

继续推荐燕京啤酒的五大理由

——燕京啤酒（000729）调研快报

2010年1月14日

推荐/维持

燕京啤酒

调研快报

刘家伟	食品饮料行业分析师
	010-66507309
	Email: liujw@dxzq.net.cn MSN: ynynljw999@hotmail.com

事件:

《法制晚报》和《京华时报》先后在元月12日和13日报道，本月20日开始普通瓶装燕京啤酒进店价格每箱从36元涨至42元，每瓶“普京”终端价将从2元涨至2.5元，出厂价从34元/箱提至38.8元/箱，每瓶出厂价从1.42元提到1.62元左右，涨幅达到14%。为了了解燕啤近期涨价及整体经营情况，我们于14日前往公司总部与董秘刘翔宇进行了座谈。

内容:

1. 关于近期燕啤涨价

公司产品在北京地区价格较低，不排除调价可能，但只是针对一个品种——普通啤酒，调价幅度不会很高。本次调价最后方案没有最后定，至于是春节前调价还是最近调价，什么可能性都有。目前的情况是：普通啤酒出厂价每瓶1.40元多，公司给小卖部指导价1.8-2.0元，即不得低于1.8元，不超过2.0元，至于经销商一级、二级和批发商价格具体是怎样的不清楚。

表1 连续两天北京媒体报道预计“普京”2010年1月20日涨价情况

	出厂价（元/箱）	出厂价（元/瓶）	三批价（元/箱）	终端价（元/瓶）
涨价前	34	1.42	36.00	2.00
涨价后	38.8	1.62	42.00	2.50
上涨（元/瓶）	4.80	0.20	6.00	0.50
涨幅	14.12%	14.08%	16.67%	25.00%

资料来源：东兴证券研究所根据《法制晚报》2010.1.12和新华网转自《京华时报》2010.1.13相关报道整理

2. 关于大麦成本与价格

2010年用大麦采购价（到岸价）220美元/吨，量和价都基本锁定。采购的量2010年大部分结束；国产大麦1600元/吨，签了一部分，一般会低于这个价格。无论是进口还是国产，大麦价格均价都比09年低，09年进口大麦价格250-270美元/吨，国内则基本稳定，略高于目前签订的价格。

3. 关于融资、收购与区域扩张

最近有融资传言，董事会还没讨论过，包括到云南投资等，有关事项只能看公告。收购方面，一旦时机成熟，将迅速出手。公司在欠发达地区的增长要好于发达地区，广西漓泉和内蒙增长较好，惠泉在金融危机冲击下做到销量、收入和利润增长很不錯了，很满意，因为广东、福建等地啤酒销售好多出现零增长或负增长。

近几年西部地区扩展较快，这些区域大品牌不多。公司目前在云南和四川有产能 3 万吨和 6 万吨。广东地区近几年竞争很厉害，市场容量也很大，但公司市场占有率较低，未来会加大中西部地区投入，也不放弃发达地区的发展，即便是建厂也会搞好前期市场调研。

4. 关于销售模式及推广

公司主要有直销和经销模式，哪个区域适合哪种模式就采用哪种模式，任何市场不会套用另外一个市场的模式，如内蒙和广西完全不同，广西是直销，内蒙是分级经销，有效就是好的。内蒙因为地域狭长，东西部划分区域运作，发展都很好。

5. 关于均价水平、产品结构与创新

行业里有说法：公司的中低端产品比重大，均价不高。青啤卖给分散市场，高端就多一些。公司的市场比较集中，集中打一个市场，中高端比例就显得较低，区域性消费因素导致酒价偏低是一个重要原因，如北京、内蒙等均价就偏低。其实，燕啤均价不包括包装价格，算上包装价格均价会比较高，在行业内属于中等偏上。

最近国内有企业推出 20-30 元/瓶（桶）的所谓高端产品，公司也有这样价位的，燕啤是大品牌，注重品质定位，外地的燕京只卖高档酒；当地子品牌会定位于低端或中低端品牌。

6. 关于竞争优势

公司在很多地区都和雪花、青啤等竞争，策略是次要的，产品是主要的，归结起来，公司优势有三点：一是一直做清爽型啤酒，这是全球消费趋势，清爽型啤酒还没有哪家敢和燕京比，产品优越，风格定位突出；二是燕啤的企业文化。公司对经销商、上下游企业都会追求共赢，不会欠钱，会非常讲信用，不会和经销商过不去，和经销商会追求长期合作，使得经销商对公司和他们的发展有信心，对双方的合作有信心，让他们得到该得的利润，可以说公司的经销商网络很牢固；三是燕京的品牌。公司在品牌的宣传维护等方面是一年比一年投入多。2010 年央视广告投入力度和规模都会比 09 年大。

7. 关于惠泉啤酒

公司将惠泉啤酒定位于东南沿海区域品牌，惠泉也希望使用燕京品牌，但公司一直没有同意，目前有托管。燕啤在理念上不追求面撒开，不撒芝麻粒，那样做没效益，而强调做优势市场。惠泉的销售模式和团队近几年有很大调整，公司认为有效。近几年对惠泉调整了管理团队、压缩了生产线和品种，还退出一些市场，反对任何冒进，以保证持续增长，主要的市场争夺效果体现在把泉州市场夺了回来。以前晋江市场就被雪津控制，经过调整，现在惠泉占领整个泉州啤酒市场 60% 以上份额；下一步争取巩固泉州，再去占领另一个市场。

惠泉不会照搬漓泉模式，但正在吸收好的经验，明天开全公司的会，选派骨干到其他区域挂职，带去成功经验，但各地情况不同，不会照搬，惠泉一直在轮流去广西任职，惠泉的销售会做得更好。惠泉 09 年销售还不错，没下滑，广东、浙江、福建等地金融危机影响较大，零增长或负增长，惠泉总体贯彻了总公司意图。

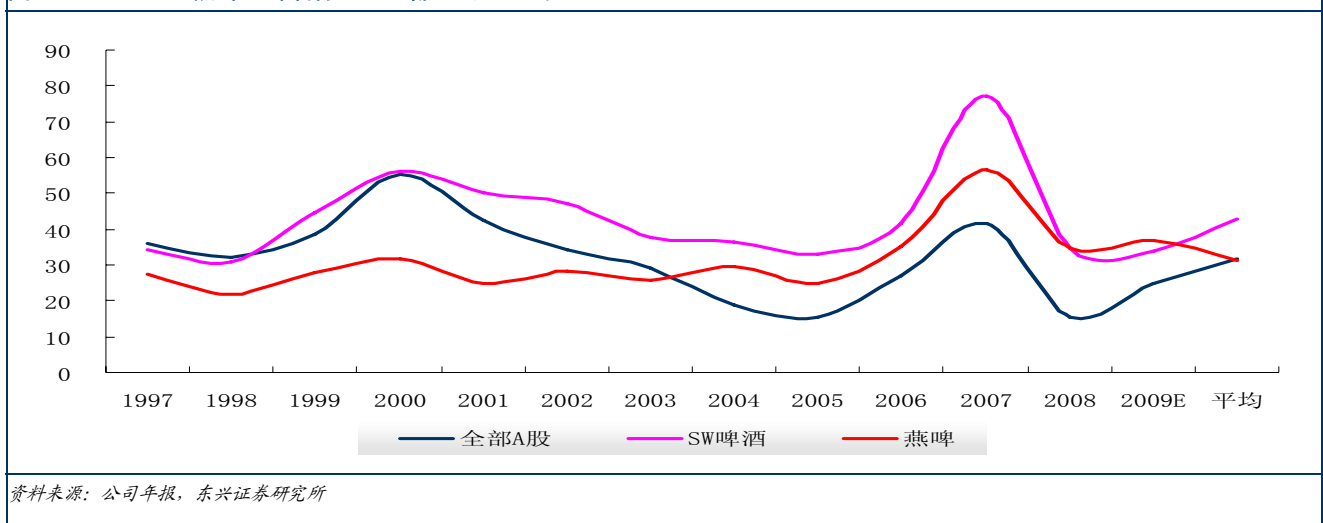
8. 关于 09 年销售和未来目标

09 年公司销量超过 460 万吨，包括托管两家的销量，十二五即到 2015 年计划目标产能 800 万吨。

结论：

1. 继续推荐燕京啤酒主要有以下五大理由：一是本次提价将产生多重利好预期。尽管即将提价的幅度不会很大，但给市场传递出了积极信号：可以提升公司毛利率，改善财务状况，提振业绩；还可以引发市场对公司后续产品、其他区域性品牌，甚至整个行业的提价预期；另外，提价对上游企业构成利好，如具有大麦芽业

务的莫高股份，有望改善大麦芽价格下滑拖累业绩的状况。**二是公司具有很高的产品市场或品牌行业号召力。**公司作为国内啤酒行业排名第三的四大龙头（其他为雪花、青啤和英博）之一，其“1+3”的品牌格局（燕京+惠泉、漓泉、雪鹿）具有很高的品牌知名度、影响力和忠诚度；燕啤作为清爽型啤酒的开拓领先者，具有无比的市场号召力。**三是公司未来的收购兼并步伐有可能加快，带来突发式增长。**公司随时准备出手收购，在目前“北京+广西、内蒙和福建”大框架下，向更多的区域延伸，带来销售、市场和业绩等多方面的加速增长。**四是估值优势明显，有可能摆脱长期以来处于偏低水平的尴尬，享有其应有的估值溢价。**公司1997年上市以来平均PE31倍，接近全部A股32倍，但仅相当于啤酒行业平均43倍的75%，处于较大幅度偏低状态。**五是具有融资融券及股指期货相关预期。**公司是沪深300成分股和深成指样本股，管理层计划在适当时机推出股指期货及融资融券，公司有望成为机构重点关注或持仓品种。

图：1997-2009E 燕啤、啤酒行业和全部 A 股 PE 对比


2. 盈利预测与投资评级：维持本人昨日《“普京”提价引发多种预期 首次增持评级——1月12日媒体报道普通燕啤提价点评》报告对公司2009-2011年业绩预测：净利润平均增速大约30%，EPS约0.50元、0.65元和0.85元；以此推算最新PE为33倍，大幅低于啤酒行业最近12年平均43倍水平，且公司为沪深300成分股及深成指样本股，从业绩支撑和股指期货带来的交易性机会等因素考虑，以2008年和近12年啤酒行业平均35倍和43倍PE测算，公司2010年目标股价位于23元~28元之间，故继续给予“推荐”评级。

对于公司的后续提价等事件，我们仍会继续跟踪，请投资者留意。

表 2 燕京啤酒 2009-2011 年业绩预测表

指标	07A	08A	09E	10E	11E
营业收入(百万元)	7436.22	8246.48	9483.46	10905.97	12541.87
增长率(%)	17.87	10.90	15.00	15.00	15.00
净利润(百万元)	409.66	461.28	608.90	791.56	1029.03
增长率(%)	33.19	12.60	32.00	30.00	30.00
每股收益(元)	0.37	0.42	0.50	0.65	0.85
净资产收益率(%)	7.63	7.42	8.00	8.40	8.82
PE	57	31	37.31	32.75	25.19
PB	4.63	2.31	3.10	3.22	2.93

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

刘家伟

经济学博士，食品饮料行业研究员，消费品行业研究小组负责人，2007年加盟东兴证券研究所。

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，本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师人的研究观点。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。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，研究报告中所引用信息均来自公开资料，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。

本研究报告内容及观点仅供参考，不构成任何投资建议。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。

本研究报告版权仅为东兴证券股份有限公司研究所所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用发布，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。东兴证券股份有限公司保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

行业评级体系

公司投资评级：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

本报告体系采用沪深 300 指数为基准指数。