

饮料制造

2009 年 9 月 21 日

燕京啤酒(000729)

当前股价: 15.13

目标价: 19.12

行业龙头 增势良好 估值偏低

投资要点:

- 1、公司 2009 年销量增速明显超越行业增速。今年上半年公司在北京地区啤酒销量同比增长 6.9%，进入二季度以来，四、五月份单月销量增长达到 20%左右，六月份以来更是出现了明显的供不应求。统计数据显示，8 月份北京地区啤酒产量同比增长 25.83%，而行业当月增速仅为 5.59%。由于国庆安保措施与奥运期间不同，对百姓日常生活影响较小，预计将不影响啤酒消费。
- 2、公司自上市以来，通过扩产和收购相结合的方式，销量持续增长，带动市场占有率从 1998 年的 3.59%，上升到 2008 年的 11.4%。进入 2009 年以来，除了公司原有占有率较高的北京、广西、福建、内蒙等地区持续较快增长以外，公司在广东、湖南以及河北等地也实现了快速增长。
- 3、公司吨啤酒消耗大麦在 90-100 公斤左右。7 月份进口大麦价格在 216 美元/吨左右，比 2008 年高点下降了 58%，比 2009 年 1 月份下降了 40%。由于上半年公司还在继续消化部分高价大麦，下半年公司使用大麦成本将较上半年有明显回落。
- 4、公司高新技术企业认定正在备案，所得税率将变更为 15%，具体受益时间估计将从 2009 年 7 月算起，对提升公司业绩有一定帮助。
- 5、我们初步预测公司 2009 年-2011 年每股收益分别为 0.6 元/股、0.73 元/股和 0.89 元/股。用 DCF 估值，公司目标价格为 19.12 元，维持推荐评级。

研究员: 张芸

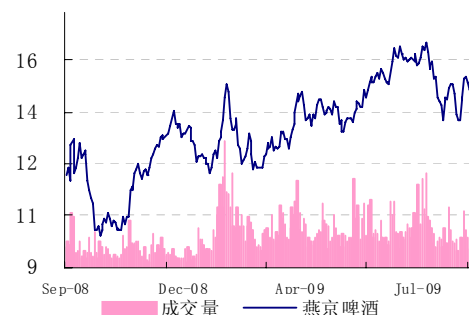
电 话: 025-8445777-244

E-mail: zylt4463@sina.com

地 址: 南京市, 中山东路 90 号

投资评级: 推荐

股价走势图



相关研究

- 《燕京啤酒跟踪调研报告》2007.11
- 《2006 年燕京啤酒调研快报》2006.7
- 《2005 年燕京啤酒跟踪调研报告》2005.4
- 《2007 年燕京啤酒跟踪调研报告》2007.11
- 《2007 年燕京啤酒年报点评》2008.3
- 《2008 年燕京啤酒半年报点评》2008.8.
- 《2008 年燕京啤酒跟踪调研报告》2008.9
- 《2008 年燕京啤酒年报点评》2009.4.

公司基本资料

总股本(万)	121026.70
流通 A 股(万)	48226.61
52 周内股价区间(元)	9.46-16.5
总市值(亿)	181.18
总资产(亿)	116.17
每股净资产(元)	5.72

主要经营指标预测

	2008A	2009E	2010E	2011E
主营业务收入(亿元)	82.46	95.54	107.16	120.06
+/-%	10.90	15.9	12.2	12.0
净利润(亿元)	4.61	7.3	8.89	10.77
+/-%	12.60	58.3	21.7	21.2
EPS(元)	0.38	0.6	0.73	0.89
P/E	39.28	25.22	20.73	17

一、红红火火的 2009 年

1、北京地区旺季持续热销

北京是公司的传统优势市场，公司在该市场的占有率近年来一直保持在85%以上。今年上半年公司在北京地区啤酒销量同比增长6.9%，进入二季度以来，四、五月份单月销量增长达到20%左右，六月份以来更是出现了明显的供不应求。在这种情况下，公司紧急进行技术改造，增加了一条生产线，才得以缓解供应严重不足的状况。

由于北京地区啤酒产能以燕京占比为大，通过地区产量统计数据可以在一定程度上反映出公司北京地区的销售情况。统计数据显示，7月份北京地区单月产量增长14.2%，8月份增长25.83%。而公司由于在该地区的美誉度，和长期深度分销的维护，预计其增长幅度超越地区产量增长幅度。这说明即使是成熟市场，仍然有潜力可挖掘。

2、国庆节安保预期对北京啤酒消费影响基本无负面影响

2008 年奥运会期间，由于外来流动人口和餐饮行业进行控制，对地区啤酒消费有明显负面影响。而今年国庆采取的措施与奥运安保有差别，没有对外来流动人口和餐饮行业进行控制，所以 09 年国庆的安保虽然级别高，但对老百姓日常生活基本没有影响，所以预期对啤酒消费基本没有负面影响。

3、其他重点区域均保持良好增速

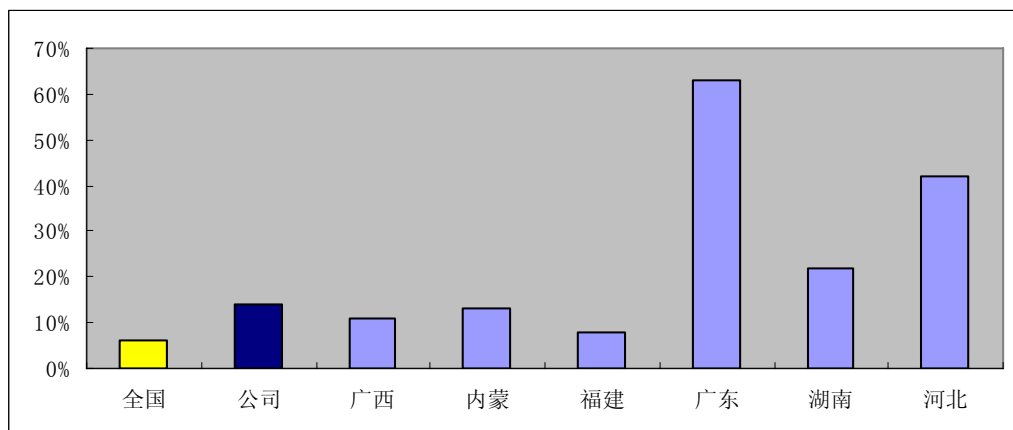
上半年，公司在广西市场销售40 万千升；内蒙市场销售27 万千升；福建市场销售26 万千升；广东市场销售14 万千升；通过图表1可以看出公司在重点区域市场的销售均保持了良好的增速。预计公司在三季度仍能保持该增速。

在重点市场中，公司在广西市场的地位与公司在北京市场的地位相当，市场占有率都达到了 85%以上。广西漓泉啤酒通过导入“深度分销”和“深度协销”管理模式，形成了直供终端的比较优势，在湖南和贵州、云南等地区也有比较高的市场知名度，辐射效应日渐显现。

福建市场通过不断调整，将工作重心放在省内市场，经营形势明显好于前几年。公司通过打造根据地，在泉州市场占据主导地位，市场份额上升到了 60%左右。

图表 1 公司 2009 年重点区域销售情况图

单位：%



资料来源：公司中报。

3、产品结构调整成效显著

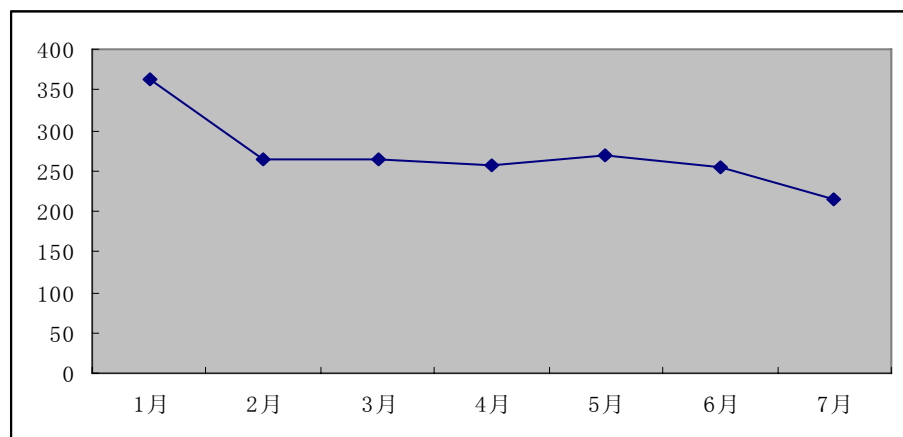
公司产品结构调整成效显著。今年上半年，“燕京”牌啤酒销量139 万千升，同比增长22%，占总销量的59.4%。其中公司外埠企业生产的“燕京”牌啤酒约有70多万千升，较2008年上半年同比增长37%左右。“燕京”品牌的主导地位越来越突出。

在燕京主品牌拓展的同时，三大区域性品牌啤酒销量较上年度也有进一步增长。整个1-6 月公司的“燕京”、“惠泉”、“漓泉”和“雪鹿”四大品牌产量合计211 万千升，同比增长 17%，占啤酒总销量的90.17%，

4、成本回落效果渐显现

图表 2 2009 年进口大麦价格走势

单位：美元/吨



资料来源：国研网和华泰证券研究所

公司吨啤酒消耗大麦在 90-100 公斤左右。7 月份进口大麦价格在 216 美元/吨左右，比 2008 年高点下降了 58%，比 2009 年 1 月份下降了 40%。由于上半年，公司还在继续消化部分高价大麦，下半年公司使用大麦成本将较上半年有明显回落。如按 2009 年下半年销量 250 万千升计算，初步估计公司可降低成本 1.6 亿元左右。

为应对原材料价格的大幅变化，公司改变了原材料的采购措施，以前是提前进行大量的采购。而今年将采购活动延后。目前国际啤酒大麦价格和国内啤酒大麦价格已基本回落到合理价格区间，有利于公司控制全年的成本和来年的啤酒大麦成本。除了大麦价格回落以外，2009 年能源价格也有所回落。

二、扩张有道

1、市场占有率持续上升

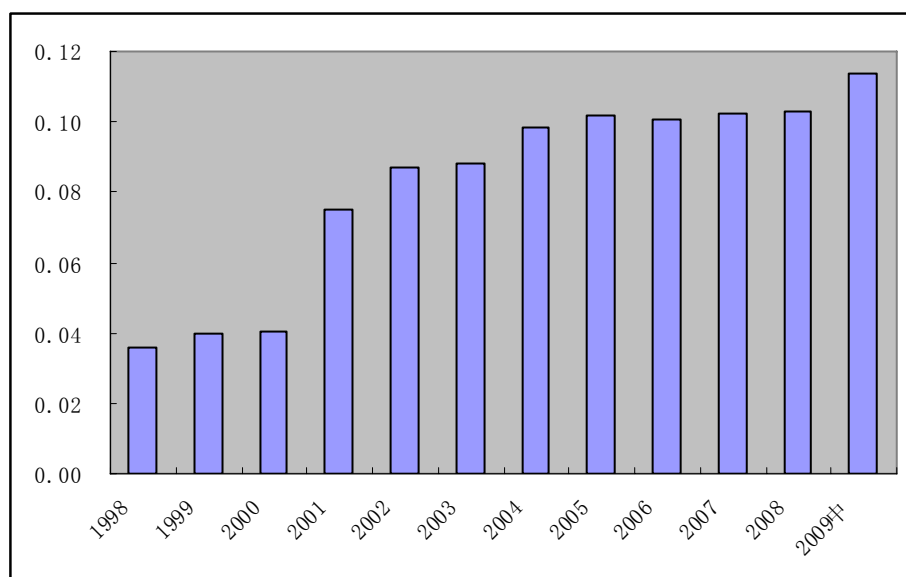
公司自上市以来，通过内生扩张和外生收购相结合的方式，公司产量和销量持续增长，带动公司市场占有率从 1998 年的 3.59%，上升到 2008 年的 11.4%。

公司 2006 年-2008 年销量增速高于行业 2 个百分点，2009 年上半年销量增速高于行业近 8 个百分点。

8 月份行业当月产量增速为 5.59%，公司主销地区如北京、内蒙和广西地区 8 月份产量增速均明显高于行业增速。

图表 3 公司市场占有率变化趋势

单位：%



资料来源：华泰证券研究所。

2、聚焦策略成效显著

公司现有产能 550 万千升，其中北京地区产能约 120 万千升，广西产能约 120 万千升，福建产能约 60 万千升，内蒙产能约 60 万千升，湖北产能约 40 万千升、湖南产能近 30 万千升、广东产能 20 多万千升、浙江产能约 30 万千升。公司在四川、山西、河北等地区也有一定的产能。

公司通过聚焦策略，重点打造五大优势区域，除了传统优势区域北京以外，公司在广西、福建、内蒙和湖北市场也取得了很好的表现。其中，广西漓泉 2003 年销售收入 67032 万元，净利润 7692 万元；到 2008 年公司销售收入 173869 万元，净利润为 25188 万元，市场占有率也从 30% 拉升到 85%。目前，广西漓泉啤酒桂林公司产能 80 万吨，玉林产能 40 万吨，实现了跨越式发展。

公司在内蒙市场也有超过 70% 的占有率，其中包头雪鹿在 8 年时间里产量增长了 10 倍，达到了 50 万千升，雪鹿处于呼和浩特、鄂尔多斯、包头金三角的中心，地理位置优越，公司充分利用区域优势，实现了在三城市的高占有率，2008 年销售收入为 42871 万元，净利润为 5765 万元。

公司在福建市场占有率为 40% 左右，并且有继续上升的态势；公司在湖北市场占有率超过 30%。公司在五大重点市场产能和市场占有率优势带来了较强市场控制能力和良好盈利，为公司的持续发展奠定了坚实的基础。

3、新增长点渐渐显露

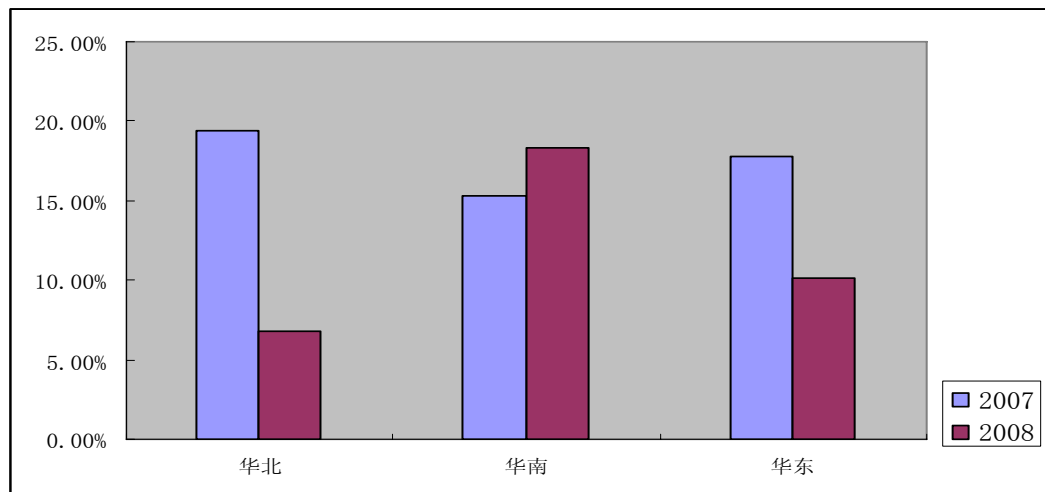
除了原有五大重点市场以外，公司在其他地区的销售也呈现出较好的增长势头。如 2008 年公司广东地区啤酒销量突破 20 万千升，增长 150%；2009 年上半年销量突破 14 万千升，同比增速超过 60%。公司在湖南地区的销售也有较好表现，公司通过实施“9+1”大本营战略，在衡阳当地的市场占有率已经达到了 95% 左右，公司开始面向长沙、永州、邵阳寻求突破。

除此以外，公司在山东地区托管的企业已于 2008 年实现盈利，公司在浙江、河北等地都有较快的增长。

目前，公司通过管理团队和管理职责的调整和划分，加强新疆厂和沈阳厂等地区的销售。

图表 4 公司各销售区域近年销售增长情况

单位：%



资料来源：公司公告。

4、科学管理 节能降耗

公司在内部管理方面通过工艺调整和技术改造，降低成本提升盈利能力。2009 年上半年与去年同期比较，万元产值能耗下降 10 公斤，千斤酒耗电同比下降 1.906 千瓦，公司成为北京市首批循环经济试点企业。

三、公司 SWOT 分析

1、公司优势分析：

公司的前身是1980年成立的北京燕京啤酒厂，通过28年时间的发展，公司成为国内第三大啤酒企业。

回顾公司的发展历程，通过并购，公司首先实现了对北京市场的控制。其后，公司开始走上外埠扩张之路：

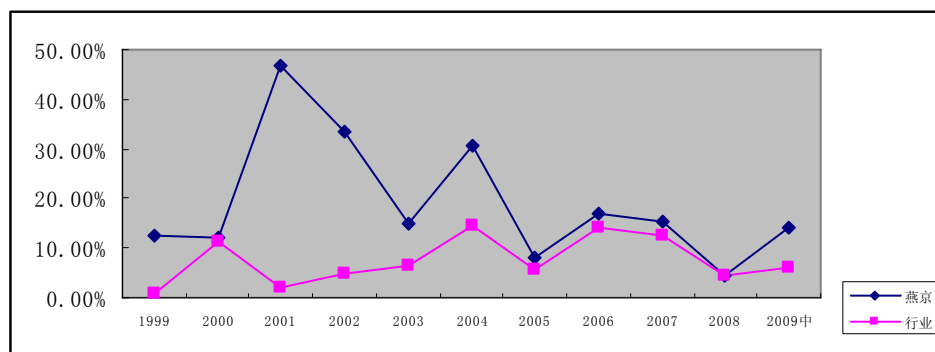
一是，采用聚焦策略，并购区域强势品牌，实现了有效市场占有率的提升，同时通过精细管理和积极创新相结合的方式，促进地区强势品牌在当地市场的占有率不断提高，并对周边地区形成一定辐射作用；

二是，采用错位竞争策略，寻找相对空白市场，如公司在四川新建产能的时候就选择了南充这个华润、青啤未进入的区域，避开与他们进行正面冲突，较快抢占空白市场；

三是，采用升级策略，通过产品结构的调整和品牌结构的调整，提升产品价格，扩大销售和盈利，公司燕京主品牌的销量2004年为127万千升，而2009年仅上半年就实现销量139万千升。同时，公司通过不断推出新产品如冰纯、无醇、超干低热值啤酒等，提高公司产品在新型消费点上的市场渗透度和市场占有率。

图表5 公司销量增速与行业比较

单位：%



资料来源：公司公告和华泰证券研究所

在近10年的发展过程中，公司保持了销量增速高于行业销量增速的发展速度。同时，公司销售净利润率一直高于行业水平，2009年中期为7.65%，略高于同期青岛啤酒的销售净利润率。

目前，公司结合行业竞争特点和自身发展特点，提出了“六个创新”和“四个做强”的指导思想。“六个创新”即观念创新、机制创新、管理创新、科技创新、产品创新和市场创新。

“四个做强”即把工艺技术装备水平做强，达到世界一流，使产品长期具备市场竞争力，目前公司拥有发明专利14项，实用的新型专利3项；把品牌做强，使燕京成为全国性的知名品牌，最终成为世界性的知名品牌；把市场网络做强，牢牢巩固北京市场，不断扩大华北市场，把在全国培育的五大优势竞争区域发展为八大优势竞争区域；把经济实力做强，不断提升企业的竞争能力。

2、公司劣势分析：

作为一个发展历程不足30年的品牌，公司品牌价值尽管每年都以较快的速度增长，2008年，公司品牌总价值为223.85亿元，其中“燕京”品牌价值达到153.86亿元，“漓泉”品牌价值32.09亿元，“惠泉”品牌价值25.20亿元，“雪鹿”品牌价值12.70亿元。

但“燕京”作为全国性品牌的拉力仍有待加强，特别是基于无形价值的品牌拉力，需要通过多元营销组合，不断深化和强化。

3、公司机遇分析：

尽管，我国是世界第一大啤酒生产国，2008年产量达到了4103万千。我国人均啤酒消费量为27.35升/年，世界人均啤酒销量约为31升/年，其中欧美国家年均消费量约为79升/年。

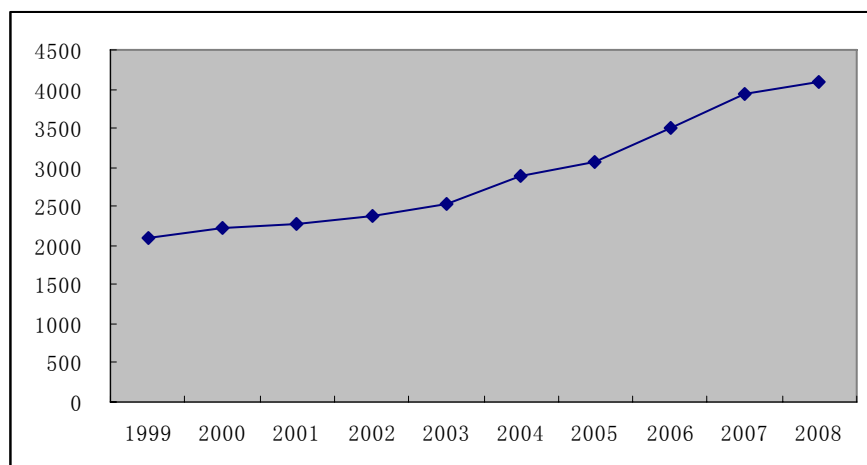
从国家统计年鉴可以看出，在我国城镇居民家庭中，高收入家庭人均啤酒消费量是低收入家庭人均啤酒消费量的2倍。可见随着收入水平的提高，我们啤酒消费总量有望持续增长。

我国餐饮业收入自1999年以来，年均增速高于16%，2008年我国餐饮收入增速达到了24.71%，2009年1-7月份餐饮收入增速达到18%。随着人均收入水平的提高

和社会交往的不断活跃，我国啤酒消费总量有望继续增长

图表 6 我国啤酒产量变化图

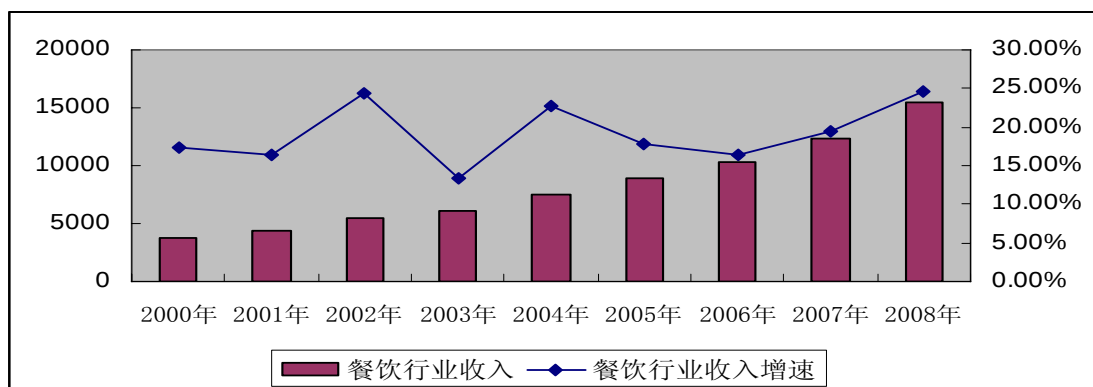
单位：万吨



资料来源：华泰证券研究所。

图表 7 1999 年-2008 年我国餐饮销售收入变化趋势

单位：亿元/年



资料来源：聚源数据库和华泰证券研究所

公司发展的另一个机遇是行业集中度仍处于不断提升的过程中。啤酒行业企业数量从上世纪 90 年代的近 1000 家，下降到 2008 年的近 600 家；前 3 大啤酒企业的市场份额从 2000 年的不足 25%，提升到 2008 年的 41.18%。而美国、日本、法国等国家啤酒行业前三强的市场占有率均达到 80%，预示我国啤酒行业集中度有继续上升的可能，随着市场集中度的提高，企业市场竞争费用将有所下降，销售利润总额率有望继续提高。

4、公司挑战分析

一是，国内啤酒行业竞争仍然十分激烈，不仅国内企业之间竞争，而且国内竞争国际化的现象已经十分明显。

二是，随着国内并购活动的不断增加，具有一定区位优势并购对象的并购成本将越来越高，如英博并购雪津的市净率达到了 10 倍以上。

三是，严查酒后驾车，对酒类的消费有一定影响，但该影响相对较小，因为一方面啤酒在夏季有部分饮料的功能，家庭消费占比相对高些；二是，真正酒后驾车的人毕竟是少数，喝酒的人可以选择打车等其他方式。

四、公司盈利预测和估值：

1、盈利预测：

基本假设：预计公司 2009 年、2010 年和 2011 年啤酒销量 462 万吨、508 万吨、558 万吨；2009 年吨酒收入为 2068 元/吨，成本为 1220 元/吨，2010 年和 2011 年吨酒收入分别增长 2%，吨酒成本分别增长 1%。2009 年费用率保持不变，2010 年和 2011 年略有下降。2009 年-2011 年实际所得税率为 21%、18%、18%。

图表 8 公司盈利预测

单位：百万

会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	8246	9554	10716	12006
营业成本	5221	5636	6229	6910
营业税金及附加	978	1133	1271	1424
营业费用	831	969	1039	1153
管理费用	608	706	768	861
财务费用	127	119	115	93
投资净收益	31	0	0	0
营业利润	493	991	1293	1565
营业外收入	166	123	0	0
营业外支出	18	0	0	0
利润总额	642	1114	1293	1565
所得税	101	234	233	282
净利润	541	880	1060	1283
少数股东损益	80	150	172	206
归属母公司净利润	461	730	889	1077

资料来源：公司公告和华泰证券研究所

我们初步预测公司 2009 年-2011 年每股收益分别为 0.6 元/股、0.73 元/股和 0.89 元/股。

2、公司估值

图表 9 公司可比同业公司一览表

单位：元/股

	收盘价		每股收益		每股净资产		PE		PB
证券简称	9 月 18 日	2008 年	2009 年	2010 年	2008 年	2008 年	2009 年	2010 年	2008 年
燕京啤酒	15.13	0.38	0.60	0.73	5.72	39.70	25.22	20.73	2.64
重庆啤酒	21.62	0.34	0.40	0.48	2.21	63.95	53.98	44.60	9.79
惠泉啤酒	7.74	0.27	0.35	0.43	4.20	28.31	21.86	18.01	1.84
青岛啤酒	29.88	0.53	0.89	1.10	4.65	55.88	33.57	27.16	6.43

资料来源：WIND 系统，青岛啤酒和燕京啤酒每股收益为华泰证券预测值，重庆啤酒和惠泉啤酒每股收益预测值来 WIND。

运用相对估值法，公司可比公司主要有重庆啤酒、青岛啤酒和惠泉啤酒，其中重庆啤酒由于有疫苗概念，历史估值一直较高。而惠泉啤酒是公司子公司。因而最具可比性的是青岛啤酒，目前青岛啤酒 2009 年动态 PE 为 33.57 倍，公司为 25.22 倍；青岛啤酒市净率为 6.43 倍，公司为 2.64 倍，公司估值偏低。

运用绝对估值法，通过 DCF 模型，在 WACC 为 7.98%，永续增长率为 2% 的情况下，得到公司估值为 19.12 元，维持推荐评级。

附表：

资产负债表		单位:百万元		
会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
流动资产	4037	4443	5601	6985
非流动资产	7580	7982	7896	7764
资产总计	11617	12425	13498	14749
流动负债	3438	3347	3458	3583
非流动负债	90	290	490	690
负债合计	3528	3637	3948	4273
少数股东权益	1166	1316	1488	1694
归属母公司股东权益	6923	7472	8062	8781
负债和股东权益	11617	12425	13498	14749

现金流量表		单位:百万元		
会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
经营活动现金流	993	1407	1606	1884
投资活动现金流	-1613	-1050	-616	-615
筹资活动现金流	306	-304	-241	-263
现金净增加额	-314	53	748	1005

华泰证券上市公司投资价值等级评判标准

-报告发布日后的 6 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

-投资建议的评级标准

买入：相对强于市场表现15%以上；

推荐：相对强于市场表现5%~15%；

观望：市场表现在-5%~+5%之间波动；

卖出：相对弱于市场表现5%以下。

免责声明：

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的正确性和完整性不作保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成证券买卖的出价或征价。我公司及其所属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，还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务。本报告的版权仅为我公司所有，未经书面许可任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。