

“普京”提价见效 区域增长或超好

——燕京啤酒（000729）22 日投资者交流会快报

2010 年 3 月 23 日

强烈推荐/维持

燕京啤酒

调研快报

食品饮料行业分析师

刘家伟 010-66507309 Email: liujw@dxzq.net.cn; MSN: ynynljw999@hotmail.com ; 执业证书编号: S148020712000046

王昕 010-66507312 Email: wangxin@dxzq.net.cn MSN: wangxin200810@hotmail.com

事件:

公司 3 月 22 日在京举行了大型投资者交流会, 有关负责人就公司经营现状与战略等作了介绍和释疑。

内容:

1. “普京”涨价效果不错 可从五个层面加以理解

公司 2010 年 1 月 14 日公告: 1 月 20 日起对在北京地区销售的 10 度清爽型啤酒净酒水出厂价格向上调价幅度为 10% 左右, 该产品占 09 年度啤酒总销量 12% 左右, 预计不会对经营业绩产生重大影响。公司认为, 截至目前提价效果不错, 一个主要的依据是一季度啤酒销量不降反增。对此, 可以从几个角度去认识和理解: 其一, 相比较而言, 全用矿泉水酿造的啤酒每瓶只卖 2 块多钱, 还不如一瓶矿泉水的价格, 说明过去啤酒定价明显偏低; 其二, 公司淡季提价, 是想给大家一个 (消化的) 时间, 事实证明这一考虑是周全的; 其三, 提价比例不大, 只有 10% 多一点, 消费者容易接受; 其四, 公司提价实际上是滞后于老百姓预期的, 不少百姓心目中的啤酒价格早就应该提了; 其五, 成本推动是硬性的, 原材料涨价是主因, 近期煤、大米、劳动力、酒花等都有涨价。

从我们所掌握的情况看, 公司本次提价的确取得良好效果: 一是北京市场玻璃瓶装 10° 清爽型燕啤售价普遍执行公司新定价, 超市、零售店等上浮 0.30~0.5 元/瓶不等; 二是宣布提价后公司销量不但没有下滑反而有所增长, 预计同比增加了 10 万吨左右, 这主要得益于公司在北京市场有较高的市场份额或控制力等因素, 也说明了“谁掌控市场谁就有价格话语权”的道理; 三是消费者事实上对一瓶啤酒提价 0.5 元左右的反映不敏感, 达到了企业向下游转移或消化原材料成本涨价负担的效果, 这是终端市场成熟的标志, 也是公司策略成功的一个例子——淡季小幅提价, 给消费者消化的时间, 从而赢得消费者的理解和支持。

2. 预期原材料波动不大 公司净利润真实可靠

公司判断, 未来一段时间公司的原材料价格变动不大, 已决定抓紧时间尽量多储备原材料。主要考虑以下因素: 一是由于公司签有长期合同, 无论是进口的澳洲、加拿大大麦还是国内大麦, 价格变动的幅度应该不会很大。目前进口大麦 220 美元/吨 (到岸价) 左右, 还有 218 美元/吨的, 如此低的价格连海关都以为是避税价格, 国内大麦基本稳定在 1600-17000 元/吨一带。这样的价格水平有利于稳定公司的成本和国内外大麦种植者的积极性; 二是国家对粮食生产比较重视, 大米价格也难以大幅波动; 三是公司的吨酒消耗包括吨酒耗粮、耗水和耗煤几乎是行业最低的, 环保压力不大。

据了解, 公司成本构成大致是: 大麦占 20%、大米占 10%, 人工制造费用占 20%-25% 以及包装物等, 公司的净利润完全是啤酒主业产生的, 也是真实可靠的。

我们认为，公司进口原材料主要是大麦，国外有多年的种植经验和较为稳定的供给量，价格小幅波动难免，大幅波动会比较少；国内大麦主要来自西部，原材料企业的价格话语权相对较少，价格变动也会不太明显；粮食类价格由于国家宏观调控供求矛盾也不会十分突出从而波动不会很大；劳动力以及电力等成本也会因为劳资关系和国家政策等因素而渐进式变动。所以，不仅是公司，就是整个啤酒行业的原材料成本在未来两年内也难以大幅波动。而成本是影响啤酒企业利润的最大因素，一旦成本能够基本锁定，利润随着销量的增长而增长就是不争的事实。

3. 清爽型啤酒成为公司独特技术优势而领先业内 未来五年致力于做成知名国际品牌

清爽型啤酒是国内啤酒消费潮流，杀口力较强，清爽型淡爽化也是一个潮流。燕京是中国清爽型啤酒的领导者，竞争者还难以企及。像广东等都是典型的清爽型市场。从工艺角度看，清爽啤酒露天大罐发酵、电子计算机控制温度高达 78° -80°，普通啤酒只有 56° -60°；含糖度只有 1.5%，远低于醇厚型啤酒含糖量，96、97 年大赛在二三百个参赛品种中连续两次获得全国第一；第三次有八家企业的产品参赛也获得第一，燕京清爽也因此成为标杆啤酒。品牌是质量的象征和保证，未来五年目标是做成知名国际品牌，即具有国际知名度的品牌，目前销量全球第八，要争取挤进前五，保证前六。在国内要保证位列第一集团军，产销量不低于 500 万吨左右，做好品牌，给股东好的回报。

查阅公司年报发现，燕京在过去的销量方面，曾经达到连续十年国内第一，但目前只排列国内第四，10 年销量达到 500 甚至 510 万吨是有可能的。只要公司下定决心做大做强，其美好愿景的实现只是时间问题。

4. 广西漓泉模式值得推广 区域增长可能超预期

公司四大品牌增长最迅速、市场份额最大的是广西的漓泉啤酒，主要得益于“深度分销”，市场份额达到 86%，高于北京地区的燕京啤酒、内蒙的雪鹿啤酒和福建的惠泉啤酒。各区域情况不同，采取的营销模式也不完全相同，但整体看漓泉的经验值得借鉴和推广。分地区看：（1）北京市场 09 年销量增加 13 万吨，增长 10% 多，牢牢控制着北京市场，与消费者认可、提高工艺技术水平、不断创新等有关。全公司 09 年销售 467 万吨，今年北京市场将增加投资 2 亿元，增加 10 万吨，满足北京市场需求；（2）第二大优势区域：广西，市场份额达 86%，09 年利润超过四个亿，销量 85 万吨，2010 年会达到 100 万吨；（3）广东市场：全面推广燕京漓泉经验，包括市场深度分销，收到很好效果。06 年销售 3.5 万千升，07 年 8.7 万千升，08 年 20 万千升，09 年 30 万吨，10 年计划 45 万千升，估计可达 50 万吨，09 年实现利润 7000 多万元，预计 10 年应该会有很好增长；（4）内蒙：占有率 73%，包头和赤峰产销和效益都很不错；（5）福建市场或海西地区主要是惠泉啤酒，09 年效益增长还不错，但市场增长不太好。最近公司对其有分析，销售有调整。整体看，最近几年稳步提升，效益还不错。下一步：营销思路 and 战略要学习和引进广西经验，领导班子特别是销售团队进行调整，采取切实有效的措施，如将过去副总经理分管销售改为程汉川总经理直接管市场，一把手直接管，分工上有了比较大的调整。2010 年看好惠泉，领导班子也有决心，当然可能会需要一定的时间。惠泉的年报已经公布，2010 年销量要增长 10%，相信公司会抓住市场机遇；（6）云南已经布局 40 万吨产能；（7）山西市场是一个重要市场，近几年目标是 30 万吨；（8）其他市场也会有会进一步的考虑。

我们近期对福建和广西等地的考察发现，公司在 2010 年可能采取更加大胆而深层次的营销变革乃至是重构，主要思路是尽可能稳步推行直销模式，压缩经销模式，甚至把经销商变成物流配送商，从而提高公司对市场和价格的直接掌控能力，很快取得客户、价格、利润等多方面的知情权和话语权。我们对公司强势推行深度直销或分销模式的若干区域的增长给予良好的预期，包括广东、广西、内蒙、云南、福建、江西等若干区域在销量、收入和利润等方面的超预期增长。

5. 发行 12 亿元可转债出于多种考虑 今年发展机遇大于好于 09 年

2010 年公司计划销售啤酒 500 万千升，为了满足公司生产经营活动的正常运转及扩充产能的要求，拟发行可转债募集资金 12 亿，分别投入位于北京、广东、江西、晋中和昆明的 5 大项目和补充流动资金，此次募集资金对公司巩固北京传统优势市场和开发外埠市场具有积极作用，项目达产后将新增产能 60 万千升。公司针对投资者询问为何不采取增发、配股等方式融资时解释说，主要是考虑到可转债可以增加公司的资产负债率以便改进财务结构，提升财务杠杆效率；还可以以逐步转股的方式，稳步摊薄每股收益，从而有效保护投资者权益。

我们认为，公司在融资方面的考虑是周到的，既照顾到公司的融资需求和财务状况，有兼顾投资者权益，还有利于公司提高资金使用效率，推动公司业务和市场的持续快速发展。在 2010 年国内外经济走强、居民收入增长、啤酒行业增长基础更牢的大背景下，公司通过市场、品牌、产品结构调整，特别是构建区域优势市场，优化价格体系，2010 将迎来大的发展机遇。

结论：

公司已制定 2015 年销售目标 800 万吨，相当于 2010-2015 年间每年新增 66.6 万吨或 14.3%，2010 年销量不低于 500 万吨，惠泉销量增长 10% 以上，并通过深层次的营销变革、产品与市场结构调整等，确保销量、收入和利润增长，将发行可转债 12 亿元来确保资金到位，我们对公司计划目标的实现表示乐观。我们预计公司未来的主要增长区域在华南（如广东、广西）、东南（如福建、江西）、西南（如云南）和华北（如内蒙）等。

预计公司 2010-2012 年净利润均增长 30% 左右，不考虑可转债对股本扩张因素，EPS 约 0.81 元、1.07 元和 1.40 元，对应 PE 为 24 倍、18 倍和 14 倍，以近年啤酒行业常见的 30-35 倍左右 PE 测算，2010 年对应目标价为 25~28.36 元，2011 年可达 32~37.32 元，与当前价位还有 24%~90% 左右提升空间，故维持“强烈推荐”评级。

表 1 公司业绩预测表（百万元）

主要指标	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	8,246.48	9,490.12	11245.79	13213.80	15460.15
增长率	10.90%	15.08%	18.50%	17.50%	17.00%
净利润	540.84	752.31	980.64	1290.52	1691.09
增长率	12.60%	36.03%	30.35%	31.60%	31.04%
每股收益（元）	0.42	0.52	0.81	1.07	1.40
净资产收益率	8.18%	8.77%	9.65%	10.61%	11.67%

资料来源：公司年报，东兴证券研究所

表 2 燕京啤酒 2009 年主品牌和子品牌价值变动情况（亿元）

品牌	2008	2009	增减	增幅
燕京	153.86	157.49	3.63	2.36%
漓泉	32.09	33.24	1.15	3.58%
惠泉	25.2	25.9	0.7	2.78%
雪鹿	12.7	12.89	0.19	1.50%
合计	223.85	229.52	5.67	2.53%

资料来源：公司年报，东兴证券研究所

表 3 燕京啤酒拟发行 12 亿元可转债投资项目

项目名称	新增产能（万千升）	拟投资金额（万元）
北京燕京啤酒股份有限公司年产 10 万千升纯生啤酒技术改造项目	10	20,000
对广东燕京啤酒有限公司增资用于其年产 15 万千升啤酒三期工程	15	30,000
对江西燕京啤酒有限责任公司增资用于其扩建工程	5	8,000
投资设立北京燕京啤酒（晋中）有限公司用于其年产 20 万千升啤酒一期 10 万千升工程	10	25,000
合资设立燕京啤酒（昆明）有限公司用于其年产 40 万千升啤酒一期 20 万千升工程	20	30,000
补充流动资金	—	7000
合计	60	120,000

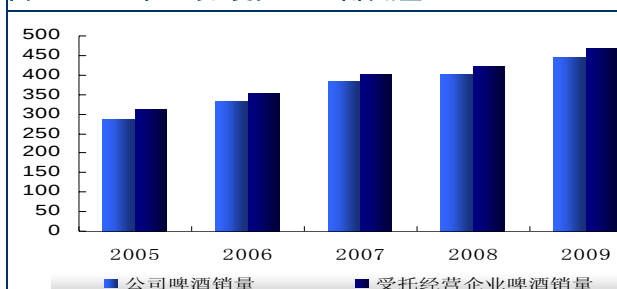
资料来源：公司年报，东兴证券研究所

表 4 2009 年公司主要财务数据同比发生重大变化的情况及主要原因

序号	指标变动情况	主要原因
1	资产总额较上年同期增加 2.06%	资本积累
2	货币资金较上年同期增加 8.65%	销售收入增加
3	应收账款较上年同期增加 58.35%	销量增加
4	存货较上年同期减少 3.00%	原材料价格较上年下降，公司减少储备量
5	长期股权投资较上年同期减少 9.40%	出售联营企业
6	在建工程较上年同期减少 19.77%	扩建技改项目完工
7	短期借款较上年同期减少 30.47%	归还银行贷款
8	长期借款较上年同期减少 90.22%	归还银行贷款
9	营业费用较上年同期增加 21.89%	加大中高档产品市场投入以及销量上升而增加销售费用
10	管理费用较上年同期增加 22.31%	销量上升导致人力成本增加
11	财务费用较上年同期减少 46.29%	归还银行贷款减少财务费用支出
12	所得税较上年同期增加 74.227%	企业利润增加
13	营业活动产生的现金流量净额增加 107.34%	销量增加，销售收入增长
14	投资活动产生的现金流量净额增加 44.76%	收回投资收益增加
15	筹资活动产生的现金流量净额增加 427.71%	偿还银行贷款以及去年受到增发融资款

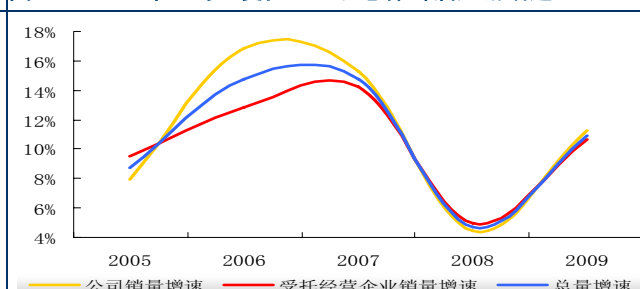
资料来源：公司 09 年报，东兴证券研究所

图 1: 05-09 年公司和受托企业啤酒销量



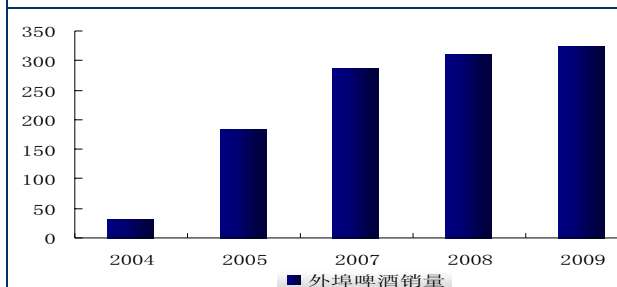
资料来源：公司年报，东兴证券整理。单位：万千升

图 2: 05-09 年公司、受托企业和总体啤酒产销增速



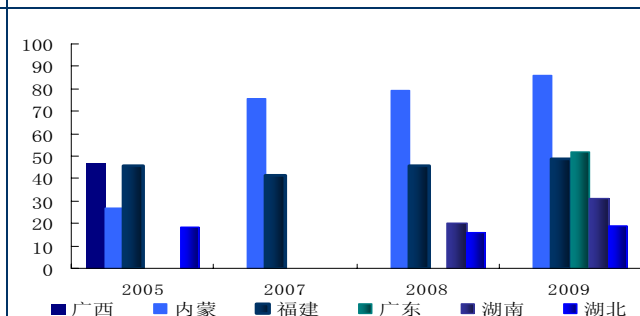
资料来源：公司年报，东兴证券整理。单位：%

图 3: 04-09 年公司外埠啤酒销量



资料来源：公司年报，东兴证券整理

图 4: 05-09 年公司京外分地区啤酒销量



资料来源：公司年报，东兴证券整理

附：近期报告一览

报告名称	评级	时间
稳粮增收，统筹强基-关于中央农村工作会议的点评	看好	2010-1-01
“普京”涨价引发多重预期 首次推荐评级——1月12日媒体报道普通燕啤涨价点评	推荐	2010-1-13
播“种”正当时，涨声响起——农林牧渔1、2月投资策略	看好	2010-1-15
继续推荐燕京啤酒的五大理由——燕京啤酒（000729）调研快报	推荐	2010-1-19
五粮液涨价 高增长因素增至六个——五粮液（000858）1月15日提价公告点评	强烈推荐	2010-1-19
自培增加提高毛利率，绿化工程推进加快——绿大地（002200）调研报告	推荐	2010-1-19
五粮液09年增长近80% EPS0.856元 维持“强推”——五粮液（000858）09年业绩快报点评	强烈推荐	2010-2-02
净利润下降27.34%，白酒种猪增发或是新机会——顺鑫农业（000860）09年报点评	推荐	2010-2-02
干旱影响09业绩，工程助力10发展，长期高成长性不改——绿大地（002200）业绩修正点评	推荐	2010-2-03
安琪酵母：出口增速与业绩质量“双高”——安琪酵母（600298）09年报点评	推荐	2010-2-08
种业农化展翅齐飞——丰乐种业（000713）年报点评	推荐	2010-2-10
玉米种子力挺公司增长——敦煌种业（600354）年报点评	推荐	2010-2-10
老窖股权激励：业内之先 骨干更受益——泸州老窖（000568）股权激励授权公告点评	推荐	2010-2-11
食品饮料：1月涨价未超预期 2月继续看好	看好	2010-2-22
稻谷收购价上调对食品饮料行业影响不大——发改委提高2010年稻谷最低收购价政策点评	看好	2010-2-22
中外大股东深入合作有望提升积极面——水井坊（600779）中外大股东二度深谈合作公告点评	强烈推荐	2010-2-23
内外兼得推动青啤净利润大增约八成——青岛啤酒（600600）业绩预增公告点评	推荐	2010-2-23
第七周食用农产品与生资价格小涨 ——商务部36个大中城市价格监测一周数据点评	看好	2010-2-24
惠泉啤酒：增长质量提升 销售拐点将现——惠泉啤酒（600573）09年报点评	强烈推荐	2010-2-25
惠泉啤酒：四个法宝降压力 五大机遇迎拐点——惠泉啤酒（600573）深度调研报告	强烈推荐	2010-2-26
三全食品：09年平稳增长 10年可能提速——三全食品（002216）业绩快报点评	推荐	2010-2-26
燕京啤酒：驶入全面提速轨道 上调评级——燕京啤酒（000729）09年报点评	强烈推荐	2010-3-02
水井坊：外资有望必得控股权 继续强推——水井坊（600779）股权转让公告点评	强烈推荐	2010-3-02
第八周食用农产品价格降1% 继续看好食品饮料-商务部36个大中城市价格监测一周数据点评	看好	2010-3-04

洋河股份：全面攀高 势头正猛-洋河股份（0020304）09 年报点评	推荐	2010-3-05
金种子酒：增长或再超预期 继续强推——金种子酒（600199）北京交流会快报	强烈推荐	2020-3-08
农业受益更多 食品饮料等行业全年更可看好——十一届人大三次会议政府工作报告精神简评	看好	2010-3-08
第九周食用农产品价格降 0.6%继续看好食品饮料——商务部 36 个大中城市价格监测数据点评	看好	2010-3-10
2 月食品 CPI 上涨 6.2%略超预期 3 月可能回落——国家统计局 2 月份食品类价格数据点评	看好	2010-3-12
皇氏乳业（002329）调研快报：水牛奶巨头 跳跃增长待来年	推荐	2010-3-15
基础夯实 世博助力 维持强推——金枫酒业（600616）09 年报点评	强烈推荐	2010-3-17
求变增强各方信心 维持强推评级——惠泉啤酒（600573）调研快报	强烈推荐	2010-3-18
中外合作提升长效积极效应——水井坊（600779）调研快报	强烈推荐	2010-3-18
五粮液：收入首破百亿 预收款剧增 3 倍达 43 亿 继续强推——五粮液（000858）09 年报点评	强烈推荐	2010-3-18
求变增强各方信心 维持强推评级——惠泉啤酒（600573）调研快报	强烈推荐	2010-3-18

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。