



审慎扩张 重视整合力

增持(维持)

主要观点:

- 行业发展长期看整合，强者恒强已成趋势
- 相比而言，燕京战略更稳健、发展后劲更足，值得长期关注

内容标题

- **行业进入整合时期，强者愈强、弱者愈弱趋势已形成。**行业集中度近几年已得到极大提高：前三大公司市场占有率已达到 45%以上。从 2010 年上半年经营绩效观察，燕京和青岛公司净利润增长分别达到 25.2%和 29.6%，好于行业平均水平；我们认为未来行业发展趋势对大型公司而言将更有优势。
- **公司战略非常清晰：站住北京大本营、扩展外埠优势市场。**原则上经过 3-4 年市场，达到外埠市场子公司自我造血的能力。从今年上半年各子市场增长情况：北京子市场销量下降约 3 万吨，但市场占有率仍稳定在 85%，6 月之后天气回升，销量出现正增长；新进山西、四川和新疆子市场增速分别达到 35.7%、92.3%和 169.7%；优势市场广西、内蒙和广东销量增长 25%、40.6%和 14.8%。随着 6、7 月份之后广大地区进入销售旺季，预计公司全年销量达 500 万千升。
- **全年成本保持稳定、原材料价格对公司影响不大。**公司上半年毛利率 43.24%，同比增加 3.12 个百分点，主要来自去年低价原材料库存。年初进口啤麦收购价约 200 美元/吨，现在进口啤麦价格约为 300 美元/吨。公司认为，啤麦价格在 200-300 美元/吨区间运行应是较为正常的水平。由于啤麦主产区澳大利亚、加拿大等地区今年啤麦收成较好，原材料供应充足，预计今年价格不会大幅上升。
- **估值及投资建议。**预计公司 2010 年、2011 年每股收益分别达到 0.71 元和 0.82 元，综合考虑公司行业地位、管理能力和估值水平，给予公司“增持”投资评级。

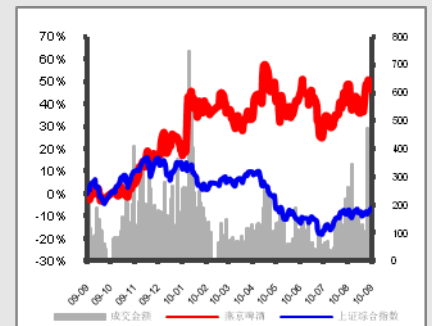
分析师

苏静然

电话：010-88085978

Email: sujingran@hysec.com

市场表现



相关研究

- 燕京啤酒：高增长如何持续？
2010.03.09
- 燕京啤酒：成本锁定、今年业绩无虞
2010.05.17
- 青岛啤酒：整合效应决定长期增长
2010.06.23
- 青岛啤酒：成本利好 结构调整
2010.08.17

经营指标 百万	2007	2008	2009	2010E	2011E
主营业务收入	7436	8246	9490	10439	14822
同比增长率	18%	11%	15%	11%	11%
净利润	410	461	627	854	982
同比增长率	33%	5.6%	36%	35%	15%
每股收益(元)	0.29	0.38	0.52	0.71	0.82

我们于 2010 年 9 月 7 日调研了燕京啤酒公司，就公司发展战略、行业发展方向及成本问题进行了探讨。以下是我们的调研纪要。

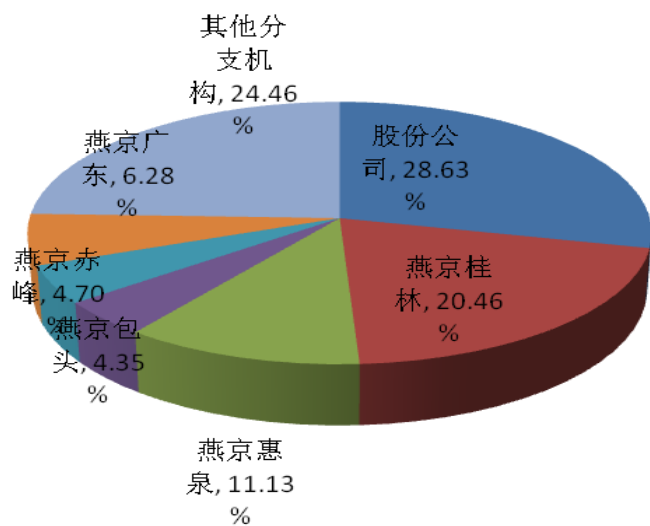
一、行业进入整合时期，强者愈强、弱者愈弱的格局将逐渐强化

目前青岛、华润和燕京三家公司市场占有率已达到 45%以上。从 2010 年上半年经营绩效观察，燕京和青岛公司净利润增长分别达到 25.2%和 29.6%，好于行业平均水平；我们认为未来行业发展趋势对大型公司而言将更有优势；上市公司中青岛和燕京比较，在大本营市场和外埠市场扩张策略上差别较大；综合比较，我们认为燕京更有发展潜力。青岛啤酒扩张模式受彭作义时代影响颇深，虽然最近几年整合效应已较有起色，但集团公司每年仍需向旗下子公司进行输血、贷款等扶持；燕京的模式相对来讲要谨慎一些，对区域市场的渗透也更强调做到一定程度垄断，以获取垄断利润。

二、公司战略非常清晰：站住北京大本营、扩展外埠优势市场

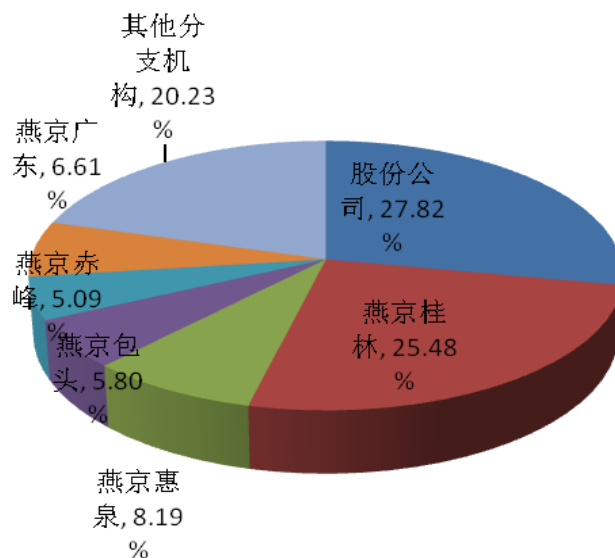
以 2009 年为例，公司本部和广西、福建、广东和内蒙主要子公司分别占到公司销售收入和净利润的 75%和 80%。

图 1：2009 年公司各部分收入贡献



资料来源：宏源证券

图 2：2009 年公司各部分利润贡献



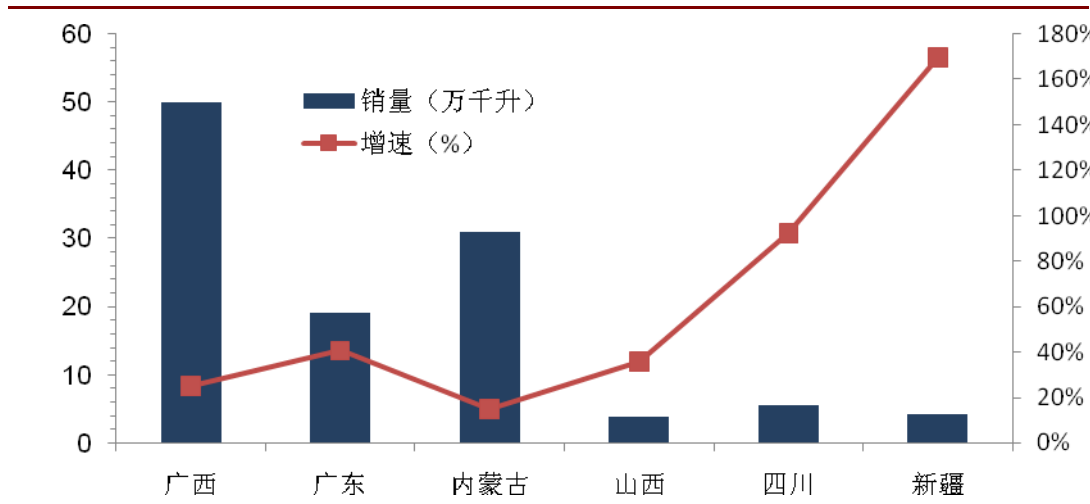
资料来源：宏源证券

公司扩张战略非常稳健，原则上经过 3-4 年市场，达到外埠市场子公司自我造血的能力。为了做到这一点，首先公司会对目标市场做评估，尽量做到与竞争对手市场减少重合，或通过产品结构差异，占领一席之地；其次在新建子公司机制上，公司非常重视发挥管理层和员工积极性。推广漓泉模式、漓泉经验至其他子公司，绩效与收入挂钩，大大调动员工积极性。未来不排除在漓泉试点之后对其他公司管理层实施股权激励计划。今年上半年在北京持续低温、福建、湖南、江西、广西、广东地区持续降雨的影响下，公司相

应开展一些促销活动，整个上半年销量 234 万千升（加上受托经营 246 万千升），销售收入 50 亿元，分别同比增长了 5.13%（行业为 4.8%）和 2.88%。

从今年上半年各子市场增长情况：北京子市场销量下降约 3 万吨，但市场占有率仍稳定在 85%，6 月之后天气回升，销量出现正增长；新进山西、四川和新疆子市场增速分别达到 35.7%、92.3%和 169.7%；优势市场广西、内蒙和广东销量增长 25%、40.6%和 14.8%。随着 6、7 月份之后广大地区进入销售旺季，预计公司全年销量达 500 万千升。

图 3：2010 上半年各主要市场销量及增长



资料来源：公司公告

新建产能：公司在外埠市场新建产能——山西、云南和四川符合公司一贯审慎扩张战略，我们认为成功的概率较大：山西和云南市场属于我国中西部地区，啤酒消费总量和人均消费量都较低。2009 年啤酒市场总销量仅有 60 多万吨。公司进入该市场是看好随着中西部地区经济增长速度加快，人均消费量提升带来的发展机遇。

三、全年成本基本保持稳定，原材料价格对今年影响不大

公司上半年毛利率 43.24%，同比增加 3.12 个百分点，主要来自去年低价原材料库存。年初进口啤麦收购价约 200 美元/吨，现在进口啤麦价格约为 300 美元/吨。公司认为，啤麦价格在 200-300 美元/吨区间运行应是较为正常的水平。由于啤麦主产区澳大利亚、加拿大等地区今年啤麦收成较好，原材料供应充足，预计今年价格不会大幅上升。

四、结论

(1) 微利行业本质不变

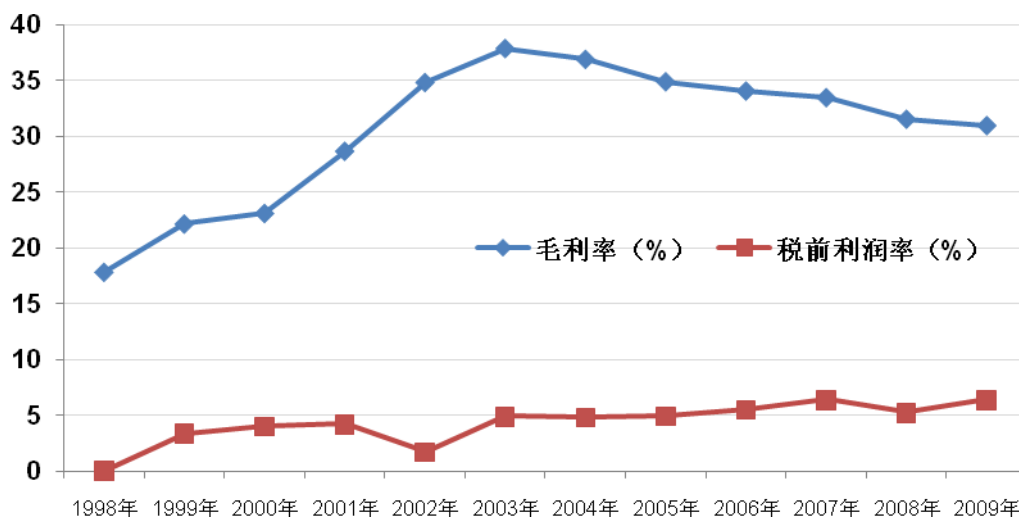
啤酒行业发展至今，产能迅速扩张能力已日益与相对增长较缓的需求形成典型矛盾；同时生产能力迅速扩张使得原材料的价格波动也产生一定程度的限制（但公司认为，原材料对公司影响相应有限，公司可以通过提价等形式转换成本压力）。参考国际经验，未来

企业突围之路主要在于市场集中度进一步向大企业集中。但这一过程还是一个漫长的过程，即使大型企业未来几年仍摆脱不了微利的局面。

(2) 关注行业内大公司整合效应

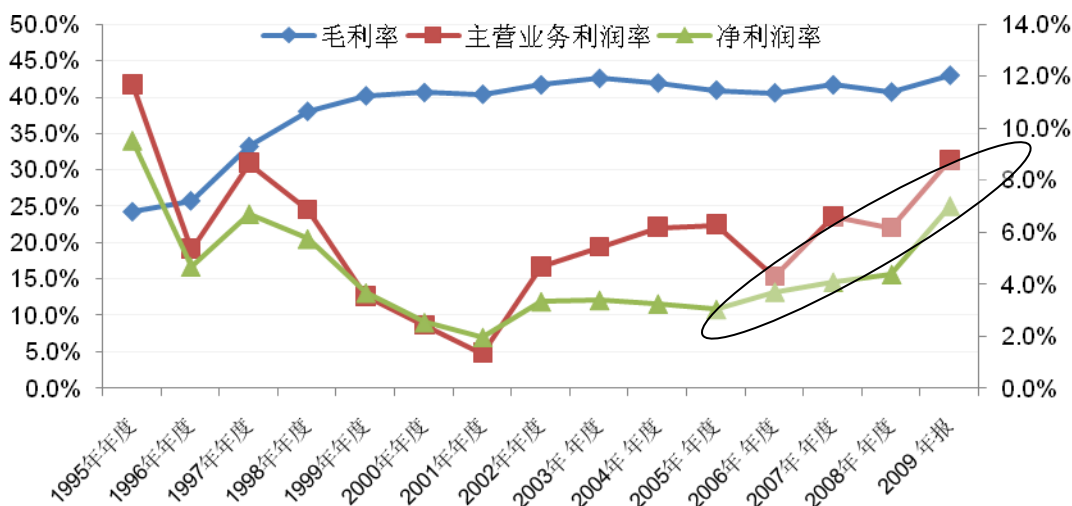
从燕京和青岛啤酒长周期数据观察，2006 年之后大为改善，我们认为整合效应发挥起到至关重要的作用。

图 4：近年来燕京公司利润率稳步上升



资料来源：公司公告

图 5：2006 年之后，青岛啤酒公司整体业绩有较大提升



资料来源：公司公告宏源证券

预计公司 2010 年、2011 年每股收益分别达到 0.71 元和 0.82 元，综合考虑公司行业地位、管理能力和估值水平，给予公司“增持”投资评级。

分析师简介:

苏静然：宏源证券研究所食品饮料行业研究员，中国人民银行研究生部金融学硕士，2008年12月加盟宏源证券研究所。

主要研究覆盖公司：五粮液、泸州老窖、山西汾酒、燕京啤酒、青岛啤酒、张裕 A、

古越龙山、安琪酵母等

宏源证券机构销售团队

华北区域	华东区域	华南区域
李晔 010-88085956 liye@hysec.com	曾利洁 010-88085790 zenglijie@hysec.com	雷增明 010-88085989 leizengming@hysec.com
牟晓凤 010-88085275 muxiaofeng@hysec.com	刘爽 010-88085798 liushuang@hysec.com	

宏源证券评级说明:

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数+20%以上
	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数+5% ~ +20%
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离-5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5%以上
行业投资评级	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数+5%以上
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离-5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5%以上

免责条款:

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果，本公司概不负责。

本公司所隶属机构及关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有，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、刊发，需注明出处为宏源证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。