

食品饮料行业

燕京啤酒 (000729)

评级: 增持

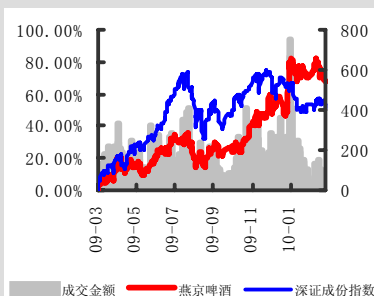
食品饮料行业研究员

王永锋

010-88086830-673

wangyf@rxzq.com.cn

燕京啤酒与深证指数走势对比:



产能扩张和成本下降推动公司业绩快速增长

投资要点

- **中国啤酒行业消费持续增长, 市场集中度越来越高。**随着我国居民收入水平逐年提高, 将推动啤酒消费持续增长。目前国内啤酒行业市场竞争激烈, 市场集中度越来越高, 主要品牌还将继续在大多数市场上占据优势, 我国行业前三强的市场占有率有望大幅提升。
- **公司是全球第八大啤酒企业, 国内三强。**在2009年出炉的“世界啤酒企业排名”名单上, 公司2008年销量排名世界第8位, 2009年加上受托经营企业共生产销售啤酒467万千升, 国内市场占有率超过11%。
- **产能扩张是带动公司业绩增长的主要动力。**公司产能建设技改项目和新建项目进展顺利, 2010年公司将新增产能82.5万吨。按照2010年度计划, 公司将完成啤酒销量500万千升。另外, 公司将发行可转换公司债券, 拟新增啤酒产能60万千升。预计随着公司产能扩张, 啤酒产量将继续保持增长。
- **国际大麦供给充足, 短期内大麦价格将维持低位。**2009/2010年度全球大麦产量为1.49亿吨, 期末库存为0.32亿吨, 库存消费比为22.16%, 基本处于历史最高水平, 我们认为2010年大麦价格仍将维持低位, 这将有利于公司保持较高的毛利率水平。
- **盈利预测及投资建议。**我们预计2010~2012年EPS分别为0.72元、0.81元、0.91元, 以3月29日收盘价计算, 对应的动态PE分别为27.8倍、24.7倍、22.0倍, 在同类上市公司中处于较低水平。考虑到公司在行业中的龙头地位、未来啤酒产能扩张及市场占有率的提高, 我们给予公司“增持”投资评级。
- **风险因素。**啤酒行业景气度降低; 公司市场占有率下滑; 大麦价格上涨过快; 征收消费税。

	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入 (百万元)	9490	10877	12311	13961
同比 (%)	15.09%	14.62%	13.18%	13.40%
净利润 (百万元)	627	872	982	1098
同比 (%)	36.01%	39.07%	12.61%	11.81%
毛利率 (%)	39.80%	40.52%	39.83%	39.15%
每股收益 (元)	0.52	0.72	0.81	0.91
P/E	52.71	27.76	24.65	22.04

正文目录

1、公司概况	4
1.1. 历史沿革和主营业务	4
1.2. 股权结构	4
2、行业分析	5
2.1. 行业需求：居民收入水平提升推动啤酒消费持续增长	5
2.2. 行业供给：国内啤酒行业竞争激烈，市场集中度越来越高	6
2.3. 价格：近年来我国啤酒价格一直保持增长态势	8
2.4. 原材料：大麦供给充足，短期内大麦价格将维持低位	9
3、公司经营分析	10
3.1. 公司在北京、广西等地市场优势地位进一步提升	10
3.2. 随着新建项目陆续达产，公司啤酒产量将保持较快增长	12
3.3. 公司增强品牌推广力度，推进“1+3”品牌战略，品牌集中度大幅提高	13
3.4. 公司不断优化产品结构，提升产品整体价格和盈利能力	14
3.5. 国际大麦价格维持在较低价位，有利于公司保持较高的毛利率水平	14
4、公司财务分析	15
4.1. 成长能力：产能扩张带来较高成长性	15
4.2. 盈利能力：较低的大麦价格将提升公司的盈利能力	16
4.3. 资本结构与偿债能力：资产负债率持续偏低	16
4.4. 营运能力：燕京啤酒营运效率低于青岛啤酒	17
5、盈利预测及投资建议	17
5.1. 盈利预测	17
5.2. 估值与投资建议	19
6、风险提示	19

图表目录

图表 1 燕京啤酒营业收入和净利润增长情况	4
图表 2 燕京啤酒股权结构图	5
图表 3 我国啤酒消费量增长情况	5
图表 4 我国人均啤酒消费量增长情况	5
图表 5 我国啤酒行业销售收入和利润增长情况	6
图表 6 我国居民收入增长情况	6
图表 7 啤酒行业产量增长情况	7
图表 8 啤酒行业吨酒价格及增长率	8
图表 9 啤酒行业毛利率情况	9
图表 10 啤酒净资产收益率情况	9
图表 11 WCE大麦期货主力合约（加元/吨）	9
图表 12 燕京啤酒产销量增长情况	10
图表 13 燕京啤酒 2009 年各个地区产销量比例	10
图表 14 燕京啤酒 2005 年以来分地区销售收入占比	11
图表 15 燕京啤酒 2005 年以来主要品牌销量及占比（万千升）	13
图表 16 燕京啤酒历年来吨酒价格变化（元）	14
图表 17 燕京啤酒历年吨酒成本变化（元）	15
图表 18 燕京啤酒成本构成	15
图表 19 营业收入同比增长率对比分析（%）	15
图表 20 净利润同比增长率对比分析（%）	15
图表 21 毛利率对比分析（%）	16
图表 22 净资产收益率对比分析（%）	16
图表 23 资产负债率对比分析（%）	16
图表 24 速动比率对比分析（倍）	16
图表 25 存货周转率对比分析（次）	17
图表 26 应收账款周转率对比分析（次）	17

表格目录

表格 1 我国主要啤酒企业外资控股、参股情况	7
表格 2 我国主要啤酒厂商产量及市场占有率情况（万吨）	8
表格 3 全球大麦库存、消费情况（1000MT）	10
表格 4 燕京啤酒主要区域产销量与市场占有情况（单位：万千升）	11
表格 5 历年来实现净利润最多的三家子公司净利润情况（亿元）	12
表格 6 燕京啤酒非公开发行股票项目建设情况	12
表格 7 燕京啤酒可转换公司债券拟投资项目情况	13
表格 8 啤酒业务销售收入预测（万千升、亿元）	18
表格 9 燕京啤酒盈利预测表（百万元）	18
表格 10 重点食品饮料公司盈利预测和估值表	19

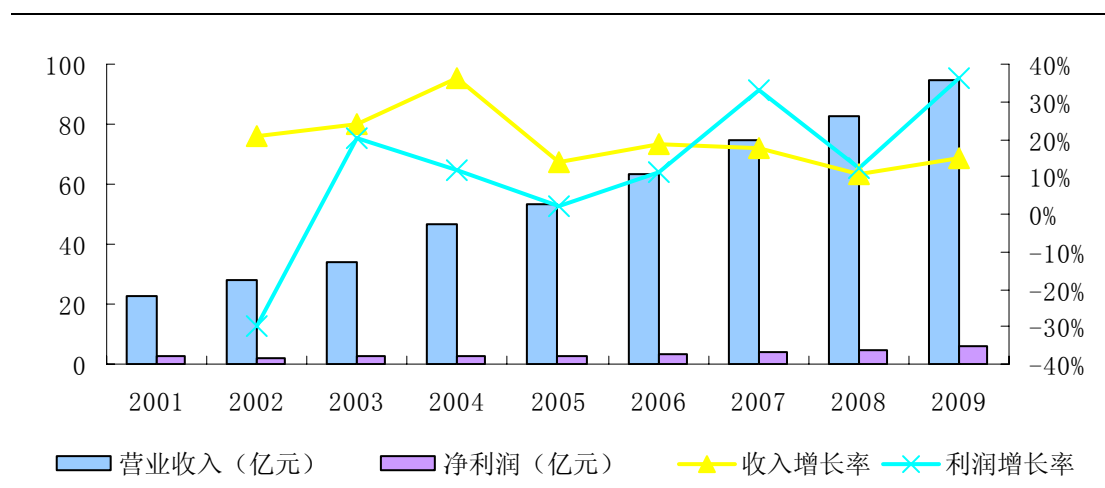
1、公司概况

1.1. 历史沿革和主营业务

燕京啤酒全名北京燕京啤酒股份有限公司，其前身为1980年成立的北京市顺义县啤酒厂，1993年组建北京燕京啤酒集团公司，由北京市顺义区国有资产监督管理委员会全资拥有。1997年燕京啤酒完成股份制改造，成立北京燕京啤酒股份有限公司，并于1997年6月在深圳证券交易所上市。

燕京啤酒主要制造和销售啤酒、矿泉水、啤酒原料等。2009年啤酒业务收入为90.16亿元，占公司总收入的比例为97.71%。在2009年出炉的“世界啤酒企业排名”名单上，公司2008年销量排名世界第8位，公司2009年加上受托经营企业共生产销售啤酒467万千升，同比增长11.45%。

图表 1 燕京啤酒营业收入和净利润增长情况



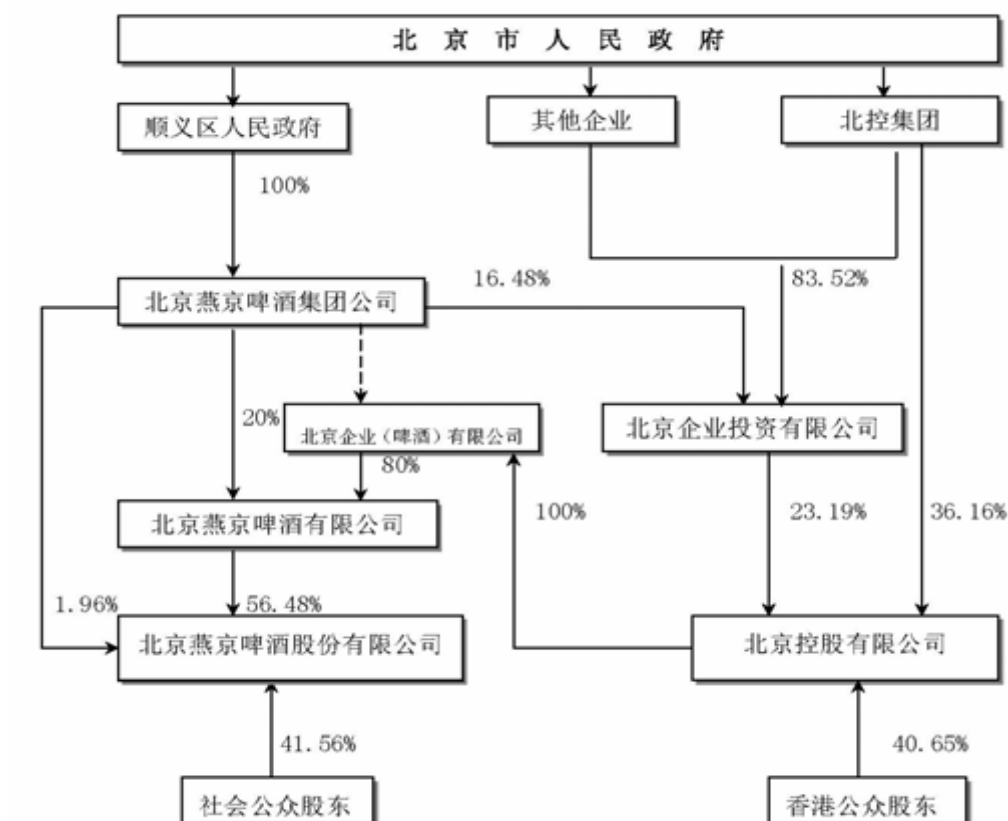
数据来源：公司公告，日信研究

1.2. 股权结构

北京燕京啤酒有限公司为上市公司控股股东，其持股比例56.48%，计683,515,789股。北京燕京啤酒有限公司公司于1997年3月13日成立，成立时注册资本为美元3,883万元，现注册资本增至美元23,871万元，法定代表人为李福成先生。

北京控股有限公司是上市公司的实际控制人，其通过北京燕京啤酒有限公司间接持有上市公司45.18%的权益。北京控股有限公司成立于1997年2月26日，法定代表人为王东先生，目前北京控股有限公司的总股本为1,137,371,000股。北京控股有限公司是北京市政府在境外设立的唯一综合性上市公司，其主要股东为北京控股集团及北京控股集团所控股的北京企业投资有限公司，北京控股集团为北京市政府控股企业，持有北京控股有限公司36.16%的股权。

图表 2 燕京啤酒股权结构图

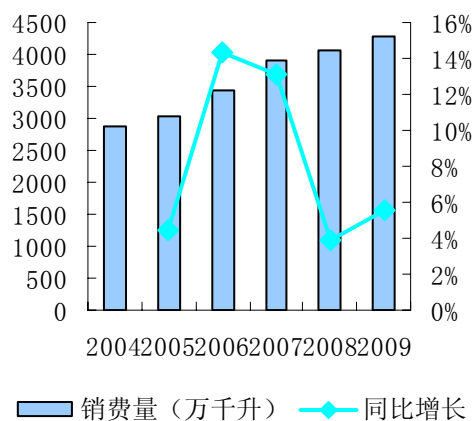


数据来源：公司公告，日信研究

2、行业分析

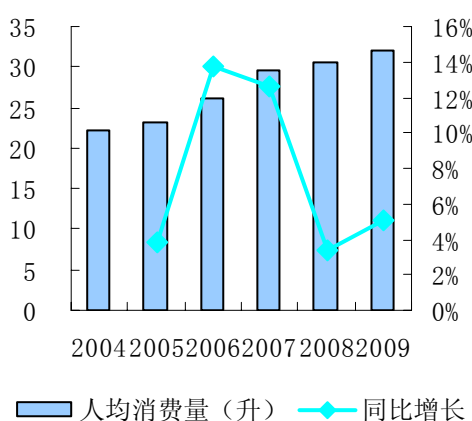
2.1. 行业需求：居民收入水平提升推动啤酒消费持续增长

图表 3 我国啤酒消费量增长情况



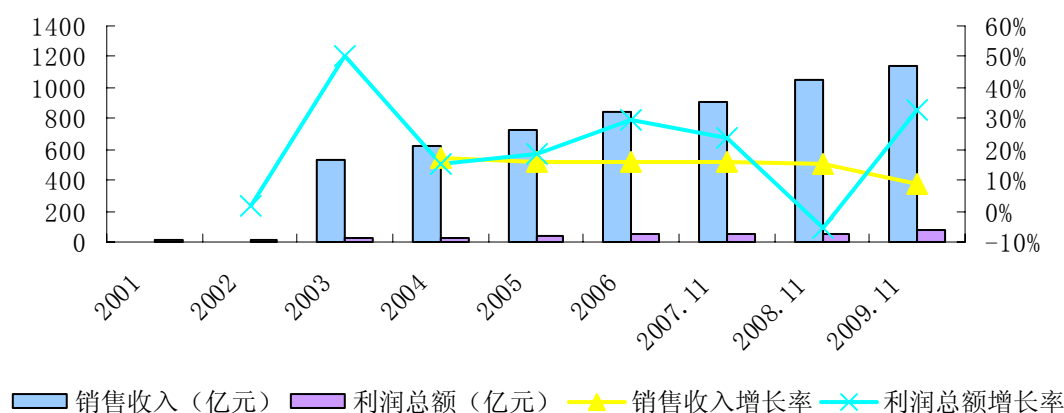
数据来源：wind，日信研究

图表 4 我国人均啤酒消费量增长情况



数据来源：wind，日信研究

图表 5 我国啤酒行业销售收入和利润增长情况

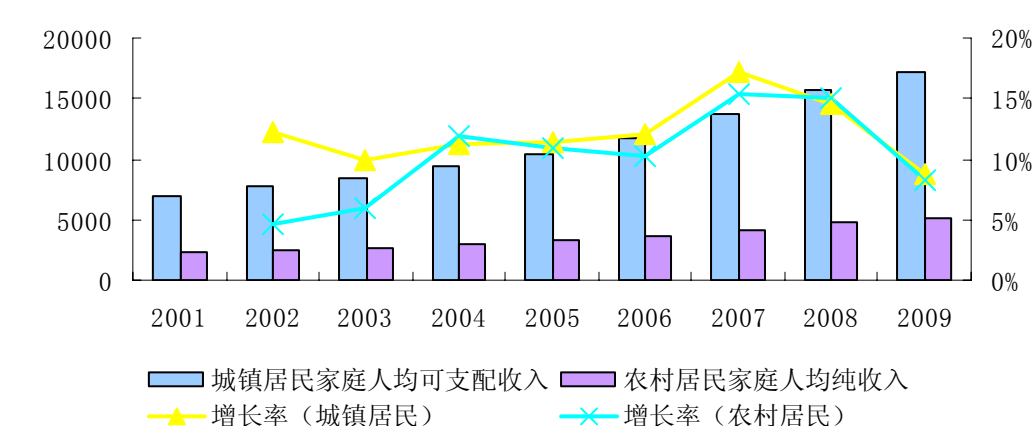


数据来源: wind, 日信研究

我国啤酒行业经过改革开放30多年的快速发展,行业由快速成长阶段进入稳定发展阶段,未来啤酒消费增长速度将有所放缓,但仍将保持稳定增长,啤酒行业发展前景依然良好。2004年以来,国内啤酒消费量逐年增长,年均复合增长率达到8.20%,2009年我国啤酒消费量达4281万千升,同比增长5.61%;同时我国啤酒行业销售收入和利润水平也不断提高。

随着我国居民收入水平的逐年提高,推动啤酒消费持续增长,特别是在我国农村地区有很大潜力。另一方面,2009年我国人均消费啤酒32.08升,刚刚超过了人均31升的世界平均水平。但与世界其他发达国家人均消费啤酒(德国115升、美国80升、加拿大70升、日本50升)相比,我国啤酒人均消费量仍有很大提升空间。

图表 6 我国居民收入增长情况

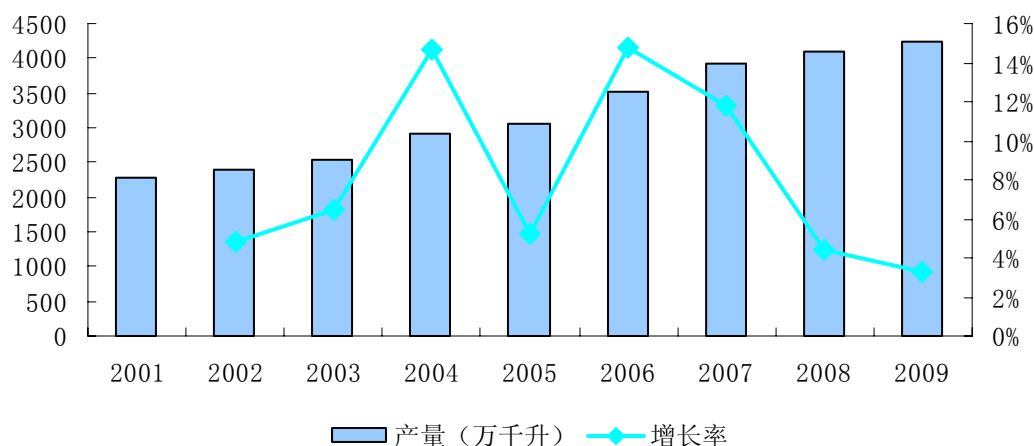


数据来源: wind, 日信研究

2.2. 行业供给: 国内啤酒行业竞争激烈, 市场集中度越来越高

我国自2002年啤酒产量达到2,387万吨起,已连续8年成为全球最大的啤酒生产国,啤酒产量年均复合增长率达到8.56%;2009年我国啤酒产量达4236万千升,同比增长3.25%。

图表 7 啤酒行业产量增长情况



数据来源: wind, 日信研究

啤酒行业是我国加入WTO首批对外开放的行业之一,2001年以来,美国安海斯-布希(Anheuser-Busch,简称“AB”)、南非米勒(全称“SABMiller”,简称“SAB”)、丹麦嘉士伯(Carlsberg)等世界啤酒巨头掀起了对我国啤酒业的新一轮投资热潮。选择对本土啤酒企业控股、参股或合资等资本运作方式进入,先后控股哈啤、雪津等企业,参股华润雪花、青岛啤酒、重庆啤酒等主要啤酒生产企业。外资的大量进入,快速扩大了啤酒行业内企业的生产规模、经营渠道,以及技术、管理等,加快了啤酒行业的市场竞争。

表格 1 我国主要啤酒企业外资控股、参股情况

公司	2008年产量(万吨)	参股外资	参股比例
华润雪花	729.86	SAB Miller	49.00%
青岛啤酒	543.23	朝日	19.99%
重庆啤酒	176.63	Scottish & Newcastle	19.51%
英博雪津	129.69	百威英博	100.00%
珠江啤酒	118.91	百威英博	28.56%
金威啤酒	63.30	喜力	21.43%
哈尔滨啤酒	43.37	百威英博	100.00%

数据来源: 中国酿酒工业协会, 日信研究

从国内啤酒行业发展现状看,目前国内啤酒行业进入垄断竞争阶段,是市场竞争最激烈的阶段,随着中国啤酒行业的整合,市场集中度越来越高,主要品牌还将继续在大多数市场上占据优势。目前华润雪花、青岛啤酒和燕京啤酒的合计市场占有率从2004年的33%提升到2008年的41%,啤酒生产厂家也由800多家缩减为300余家。截止2009年9月末,青岛啤酒和燕京啤酒的市场占有率分别比2008年提升了1.09和1.18个百分点。参考国外成熟市场,美国、

日本、韩国行业前三强的市场占有率分别为85%、90%和98%，我国行业前三强的市场占有率有望大幅提升。

表格 2 我国主要啤酒厂商产量及市场占有率情况（万吨）

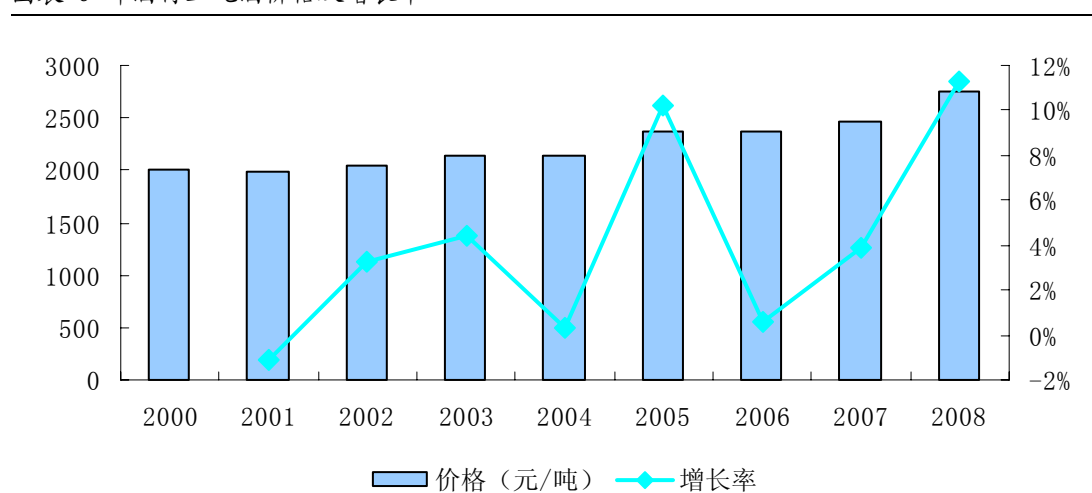
		2004	2005	2006	2007	2008	2009.9
华润雪花	产量	310	395	531	694	726	-
	市场占有率	10.65%	12.90%	15.11%	17.65%	17.69%	-
青岛啤酒	产量	358	409	457	505	538	494
	市场占有率	12.30%	13.36%	13.00%	12.85%	13.11%	14.20%
燕京啤酒	产量	285	312	352	402	422	399
	市场占有率	9.79%	10.19%	10.01%	10.23%	10.29%	11.47%
三强合计	产量	953	1116	1340	1601	1686	-
	市场占有率	32.75%	36.45%	38.12%	40.73%	41.09%	-
全国产量		2910	3062	3515	3931	4103	3479

数据来源：公司公告，日信研究

2.3. 价格：近年来我国啤酒价格一直保持增长态势

我国啤酒价格自2002年以来一直保持增长态势，由2002年的2046元/吨上涨为2008年的2747元/吨。受通胀预期和成本上升影响，部分啤酒厂商开始提高销售价格，2010年初燕京啤酒宣布自2010年1月20日开始普通瓶装燕京啤酒涨价：每箱进店价格从36元涨至42元，零售价格由2元上调到2.5元，涨价幅度为25%。

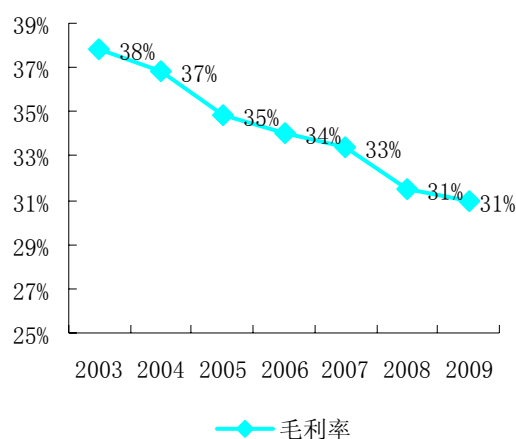
图表 8 啤酒行业吨酒价格及增长率



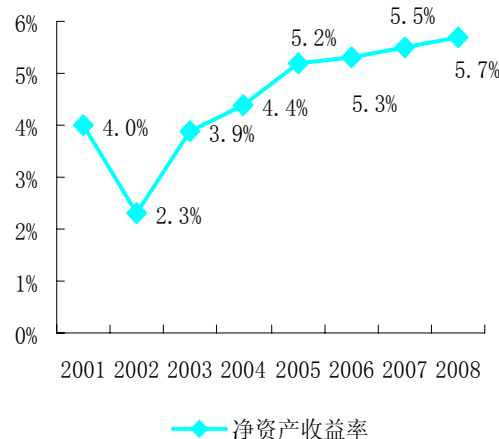
数据来源：wind，日信研究

由于我国啤酒行业目前竞争激烈，盈利空间相对较小，因而对成本较为敏感。在成本出现上涨的时候，各家酒厂提价幅度相对滞后。即使提价，大麦价格和其它成本价格的上涨也将会压缩啤酒行业的毛利空间。

图表 9 啤酒行业毛利率情况



图表 10 啤酒净资产收益率情况



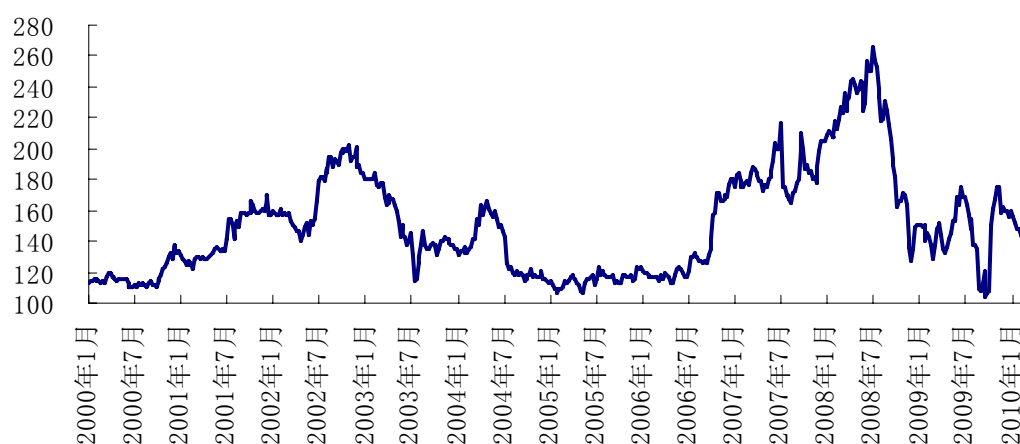
数据来源: wind, 日信研究

数据来源: wind, 日信研究

2.4. 原材料: 大麦供给充足, 短期内大麦价格将维持低位

大麦是啤酒工业的主要原材料之一, 随着我国啤酒工业的快速发展, 对啤酒大麦的需求不断增加。目前我国60%~70%的原料啤酒大麦需要进口, 我国已成为世界上最大的啤酒大麦进口国, 澳大利亚和加拿大是我国啤酒大麦的主要进口地, 二者占据我国大麦进口量的90%左右。

图表 11 WCE 大麦期货主力合约 (加元/吨)



数据来源: Bloomberg, 日信研究

自2006年9月~2008年9月, 啤酒行业遭遇了世界性啤酒大麦紧缺, 2006/2007年度全球大麦库存消费比仅为14.54%, 从而引起大麦价格大幅上扬, 至2008年10月, 两年时间里, 进口大麦单价提高了160%。同时, 大米、煤、原油、包装物、运输费用等原辅材料价格相比2007年也有不同程度上涨, 进一步压缩了啤酒企业的利润空间。2008年第四季度以来, 能源类、

资源类以及农产品价格开始出现不同程度的下降，啤酒生产企业的成本压力得到了有效缓解，有利于啤酒行业盈利水平的提升。

2009/2010年度全球大麦产量为1.49亿吨，期末库存为0.32亿吨，库存消费比为22.16%，基本处于历史最高水平，我们认为2010年大麦价格仍将保持在较低价位，这将有利于啤酒企业保持较高的盈利水平。

表格 3 全球大麦库存、消费情况 (1000MT)

	2002/ 2003	2003/ 2004	2004/ 2005	2005/ 2006	2006/ 2007	2007/ 2008	2008/ 2009	2009/ 2010
期初库存	28,850	26,683	22,530	32,530	27,554	20,764	19,569	29,720
产量	134,439	142,211	152,431	136,271	136,412	132,725	153,960	148,905
总消费	137,118	145,283	143,271	140,524	142,839	134,198	143,554	146,213
期末库存	26,683	22,530	32,530	27,554	20,764	19,569	29,720	32,406
库存消费比 (%)	19.46%	15.51%	22.71%	19.61%	14.54%	14.58%	20.70%	22.16%

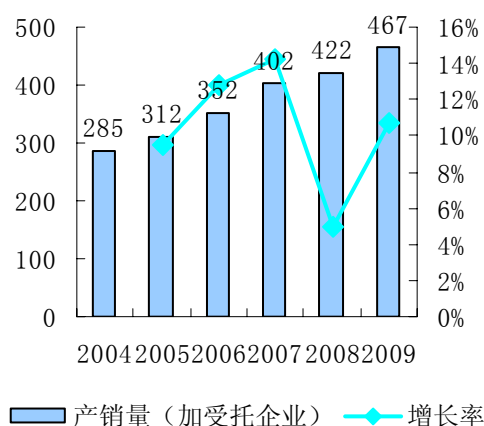
数据来源：USDA，日信研究

3、公司经营分析

3.1. 公司在北京、广西等地市场优势地位进一步提升

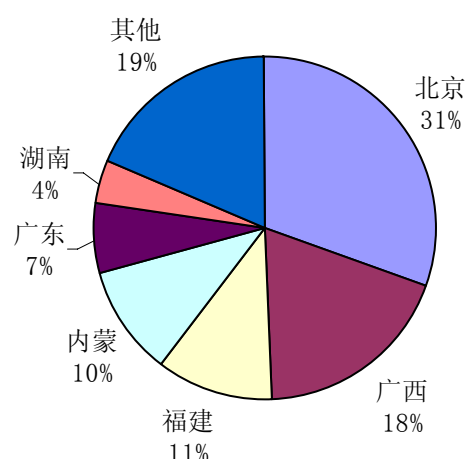
2004年以来，燕京啤酒产销量逐年增长，年均复合增长率达到10.38%，2009年燕京啤酒产销量（包含受托企业）达467万千升，同比增长10.66%。2009年，燕京啤酒在北京市场产销量为143万千升，在除北京外的外埠市场啤酒销量324万吨，占比分别为31%和69%。

图表 12 燕京啤酒产销量增长情况



数据来源：公司年报，日信研究

图表 13 燕京啤酒 2009 年各个地区产销量比例



数据来源：公司年报，日信研究

从各个地区产销比例来看，北京、广西、福建、内蒙古、广东是公司在国内的主要销售区域。2009年，公司在北京和广西市场占有绝对优势地位，市场占有率分别为88.62%和

69.14%；在内蒙古市场拥有相对优势地位，市场占有率分别为44.39%；在福建和湖南市场竞争优势较强，市场占有率分别为27.29%和23.00%；在广东啤酒市场，市场占有率保持了增长势头。

表格 4 燕京啤酒主要区域产销量与市场占有率情况（单位：万千升）

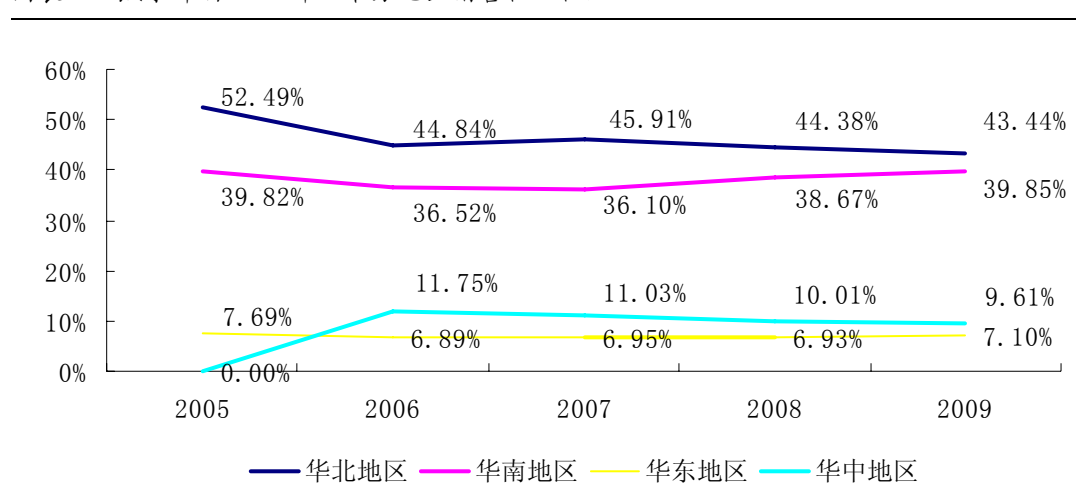
区域	2008 年		2009 年	
	产销量	市场占有率	产销量	市场占有率
北京	111	72.34%	143	88.62%
广西	79	69.20%	86	69.14%
福建	-	-	52	27.29%
内蒙古	46	46.81%	49	44.39%
广东	20	6.66%	31	8.81%
湖南	-	-	19	23.00%

数据来源：公司年报，日信研究

从分地区销售收入构成来看，以北京和内蒙古为代表的华北地区占比最高，2009年达到43.44%。在北京市场，公司结合北京市城市结构的调整 and 消费场所、消费渠道的不断变化，及时实施市场结构调整和渠道结构调整，通过调整，公司对渠道的掌控能力进一步提高，消费者忠诚度进一步增强，市场优势地位进一步加强。

在华南地区市场上，2009年销售收入占到39.85%，近年来公司在两广等华南市场整合效果进一步显现，广东市场推广广西市场的成功运作经验，利用广西市场的管理优势、人才优势，在广东市场继续加大市场进入的力度，销售规模进一步提升。2010年公司在广东将新增产能10万吨，另外，公司新发行可转债拟再新增15万吨产能，在广东市场的产能将达到60万吨。2009年，在继续进行两广整合的基础上，公司又进行了湖南市场的整合，对整个湖南市场实行统一管理，取得了良好效果。2009年湖南市场增长速度达到了20%以上，成为湖南市场销售量最大的公司，2010年公司在衡阳将新增产能10万吨。另外，公司2009年新进入的山西、四川等市场也进展顺利，产能有望继续扩张。

图表 14 燕京啤酒 2005 年以来分地区销售收入占比



数据来源：公司年报，日信研究

表格 5 历年来实现净利润最多的三家子公司净利润情况（亿元）

	2005	2006	2007	2008	2009
1	1.72 (桂林漓泉)	2.08 (桂林漓泉)	2.68 (桂林漓泉)	2.52 (桂林漓泉)	3.58 (桂林漓泉)
2	0.30 (包头雪鹿)	0.48 (包头雪鹿)	0.50 (包头雪鹿)	0.69 (包头雪鹿)	0.77 (燕京惠泉)
3	0.27 (燕京惠泉)	0.35 (燕京惠泉)	0.44 (燕京惠泉)	0.58 (燕京赤峰)	0.68 (广东燕京)
3 者净利润合计	2.29	2.91	3.62	3.79	5.03
公司净利润合计	2.77	3.72	4.93	5.41	7.52

数据来源：公司年报，日信研究

3.2. 随着新建项目陆续达产，公司啤酒产量将保持较快增长

2008年12月燕京啤酒向北京燕京啤酒有限公司、嘉实基金管理有限公司、泰康资产管理有限责任公司、国投瑞银基金管理有限公司完成非公开发行股票发行，共募集资金11.10亿元，主要用于公司下属各子公司产能建设技改项目和新建项目。目前，工程进展顺利，大部分项目已经完成施工，2010年公司将新增产能82.5万吨。

表格 6 燕京啤酒非公开发行股票项目建设情况

序号	项目名称	新增产能 (万千升)	工程进度 (%)
1	燕京啤酒（衡阳）有限公司啤酒技改扩能项目	10	90
2	广东燕京啤酒有限公司增资扩建工程项目	10	99
3	通辽糖化、包装、制冷、发酵、锅炉、中京灌装、废水治理项目	12.5	100
4	燕京仙桃酿造车间技改项目及包装动力车间技改项目	10	100
5	浙江仙都、浙江丽水啤酒技改项目	10	100
6	河北燕京啤酒有限公司包装生产线扩建工程项目	5	100
7	新疆燕京啤酒有限公司一期工程扩建项目	5	90
8	设立四川燕京啤酒有限公司，新建啤酒生产线项目	10	95
9	合资设立山西燕京啤酒有限公司	10	90
合计	-	82.5	-

数据来源：公司年报，日信研究

按照2010年度计划，公司将加大市场结构、产品结构、品牌结构调整，完成啤酒销量500万千升。另外，为顺利完成公司2010年经营目标，公司将发行可转换公司债券，拟新增啤酒产能60万千升。预计随着公司新建项目的增加，啤酒产量将继续保持增长。

表格 7 燕京啤酒可转换公司债券拟投资项目情况

序号	项目名称	新增产能 (万千升)	拟投资金 额(亿元)
1	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	2
2	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	3
3	对江西燕京啤酒有限责任公司增资用于其扩建工程	5	0.8
4	投资设立北京燕京啤酒(晋中)有限公司一期10万千升工程	10	2.5
5	合资设立燕京啤酒(昆明)有限公司一期20万千升工程	20	3
6	补充流动资金	-	0.7
合计	-	60	12

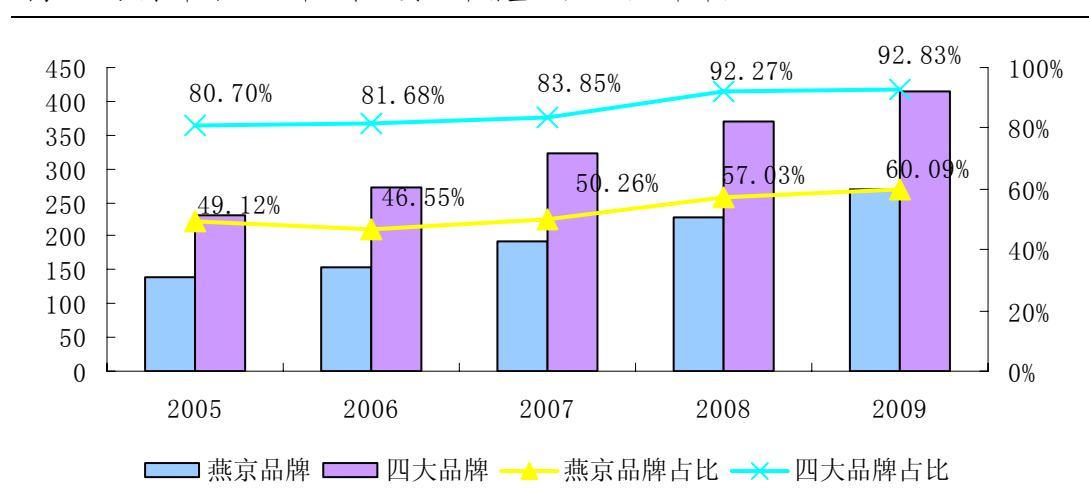
数据来源：公司公告，日信研究

3.3. 公司增强品牌推广力度，推进“1+3”品牌战略，品牌集中度大幅提高

在品牌建设方面，近年来公司加强对燕京品牌的推广力度，利用中央电视台、各主要市场所在省级电视台及同一首歌等等多种渠道，加大对燕京品牌的宣传，结合进行全公司范围的品牌结构调整，不断提高燕京主品牌在全国市场的知名度和影响力，加强燕京品牌在公司全国市场上的主导作用。公司自2005年8月10日成为奥运会赞助商之后，就踏上了奥运营销之旅，努力提升品牌价值。奥运期间，公司通过出资1300多万元为首都治安志愿者订做71万件T恤衫、奥运圣火进燕京、在央视、网络渠道大力进行燕京品牌宣传、重奖奥运水上项目冠军、开展“饮燕京啤酒，看奥运盛典”等系列活动，实现了“让燕京走向世界，让世界了解燕京”的品牌发展战略目标，进一步提升了燕京的品牌价值。

在品牌战略上，公司继续推进“1+3”战略，同时加快竞争力弱的小品牌产品退出步伐。“燕京”全国性主品牌地位不断强化，漓泉、惠泉、雪鹿3个区域优势品牌不断成长，燕京啤酒品牌整合集中度大大提高。截至2009年末，公司燕京品牌占总销量的比重为60.09%，四大品牌占总销量的比重为92.83%，均创历年新高。

图表 15 燕京啤酒 2005 年以来主要品牌销量及占比（万千升）



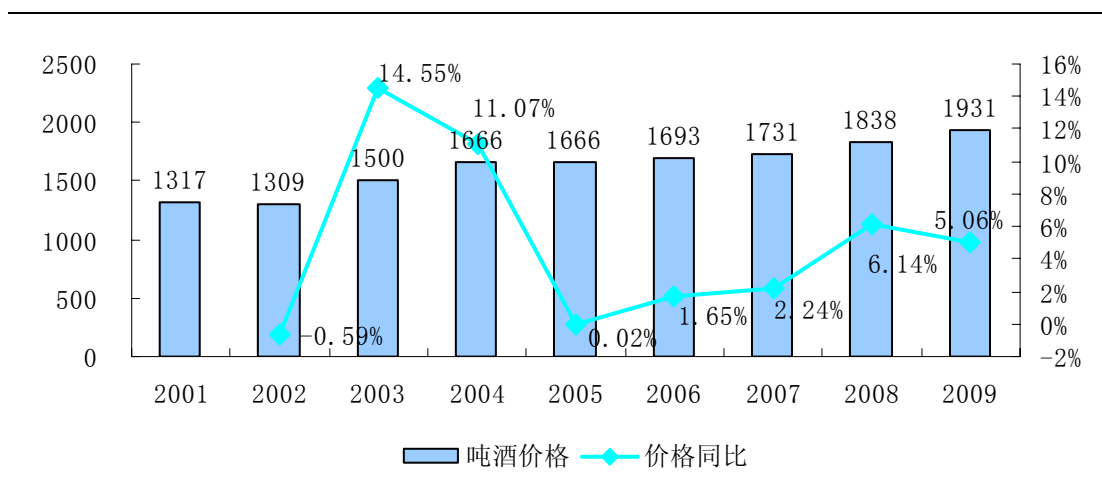
数据来源：公司年报，日信研究

3.4. 公司不断优化产品结构，提升产品整体价格和盈利能力

在产品结构方面，公司结合自身的品牌结构和市场结构，根据不同地区特点和消费场所、消费者需求结构的不断变化，大力开发技术含量高、附加值高的新品种，不断扩大中高档啤酒比例，努力实现产品高端化。燕京无醇、燕京纯生啤酒等高档产品的占比稳步提高，冰纯、party听啤等新品也受到了年轻消费者的欢迎。

随着中高端啤酒市场的拓展，公司产品给消费者提供了更多的选择，同时也促进了产品结构优化，提高了公司产品的整体价格和盈利能力。2010年1月，公司对在北京地区销售的10度清爽型啤酒的价格进行了适当调整，以此来消化大米等原辅料价格上涨、煤、电、油、汽和劳动力成本上升所带来的负面作用，并将提升北京地区啤酒价格，提高公司产品竞争力。

图表 16 燕京啤酒历年来吨酒价格变化（元）



数据来源：公司年报，日信研究

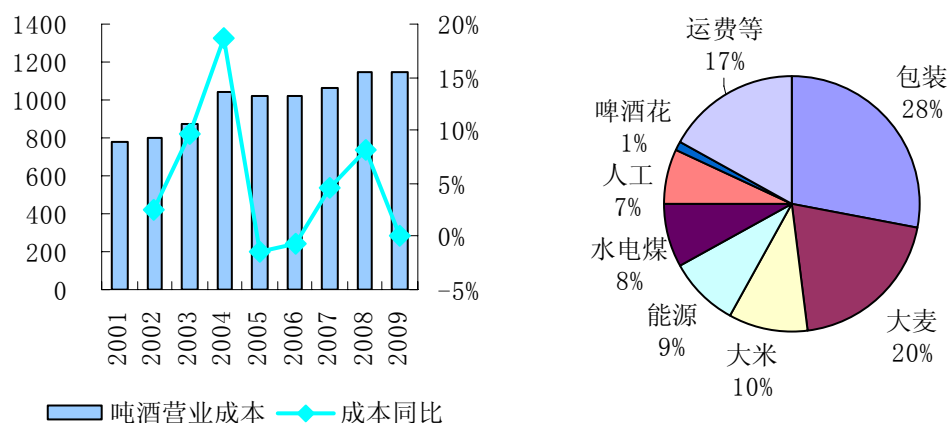
3.5. 国际大麦价格维持在较低价位，有利于公司保持较高的毛利率水平

包装物、大麦、啤酒花等是啤酒企业的主要生产成本。公司的啤酒大麦主要从进澳大利亚、加拿大等国际市场以及内蒙古、甘肃等国内市场采购，其中进口啤酒大麦占公司采购量的60~70%，啤酒花主要从新疆、甘肃等地采购。2009年以来，受国际主要大麦产地澳大利亚、加拿大等国产量丰收以及国内市场啤酒大麦供大于求影响，啤酒大麦价格大幅回落。公司在2008年高价进口的啤酒大麦库存在2008年四季度已基本消化完毕，自2009一季度开始使用低价进口的新麦，因此公司啤酒大麦成本不断下降。2009年以来，国内啤酒大麦、大米、玉米淀粉、啤酒花价格与2008年基本保持稳定，受铝材、煤炭价格回落影响，易拉罐、玻璃瓶价格较2008年小幅下滑，公司成本有所降低。根据我们的判断，2010年国际大麦价格仍将保持在较低价位，公司仍将保持较高的毛利率水平。

另外，近年来公司为应对原材料上涨所带来的成本上升压力，积极推进西北、东北大麦基地建设，调整采购结构，有效控制采购成本。长期以来公司一直与国内大麦供应商保持着良好的长期合作关系，坚持采购部分国产大麦，既支持国产大麦的基地建设，又从技术上提

升国产大麦质量状况，确保公司能获得相对较低的采购价格。同时公司还在新疆、内蒙建立自己的麦芽基地，避免大麦价格大幅波动给生产经营带来影响。

图表 17 燕京啤酒历年吨酒成本变化（元） 图表 18 燕京啤酒成本构成



数据来源：公司年报，日信研究

数据来源：公司年报，日信研究

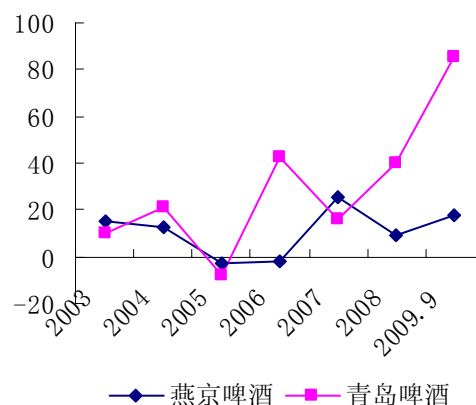
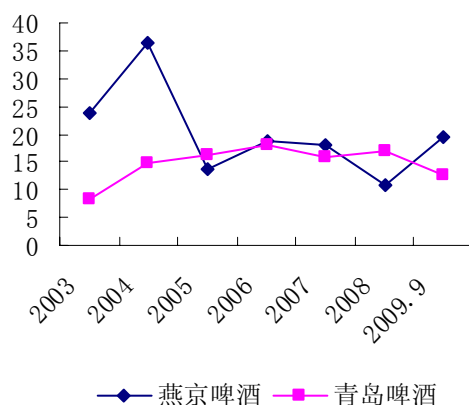
4、公司财务分析

4.1. 成长能力：产能扩张带来较高成长性

2003~2008年及2009年9月末，公司营业收入和归属母公司股东的净利润-扣除非经常损益均保持较快增速。截至2009年9月末，公司营业收入同比增长达19.48%，高于青岛啤酒的12.70%；归属母公司股东的净利润-扣除非经常损益同比增长17.88%，低于青岛啤酒的85.23%（青岛啤酒为配合“青啤CWB1”认股权证2009第4季度行权，净利润同比大幅增长，不具有可持续性）。

图表 19 营业收入同比增长率对比分析 (%)

图表 20 净利润同比增长率对比分析 (%)



数据来源：公司年报，日信研究

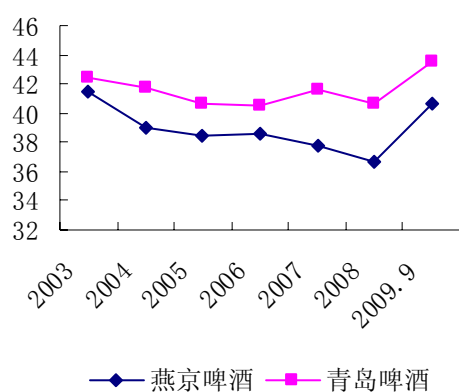
数据来源：公司年报，日信研究

随着公司新增产能投入生产，未来1~2年内，公司营业收入将继续保持20%左右增长，同时受大麦成本较低影响，净利润也将保持较快增长。

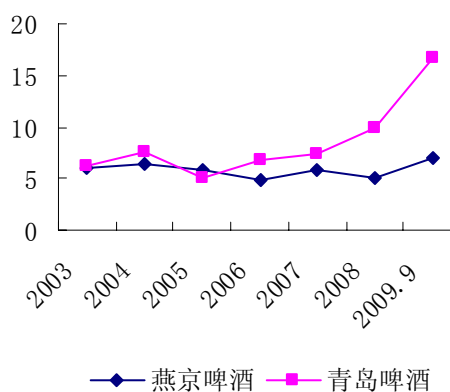
4.2. 盈利能力：较低的大麦价格将提升公司的盈利能力

2003年以来，公司毛利率一直维持在38%左右，略低于青岛啤酒42%左右的水平，这主要和两家公司的产品结构相关，青岛啤酒的高端产品相对较多。受大麦成本较低影响，预计未来一段时间公司毛利率将继续保持在40%左右。在净资产收益率方面，2007年以前燕京啤酒和青岛啤酒差别不大，2008年以来青岛啤酒净资产收益率由7.45%（2007年）大幅提升为16.62%（2009年9月末）。

图表 21 毛利率对比分析(%)



图表 22 净资产收益率对比分析(%)

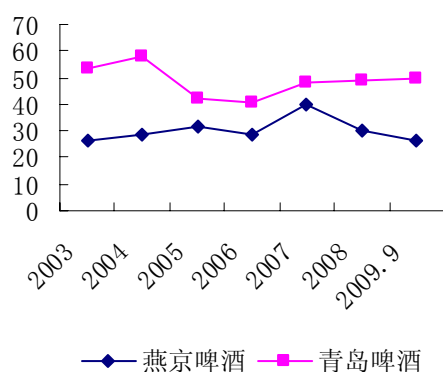


数据来源：公司年报，日信研究

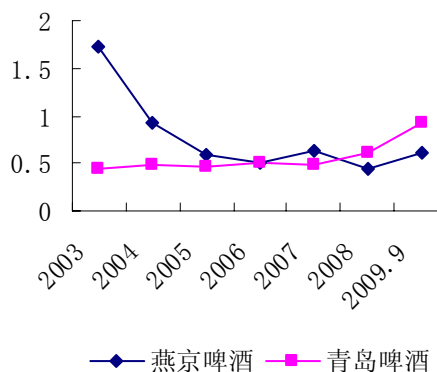
数据来源：公司年报，日信研究

4.3. 资本结构与偿债能力：资产负债率持续偏低

图表 23 资产负债率对比分析(%)



图表 24 速动比率对比分析(倍)



数据来源：公司年报，日信研究

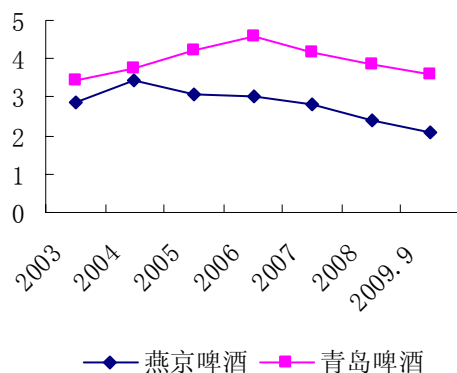
数据来源：公司年报，日信研究

近年来，燕京啤酒的资产负债率持续偏低，截至2009年9月末燕京啤酒资产负债率仅为26.07%，低于青岛啤酒23.48个百分点。青岛啤酒资产负债率较高主要和2001年以前的并购较多相关，而燕京啤酒近年来并购较少。2008年以来，燕京啤酒的速动比率低于青岛啤酒表明其短期的偿债能力较低。

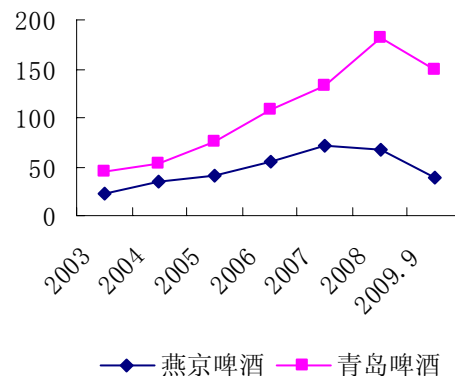
4.4. 营运能力：燕京啤酒营运效率低于青岛啤酒

燕京啤酒的存货周转率和应收账款周转率均低于青岛啤酒，表明燕京啤酒的营运效率低于青岛啤酒。另外，燕京啤酒的存货周转率自2004年以来逐年降低，反映出燕京啤酒在规模扩大的同时，存货管理能力下降。截至2009年9月末，燕京啤酒应收账款周转率低于青岛啤酒110次，主要是青岛啤酒的应收账款计提坏账准备较多，引起应收账款净额较低所致。

图表 25 存货周转率对比分析(次)



图表 26 应收账款周转率对比分析(次)



数据来源：公司年报，日信研究

数据来源：公司年报，日信研究

5、盈利预测及投资建议

5.1. 盈利预测

盈利预测前提和假设：

- 1、公司2010年~2012年燕京品牌啤酒销量分别同比增长15%、14%和15%；
- 2、公司2010年~2012年漓泉、惠泉和雪鹿品牌啤酒销量分别同比增长2%、2%和1%；
- 3、公司2010年~2012年其他品牌啤酒销量分别同比增长-3%、-6%和-10%；
- 4、公司2010年~2012年啤酒价格小幅提升，分别同比增长5%、4%和4%；
- 5、公司2010年~2012年啤酒业务的毛利率分别为41.1%、40.4%和39.7%。
- 6、公司各项费用率保持稳定，消费税率和所得税率保持稳定。

表格 8 啤酒业务销售收入预测（万千升、亿元）

	2005	2006	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
燕京品牌	140.00	155.00	193.00	228.70	268.00	308.20	351.35	404.05
同比增长	-	10.71%	24.52%	18.50%	17.18%	15%	14%	15%
漓泉、惠泉、雪鹿	90.00	117.00	129.00	141.30	146.00	148.92	151.90	153.42
同比增长	-	30.00%	10.26%	9.53%	3.33%	2%	2%	1%
其他	82.00	80.00	80.00	52.00	53.00	51.41	48.33	43.49
同比增长	-	-2.44%	0.00%	-35.00%	1.92%	-3%	-6%	-10%
总销量	312.00	352.00	402.00	422.00	467.00	508.53	551.57	600.96
吨酒价格	1666.03	1693.47	1731.34	1837.68	1930.62	2027.15	2108.24	2192.57
同比增长	0.02%	1.65%	2.24%	6.14%	5.06%	5%	4%	4%
啤酒业务销售收入	51.98	59.61	69.6	77.55	90.16	103.09	116.28	131.76

数据来源：公司年报，日信研究

表格 9 燕京啤酒盈利预测表（百万元）

	2008	2009	2010E	2011E	2012E
一、营业收入	8246	9490	10877	12311	13961
减：营业成本	5221	5713	6470	7408	8495
营业税金及附加	978	1120	1284	1453	1648
营业费用	831	1013	1087	1159	1236
管理费用	608	743	852	964	1093
财务费用	127	68	78	88	100
资产减值损失	19	14	16	18	21
加：公允价值变动收益	-	-	-	-	-
投资收益	31	0	10	20	20
二、营业利润	493	819	1101	1241	1389
加：营业外收入	166	125	143	162	184
减：营业外支出	18	15	17	19	22
三、利润总额	642	928	1227	1384	1551
减：所得税费用	101	176	202	228	259
四、净利润	541	752	1025	1155	1292
归属于母公司净利润	461	627	872	982	1098
少数股东损益	80	125	154	173	194
五、每股收益（元）	0.38	0.52	0.72	0.81	0.91
股本（百万股）	1210	1210	1210	1210	1210

数据来源：公司年报，日信研究

根据以上假设前提，我们预计2010~2012年分别实现归属母公司的净利润8.72亿元、9.82亿元、10.98亿元，实现每股收益0.72元、0.81元、0.91元。

5.2. 估值与投资建议

我们根据2010年3月29日收盘价计算，公司2010~2012年动态PE分别为27.8倍、24.7倍、22.0倍，对重点食品饮料公司与燕京啤酒市盈率进行比较，发现燕京啤酒的市盈率水平在同类上市公司中处于较低水平。考虑到公司在行业中的龙头地位、未来啤酒产能扩张及市场占有率的提高，我们给予公司“增持”投资评级。

表格 10 重点食品饮料公司盈利预测和估值表

公司简称	EPS (元)			PE (倍)		
	2008	2009/E	2010 E	2008	2009 /E	2010 E
青岛啤酒	0.53	0.97	1.18	64	35	29
惠泉啤酒	0.27	0.31	0.41	41	37	28
贵州茅台	4.03	5.16	6.56	40	32	24
五粮液	0.48	0.85	1.27	57	36	23
张裕 A	1.70	2.07	2.54	41	32	27
双汇发展	1.15	1.46	1.81	45	35	29

数据来源：公司公告，日信研究

6、风险提示

- 1、啤酒行业景气度降低，影响公司估值水平；
- 2、啤酒行业竞争加剧，公司市场占有率下滑；
- 3、大麦价格上涨过快，增加公司营业成本；
- 4、征收消费税给啤酒行业带来短期冲击。

投资评级说明

公司投资评级:

以报告日后的6-12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下:

买入 (Buy) : 相对强于市场表现20%以上;

增持 (outperform) : 相对强于市场表现5% ~ 20%;

中性 (Neutral) : 相对市场表现在-5% ~ +5%之间波动;

减持 (underperform) : 相对弱于市场表现5%以下。

行业投资评级:

以报告日后的6-12个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下:

看好 (overweight) : 行业超越整体市场表现;

中性 (Neutral) : 行业与整体市场表现基本持平;

看淡 (underweight) : 行业弱于整体市场表现。

免责声明

本研究报告由日信证券有限责任公司研究部撰写, 研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则, 以合法渠道获得这些信息, 尽可能保证可靠、准确和完整, 但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据, 不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证, 无论是否已经明示或者暗示。日信证券有限责任公司研究所将随时补充、更正和修订有关信息, 但不保证及时发布。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。

本报告版权仅为日信证券有限责任公司研究部所有, 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, 需注明出处为日信证券研究部, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

日信证券有限责任公司研究部对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

联系方式:

日信证券有限责任公司

地 址: 内蒙古呼和浩特市锡林南路 18 号 邮政编码: 010020
电 话: 0471-6292477 电子邮件: rxzq@rxzq.com.cn

日信证券有限责任公司北京分公司

地 址: 北京市西城区闹市口 1 号长安兴融中心西楼 11 层 邮政编码: 100031
电 话: 010-88086830 电子邮件: rxzq@rxzq.com.cn

日信证券有限责任公司 (其他分支机构)

北京营业部

北京市西城区新街口北大街 3 号星街坊购物中心 6 层
营业部咨询电话: 010-82200210/82200220 传真: 010-82200213

呼和浩特营业部

内蒙古呼和浩特锡林南路 18 号
营业部咨询电话: 0471-6292456 传真: 0471-6292477

通辽营业部

内蒙古通辽市和平路中段 178 号
营业部咨询电话: 0475-8266873 传真: 0475-8266873

乌兰浩特兴安北大路营业部

内蒙古乌兰浩特市财政大楼
服务部咨询电话: 0482-8226224 传真: 0482-8234960