

燕京啤酒(000729)调研报告

成本费用下降与新市场的快速增长双向推升业绩增长

维持评级

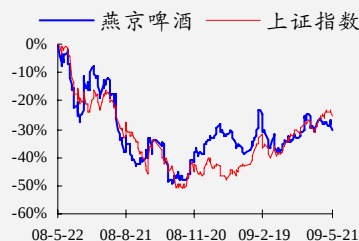
日常消费/饮料

2009 年 5 月 22 日

投资要点:

- 2008 年公司面临异常严峻的经营形势, 不仅雪灾、冰冻、地震等自然灾害以及奥运会产品的销售造成不利影响, 而且原材料上涨使公司背负了较大的成本压力。2008 年公司总体成本费用上升在 9 亿元左右。
- 公司通过产品提价、提高中高档酒的销售占比以及大力改善品牌结构比较好的化解了成本压力。2008 年普通产品平均价格上升幅度达到 10%, 中高档产品销量占比达到 30%, 1+3 品牌产品销量占比达到 90% 左右, 其中燕京啤酒销量达到 174.6 万千升, 占比超过 40%。
- 在经受住 2008 年严峻的市场考验后, 2009 年公司将迎来经营环境的重大转折。我们认为在成本费用全面下降、国内消费能力逐步回升以及天气变化有利于啤酒消费使得公司进入生产经营相对的好时期。
- 目前大麦进口价格下跌 50% 左右, 酒花价格跌幅也在 50% 左右, 同时随着奥运营销的告一段落以及贷款利率的降低, 同比去年增加的 7.5 亿元成本费用而言, 2009 年将有较大的缩减空间。
- 1 季度公司啤酒销量增长 13.51%, 4-5 月份销售继续维持强势, 其中 4 月份公司北京地区的销售额同比增长 20% 以上, 而 5 月份的前 20 天公司本部的产量同比增长更是达到 20% 以上。如果甲型 H1N1 不出现扩散, 公司今年 5-10 月的旺季将同比出现较好的增长, 而啤酒销量也很可能会超出年初制定的 460 万千升的目标。
- 我们提升对公司 2009 年的盈利预测, 预计公司 2009、2010 年的每股收益将分别达到 0.53 元和 0.63 元, 我们继续维持谨慎推荐评级, 目标价位 15 元。

走势图



市场数据 2009-5-21

收盘价:	13.50 元
52 周最高价:	20.04 元
52 周最低价:	9.46 元
平均持仓成本:	13.53 元

基本数据 2009Q1

总股本 (万股):	121,027
流通 A 股 (万股):	48,227
每股收益 (元):	0.02
每股净资产 (元):	5.74
每股经营现金流 (元):	0.37
市净率:	2.35

分析师: 吴雁

TEL: (8621)6336 7000-263

FAX: (8621)6337 3209

Email: wuy@nesc.cn

地址: 上海市延安东路 45 号 20F

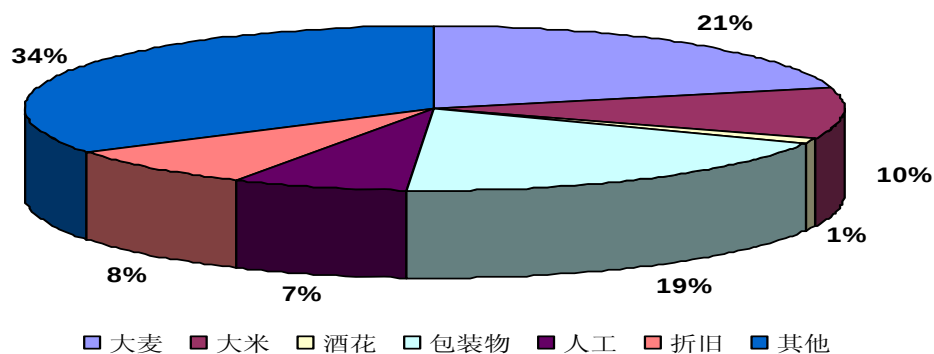
(邮编 200002)

2009 年 5 月 20 日我们参加了公司 2008 年度股东大会，包括董事长李福成先生在内的多位高管人员参加了会议，并与投资者就近期的经营情况进行了交流。

1、08 年公司承受了较大的成本压力

2008 年是公司经营环境比较恶劣的 1 年，雪灾、冰冻、地震等自然灾害以及奥运会都对公司的销售造成不利影响，次贷危机的全球蔓延使啤酒行业的产销量增长从 2007 年的 14.4% 下降到 08 年的 5%。2008 年公司因麦芽、大米、酒花产品涨价促使原材料成本上升 4.5 个亿，奥运营销以及贷款利率上升造成费用上升约 3 亿元，同时人力成本等其他开支也相应有所增加，总体额外成本上升在 9 亿元左右。

图 1：公司生产成本构成比重



数据来源：东北证券金融与产业研究所

2、三大战略调整成功化解成本压力

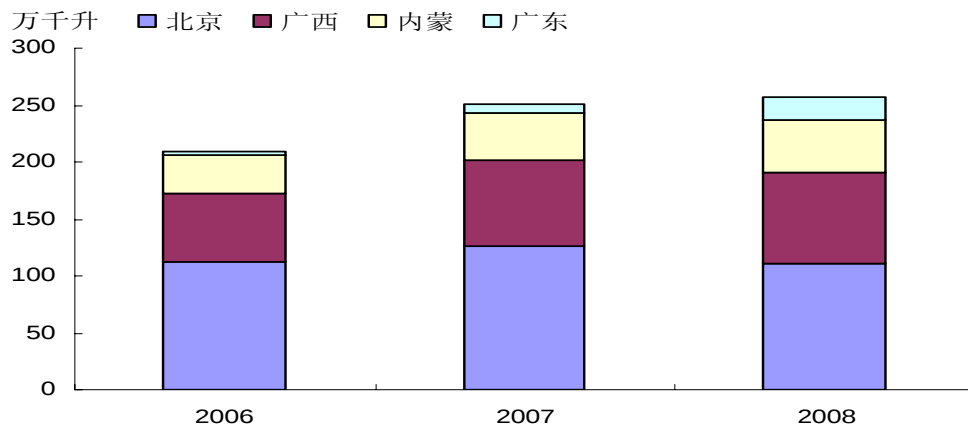
面对严峻的市场情况，公司采取了三个方面的调整措施，在克服成本压力的同时仍然使经营业绩保持较好的增长并使良好的势头在 2009 年继续保持。第一，公司果断进行产品提价，适度提高了普通产品的价格，平均价格上升幅度达到 10%；第二，公司着力提高中高档产品的销售占比，目前公司中高档产品的销量占比达到 30%，1+3 品牌产品销量占比达到 90% 左右；第三，公司加大了品牌结构的调整力度，在缩减弱势品牌销量的同时，提高“燕京”主品牌的销量，2008 年燕京啤酒销量达到 174.6 万千升，占比超过 40%。

通过三项调整措施，公司比较成功地消化了 4.5 亿元的成本上升压力，并进一步提升了燕京的品牌价值和知名度。2008 年末燕京、漓泉、惠泉、雪鹿的品牌价值分别达到 153.86 亿元、32.09 亿元、25.2 亿元和 12.7 亿元。

2008 年虽然北京地区的销量受到影响，但仍保持 85% 左右的市场占有率。同时外埠区域增长不错，总销量达到 311 万千升，同比增长 8.74%，其中广西市场实

现销量 80 万千升；广东市场从 2007 年的 8.7 万千升提高到 20 万千升；内蒙市场销量 46 万千升，同比增长 9.52%。

图 2：公司近 3 年部分销售区域销量增长变化



数据来源：东北证券金融与产业研究所

3、09 年将迎来啤酒生产的“好光景”

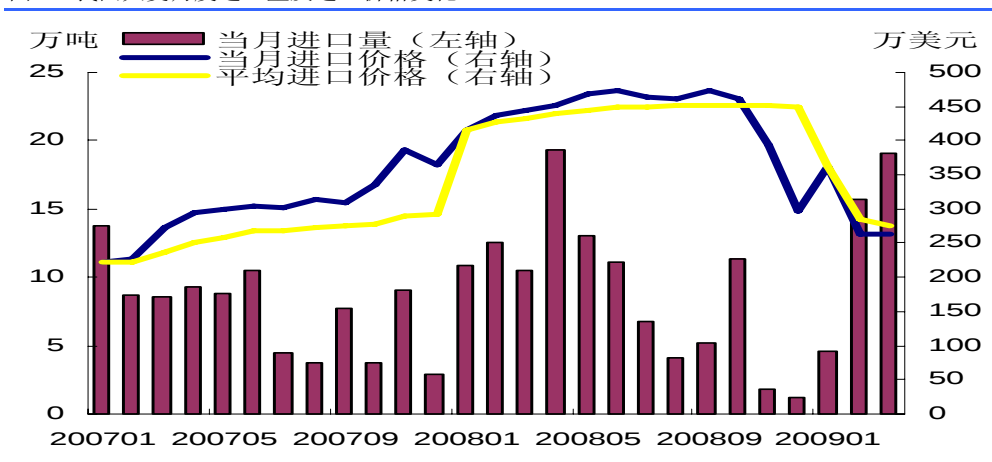
在经受住 2008 年严峻的市场考验后，2009 年公司甚至行业将迎来经营环境的重大转折。我们认为在成本费用全面下降、国内消费能力逐步回升以及天气变化向着有利于啤酒消费的转变使得公司进入生产经营相对的好时期。

3.1 原材料成本以及期间费用全面下降

国际油价的大幅回落带动国际商品价格也同步下跌，国际大麦价格从最高的 500 美金已经跌到目前的 250 美金左右，跌幅过半。针对行情的变化，公司果断地改变原先提前采购的策略，停止进口采购大约有半年多，最近公司签订了 3 万吨进口大麦的价格在 215 美金。同时国产大麦最高时价格在 3200 元以上，但目前已经跌到 2500 元，跌幅超过 20%，而酒花的价格也从最高的 8-9 万元/吨回落到 4 万元左右。由此可见，2009 年公司的原材料成本将呈现明显的下降态势，考虑到公司采用加权平均法进行成本核算，2、3 季度平均成本将表现为逐季下降，而主营毛利率业将表现为逐季提高。2009 年 1 季度公司毛利率同比提升 1.6 个百分点。

同时，随着奥运营销的结束以及国内存贷款利率的下调，09 年公司的期间费用也将有所下降。2008 年公司的奥运广告以及财务费用增加 3 亿元，而今年奥运赞助已成过去，流动资金成本已经降至 4.3% 左右，这两项费用预计将较 2008 年有不小的缩减空间。

图 3：我国大麦月度进口量及进口价格变化



数据来源：农业部网站，东北证券金融与产业研究所

3.2 销售势头良好，销量恢复到两位数增长

随着次贷危机的阴霾逐渐散去，国内啤酒行业的产销量在 2009 年出现回升态势。1 季度公司实现啤酒销量 89 万千升（含受托），同比增长达到 13.51%，增速重新回到两位数。从我们了解的情况看，4、5 月份则继续维持了销售的良好势头，其中 4 月份公司北京地区的销售额同比增长 20% 以上，一扫前 3 个月的相对颓势，而 5 月份的前 20 天公司本部的产量同比增长更是达到 20% 以上。我们应该看到今年全国普遍入夏较早，过早的炎热天气增加了对啤酒的需求量。公司表示，如果未来甲型 H1N1 不出现扩散的话，今年 5-10 月份的销售旺季将会好于去年。考虑到目前的产销状况，我们预计 2009 年公司的啤酒销量很可能会超出年初制定的 460 万千升的目标。

3.3 有效的激励机制成为业绩提升的推动力

公司致力于对完善对人力资本的奖惩制度，通过合理的激励机制提升公司的经营效率。今年将漓泉公司为试点，对重点骨干人员进行了股权激励，这项工作已经基本完成，并取得了很好的效果。2009 年漓泉公司计划啤酒销量 90 万千升，实现净利润 3.3 亿元。同时惠泉公司成功实现了三年股改承诺，也将落实奖励和激励计划。而公司也会将激励政策在其他重点分子公司进行推广。

广东市场是公司今年的看点，2007 年广东市场销售仅 8.7 万千升，而 2008 年销量大幅提升到 20 万千升，新的销售团队取得了明显的效果。2009 年广东市场计划完成销量 29 万千升，争取 30 万千升。1-4 月份广东公司已经盈利 1000 多万元，与去年全年基本持平。

4、啤酒行业仍有很大的发展空间，降价可能性较低

公司表示，中国的啤酒行业未来还有很大的发展空间。目前中国人均年啤酒消费量在 27-28 千升，而欧共体人均年消费量要在 80 千升以上。巨大的差距主要来自于我国农村消费能力的相对不足。目前我国广大农村的消费力还没有起来，中西部与东部沿海地区仍有很大的差距，消费潜力巨大。农村将成为啤酒长期的潜在市场。另一方面，中国啤酒价格普遍偏低，大型啤酒集团的效益正在逐步显现，啤酒价格的提升将是未来提升效益的重要途径，中国啤酒业未来势必将向美国、日本等寡头垄断的模式发展。

公司表示，啤酒降价在短期内不太可能出现。我们认为未来中国大众消费品企业对于产品品质、品牌的追求将远远超过对于价格的简单粗放式竞争，啤酒行业也不例外，企业将更加注重自身品牌的建设、产品创新，通过不断的提升产品品质，改善口感、提升产品结构，走一条持续内生性增长道路。

5、业绩预测。

我们提升对公司 2009 年的盈利预测，预计公司 2009、2010 年的每股收益将分别达到 0.53 元和 0.63 元，我们继续维持谨慎推荐评级，目标价位 15 元。

投资评级说明:

行业投资评级分为: 优于大势、同步大势、落后大势。

优于大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益超越市场平均收益;

同步大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益与市场平均收益基本持平;

落后大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益落后于市场平均收益。

公司投资评级分为: 推荐、谨慎推荐、中性、回避。

推 荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 15%以上;

谨慎推荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 5—15%;

中 性: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益在市场平均收益 $\pm 5\%$ 之间;

回 避: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益低于市场平均收益 5%以上。

郑重声明:

本报告中的信息均来源于公开数据, 东北证券股份有限公司(以下简称我公司)对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归我公司所有。

东北证券股份有限公司金融与产业研究所

地址: 上海市延安东路 45 号工商联大厦 20 层(邮编 200002)

电话: (8621) 6336 7000

传真: (8621) 6337 3209