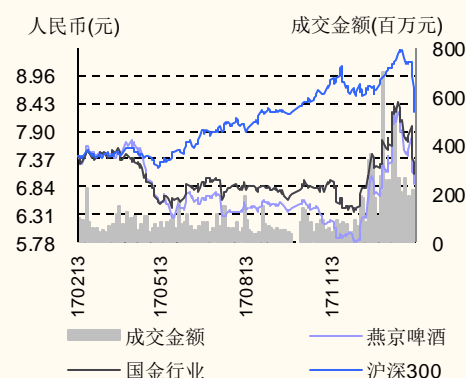


市场价格 (人民币): 6.91 元

市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	2,509.30
总市值(百万元)	19,476.11
年内股价最高最低(元)	8.28/5.78
沪深 300 指数	3840.65
深证成指	10001.23



近期提价动作频频，关厂与否是今年核心变量

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	0.118	0.193	0.222
每股净资产(元)	4.50	4.54	4.10	4.10	4.02
每股经营性现金流(元)	0.58	0.44	0.46	0.45	0.48
市盈率(倍)	39.47	62.77	57.29	34.87	30.42
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%	6.25%	64.31%	14.63%
净资产收益率(%)	4.64%	2.44%	2.87%	4.72%	5.51%
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

- **行业弱复苏转向正和博弈：我们认为啤酒行业“16年见底、17年筑底并稳步向好，18年将加速向好”。**预计18年产量仍是微增局面，但竞争趋缓已成事实，因此今年在收入端不下滑的前提下，上市公司EBITDA增速显著反弹。18年行业盈利端改善速度取决于提价、费用压缩及关厂动作。(1) **提价方面**，受制于成本压制，18年低端提价及产品结构升级需求将更加迫切，而低线城市消费升级大势也将推动18年行业产品结构升级；(2) **费用方面**，18年行业竞争整体加剧的可能性极低，费用整体下滑趋势将大概率维持；不过18年是世界体育大年，后续还要密切跟踪赛事营销费用支出情况；(3) **关厂方面**，预计个别关厂动作仍会持续。
- **燕京啤酒多个提价动作获证实：目前北京地区“清爽”及浙江仙都“本生”提价已获证实，主要是受制于包装物及燃料成本提升。**浙江仙都量能占比总体不超5%，提价意义有限；但北京区域“清爽”为基础产品，预计北京区域此次提价产品覆盖面为燕京总体量的10-15%，终端提价约30%会对业绩有较大贡献。同时根据近期跟踪显示，近期广西漓泉及内蒙雪鹿两厂也均有提价动作，预计提价幅度5%上下。漓泉和雪鹿两厂合计产量超过100万吨，若正式提价后能够覆盖大部分产品，预计也将对燕京18年利润产生较为明显的正贡献。
- **是否能顺利实施关厂计划是18年的核心看点：目前燕京啤酒总产能在800万千升上下，但整体产能利用率仅为55%左右，因此关厂动作若实施将极大地利好于利润端。**由于行业关厂高峰在15-16年已过，17年以来行业实际关厂动作较前期已相对较少，因此关厂与否对于燕京而言仍是不确定项，份额和利润仍是两难抉择。市场更乐见关厂提利润的行为，后续仍需保持跟踪。

投资建议

- 预计17-19年营业收入分别为118.8亿元/125.7亿元/136.6亿元，同比+2.7%/5.7%/8.7%，归母净利润分别为3.32亿元/5.45亿元/6.25亿元，折合EPS分别为0.118元/0.193元/0.222元，目前股价对应18/19年PE为35X/30X，维持“买入”评级。

风险提示

- **市场竞争加剧超预期：目前行业复苏仍呈现弱复苏态势，市场增量仍然有限。天气因素不利：低温雨雪天气对啤酒销售显著不利。**

相关报告

- 1.《上半年缓步改善，下半年有望提速-燕京啤酒公司点评》，2017.8.28
- 2.《换届结果符合预期，年轻舵手引领起航-燕京啤酒公司点评》，2017.6.12
- 3.《行业见底缓慢复苏，换届方向迎合趋势-燕京啤酒公司深度研究》，2017.6.2

于杰

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

申晟

分析师 SAC 执业编号: S1130517080003
(8621)60230204
shensheng@gjzq.com.cn

内容目录

一、啤酒行业：弱复苏转向正和博弈，18 年利润改善提速.....	3
1.1 国内啤酒行业现状：产能过剩、吨价较低、盈利水平差.....	3
1.2 结束三年行业产量负增长，行业整体弱复苏基本确认.....	4
1.3 18 年行业看点在盈利端，盈利端改善速度取决——提价（包含结构升级和直接提价）、费用压缩及关厂.....	5
二、燕京啤酒：提价获证实，是否能顺利实施关厂计划是 18 年的核心看点....	7
2.1 北控旗下龙头啤酒企业，具有 A 股和 H 股双重融资通道.....	7
2.2 实行 1+3 品牌战略，加大中高端营销力度.....	8
2.3 18 年的核心看点依然是关厂计划能否顺利实施.....	11
2.4 管理层换届落地，总经理聘任事项大概率于上半年完成.....	11
三、盈利预测.....	11

图表目录

图表 1：2010-2016 年啤酒行业新增产能 2108 万吨.....	3
图表 2：啤酒产能利用率.....	3
图表 3：国内外啤酒企业盈利水平比较.....	3
图表 4：国内外啤酒公司吨价比较（元/吨，2016 年）.....	4
图表 5：啤酒产量增速企稳.....	4
图表 6：啤酒产量 2016 年 8 月增速企稳.....	4
图表 7：啤酒行业 9M2017 收入、净利增速.....	5
图表 8：啤酒行业单季收入、净利增速.....	5
图表 9：2015 年为费用高点，2016 年起开始下行.....	5
图表 10：国内终端均价提升.....	6
图表 11：中高档酒占比提升（百万升）.....	6
图表 12：啤酒行业主要关厂事件.....	6
图表 13：公司股权结构.....	7
图表 14：1+3 品牌销量占比（万千升）.....	8
图表 15：地区销售占比（百万元）.....	8
图表 16：惠泉啤酒收入及利润（百万元）.....	9
图表 17：燕京高中低端产品线代表产品.....	9
图表 18：罐化率逐年提高（万千升）.....	10
图表 19：鲜啤占比逐年提高（万千升）.....	10
图表 20：国内主流啤酒品牌吨价趋势（元/吨）.....	10
图表 21：公司收入分部预测（人民币百万元）.....	11

一、啤酒行业：弱复苏转向正和博弈，18 年利润改善提速

我国啤酒行业经历跑马圈地的野蛮生长阶段、基本完成并购整合阶段，正在进入产品结构升级、寻求盈利提升阶段。当下行业正是份额之争式微、结构升级渐起的过渡时期。

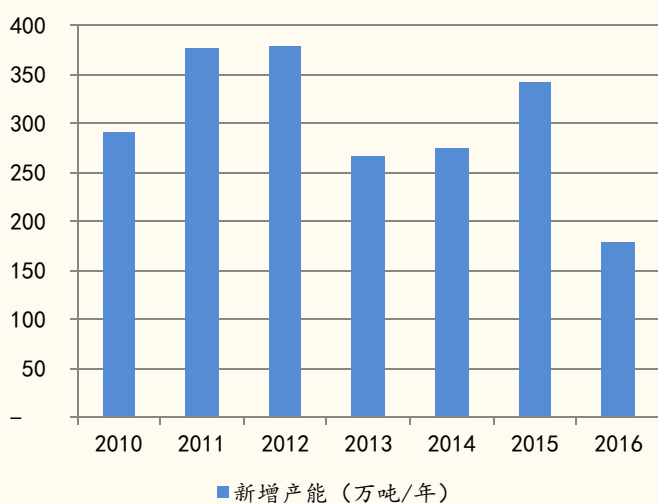
1.1 国内啤酒行业现状：产能过剩、吨价较低、盈利水平差

在 2014 年之前，我国的啤酒行业需求持续增长。参与企业通过不断扩大产能、并购从而形成规模效益压低成本，随后再以低价抢占市场、跑马圈地。这种模式使得行业毛利率始终处于下降的通道。

■ 现状 1：产能过剩，产能利用率低

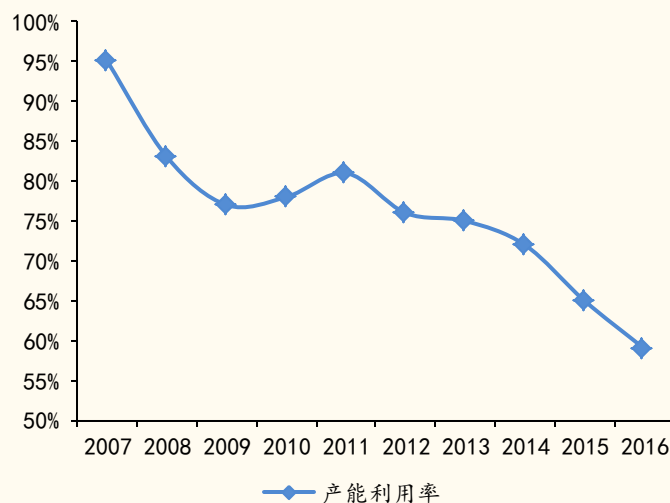
啤酒行业产能的无序扩张是导致产能利用率快速下滑的主要原因，2010 年新一轮啤酒产能扩张开启，10-16 年供给扩产约 2,108 万千升，但是 2016 年啤酒行业销量仅比 2010 年增加 23 万千升，产能增加和销量增加严重不匹配。

图表 1：2010-2016 年啤酒行业新增产能 2108 万吨



来源：Wind, 国金证券研究所

图表 2：啤酒产能利用率



来源：Wind, 国金证券研究所

根据国家统计局的数据，2016 年行业综合产能利用率仅为 59%，其中行业三甲华润、百威和青岛的产能利用率约为 65%-70%，燕京啤酒的产能利用率约为 60%，而其他中小型啤酒企业的产能利用率约为 45%-60%，相比 2011 年 82%的产能利用率，有明显的下滑。

■ 现状 2：吨酒价格低，抢占市场费用投入大

相比国际巨头，我国啤酒公司盈利低的主要原因在于无序低价抢占市场后，导致吨酒价格过低，毛利率低于国际平均水平。欧美啤酒企业毛利率>45%，百威英博 2016 年毛利率高达 63%。

图表 3：国内外啤酒企业盈利水平比较

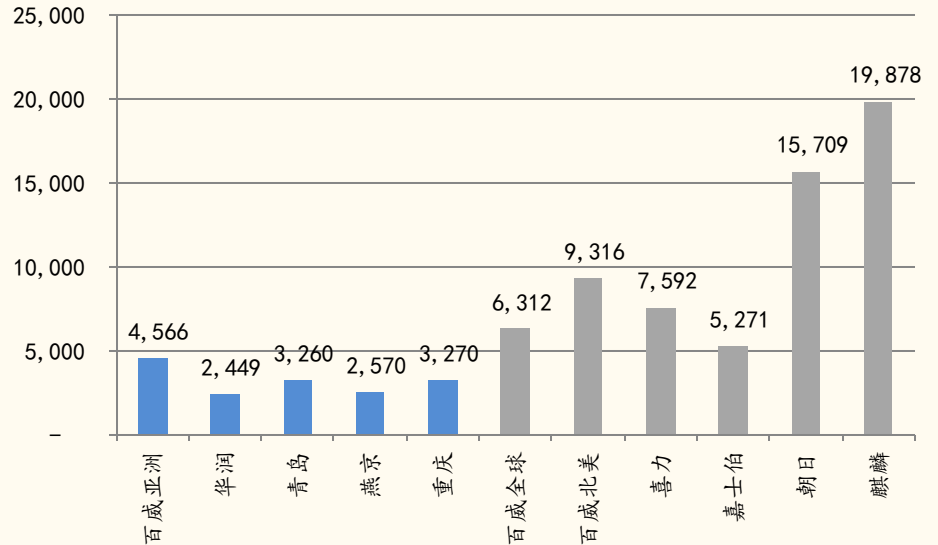
	中国平均	百威英博	喜力&嘉士伯	朝日&麒麟
毛利率	38.6%	62.7%	44.8%	39.9%
费用率	26.2%	25.9%	24.0%	27.8%
EBITDA/收入	11.1%	36.8%	20.8%	12.1%
EBIT/收入	5.5%	28.9%	13.5%	7.4%
净利率	4.0%	10.7%	7.6%	5.8%
吨价 (元/吨)	2,887	6,312	6,431	17,793

来源：Bloomberg, 中国平均为华润、青岛、燕京和重庆，国金证券研究所

吨价方面，2016 年华润、青岛、燕京、重啤四家企业平均吨酒价格仅为 2,887

元，仅为欧美龙头公司的 45%，日本龙头企业的 16%。而百威英博虽然在中国区域战略定位中高端，但其亚洲区域的吨酒价格仅为 4,566 元，远低于全球价格，这也与我国国内啤酒竞争激烈，整体市场环境有关。

图表 4：国内外啤酒公司吨价比较（元/吨，2016 年）



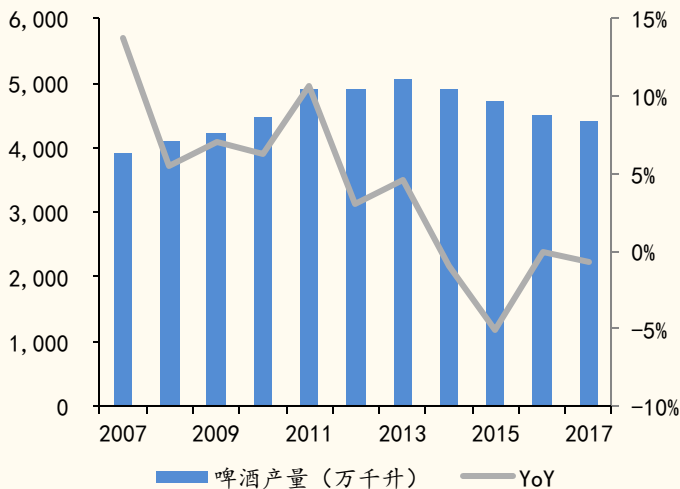
来源：国金证券研究所

然而随着 2014 年啤酒行业需求量下降，收入规模的增长停滞，费用投入的边际效益下降明显，企业利润端开始承压，传统模式变得难以为继。进入到 15 年啤酒企业对利润的诉求愈发强烈，这迫使行业竞争趋缓。目前啤酒行业的 CR5 已接近 75%，行业集中度较高，在面对行业困境时共同寻求利润的可能性明显提升，这一情况于 2016 年开始逐渐明朗，并与 2017 年确立。

1.2 结束三年行业产量负增长，行业整体弱复苏基本确认

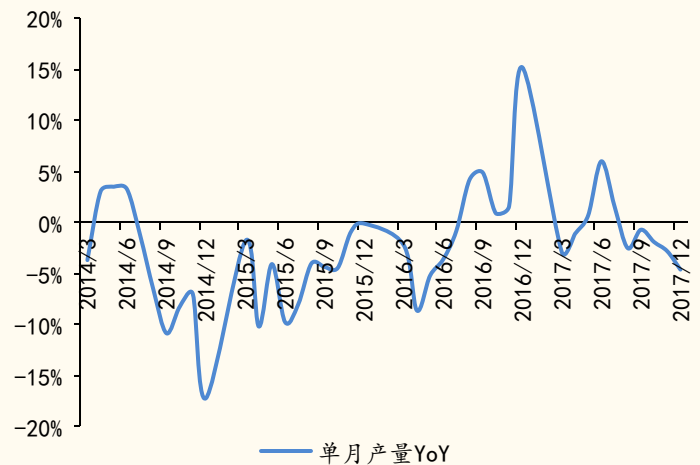
2017 年我国啤酒行业累计产量 4,401 万千升，同比-0.7%，较去年基本持平。啤酒行业自 16-17 年就已走出筑底行情，具体应是“16 年见底、17 年筑底并稳步向好，18 年将加速向好”。17 年行业产量基本持平，预计 18 年仍是微增局面、难有较大提振，但竞争趋缓已于 16-17 年形成行业共识。

图表 5：啤酒产量增速企稳



来源：Wind, 国金证券研究所

图表 6：啤酒产量 2016 年 8 月增速企稳

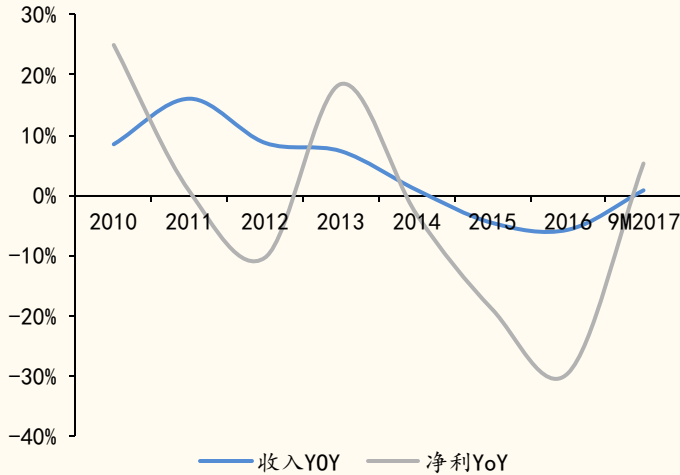


来源：Wind, 国金证券研究所

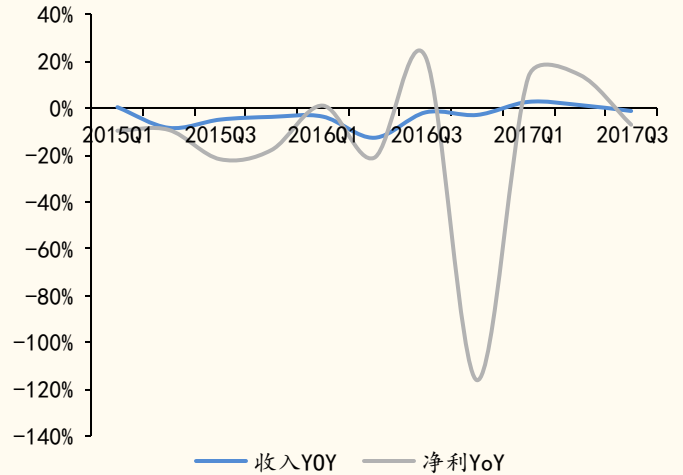
■ 上市公司 16Q4 出现回暖迹象，17 年集体增长奠定弱复苏趋势

2016 Q4，啤酒行业 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。2017 年整体普涨延续了 16 年底的增长势态，2017 年前三季度啤酒板块整体收入 401 亿元，同比+0.8%、归母净利润 14 亿元，同比+5.3%。17Q3 啤酒板块整体收入 148 亿元，同比-1.1%，归母净利润 11 亿元，同比-7.0%。啤酒行业回暖趋势基本确定。

图表 7：啤酒行业 9M2017 收入、净利增速



图表 8：啤酒行业单季收入、净利增速

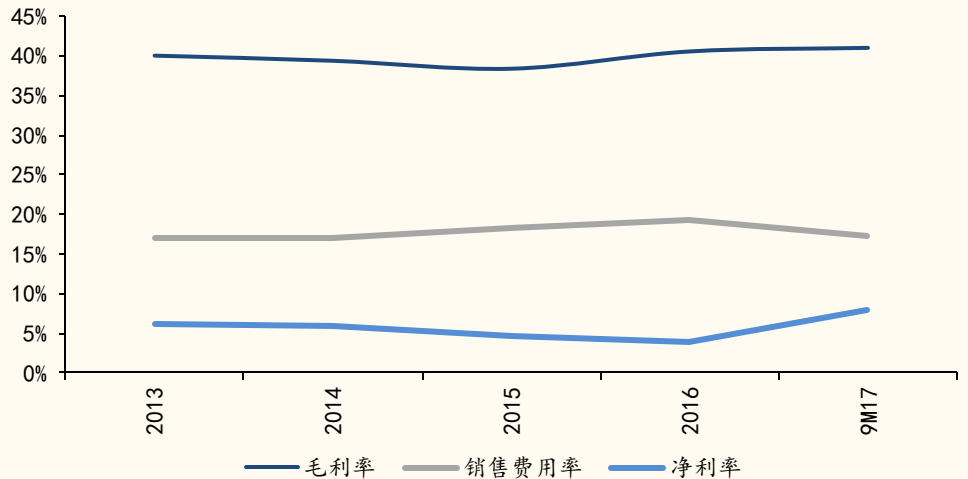


来源：Wind, 国金证券研究所

来源：Wind, 国金证券研究所

净利润方面较营收端显现出更大的弹性，在盈利能力和费用投放上公司也在趋于好转，15 年发现行业增速下滑后，各企业还尝试通过价格战在逆境中抢夺市场份额，这导致了 2015 年的期间费用率为近年高点，净利水平较低；2016 年开始各企业统一策略，进行了费用收缩；而进入 2017 年，费用率继续下行的趋势更加明显。

图表 9：2015 年为费用高点，2016 年起开始下行



来源：公司公告, 国金证券研究所

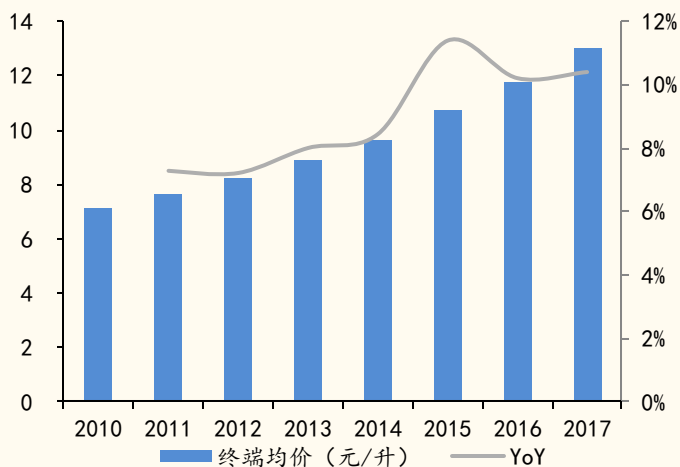
1.3 18 年行业看点在盈利端，盈利端改善速度取决——提价（包含结构升级和直接提价）、费用压缩及关厂

■ 提价：产品结构升级以及直接提价

中高档酒占比上升：从 Euromonitor 的数据看，低档酒 (<7 元/升) 的销量占比从 2011 年的 84% 下滑至 75%，而中高端酒的比例连年上升，说明啤酒行业整体的产品结构在调整。产品结构的升级也直接反映在啤酒公司的犊牛出厂价

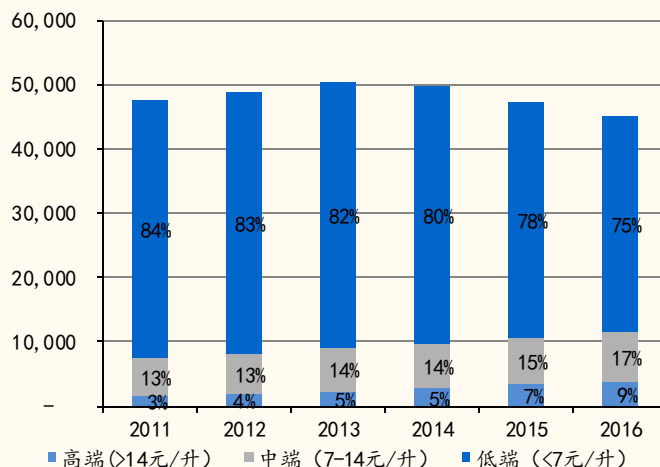
上，2010-2016 年华润的吨酒价格年均复合增速为 3%，而重啤达 6%。

图表 10：国内终端均价提升



来源：Euromonitor, 国金证券研究所

图表 11：中高档酒占比提升（百万升）



来源：Euromonitor, 国金证券研究所

直接提价：成本压力促使提价需求的产生：由于啤酒成本中，包装物成本一般占到 50%左右，制造成本+原材料成本占 40%+，可见包装物成本对啤酒生产成本影响较大。而众所周知受环保政策影响，主要包装物涨幅较大；同时交通部超载新规也对费用端形成一定压力。因此综合来看，成本和费用端压力对各大厂商低端非盈利产品的挤压较重，客观上存在提价需求。最近根据酒业家消息，华润雪花啤酒发布调价通知，称从 2018 年 1 月 1 日起，对包括雪花纯生、勇闯天涯、晶尊在内的九款产品进店价格进行上调，幅度在 2 到 10 元每件不等，提价产品的规格均为 500ml。而青岛啤酒也在近日发布通知，称将在部分地区，对部分产品价格及费用进行调整，调整幅度暂未透露。

- **增量空间有限：**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、巴西等国在较大差距，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，目前来看行业增量空间有限。
- **关厂：关闭低效落后工厂，提高产能利用率。**2015 年开始，华润啤酒、百威和重啤开始关厂动作，根据国际金融时报的报道，2018 年百威啤酒将在国内关闭部分工厂，集中关闭弱势区域如安徽以及东北省份的工厂，雪花啤酒也可能关闭近 20 家工厂。而燕京啤酒核心看点仍然是 18 年是否执行关厂计划。由于行业已于 15-16 年走出低谷，关厂高峰在 15-16 年已过，17 年以来行业实际关厂动作较少，均源自行业产量止跌及竞争趋缓。因此，关厂与否对于燕京而言仍是不定项，份额和利润仍是两难抉择。

图表 12：啤酒行业主要关厂事件

2016.01	重庆啤酒	关闭黔江分公司，销量约 1.3 万千升，占公司总销量的 1.4%
2016.02	百威英博	关停舟山工厂，舟山工厂一期设计规模年产啤酒 15 万千升
2016.02	重庆啤酒	关闭六盘水公司，销量约 3.8 万千升，占公司总销量的 3.8%
2016.04	百威英博	关停河南新乡亚洲啤酒厂
2016.05	重庆啤酒	关闭安徽亳州公司，亳州公司拥有约 4 万吨产能。
2016.07	重庆啤酒	转让宁波大梁山 70% 股权，大梁山啤酒销量 7 万升。
2016.1	重庆啤酒	转让嘉酿公司持有的六盘水公司 100% 股权
2017.01	华润啤酒	关停四川、安徽、上海的三家工厂
2017.02	重庆啤酒	转让九华山公司 100% 股权

2016.01	重庆啤酒	关闭黔江分公司，销量约 1.3 万千升，占公司总销量的 1.4%
2017.02	重庆啤酒	转让重庆啤酒亳州啤酒公司 100% 股权
2017.03	珠江啤酒	关闭汕头生产线，该线主要生产普通低端瓶装啤酒
2017.07	重庆啤酒	转让金山公司 60% 股权及对金山公司享有的 453.77 万元债权

来源：公司公告，新闻整理，国金证券研究所

■ 费用压缩：2016 年费用开始下行，但 2018 年难有大幅压缩空间

虽然整体行业 2016 年费用出现压缩，但 18 年将较为特殊。因 18 年是体育大年。俄罗斯世界杯、雅加达亚运会、女排世锦赛等重大赛事皆在年内举行，且举行时间均为夏季啤酒消费旺季。因此，18 年预计将于 16 年有很大不同，尽管 16 年同样有里约奥运会和欧洲杯，但受制于时差因素，主要厂商均未投入过多，但 18 年赛事级别和时差情况将显著好于 16 年（如俄罗斯世界杯主要开球时间覆盖 18:00-3:00，淘汰赛之后最晚 2:00，主要在 22:00 和 23:00），因此从费用看 18 年同比 17 年难有大幅压缩空间，甚至不排除会有所上升。从这一角度考虑，以直接提价方式覆盖成本、对冲费用或更易于理解。

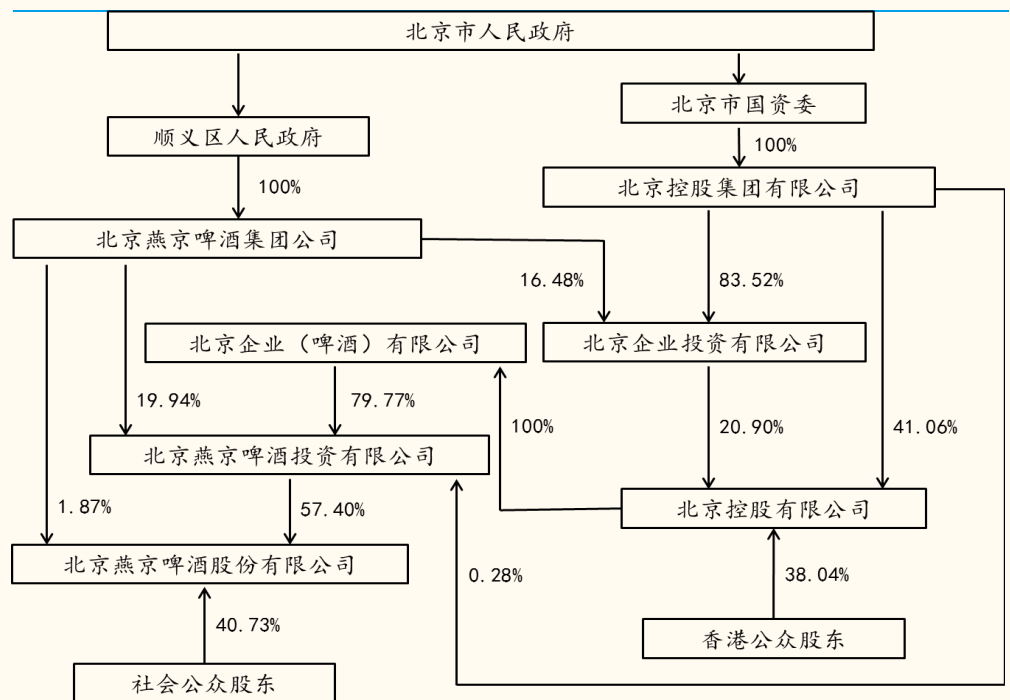
二、燕京啤酒：提价获证实，是否能顺利实施关厂计划是 18 年的核心看点

2.1 北控旗下龙头啤酒企业，具有 A 股和 H 股双重融资通道

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。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%。

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 13：公司股权结构



来源：公司公告，国金证券研究所

2.2 实行 1+3 品牌战略，加大中高端营销力度

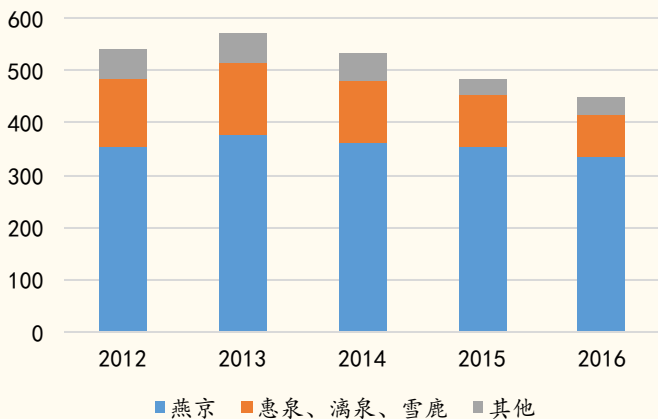
■ “1+3”品牌策略，燕京主品牌支撑华北地区在行业下滑中保持坚挺

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。

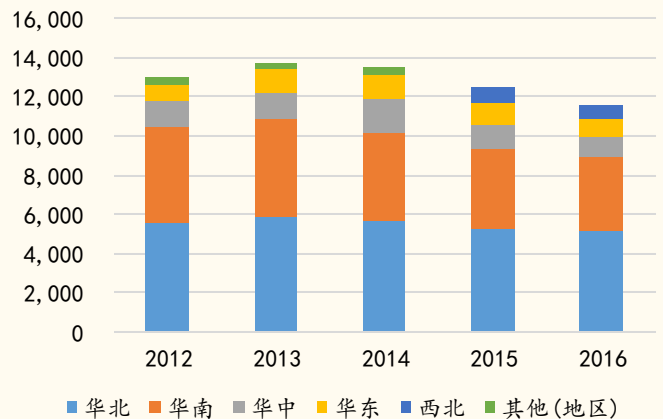
公司“1+3”品牌在此次啤酒行业连续下滑中受到了不同程度的影响，其中燕京主品牌销售情况好于三大副品牌。2017H1 公司实现啤酒销量 272 万千升，同比+2.19%，其中燕京主品牌销量 200.02 万千升，同比+4.72%，占比 73%，而“1+3”品牌销量 248 万千升，同比+2.55%。作为公司的主力品牌，燕京啤酒在北京地区依然保持着 80%以上的市场占有率。而 2016 年公司总销量同比下滑-8.61%，其中燕京品牌下滑-6.19%明显好于三大副品牌的-17.38%。燕京品牌在华北地区市场优势明显、需求稳定，对于行业整体波动的敏感度较低，2014 年、2015 年同比下降均不超过 5%，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。2017H1，燕京在以北京市场为核心的华北地区实现销售收入 28.2 亿元，占总收入 43.4%，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 18.6 亿元，占比 40.17%，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。由此可见，无论行业是否能如期回暖，外埠市场能否如期打开，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 14：1+3 品牌销量占比（万千升）



图表 15：地区销售占比（百万元）



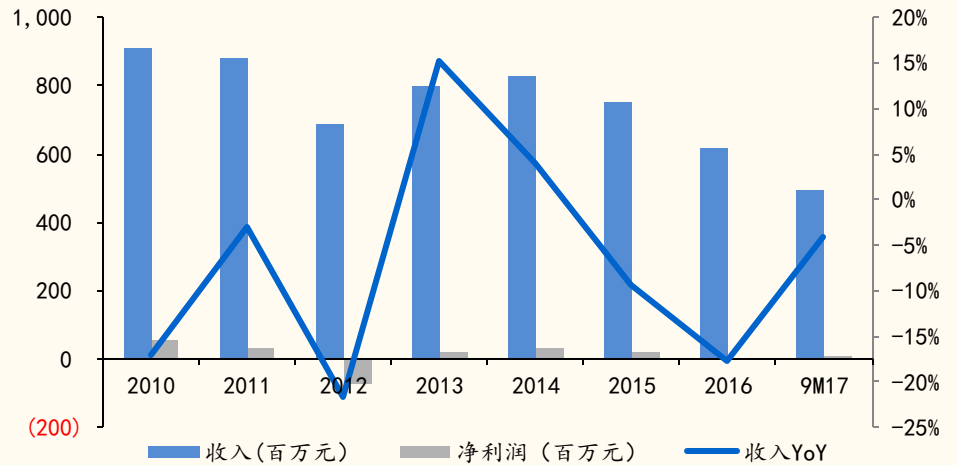
来源：公司公告，国金证券研究所

来源：公司公告，国金证券研究所

■ 外埠市场子品牌业绩不理想

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，本土啤酒受进口啤酒冲击更为明显。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。从目前跟踪情况看，惠泉在福建市场持续受到百威及嘉士伯的冲击，17 年预计难有较好表现。

图表 16: 惠泉啤酒收入及利润 (百万元)



来源: Wind, 国金证券研究所

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年公司在外埠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埠市场,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。

■ 主动推进产品结构的提升

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,高端以纯生为代表,同时为满足消费者个性化需求,公司研发出以燕京原浆白啤为代表的多种个性化产品。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。

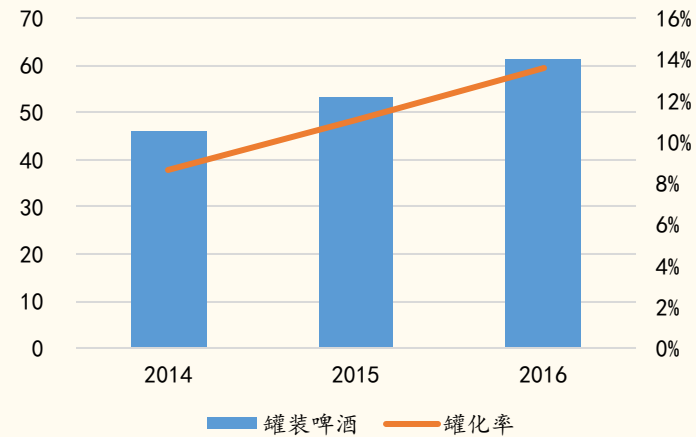
图表 17: 燕京高中低端产品线代表产品



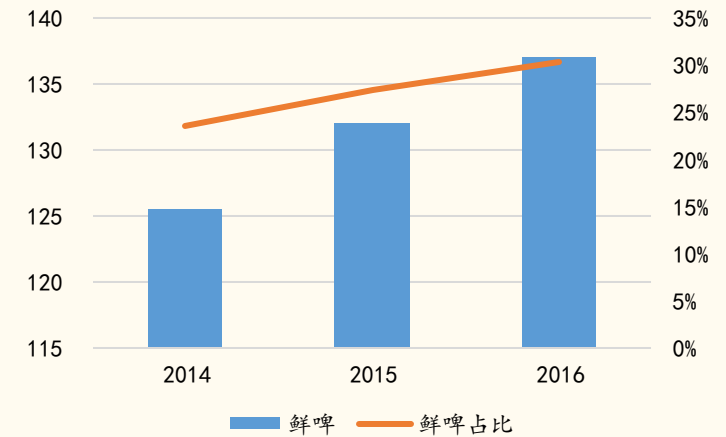
来源: 网上资料, 公司公告, 国金证券研究所

虽然 2013 年以来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 万千升，同比下降-9.23%/-6.76%，其中燕京鲜啤销量分别为 132/137 万千升，同比增长 5.2%/3.8%，占总产量分别为 27.3%和 30.4%；易拉罐啤酒销量 53.5/61.3 万千升，同比增长 16.3%/14.58%，罐化率分别达到 11.1%/13.6%。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 18：罐化率逐年提高（万千升）



图表 19：鲜啤占比逐年提高（万千升）



来源：公司公告，国金证券研究所

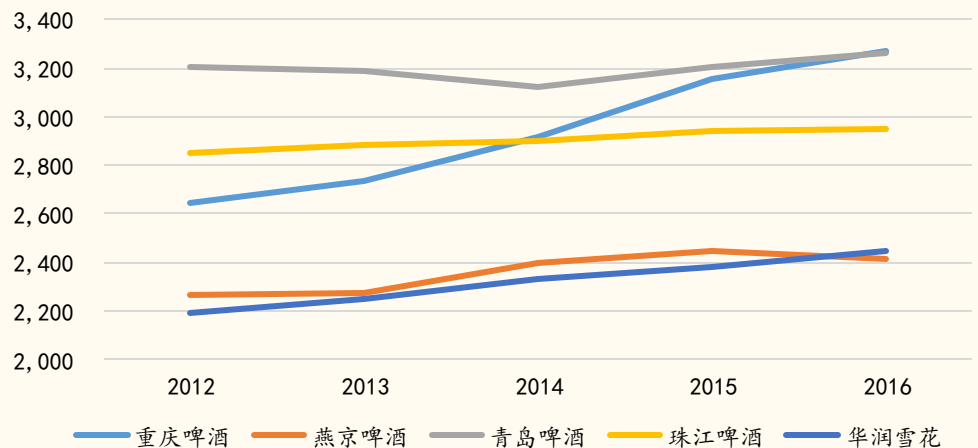
来源：公司公告，国金证券研究所

■ 吨价偏低，率先开启提价节奏

2016 年公司平均吨价约为 2500 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 3270 元/吨，青岛啤酒紧随其后也超过了 3260 元/吨，珠江啤酒也接近了 3000 元/吨，仅有华润雪花和燕京在 2500 元/吨上下。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径，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。

近年来公司提价动作不少，但未有大规模提价情况，仅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，而在新兴市场提价极为谨慎。目前北京地区“清爽”及浙江仙都“本生”提价已获证实，主要是受制于包装物及燃料成本（北京地区煤改气）提升。浙江仙都总体量不到 20 万千升，量能占比总体不超 5%，加之燕京浙江省市占率不足 10%，提价意义有限；但北京区域清爽产品为成熟基础产品，且后续配合费用较少，因此提价对收入盈利端影响以及后续意义较大。预计北京区域此次提价产品覆盖面为燕京总体量的 10-15%，提价会对利润端有一定正贡献。

图表 20：国内主流啤酒品牌吨价趋势（元/吨）



来源：公司公告，国金证券研究所

除此之外，据我们近期跟踪了解，近期广西漓泉及内蒙雪鹿两厂也均有提价动作，预计提价幅度 5% 上下。广西漓泉目前只是尝试性提价，预计正式提价动作将于 2 月份开始正式实施；雪鹿也于近期提价。漓泉和雪鹿两厂合计产量超过 100 万吨，若正式提价后能够覆盖大部分产品，预计也将对燕京 18 年利润单产生较为明显的正贡献。

2.3 18 年的核心看点依然是关厂计划能否顺利实施

目前，燕京啤酒总产能在 800 万千升上下，在北京、内蒙、广西、福建、湖北等市场占有率较高，公司旗下近 40 家工厂预计有一半以上产能利用率低于 50%，因此关厂若实施将极大利好于业绩端。

由于行业已于 15-16 年走出低谷，关厂高峰在 15-16 年已过，17 年以来行业实际关厂动作相对 15-16 年较少，均源自行业产量止跌及竞争格局趋缓。因此，关厂与否对于燕京而言仍是不定项，份额和利润短期仍是两难抉择。市场更乐见关厂提利润的行为，后续仍需保持跟踪。

2.4 管理层换届落地，总经理聘任事项大概率于上半年完成

2017 年 6 月，公司董事会换届顺利完成，赵晓东任新任董事长，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。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。

目前公司正在社会招聘总经理人选，预计此项动作大概率于今年上半年内最终落地。当前区国资委及燕京公司正全力推进这一事项，因此关厂等战略大动作也要等总经理人选落地之后或才明朗。

三、盈利预测

预计 17-19 年公司销售量为 459 万千升/478 万千升/506 万千升，同比 +2.0%/4.0%/6.0%。预计 17-19 年营业收入分别为 118.8 亿元/125.7 亿元/136.6 亿元，同比 +2.7%/5.7%/8.7%，归母净利分别为 3.32 亿元/5.45 亿元/6.25 亿元，折合 EPS 分别为 0.118 元/0.193 元/0.222 元，目前股价对应 18/19 年 PE 为 35X/30X，维持“买入”评级。

图表 21：公司收入分部预测（人民币百万元）

	2012	2013	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业总收入	13,033	13,748	13,504	12,538	11,573	11,884	12,565	13,655
啤酒	12,230	13,011	12,760	11,808	10,868	11,197	11,877	12,968
矿泉水	42	52	51	59	59	50	50	50
茶饮料	117	69	71	55	58	50	50	50
饲料	37	34	34	31	26	26	26	26
酵母干								
其他业务	430	371	385	369	310	310	310	310
其他主营业务	176	212	203	217	252	252	252	252
销量（万千升）	540	571	532	483	450	459	478	506
- YoY		5.8%	-6.9%	-9.2%	-6.8%	2.0%	4.0%	6.0%
燕京				355	333			
惠泉、漓泉、雪鹿				98	81			

	2012	2013	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
其他				30	36			
均价(元/升)	2.26	2.28	2.40	2.44	2.41	2.4	2.5	2.6
- YoY		0.5%	5.3%	1.9%	-1.3%	1%	2%	3%

来源：公司公告，国金证券研究所

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	11,884	12,565	13,655	货币资金	1,732	1,744	1,678	1,150	1,670	1,860
增长率	-7.1%	-7.7%	2.7%	5.7%	8.7%		应收账款	190	189	253	275	290	316
主营业务成本	-8,013	-7,532	-6,978	-7,265	-7,339	-7,872	存货	4,081	3,854	3,890	4,020	4,062	4,357
%销售收入	59.3%	60.1%	60.3%	61.1%	58.4%	57.6%	其他流动资产	342	221	230	240	242	254
毛利	5,491	5,006	4,595	4,620	5,226	5,783	流动资产	6,345	6,009	6,051	5,685	6,264	6,786
%销售收入	40.7%	39.9%	39.7%	38.9%	41.6%	42.4%	%总资产	33.5%	32.9%	33.1%	32.9%	36.4%	39.8%
营业税金及附加	-1,400	-1,278	-1,284	-1,319	-1,395	-1,516	长期投资	254	236	242	253	253	253
%销售收入	10.4%	10.2%	11.1%	11.1%	11.1%	11.1%	固定资产	11,046	10,635	10,593	9,962	9,326	8,679
营业费用	-1,739	-1,673	-1,574	-1,593	-1,734	-1,912	%总资产	58.4%	58.3%	58.0%	57.7%	54.2%	50.9%
%销售收入	12.9%	13.3%	13.6%	13.4%	13.8%	14.0%	无形资产	1,178	1,223	1,205	1,200	1,195	1,190
管理费用	-1,341	-1,444	-1,371	-1,367	-1,451	-1,611	非流动资产	12,586	12,234	12,204	11,573	10,931	10,279
%销售收入	9.9%	11.5%	11.8%	11.5%	11.6%	11.8%	%总资产	66.5%	67.1%	66.9%	67.1%	63.6%	60.2%
息税前利润 (EBIT)	1,011	612	366	341	646	745	资产总计	18,931	18,243	18,255	17,258	17,195	17,065
%销售收入	7.5%	4.9%	3.2%	2.9%	5.1%	5.5%	短期借款	1,657	950	851	782	690	439
财务费用	-58	-51	-20	-21	-16	-3	应付款项	3,490	3,252	3,362	3,648	3,752	3,980
%销售收入	0.4%	0.4%	0.2%	0.2%	0.1%	0.0%	其他流动负债	288	330	340	344	277	377
资产减值损失	-56	-4	-10	-2	0	0	流动负债	5,435	4,532	4,553	4,774	4,719	4,796
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	99	0	0	0	0	0
投资收益	12	35	22	10	10	15	其他长期负债	18	17	22	20	20	20
%税前利润	1.1%	4.1%	4.2%	2.1%	1.3%	1.6%	负债	5,552	4,549	4,575	4,795	4,739	4,816
营业利润	909	591	358	329	640	756	普通股股东权益	12,252	12,677	12,790	11,566	11,547	11,326
营业利润率	6.7%	4.7%	3.1%	2.8%	5.1%	5.5%	少数股东权益	1,127	1,017	890	898	909	923
营业外收支	140	249	156	155	155	155	负债股东权益合计	18,931	18,243	18,255	17,258	17,195	17,065
税前利润	1,049	840	514	484	795	912	比率分析						
利润率	7.8%	6.7%	4.4%	4.1%	6.3%	6.7%		2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
所得税	-257	-213	-195	-145	-239	-273	每股指标						
所得税率	24.5%	25.3%	38.0%	30.0%	30.0%	30.0%	每股收益	0.258	0.209	0.111	0.118	0.193	0.222
净利润	792	627	319	339	557	638	每股净资产	4.361	4.498	4.538	4.104	4.097	4.018
少数股东损益	65	40	7	7	12	14	每股经营现金净流	0.428	0.576	0.442	0.464	0.448	0.484
归属于母公司的净利润	726	588	312	332	545	625	每股股利	4.374	4.374	6.171	0.630	0.200	0.300
净利率	5.4%	4.7%	2.7%	2.8%	4.3%	4.6%	回报率						
							净资产收益率	5.93%	4.64%	2.44%	2.87%	4.72%	5.51%
现金流量表 (人民币百万元)							总资产收益率	3.84%	3.22%	1.71%	1.92%	3.17%	3.66%
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E	投入资本收益率	5.04%	3.12%	1.56%	1.80%	3.44%	4.11%
净利润	792	627	319	339	557	638	增长率						
少数股东损益	65	40	7	7	12	14	主营业务收入增长率	-1.78%	-7.15%	-7.70%	2.69%	5.73%	8.68%
非现金支出	922	901	888	848	852	862	EBIT增长率	14.11%	-39.50%	-40.18%	-6.65%	89.17%	15.26%
非经营收益	64	-120	-5	-117	-121	-132	净利润增长率	6.68%	-19.07%	-46.90%	6.25%	64.31%	14.63%
营运资金变动	-575	214	43	238	-23	-3	总资产增长率	0.13%	-3.63%	0.07%	-5.46%	-0.36%	-0.76%
经营活动现金净流	1,203	1,623	1,245	1,307	1,264	1,365	资产管理能力						
资本开支	-881	-495	-882	-48	-55	-55	应收账款周转天数	3.5	3.9	5.3	6.5	6.5	6.5
投资	0	15	-2	-12	0	0	存货周转天数	185.2	192.3	202.5	202.0	202.0	202.0
其他	6	33	24	10	10	15	应付账款周转天数	47.5	49.1	54.3	58.0	58.0	58.0
投资活动现金净流	-875	-448	-860	-50	-45	-40	固定资产周转天数	286.2	304.7	318.6	286.3	249.4	210.9
股权募资	0	0	0	0	0	0	偿债能力						
债权募资	218	-744	-99	-70	-91	-252	净负债/股东权益	0.18%	-5.80%	-6.05%	-2.95%	-7.86%	-11.60%
其他	-419	-421	-350	-1,715	-608	-884	EBIT利息保障倍数	17.4	12.1	18.4	16.5	40.5	240.6
筹资活动现金净流	-201	-1,165	-449	-1,786	-699	-1,135	资产负债率	29.33%	24.94%	25.06%	27.78%	27.56%	28.22%
现金净流量	127	10	-64	-528	520	190							

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
	0	0	1	2	5
	0	0	0	0	0
	0	0	0	0	0
	0	0	0	0	0
	0.00	0.00	1.00	1.00	1.00

来源：朝阳永续

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

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2017-06-02	增持	6.42	7.00~7.00
2	2017-06-12	增持	6.72	7.00~7.00
3	2017-08-28	买入	6.43	7.00~7.00

来源：国金证券研究所



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专业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。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中的专业投资者使用；非国金证券客户中的专业投资者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。

此报告仅限于中国大陆使用。

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7GH