率



来源：公司年报，国金证券研究所

3. 产品结构调整引领破局之路

■ 中高端产品销量逆市增长

当前啤酒行业普遍在进行产品结构调整，各家纷纷加大中高端产品的推动力度。燕京啤酒目前拥有高中低端三大产品线，其中低端以清爽型普啤为代表，中端以鲜啤为代表，高端以纯生、白啤为代表。目前公司在积极推进中高端的增长并不断提高产品罐化率。

图表 30：燕京高中低端产品线代表产品



来源：公司官网，国金证券研究所

2013 年以来虽然公司销量整体增长乏力，但中高端产品销量却在逐年增加。2015、2016 年公司分别实现啤酒销售 483、450.36 万千升，同比下降-9.23%和-6.76%，其中燕京鲜啤销量分别为 132、137 万千升，同比增长 5.2%和 3.79%，占总产量分别为 27.33%和 30.42%；易拉罐啤酒销量 53.5、61.3 万千升，同比增长 16.3%和 14.58%，罐化率分别达到了 11.08%和 13.61%。

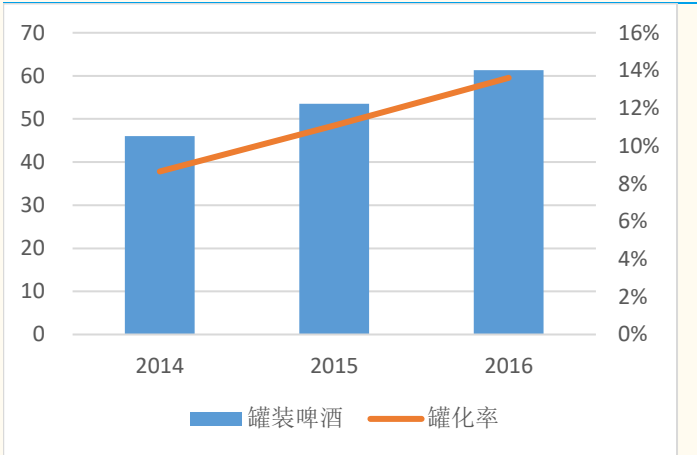
作为旗舰高端产品公司于 2014 年推出的原浆白啤产品，，凭借其独特的香气和细腻的口感已经得到了市场的认可。虽然白啤目前对于公司整体销量的贡献仍十分有限，但作为一款可以与进口啤酒媲美的高端产品，对于公司的整体品牌形象起到了较大的提升作用，也是对于公司坚持走高端化路线的肯定。

同时，公司近年来加大了对于中高端产品的营销推广力度。继燕京啤酒赞助中国女足、中国探月工程、中国乒乓球队之后，2014 年，燕京啤酒独家冠名

中国足协杯、赞助中国国家支队，并与中央电视台、香港凤凰卫视等高端品牌栏目合作，重点推广鲜啤、纯生、白啤三大产品，其中仅央视的广告费用就超过 2 亿元。未来公司将继续探索互联网等新媒体营销模式，从而跟精准的对接以年轻人为主的目标群体。

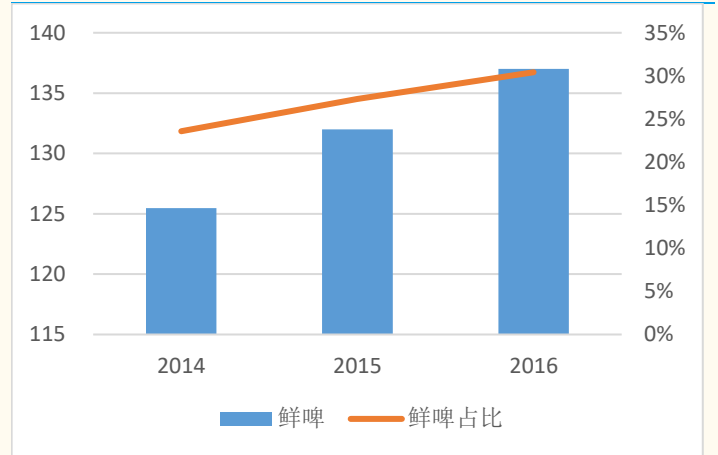
我们从近期公司调研中得知，2014 年至今，公司中高端产品销量占总销量的比重均超过了 30%，同时正在以每年超过 10% 的速度增加。

图表 31：罐化率逐年提高（万千升）



来源：公司年报，国金证券研究所

图表 32：鲜啤占比逐年提高（万千升）

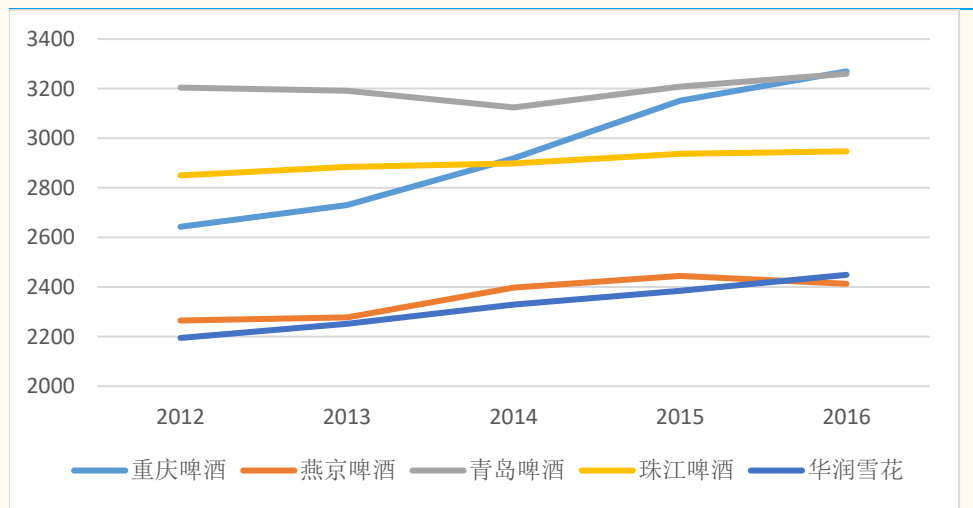


来源：公司年报，国金证券研究所

■ 公司目前吨价同业偏低，提价空间较大

2016 年公司平均吨价 2413.25 元/吨，处国内主流品牌中最低水平。目前国内品牌中重庆啤酒吨价最高，达到了 3269.79 元/吨，青岛啤酒紧随其后也超过了 3200 元/吨，珠江啤酒也接近了 3000 元/吨，仅有华润雪花和燕京低于 2500 元/吨。由于华润雪花近年来在各地市场大打价格战，并未采取高端提价的路线，因此纵观同业公司价格，燕京啤酒在吨价方面还有较大提高空间。

图表 33：国内主流啤酒品牌吨价趋势



来源：公司年报，国金证券研究所

■ 公司现阶段生产结构调整进程

近年来公司一直在不断提高啤酒出厂价格，但未有大规模集体提价的情况，而是分地区的小范围微调。公司主动提价的区域普遍是市占率超过 60% 的主力市场，如北京、广西市场，而在新兴市场公司的提价则较为谨慎。公司对于特定地区的提价一般为 2 年一次，每次提价幅度 7% 左右。总体看来，公司吨价的提升是一个循序渐进的缓慢过程。

生产方面，公司也在不断地对现有产能进行改扩建，将提高产品质量作为工作的重心。近期计划的改扩建项目包括对现有生产技术的改进，从而提升产品品质，以及新建易拉罐产品生产线，提高产品罐化率。项目涉及全国各大生产区域，包括但不限于广西、四川和北京总厂。

同时，公司已明确表示要逐步关闭一定比例低端、低效的亏损工厂。由于关厂需要解决市场切换、人员安置以及政府谈判等问题，所需周期较长，具体关厂工作开展的时间尚未确定。

四、管理层换届靴子即将落地，利好后续事项推进

1. 董事会换届即将展开，班子年轻化将是大概率方向

近期公司公告了第七届董事会非独立董事候选人名单，由于前任董事长李福成的退出，我们认为公司此次董事会换届将大概率朝着班子年轻化的方向发展。按照公司前期公布的候选名单顺序，我们判断原副董事长、总经理赵晓东有望接任李福成成为燕京啤酒股份有限公司新一任董事长。

赵总于 1998 年 11 月进入北京燕京啤酒集团公司以来，主要负责集团的设备管理工作以及燕京饮料有限公司的产品研发工作，历任北京燕京啤酒集团公司总经理助理，公司董事、副总经理，北京燕京饮料有限公司总经理，北京燕京啤酒投资有限公司（公司控股股东）董事。现任公司副董事长、总经理，兼任北京燕京啤酒集团公司董事长、北京燕京啤酒投资有限公司（公司控股股东）副董事长。

高学历工程师出身的赵总，就任之后或将严抓产品质量。燕京近年来一直将品质提升作为公司首要生产目标，很好地顺应了行业趋势。我们认为公司未来有望在产品研发和生产技术方面继续加大投入，从而推动公司高端、高品质产品的布局，进一步树立品牌形象、提高产品吨价。

新任董事长 1972 年出生，年仅 45 岁，事业成长空间大，有望为公司带来新鲜血液。我们认为随着公司管理团队的年轻化，有望给公司经营管理带来更加积极地改变。我们在五月份的最近一次调研中了解到，燕京啤酒将持续大力推进市场化管理、用人机制。在第七届董事会任期内，公司的市场化机制有望会越来越完善。

此外，此次董事会换届非独立董事候选人选全部来自于公司内部，核心班底的稳定有利于公司业务的持续发展。现有董事会成员都曾历任公司各重要岗位管理人员，对现有公司状况十分了解，因此未来公司不会出现大方向上的转折。同时选用原班人马也会对各管理层产生提拔晋升的激励，有利于公司内部的团结与协调。

2. 股权激励等政策性利好可期

2016 年年报中明确表示：公司在实施股权分置改革之后，将积极推进公司业务骨干和管理层激励计划，进一步改善公司治理结构，激励预案将于 2017 年 6 月 30 日前提出。公司正在和各方积极沟通，积极筹备激励的前期工作。目前离公司最晚公告时间仅有不到一个月的时间，股权激励计划能否及时开展将在近期知晓结果。

此外，5 月 24 日，国家发改委刊文指出，第三批混改试点企业将进一步扩大范围，提高覆盖面，在筛选数十家中央企业的同时，重点从省、自治区、直辖市选择试点企业，形成规模协同效应。在此背景之下北京、天津、上海、广东等混改推行较快、市场化程度较高的省市或将成为“种子选手”产生的重点区域。公司作为北京市国资委下属唯一啤酒上市企业，也是国内唯一国资啤酒上市企业，公司有望借助此次政策东风，率先受益。

五、盈利预测和估值

随着公司产品结构的升级，高端占比提升以及未来对亏损工厂的关停，我们预计 2017~19 年公司有望实现营收 121.28/136.32/156.36 亿元，同比增长 4.8%/12.4%/14.7%。实现净利润 5.65/7.09/8.15 亿元，同比增长 81.16%/25.37%/14.92%，对应 EPS 为 0.20/0.25/0.29 元，PE32X/26X/22X，首次覆盖，给予“增持”评级。

六、风险提示

低价竞争更趋激烈，产品结构升级受阻。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E		2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营业务收入	13,504	12,538	11,573	12,128	13,632	15,636	货币资金	1,732	1,744	1,678	1,658	2,992	3,917
增长率	-7.1%	-7.7%	4.8%	12.4%	14.7%		应收款项	190	189	253	191	225	265
主营业务成本	-8,013	-7,532	-6,978	-7,250	-7,996	-9,087	存货	4,081	3,854	3,890	3,840	4,295	4,912
%销售收入	59.3%	60.1%	60.3%	59.8%	58.7%	58.1%	其他流动资产	342	221	230	145	151	183
毛利	5,491	5,006	4,595	4,878	5,636	6,549	流动资产	6,345	6,009	6,051	5,834	7,663	9,278
%销售收入	40.7%	39.9%	39.7%	40.2%	41.3%	41.9%	%总资产	33.5%	32.9%	33.1%	32.8%	40.5%	45.3%
营业税金及附加	-1,400	-1,278	-1,284	-1,280	-1,447	-1,681	长期投资	254	236	242	243	242	242
%销售收入	10.4%	10.2%	11.1%	10.6%	10.6%	10.8%	固定资产	11,046	10,635	10,593	10,759	10,099	10,025
营业费用	-1,739	-1,673	-1,574	-1,610	-1,827	-2,099	%总资产	58.4%	58.3%	58.0%	60.6%	53.4%	49.0%
%销售收入	12.9%	13.3%	13.6%	13.3%	13.4%	13.4%	无形资产	1,178	1,223	1,205	926	921	916
管理费用	-1,341	-1,444	-1,371	-1,346	-1,566	-1,795	非流动资产	12,586	12,234	12,204	11,930	11,264	11,185
%销售收入	9.9%	11.5%	11.8%	11.1%	11.5%	11.5%	%总资产	66.5%	67.1%	66.9%	67.2%	59.5%	54.7%
息税前利润 (EBIT)	1,011	612	366	643	796	973	资产总计	18,931	18,243	18,255	17,763	18,927	20,463
%销售收入	7.5%	4.9%	3.2%	5.3%	5.8%	6.2%	短期借款	1,657	950	851	0	0	0
财务费用	-58	-51	-20	7	48	71	应付款项	3,490	3,252	3,362	3,266	3,655	4,237
%销售收入	0.4%	0.4%	0.2%	-0.1%	-0.4%	-0.5%	其他流动负债	288	330	340	214	252	367
资产减值损失	-56	-4	-10	-1	0	0	流动负债	5,435	4,532	4,553	3,480	3,907	4,604
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	99	0	0	0	0	1
投资收益	12	35	22	23	26	24	其他长期负债	18	17	22	0	0	0
%税前利润	1.1%	4.1%	4.2%	2.7%	2.5%	1.9%	负债	5,552	4,549	4,575	3,480	3,907	4,605
营业利润	909	591	358	670	870	1,068	普通股股东权益	12,252	12,677	12,790	13,355	14,064	14,879
营业利润率	6.7%	4.7%	3.1%	5.5%	6.4%	6.8%	少数股东权益	1,127	1,017	890	928	956	980
营业外收支	140	249	156	182	196	178	负债股东权益合计	18,931	18,243	18,255	17,763	18,927	20,463
税前利润	1,049	840	514	852	1,066	1,246							
利润率	7.8%	6.7%	4.4%	7.0%	7.8%	8.0%	比率分析						
所得税	-257	-213	-195	-249	-329	-407		2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
所得税率	24.5%	25.3%	38.0%	29.3%	30.9%	32.7%	每股指标						
净利润	792	627	319	603	737	839	每股收益	0.258	0.209	0.111	0.201	0.251	0.289
少数股东损益	65	40	7	37	28	24	每股净资产	4.361	4.498	4.538	4.738	4.990	5.279
归属于母公司的净利润	726	588	312	565	709	815	每股经营现金净流	0.428	0.576	0.442	0.459	0.433	0.508
净利率	5.4%	4.7%	2.7%	4.7%	5.2%	5.2%	每股股利	4.374	4.374	6.171	0.000	0.000	0.000
							回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	5.93%	4.64%	2.44%	4.23%	5.04%	5.47%
净利润	792	627	319	603	737	839	总资产收益率	3.84%	3.22%	1.71%	3.18%	3.75%	3.98%
少数股东损益	65	40	7	37	28	24	投入资本收益率	5.04%	3.12%	1.56%	3.18%	3.66%	4.13%
非现金支出	922	901	888	752	775	789	增长率						
非经营收益	64	-120	-5	-142	-222	-202	主营业务收入增长率	-1.78%	-7.15%	-7.70%	4.79%	12.41%	14.70%
营运资金变动	-575	214	43	82	-69	7	EBIT增长率	14.11%	-39.50%	-40.18%	75.65%	23.83%	22.33%
经营活动现金净流	1,203	1,623	1,245	1,295	1,221	1,433	净利润增长率	6.68%	-19.07%	-46.90%	81.16%	25.37%	14.92%
资本开支	-881	-495	-882	-330	87	-532	总资产增长率	0.13%	-3.63%	0.07%	-2.69%	6.55%	8.12%
投资	0	15	-2	-1	0	0	资产管理能力						
其他	6	33	24	23	26	24	应收账款周转天数	3.5	3.9	5.3	4.2	4.5	4.7
投资活动现金净流	-875	-448	-860	-308	113	-508	存货周转天数	185.2	192.3	202.5	193.3	196.1	197.3
股权募资	0	0	0	0	0	0	应付账款周转天数	47.5	49.1	54.3	50.3	51.2	51.9
债权募资	218	-744	-99	-869	0	1	固定资产周转天数	286.2	304.7	318.6	306.0	249.2	210.9
其他	-419	-421	-350	-139	0	0	偿债能力						
筹资活动现金净流	-201	-1,165	-449	-1,008	0	1	净负债/股东权益	0.18%	-5.80%	-6.05%	-11.61%	-19.92%	-24.69%
现金净流量	127	10	-64	-20	1,334	925	EBIT利息保障倍数	17.4	12.1	18.4	-97.8	-16.5	-13.6
							资产负债率	29.33%	24.94%	25.06%	19.59%	20.64%	22.50%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	2
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	0.00	3.00

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2015-08-13	增持	9.77	11.00~13.00

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持



长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

- 买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
- 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
- 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
- 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券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。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7BD