

燕京啤酒 (000729)

公司研究/调研报告

谨慎推荐 维持评级

合理估值: 23.5—26.4 元

深根固本，厚积薄发

—燕京啤酒调研报告

民生精品---调研报告/食品饮料

2010 年 09 月 8 日

报告摘要:

● 巩固优势市场，突破新兴市场

今年前三季度，燕京啤酒在北京、广西、内蒙古等优势市场的情况比较理想。在广东、四川等新兴市场取得了快速增长。年内可以确保完成 500 万吨的销量目标。

● 收购河南月山啤酒，进军河南市场

8 月底，燕京啤酒收购了河南月山啤酒，为进军河南市场取得了一个有利的出发阵地。

● 啤酒大麦价格将略有上涨，但是对业绩影响不大

目前燕京库存的低价大麦仍可使用一段时间。预计明年大麦价格将略有上涨，但目前燕京的成本承受能力和产品议价能力较强，因此大麦价格上涨对燕京啤酒的业绩影响不大。

● 啤酒行业前景看好，规模和盈利水平将持续提高

目前啤酒的人均消费量和价格仍然较低，有较大的提升空间。随着消费量的增长和价格提升，啤酒行业的规模和盈利水平将持续提高。

● 合理估值在 23.5 ~ 26.4 元之间，给予“推荐”评级

预计燕京啤酒 10 年、11 年、12 年 EPS 分别为 0.69 元、0.83 元、0.97 元，合理的估值区间为 23.5 元-26.4 元，给予燕京啤酒“谨慎推荐”评级。

● 风险提示

- 1、啤酒的销售旺季集中在夏秋两季，异常天气可能引起销量的波动。
- 2、国外啤酒大麦主产国的产量可能造成国际市场啤酒大麦价格剧烈波动。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入 (百万元)	9,490.12	10,628.93	12,223.27	14,056.76
增长率 (%)	15.08%	12.00%	15.00%	15.00%
归属母公司股东净利润 (百万元)	627.49	830.31	1,000.33	1,175.77
增长率 (%)	36.03%	32.32%	20.48%	17.54%
每股收益 (元)	0.52	0.69	0.83	0.97
毛利率 (%)	66.65	71	72	74.465
净资产收益率 ROE (%)	8.99%	10.82%	11.65%	12.15%
每股净资产 (元)	7.14	7.96	8.94	10.10
PE	41.56	31.50	26.15	22.24
PB	3.03	2.72	2.42	2.14
EV/EBITDA	31.96	18.64	15.83	13.34

资料来源: 民生证券研究所

民生证券研究所

分析师: 王学谦

执业证书编号: S0100108100670

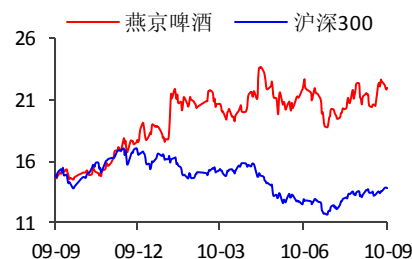
电话: (8610)8512 7656

Email: wangxueqian@mszq.com

地址: 北京市东城区建国门内大街 28 号

民生金融中心 A 座 16 层 100005

一年该股与沪深 300 走势比较



交易数据 (2010-09-08)

收盘价 (元)	21.61
近 12 个月最高/最低	2.88/14.18
总股本 (百万股)	1210.27
流通股本 (百万股)	521.1
流通股比例 %	43.06
总市值 (亿元)	263.11
流通市值 (亿元)	113.25

相关研究

1.《燕京啤酒动态报告-增长趋势依旧》

2010.04.07

目 录

一、巩固优势市场，突破新兴市场.....	3
二、收购月山，进军河南市场.....	4
三、原料价格将略有上涨，对业绩影响不大.....	5
四、行业前景看好，规模和盈利水平将持续提高.....	7
五、外资啤酒短期内对行业格局影响有限.....	8
六、估值和投资建议.....	8
七、风险提示	8
插图目录	10

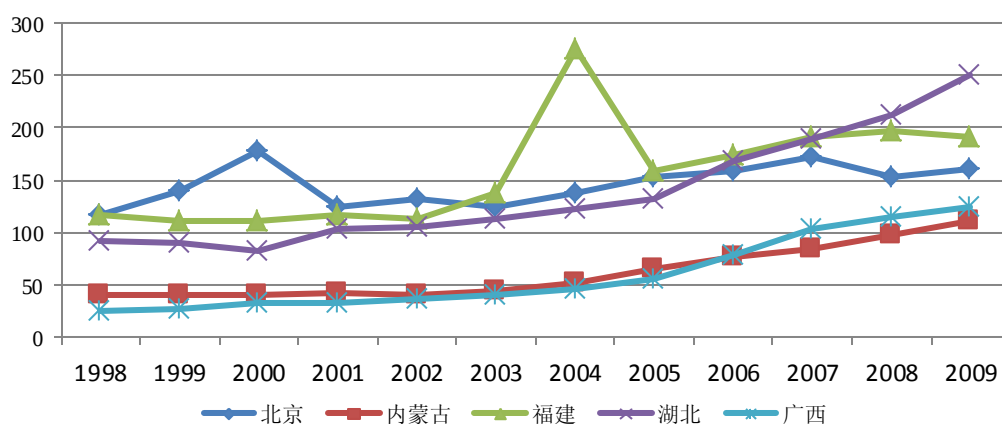
一、巩固优势市场，突破新兴市场

今年前三季度，燕京的主要市场，如北京、广西和内蒙古的销量都比较理想。燕京啤酒巩固了原有的优势市场，同时在部分其他省区市场取得了快速增长。

在北京市场，今年由于入夏时间较晚，旺季少了一个月，因此上半年销量略有下降，减少约 4%。但是 8 月以来的高温天气促进了销量增长，对全年销量有所补偿。今年北京市场将保持小幅稳定增长。燕京在北京的市场占有率已经很高，已经能够为燕京提供稳定的利润，因此在北京市场并不追求过高增长。

图 1：燕京优势省区的啤酒市场容量稳定增长

单位：万吨



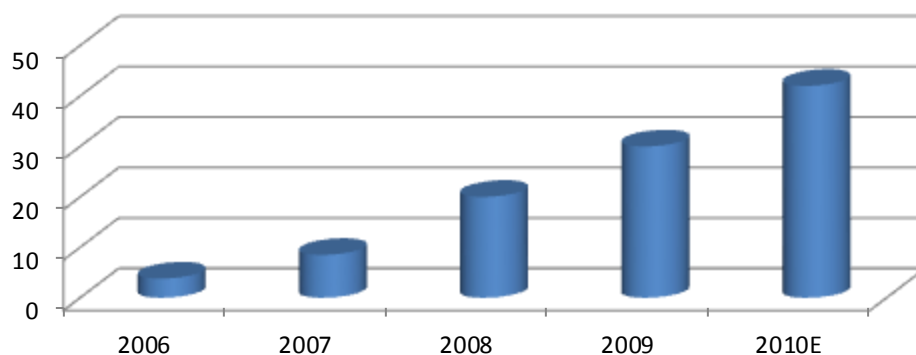
资料来源：民生证券研究所

在福建市场，惠泉放弃了部分外埠市场，集中资源巩固自己的根据地泉州市市场。惠泉近几年盈利水平的提升主要依赖于泉州市市场的加强，目前惠泉在泉州的份额已经上升至 70%。

燕京 09 年在湖南销量 20 万吨，遥遥领先于其他企业，湖南市场第二名企业仅有 10 万吨销量。燕京的市场主要在湖南南部，在衡阳市场占有率超过达到 80%，湘潭约 60%。10 年上半年衡阳增长约 10%。

图 2：燕京在广东市场的销量迅速增长

单位：万吨



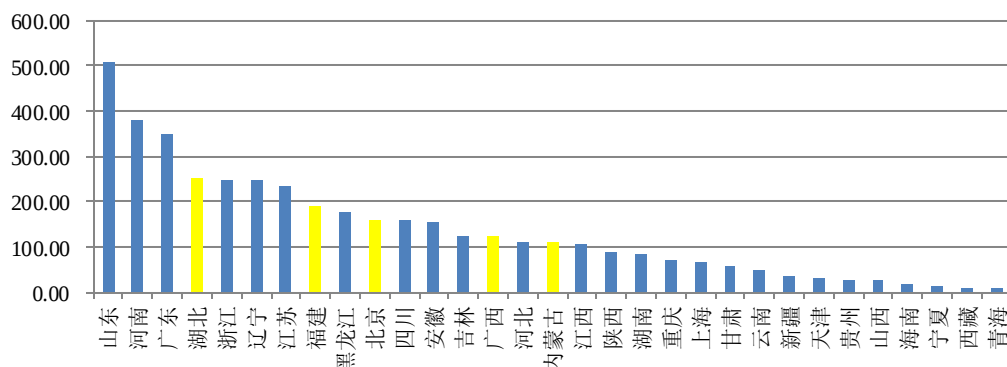
资料来源：民生证券研究所

广东市场销量猛增，增长幅度超过 30%。今年给广东的任务是 35 万吨，从目前情况看，肯定可以超过 40 万吨。除广东市场外，四川、山西、新疆等新进入地区的增长速度特别快。四川的 10 万吨产能已经达产。

按照十一五计划目标，今年的销量要达到 500 万吨，从目前情况看已经可以确保完成。但是要达到 510 万吨目标，有一定压力。

图 3：09 年分省区啤酒产量

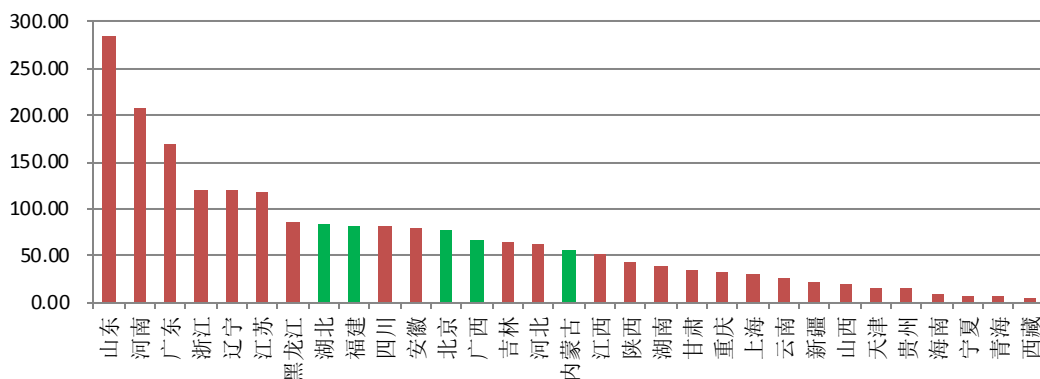
单位：万吨



资料来源：Wind 资讯，民生证券研究所

图 4：10 年上半年分省区啤酒产量

单位：万吨



资料来源：Wind 资讯，民生证券研究所

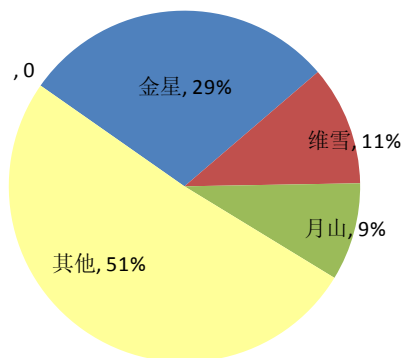
二、收购月山，进军河南市场

8 月底，燕京收购了河南月山啤酒 90% 的股份，在河南取得了一个立足点。公开资料显示，月山啤酒在焦作地区市场占有率高达 90%，并且以焦作周边 200 公里以内的重点市场占有率达到 35%。2009 年，月山啤酒在河南市场的份额仅次于金星和维雪，排在第三位。月山啤酒的两家工厂分别位于焦作和驻马店，市场辐射能力较强，有助于燕京布局河南全省。

河南近年来一直是仅次于山东的第二啤酒大省，市场容量大。但长期以来啤酒市场厂家众多，竞争激烈，企业盈利由于价格战始终处于较低水平。近两年，经过长期竞争，河

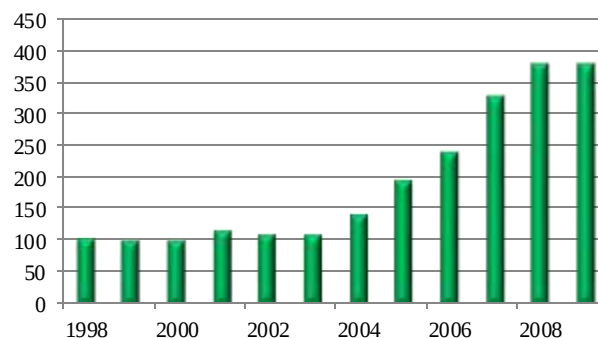
南市场已经出现了金星、维雪、月山和奥克等优势企业。大量中小企业的竞争力和持续经营能力由于价格战而严重削弱。同时，燕京等行业巨头在周边省市的布局逐步完善。国内外啤酒巨头开始布局河南。今年上半年，华润雪花啤酒收购了郑州奥克啤酒。另有传闻称青岛啤酒正在与维雪啤酒接洽。燕京在此时收购月山啤酒，使其在河南市场的新一轮竞争中取得了比较有利的出发阵地。

图 5: 月山在河南市场占有率价高



资料来源：民生证券研究所

图 6: 河南啤酒市场容量大，近年来增长迅速 单位：万吨



资料来源：Wind 资讯，民生证券研究所

三、原料价格将略有上涨，对业绩影响不大

目前燕京啤酒的成本构成中大麦占约 20%，大米约占 10%，包装物约占 25%，人工成本在 10% 以上。吨酒耗粮 150 多公斤（包括大米和大麦）。

燕京啤酒使用国产和进口大麦的比例，通常根据价格对比情况进行调整。一般情况下进口大麦比例要高一些。国外啤酒大麦种植面积大，批次大，品质比较一致，杂质少，因此制成率高于国产大麦。

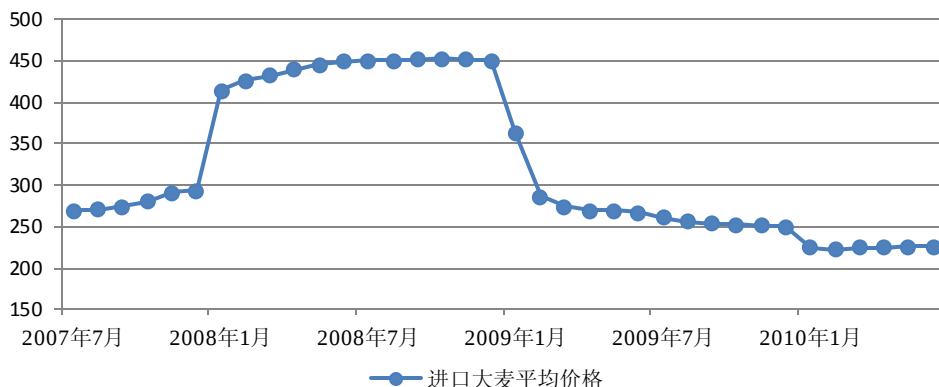
从长期来看，国外啤酒大麦价格相对稳定，通常在 200-300USD 之间波动。但 08 年波动较大，上涨至接近 500 美元，08 年底开始回落，至 09 年初，降至略高于 200 美元。已经处于较低水平，近期有所反弹，略高于 300USD。10 年度，澳大利亚啤酒大麦产量预计将减少 10%，欧洲和加拿大与往年相比变化不大。

国内方面，今年国内大麦种植面积有所减少，主要是由于 08 年大麦价格暴涨，引起种植面积大幅度增加，09 年收获的带到目前仍有库存。目前国产大麦价格比较平稳，约 1700 元/吨。从总体供求关系上，今年与往年大致相当，供给略有减少。

燕京啤酒已经获得进出口经营权，进口大麦的采购直接进行。目前的库存仍可维持一段时间。现在采购的大麦是供明年使用的。明年的大麦价格仍不能确定，估计将维持在 300 美元以上。

图 7: 进口大麦平均价格自今年年初以来有所回升

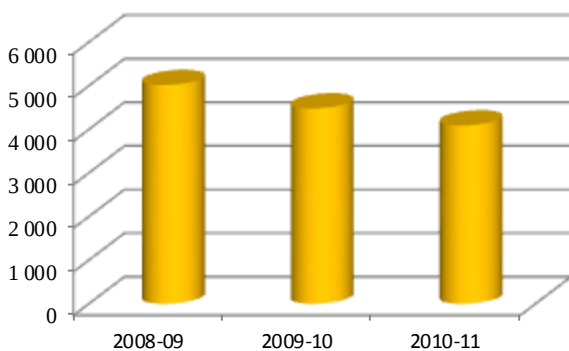
单位: 美元/吨



资料来源: Wind 资讯, 民生证券研究所

图 8: 澳大利亚啤酒大麦种植面积减少

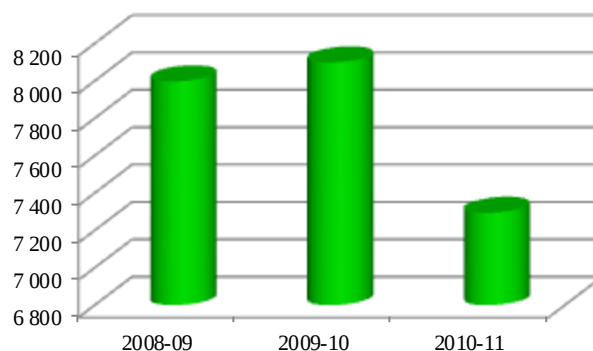
单位: 千公顷



资料来源: 民生证券研究所

图 9: 预计今年澳大利亚啤酒大麦产量将减少

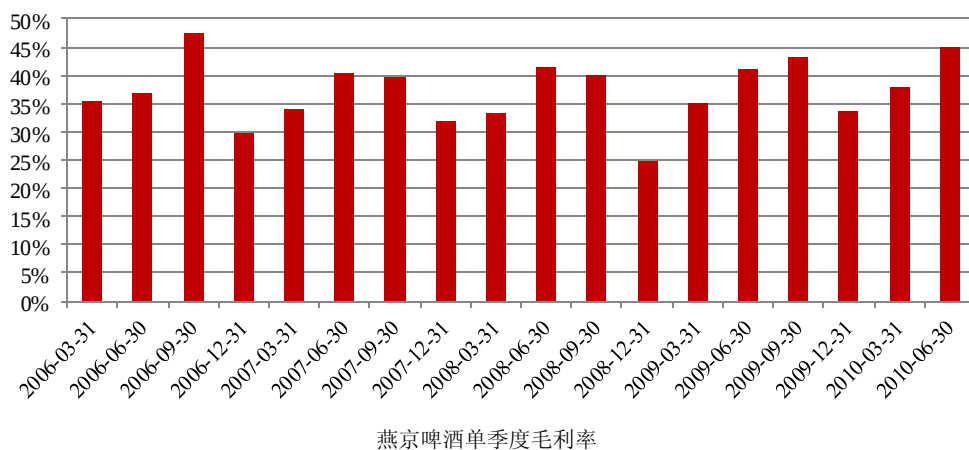
单位: 千吨



资料来源: 民生证券研究所

目前, 燕京已经掌握了北京和广西两个绝对优势的市场, 加上在采购和工艺方面的优势, 具备了相当的议价能力和成本承受能力。原料价格的小幅度波动对燕京的业绩影响有限。

图 10: 08 年的大麦价格上涨对燕京啤酒的毛利率影响有限



燕京啤酒单季度毛利率

资料来源: Wind 资讯, 民生证券研究所

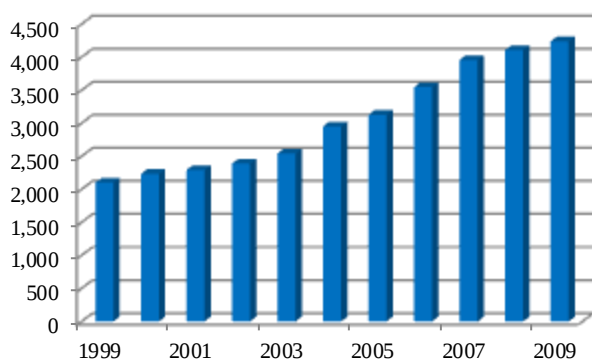
四、行业前景看好，规模和盈利水平将持续提高

公司认为，啤酒行业处于良性发展的态势。

第一，啤酒的销量近年来一直持续稳定增长。虽然近两年由于天气等原因增长速度略有下降，但是未来 5 年，甚至 5-10 年内，保持 7% 或更高速度是没有问题的。因为啤酒人均消费量还比较低，尤其是广大的中西部地区和农村人均消费量更低，近年来中西部地区和农村收入的增长，将促进啤酒消费量的持续增长。

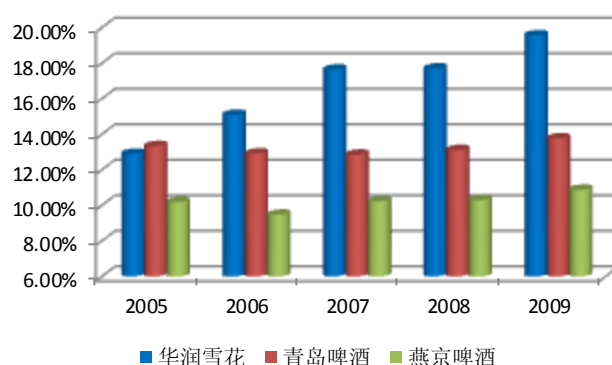
第二，目前啤酒的价格水平仍在非常低的水平上，啤酒消费额占居民收入的比例还很小。随着老百姓生活方式的改变，啤酒消费方式正在发生变化，由过去以家庭消费为主，转向以餐饮消费为主。消费者对价格的敏感程度越来越低。而且随着行业集中度的提高，消费者对品牌越来越重视。中国啤酒行业的产品价格水平在逐渐提高。相应的啤酒行业的利润水平未来若干年内会继续提高。

图 11: 全国啤酒总产量一直保持稳步增长 单位: 万吨



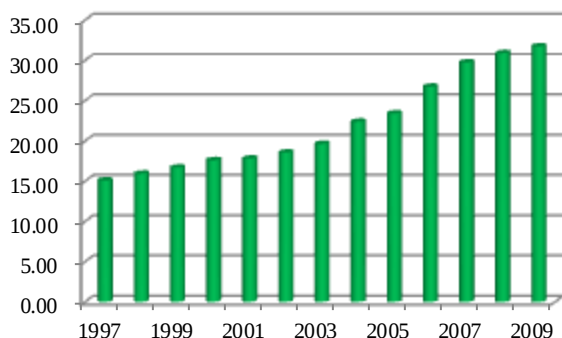
资料来源: Wind 资讯, 民生证券研究所

图 12: 市场集中度不断提高, 前三名的份额不断提高



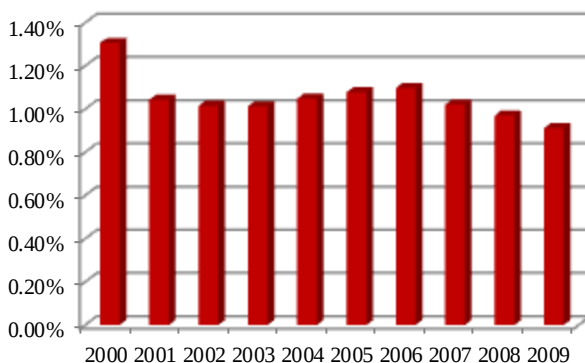
资料来源: 民生证券研究所

图 13: 我国人均啤酒消费量稳步增长 单位: 公升



资料来源: Wind 资讯, 民生证券研究所

图 14: 啤酒在居民消费支出中的比例仍然很小



资料来源: Wind 资讯, 民生证券研究所

五、外资啤酒短期内对行业格局影响有限

目前国外啤酒巨头已经相继进入我国市场，控制了相当大的产能，并占据了一定的市场份额。但是，短期内尚不能对行业格局产生重大影响，原因在于外资进入中国后，基本上是以原来的管理团队，原来的品牌，在原来的市场各自经营。另外，英博和嘉士伯为代表的外资啤酒企业，在国内并没有很强的品牌。例如英博的雪津和哈啤，目前仍是相对较弱的品牌。总体而言，外资啤酒企业还没有形成合力，因此短期内对行业格局的影响还不会太明显。

六、估值和投资建议

预计燕京啤酒 10 年、11 年、12 年 EPS 分别为 0.69 元、0.83 元、0.97 元，合理的估值区间为 23.5 元-26.4 元，给予燕京啤酒“谨慎推荐”评级。

七、风险提示

- 1、啤酒的销售旺季集中在夏秋两季，异常天气可能引起销量的波动。
- 2、国外啤酒大麦主产国的产量可能造成国际市场啤酒大麦价格剧烈波动。

公司财务报表数据预测汇总

利润表				
项目 (百万元)	2009A	2010E	2011E	2012E
一、营业总收入	9,490	10,629	12,223	14,057
减：营业成本	5,713	6,324	7,273	8,364
营业税金及附加	1,121	1,249	1,418	1,617
销售费用	1,013	1,127	1,296	1,490
管理费用	743	829	953	1,096
财务费用	68	28	(14)	(37)
资产减值损失	14	16	18	21
加：投资收益	0	0	0	0
二、营业利润	819	1,057	1,279	1,506
加：营业外收支净额	110	106	122	141
三、利润总额	928	1,163	1,401	1,647
减：所得税费用	176	174	210	247
四、净利润	752	988	1,191	1,400
归属于母公司的利润	627	830	1,000	1,176
五、基本每股收益 (元)	0.52	0.69	0.83	0.97
主要财务指标				
项目				
EV/EBITDA	/	18.64	15.83	13.34
成长能力：				
营业收入同比	15.1%	12.0%	15.0%	15.0%
营业利润同比	65.9%	29.1%	21.0%	17.8%
净利润同比	39.1%	31.4%	20.5%	17.5%
营运能力：				
应收账款周转率	3.85	4.29	4.49	4.49
存货周转率	0.81	0.88	0.85	0.67
总资产周转率	0.98	0.93	1.62	1.76
盈利能力与收益质量：				
毛利率	39.8%	40.5%	40.5%	40.5%
净利率	6.6%	7.8%	8.2%	8.4%
总资产净利率 ROA	6.4%	8.2%	8.3%	6.7%
净资产收益率 ROE	9.0%	10.8%	11.6%	12.1%
资本结构与偿债能力：				
流动比率	1.23	1.90	1.67	1.43
资产负债率	27.1%	20.2%	34.1%	51.3%
长期借款/总负债	0.3%	0.4%	0.0%	0.0%
每股指标 (元)				
每股收益	0.52	0.69	0.83	0.97
每股经营现金流量	0.00	1.59	3.56	7.10
每股净资产	0.00	7.96	8.94	10.10

资料来源：民生证券研究所

资产负债表				
项目 (百万元)	2009A	2010E	2011E	2012E
货币资金	1,042	1,715	6,029	14,657
应收票据	34	32	37	42
应收账款	108	117	134	155
预付账款	225	213	244	281
其他应收款	71	74	86	98
存货	2,430	2,530	2,909	3,346
其他流动资产	0	0	0	0
流动资产合计	3,910	4,680	9,439	18,579
长期股权投资	67	67	67	67
固定资产	6,851	6,592	6,329	6,061
在建工程	352	264	176	88
无形资产	613	601	588	576
其他非流动资产	0	0	0	0
非流动资产合计	7,945	7,524	7,160	6,792
资产总计	11,856	12,204	16,599	25,370
短期借款	1,205	0	0	0
应付票据	24	53	121	279
应付账款	553	1,225	2,818	6,480
预收账款	278	615	1,415	3,254
其他应付款	884	492	1,131	2,601
应交税费	92	74	170	390
其他流动负债	0	0	0	0
流动负债合计	3,188	2,459	5,654	13,004
长期借款	9	9	0	0
其他非流动负债	17	0	0	0
非流动负债合计	25	9	0	0
负债合计	3,214	2,467	5,654	13,004
股本	1,210	1,210	1,210	1,210
资本公积	3,653	3,653	3,653	3,653
留存收益	2,492	3,322	4,323	5,498
少数股东权益	1,287	1,445	1,636	1,860
所有者权益合计	8,642	9,631	10,822	12,221
负债和股东权益合计	11,856	12,098	16,476	25,226
项目 (百万元)				
经营活动现金流量	2,059	1,921	4,310	8,590
投资活动现金流量	(891)	0	0	0
筹资活动现金流量	(1,004)	(1,249)	5	37
现金及等价物净增加	164	672	4,315	8,628

插图目录

图 1: 燕京优势省区的啤酒市场容量稳定增长.....	3
图 2: 燕京在广东市场的销量迅速增长.....	3
图 3: 09 年分省区啤酒产量.....	4
图 4: 10 年上半年分省区啤酒产量.....	4
图 5: 月山在河南市场占有率价高.....	5
图 6: 河南啤酒市场容量大, 近年来增长迅速.....	5
图 7: 进口大麦平均价格自今年年初以来有所回升.....	6
图 8: 澳大利亚啤酒大麦种植面积减少.....	6
图 9: 预计今年澳大利亚啤酒大麦产量将减少.....	6
图 10: 08 年的大麦价格上涨对燕京啤酒的毛利率影响有限.....	6
图 11: 全国啤酒总产量一直保持稳步增长.....	7
图 12: 市场集中度不断提高, 前三名的份额不断提高.....	7
图 13: 我国人均啤酒消费量稳步增长.....	7
图 14: 啤酒在居民消费支出中的比例仍然很小.....	7

分析师简介

王学谦，厦门大学经济学硕士，从业两年，服务于民生证券两年。对啤酒、番茄酱等行业有比较深入的研究。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供民生证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、推测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。本公司版权所有并保留一切权利。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	推荐	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	推荐	相对沪深 300 指数涨幅 5%以上
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 5%以上

机构销售

	北京	上海	深圳
联系人	郭 明	孟 辉	韦珂嘉
电 话	010-85127661	021-64274383	010-85127650
手 机	13401098997	13916107040	13701050353
E-mail	guomingyjs@mszq.com	menghui@mszq.com	weikejia@mszq.com