

分析师： 乔洋 (8621) 68751126 qiaoyang@cjsc.com.cn 执业证书编号： S0490510120007

联系人： 杨靖凤 (8621) 68751126 appi\_claret@hotmail.com

## 扩产稳健 提价从容：关注气温和内生性行业分化

### 事件描述

我们于 2011 年 4 月底调研了燕京啤酒（000729），与公司高管进行了深入的沟通。交流重点主要集中于行业发展阶段、燕京发展规划、成本状况、区域市场等方面。主要内容如下，请参考。

### 事件评论

#### 第一， 销量计划双位数增长；产能扩充稳步推进

1 季度公司销售啤酒 106 万千升，同比增长约 13%，比行业销售增速高 6 个百分点。预计 2011 年公司销量有两位数增长，2010 年公司总共销售啤酒 503 万千升（含托管）；据此计算，550 万千升以上销量是保守预计。尤其是，2010 年全年增速 7.71%，部分原因在于北京和福建等主销区域冬季气温偏冷所致。而今年 4 月以来，我国多个地区气温相比同期有偏高迹象，按照气象学标准，气温连续 5 天在 30 度以上即可判定入夏；我们在年初的啤酒行业报告中提到（《啤酒行业观察（二）：短期因素综述》，2011-1-10），由厄尔尼诺向拉尼娜的转变，很可能带来夏季高热，对啤酒等行业销量具有直接影响。对此，我们将拭目以待。

#### 第二， 成本结构性增长

直接成本中，大麦和人工成本的增长比较突出，包装物成本变动不大。

公司一般在三季度之前将第二年所需的大麦采购充足。进口啤酒大麦价格由去年初的 200 美元/吨，一路上涨到目前 350 美元/吨水平，公司借低点加大采购，分别于 2010 年上半年和三季度采购完毕。假设两次分别采购一半，则估算进口大麦综合成本在 260 美元/吨，同比增长约 30%；**增加成本约 6%，考虑到销量增长，推算成本上涨约 9%**（进口大麦比例 60%，大麦占成本比例 30%）。

#### 图 1：我国从澳大利亚进口大麦价格依旧维持在高位



资料来源：公司公告，长江证券研究部

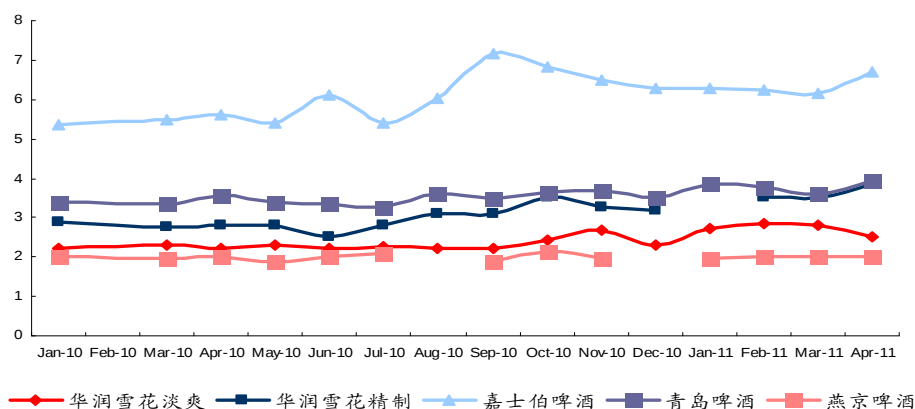
人工成本方面，由于今年以来物价上涨比较大，另外国有企业工资一般在当地保持中上水平，预计一线职工工资薪酬会继续调整。2010 年，公司人均薪酬约上涨了 16%；今年预计仍有 15% 的上调幅度。工资薪酬占成本比例约 25%（按照 40% 毛利推算），我们判断工资上调带来的成本提高为 3% 左右。

两者累计，将影响成本约 10 个百分点。成本上涨对毛利率的侵蚀，在 2011 年一季报已经体现；不过后续我们测算，目前的吨酒价格调整，应当能够覆盖成本的上涨。

### 第三，吨酒价格有望增长明显

吨酒价格的上涨，由两方面动能促成。一方面来自于价格的直接上调，一方面来自于产品结构调整。年初北京市场的主力产品已经提价，幅度在两位数；按照公司分地区逐步提价的策略，预计在接下来的 1~2 个月内逐步对产品价格作出调整。

图 2：国内主要啤酒品牌终端价格一览



资料来源：长江证券研究部

通过产品结构调整升级实现价格调整，在购买力提升的中期背景下更为值得关注。尤其是，我们一直在思考：当集中度提升到 CR4 约 70% 的水平时，同质化和区域竞争同产品结构升级的关系是值得研究的课题。内生性增长是否会加速？这对于行业传统的规模化逻辑是鲜明挑战。

公司目前主品牌产品比重占到 60%；加上三个副品牌已经超过 90%。其中，中高档啤酒比例超过 30%。

正常年份，通过产品结构调整约能够带来年出厂价 5% 的提升；像今年这种成本上涨的周期，综合出厂价提升幅度将

更大。我们推断，从北京市场价格调整情况看，出厂价应当有 10-15% 的调整幅度。公司对于成本采用加权平均计价，从而 1 季度的成本应当就是折算的高成本。从而我们判断，公司后续毛利率应当有显著回升。

#### 第四， 区域增长稳步推进

分区域看，广西市场、内蒙市场、广东市场累计增长 25 万千升，贡献率 2010 年销量增长的近 70%；而四川市场、新疆市场均实现较快达产和盈利。

2010 年公司重点侧重于跨越实施“大西南”市场发展战略，在进入山西市场之后，今年准备进入云南市场；同时四川、新疆扩建也将进行。预计产能增长约 100 万吨。

表 1: 燕京各品牌概况汇总

|      | 区域   | 品牌       | 自建&收购历史                                               | 备注                                                         |
|------|------|----------|-------------------------------------------------------|------------------------------------------------------------|
| 主品牌  | 北京   | 燕京主品牌    | 1995 年 9 月 14 日收购华斯啤酒厂                                | 总部承担营销费用、主品牌的推广、总部的管理等（央视媒体的等费用）；各个地区、市场承担各自的营销和广告费        |
|      | 广西   | 漓泉       | 2002 年 7 月 16 日收购漓泉啤酒厂 68% 股份；2008 年自建广西玉林基地          |                                                            |
|      | 内蒙古  | 雪鹿/赤峰主品牌 | 2000 年 11 月 20 日收购包头雪鹿啤酒厂                             | 内蒙有 2 个公司（雪鹿，赤峰主品牌）销量基本一样，利润基本一样；包头利润 6000-7000 万，整体 1.5 亿 |
|      | 优势外埠 | 福建       | 2003 年 7 月 20 日收购惠泉 38% 股份；2008 年 4 月 21 日收购惠泉 99% 股份 |                                                            |
|      |      | 广东       | 2008 年自建广东佛山基地                                        | 增速较快，去年 41 万多吨，8 亿多收入（前年 31 万吨多一些，去年增长 30% 几）              |
|      |      | 湖南       | 1999 年收购湖乡啤酒厂 80% 股份；2008 年自建湖南衡阳基地                   |                                                            |
| 新兴外埠 | 四川   |          | 2008 年自建四川南充基地                                        | 基数小，增长比较快                                                  |
|      | 新疆   |          | 2009 年 4 月 20 日自建新疆基地                                 |                                                            |

资料来源：长江证券研究部

#### 第五， 转债实施信心充足，不急一时

转债问题是市场关心的核心问题之一。这次同公司交流，我们感觉公司确实有自己的风格，概括而言：1）不会急于而刻意；2）不会下调而平滑。言外之意，公司将生产、经营的持续发展放在首位，业绩是支撑转债多赢的根基。

#### 第六， 维持“推荐”评级

在以上论述上，我们预测公司 2011-2012 年 EPS 分别为 0.87 元、1.10 元，继续维持“推荐”评级。

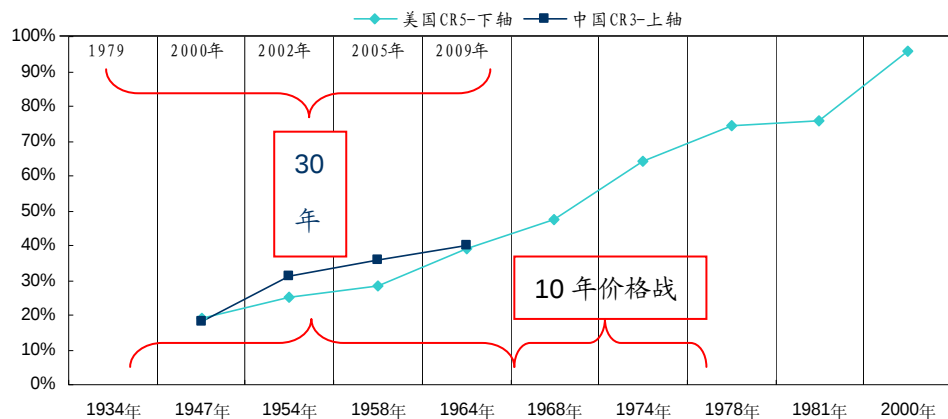
## 附录：行业分化和升级加速的一个思索

在对于燕京啤酒的上一篇点评报告《进一步稳定市场份额，低成本扩张策略正当时》中的末尾处我们论证了行业集中度和利润率的关系，即：啤酒厂商只有在提升其市场占有率之后才会去做差异化进而增厚其利润。而伴随着啤酒行业集中度的不断提高，我们担心的是整个行业会不会因为同质性的加强而从此丧失创新的活力；另一方面，近年来我国啤酒行业的 ROE 水平处于历史高位的现实进一步加剧了我们的担忧。由于一个成熟行业的周转率和杠杆率不会发生显著的变化，因此支撑 ROE 上升的关键因素就是吨酒价格的变化，也即：通过提价和产品结构升级不断提升差异化

程度是未来啤酒行业发展的终极方向，或许我们能从美国啤酒行业的发展历程中看出一些端倪。

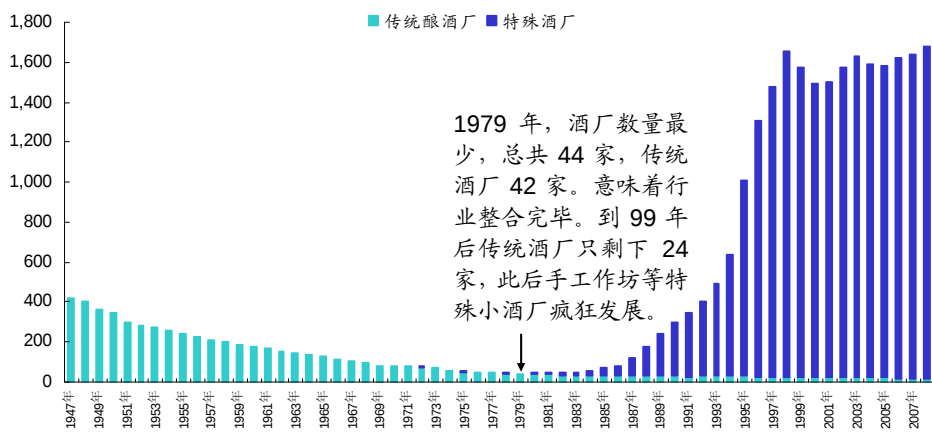
对比中美啤酒行业的集中度，仿佛我国的 1979~2009 就是美国的 1934~1964（中国从几千家小酒厂发展到 CR3 等于 42% 用了 30 年，与美国类同），这一阶段的美国啤酒行业的 CR5 从 1934 年的 20% 上升到 1964 年的 39%，之后的 10 年美国啤酒行业进入价格战，到 1974 年，价格战才基本结束，CR5 达到 64%（这个时候的酒厂数量已降到历史最低水平，意味着行业整合的接近完成）。

图 3：中、美啤酒行业集中度对比



资料来源：长江证券研究所

图 4：美国啤酒厂数量变化



资料来源：长江证券研究所

随后从 1980s 开始美国啤酒行业从价格战走向品牌战，高中低档多品牌战略并行，1983 年只剩下 80 家啤酒厂，前 6 企业市场占有率达到 92% (Anheuser-Busch, Miller, Heileman, Stroh, Coors, and Pabst)。另一方面 2004 年-2008 年 AB 公司平均吨酒价格从 1088.7 美元涨到 1267.7 美元，平均每年提价 8.6%，08 年金融危机使得吨酒价格有所下降，08 年吨酒 1107.7 美元，走出金融危机后，平均每年提价 3.8%（08 年底美国出现通缩，一直延续到 09 年 10 月份），2010 年一季度吨酒价格提升到 1192 美元。而销量并没有减少，每年销量都保持稳定增长。

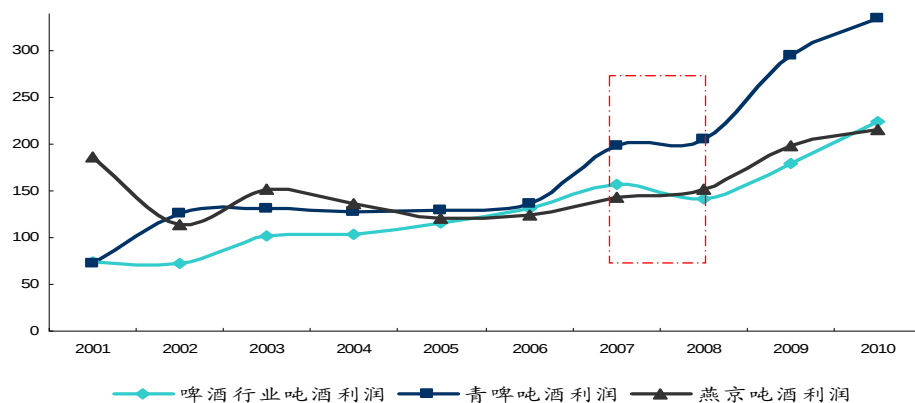
美国的这段历史似乎提示我们：我国啤酒行业下一步将会经历一段时间的价格战以促成行业集中度的进一步提升，而当整合接近完成之时差异化竞争和寡头的提价行为将主导整个行业的竞争格局。

进一步看一下我国的情况，2008 年行业利润出现下滑，但大企业的利润水平却能够保持稳定，这已经能够说明一二线企业之间的距离正在被逐渐拉大，原因就是行业的竞争模式和手段正在逐步升级。而最直观的体现就是无论整个行业

还是龙头企业在 2008 年吨酒价格均有不同程度的跃迁，而雪花啤酒的上涨幅度要明显大于行业。

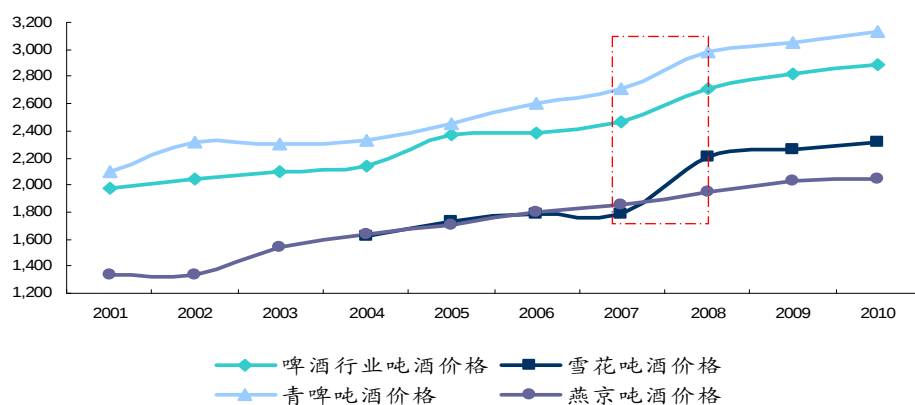
尽管行业整合、盈利改善都是渐进的，因此我们很难判断整合完成的时点，然而不可否认的是：行业盈利拐点正逐步来临！

图 5：行业与龙头企业吨酒利润走势图



资料来源：长江证券研究所

图 6：行业与龙头企业吨酒价格走势图



资料来源：长江证券研究所

## 财务报表及指标预测

| 利润表 (百万元)            |              |               |               |               | 资产负债表 (百万元)    |              |              |              |              |
|----------------------|--------------|---------------|---------------|---------------|----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
|                      | 2010A        | 2011E         | 2012E         | 2013E         |                | 2010A        | 2011E        | 2012E        | 2013E        |
| <b>营业收入</b>          | <b>10298</b> | <b>12152</b>  | <b>14562</b>  | <b>17620</b>  | 货币资金           | 1516         | 756          | 550          | 570          |
| 营业成本                 | 6042         | 6930          | 8194          | 9973          | 交易性金融资产        | 0            | 0            | 0            | 0            |
| <b>毛利</b>            | <b>4257</b>  | <b>5221</b>   | <b>6368</b>   | <b>7647</b>   | 应收账款           | 145          | 171          | 205          | 248          |
| % 营业收入               | 41.3%        | 43.0%         | 43.7%         | 43.4%         | 存货             | 2983         | 3398         | 4004         | 4880         |
| 营业税金及附加              | 1178         | 1390          | 1666          | 2016          | 预付账款           | 431          | 491          | 578          | 705          |
| % 营业收入               | 11.4%        | 11.4%         | 11.4%         | 11.4%         | 其他流动资产         | 0            | 0            | 0            | 0            |
| 销售费用                 | 1212         | 1458          | 1747          | 2114          | <b>流动资产合计</b>  | <b>5078</b>  | <b>4819</b>  | <b>5341</b>  | <b>6408</b>  |
| % 营业收入               | 11.8%        | 12.0%         | 12.0%         | 12.0%         | 可供出售金融资产       | 0            | 0            | 0            | 0            |
| 管理费用                 | 829          | 978           | 1172          | 1419          | 持有至到期投资        | 0            | 0            | 0            | 0            |
| % 营业收入               | 8.1%         | 8.1%          | 8.1%          | 8.1%          | 长期股权投资         | 199          | 199          | 199          | 199          |
| 财务费用                 | 46           | -1            | -2            | -2            | 投资性房地产         | 0            | 0            | 0            | 0            |
| % 营业收入               | 0.4%         | 0.0%          | 0.0%          | 0.0%          | 固定资产合计         | 8507         | 6942         | 5267         | 3429         |
| 资产减值损失               | 8            | 0             | 0             | 0             | 无形资产           | 711          | 676          | 642          | 610          |
| 公允价值变动收益             | 0            | 0             | 0             | 0             | 商誉             | 187          | 187          | 187          | 187          |
| 投资收益                 | 1            | 0             | 0             | 0             | 递延所得税资产        | 11           | 0            | 0            | 0            |
| <b>营业利润</b>          | <b>984</b>   | <b>1396</b>   | <b>1785</b>   | <b>2101</b>   | 其他非流动资产        | -23          | -23          | -23          | -23          |
| % 营业收入               | 9.6%         | 11.5%         | 12.3%         | 11.9%         | <b>资产总计</b>    | <b>14671</b> | <b>12799</b> | <b>11613</b> | <b>10810</b> |
| 营业外收支                | 104          | 100           | 100           | 100           | 短期贷款           | 1631         | 0            | 0            | 0            |
| <b>利润总额</b>          | <b>1088</b>  | <b>1496</b>   | <b>1885</b>   | <b>2201</b>   | 应付款项           | 842          | 959          | 1130         | 1378         |
| % 营业收入               | 10.6%        | 12.3%         | 12.9%         | 12.5%         | 预收账款           | 288          | 340          | 408          | 493          |
| 所得税费用                | 220          | 302           | 381           | 444           | 应付职工薪酬         | 43           | 49           | 58           | 70           |
| 净利润                  | 868          | 1194          | 1504          | 1756          | 应交税费           | 63           | 76           | 92           | 111          |
| <b>归属于母公司所有者的净利润</b> | <b>769.9</b> | <b>1058.5</b> | <b>1333.8</b> | <b>1557.3</b> | 其他流动负债         | 1243         | 1436         | 1700         | 2068         |
| 少数股东损益               | 98           | 135           | 170           | 199           | <b>流动负债合计</b>  | <b>4110</b>  | <b>2860</b>  | <b>3388</b>  | <b>4120</b>  |
| <b>EPS (元/股)</b>     | <b>0.64</b>  | <b>0.87</b>   | <b>1.10</b>   | <b>1.29</b>   | 长期借款           | 150          | 150          | 150          | 150          |
| <b>现金流量表 (百万元)</b>   |              |               |               |               | 应付债券           | 0            | 0            | 0            | 0            |
|                      | 2010A        | 2011E         | 2012E         | 2013E         | 递延所得税负债        | 0            | 0            | 0            | 0            |
| <b>经营活动现金流净额</b>     | <b>1548</b>  | <b>3206</b>   | <b>3556</b>   | <b>3785</b>   | 其他非流动负债        | 902          | 902          | 902          | 902          |
| 取得投资收益               | 1            | 0             | 0             | 0             | <b>负债合计</b>    | <b>5162</b>  | <b>3912</b>  | <b>4440</b>  | <b>5172</b>  |
| 收回现金                 |              |               |               |               | 归属于母公司         | 8175         | 10259        | 11593        | 13150        |
| 长期股权投资               | -196         | 0             | 0             | 0             | 所有者权益          |              |              |              |              |
| 无形资产投资               | 0            | 0             | 0             | 0             | 少数股东权益         | 1334         | 1469         | 1640         | 1839         |
| 固定资产投资               | -1836        | -522          | -546          | -476          | <b>股东权益</b>    | <b>9509</b>  | <b>11729</b> | <b>13233</b> | <b>14989</b> |
| 其他                   | -281         | 0             | 0             | 0             | <b>负债及股东权益</b> | <b>14671</b> | <b>15641</b> | <b>17673</b> | <b>20161</b> |
| <b>投资活动现金流净额</b>     | <b>-2312</b> | <b>-522</b>   | <b>-546</b>   | <b>-476</b>   | <b>基本指标</b>    |              |              |              |              |
| 债券融资                 | 1120         | 0             | 0             | 0             |                | 2010A        | 2011E        | 2012E        | 2013E        |
| 股权融资                 | 0            | 1026          | 0             | 0             | EPS            | 0.636        | 0.875        | 1.102        | 1.287        |
| 银行贷款增加 (减少)          | 449          | -12           | 0             | 0             | BVPS           | 6.75         | 8.48         | 9.58         | 10.87        |
| 筹资成本                 | 398          | 1             | 2             | 2             | PE             | 7.40         | 5.39         | 4.27         | 3.66         |
| 其他                   | -738         | 0             | 0             | 0             | PEG            | 0.28         | 0.20         | 0.16         | 0.14         |
| <b>筹资活动现金流净额</b>     | <b>1229</b>  | <b>1015</b>   | <b>2</b>      | <b>2</b>      | PB             | 0.70         | 0.56         | 0.49         | 0.43         |
| <b>现金净流量</b>         | <b>465</b>   | <b>3700</b>   | <b>3013</b>   | <b>3311</b>   | EV/EBITDA      | 3.55         | 1.45         | 1.31         | 1.19         |
|                      |              |               |               |               | ROE            | 9.4%         | 10.3%        | 11.5%        | 11.8%        |

## 对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

| 姓名  | 分工      | 电话              | E-mail                             |
|-----|---------|-----------------|------------------------------------|
| 伍朝晖 | 副主管     | (8621) 68752398 | 13564079561 wuzh@cjsc.com.cn       |
| 甘 露 | 华东区总经理  | (8621) 68751916 | 13701696936 ganlu@cjsc.com.cn      |
| 鞠 雷 | 华南区总经理  | (8621) 68751863 | 13817196202 julei@cjsc.com.cn      |
| 程 杨 | 华北区总经理  | (8621) 68753198 | 13564638080 chengyang1@cjsc.com.cn |
| 李劲雪 | 上海私募总经理 | (8621) 68751926 | 13818973382 lijx@cjsc.com.cn       |
| 张 晖 | 深圳私募总经理 | (0755) 82766999 | 13502836130 zhanghui1@cjsc.com.cn  |

## 投资评级说明

|      |                                                                                                                                                                                                                     |
|------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 行业评级 | 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：<br>看好： 相对表现优于市场<br>中性： 相对表现与市场持平<br>看淡： 相对表现弱于市场                                                                                                          |
| 公司评级 | 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：<br>推荐： 相对大盘涨幅大于 10%<br>谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5%~10%之间<br>中性： 相对大盘涨幅在-5%~5%之间<br>减持： 相对大盘涨幅小于-5%<br>无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。 |

## 重要声明

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：Z24935000。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本公司及作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅仅为本公司所有，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。如引用须注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。