



北京燕京啤酒股份有限公司 2010 年度可转换公司债券跟踪评级报告

大公报 SD【2013】061 号

跟踪评级

可转换公司债券信用等级: **AA+**

主体信用等级: **AA+**

评级展望: 稳定

上次评级

可转换公司债券信用等级: **AA+**

主体信用等级: **AA+**

评级展望: 稳定

本期发债额度: 11.30 亿元

上次评级时间: 2012.06

债券存续期间: 2010.10.15 - 2015.10.14

主要财务数据和指标 (人民币亿元)

项目	2013.3	2012	2011	2010
总资产	182.53	182.24	166.79	146.71
所有者权益	110.73	110.27	101.39	95.09
营业收入	28.69	130.33	121.37	102.98
利润总额	0.97	8.56	11.88	10.88
经营性净现金流	5.74	13.33	8.24	15.48
资产负债率 (%)	39.34	39.49	39.21	35.18
债务资本比率 (%)	24.65	25.99	26.29	22.13
毛利率 (%)	34.82	38.43	40.87	41.33
总资产报酬率 (%)	-	5.99	8.25	7.94
净资产收益率 (%)	0.52	5.93	9.05	9.13
经营性净现金流利息保障倍数 (倍)	-	4.38	3.48	14.95
经营性净现金流/总负债 (%)	7.99	19.41	14.08	59.99

注: 2013 年 3 月财务数据未经审计。

评级小组负责人: 郑孝君

评级小组成员: 柳红红

联系电话: 010-51087768

客服电话: 4008-84-4008

传 真: 010-84583355

Email : rating@dagongcredit.com

跟踪评级观点

北京燕京啤酒股份有限公司(以下简称“燕京啤酒”或“公司”)主要从事啤酒的生产和销售。评级结果反映了我国啤酒销量将进一步增长,公司在国内啤酒市场第一梯队的地位比较稳固,公司在北京等市场的区位优势仍比较明显及本期可转债回售保障系数较高等有利因素;同时也反映了生产啤酒的原辅料价格上涨及人工成本增加推高公司生产成本及公司啤酒生产与行业前两名相比仍存在一定差距等不利因素。

综合分析,大公对公司 2010 年度可转换公司债券信用等级维持 AA+, 主体信用等级维持 AA+, 评级展望维持稳定。

有利因素

- 随着我国居民收入水平的提高及中西部地区经济的发展,我国啤酒销量将继续提高;
- 我国啤酒行业集中度进一步提高,公司在国内啤酒市场第一梯队的地位比较稳固;
- 公司在北京、广西和内蒙古等基地市场的区位优势仍比较明显,同时在云南、四川、新疆、河南等地区继续保持较快发展;
- 公司对本期债券的回售保障系数较高。

不利因素

- 生产啤酒的原辅料价格及人工成本继续上涨,推高了公司生产成本;
- 公司与行业内前两名企业相比,在生产规模与盈利能力上仍存在一定的差距。

大公国际资信评估有限公司
二〇一三年四月二十九日

大公信用评级报告声明

为便于报告使用者正确理解和使用大公国际资信评估有限公司（以下简称“大公”）出具的本信用评级报告（以下简称“本报告”），兹声明如下：

一、大公及其评级分析师、评审人员与发债主体之间，除因本次评级事项构成的委托关系外，不存在其他影响评级客观、独立、公正的关联关系。

二、大公及评级分析师履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具本报告遵循了客观、真实、公正的原则。

三、本报告的评级结论是大公依据合理的技术规范和评级程序做出的独立判断，评级意见未因发债主体和其他任何组织机构或个人的不当影响而发生改变。

四、本报告引用的受评对象资料主要由发债主体提供，大公对该部分资料的真实性、及时性和完整性不作任何明示、暗示的陈述或担保。

五、本报告的分析及结论只能用于相关决策参考，不构成任何买入、持有、或卖出等投资建议。

六、本报告信用等级在本报告出具之日至本期债券到期兑付日有效，在有效期限内，大公拥有跟踪评级、变更等级和公告等级变化的权利。

七、本报告版权属于大公所有，未经授权，任何机构和个人不得复制、转载、出售和发布；如引用、刊发，须注明出处，且不得歪曲和篡改。

跟踪评级说明

根据燕京啤酒 2010 年度可转换公司债券信用评级的跟踪评级安排，大公对公司 2012 年以来的经营和财务状况以及履行债务情况进行了信息收集和分析，并结合公司外部经营环境变化等因素，得出跟踪评级结论。

本次可转债的转换情况

根据有关规定和公司《可转换公司债券募集说明书》的约定，公司该次发行的“燕京转债”自 2011 年 4 月 15 日起可转换为公司 A 股股份。截至 2013 年 3 月 31 日，本期可转债因回售减少 262,268,100 元，因转股减少 784,342,500 元，债券余额为 83,389,400 元。截至 2013 年 3 月 31 日燕京啤酒总股本为 2,522,587,229 股。

发债主体

燕京啤酒系经北京市人民政府京政函（1997）27 号文件批准，由北京燕京啤酒有限公司（2012 年更名为“北京燕京啤酒投资有限公司”，以下简称“燕京有限”）、北京市西单商场股份有限公司和北京市牛栏山酒厂共同发起，以募集设立方式设立的股份有限公司。公司股票于 1997 年 7 月在深圳证券交易所挂牌上市交易，股票代码为 000729。截至 2013 年 3 月末，公司总股本为 25.23 亿元，控股股东为燕京有限，实际控制人为北京市人民政府。

公司主要从事啤酒的生产和销售，位居国内前四大啤酒生产企业。2012 年末，公司纳入合并报表范围或直接控股或全资子公司共 30 家，其中生产及销售啤酒的子公司 24 家。

宏观经济和政策环境

2013 年一季度，中国国民经济增速继续放缓，固定资产投资增长较快，货币供应量稳定增长，新增贷款同比增长；预计未来 1~2 年，中国经济增长水平将阶段性放缓，但长期来看经济将保持平稳较快增长

2013 年一季度，中国国民经济增速继续放缓，实现国内生产总值（GDP）11.89 万亿元，按可比价格计算，同比增长 7.7%，增速同比下降 0.4 个百分点；分产业来看，第一产业增加值 7,427 亿元，同比增长 3.4%；第二产业增加值 54,569 亿元，同比增长 7.8%；第三产业增加值 56,859 亿元，同比增长 8.3%。从环比看，一季度国内生产总值增长 1.6%。

2013 年一季度，固定资产投资较快增长，为 58,092 亿元，同比名义增长 20.9%，增速与 2012 年同期持平，比 2012 年全年加快 0.3 个百分点。分产业看，第一产业投资 930 亿元，同比增长 31.4%；第二产业投资 24,635 亿元，增长 16.2%；第三产业投资 32,527 亿元，增长 24.5%。在第二产业投资中，工业投资 24,254 亿元，同比增长 17.4%；其中，采矿业投资 1,338 亿元，增长 2.7%；制造业投资 20,473 亿元，增长 18.7%；电力、热力、燃气及水的生产和供应业投资 2,443 亿元，增长

15.3%。

货币供应量稳定增长，新增贷款同比增长。2013年3月末，广义货币（M2）余额103.61万亿元，同比增长15.7%，增速比2012年末加快1.9个百分点；人民币贷款余额65.76万亿元，人民币存款余额97.93万亿元。2013年一季度，新增人民币贷款2.76万亿元，同比多增2,949亿元。

预计未来1~2年，受外需疲弱、劳动力增长放缓和发展方式转变等影响，中国经济增长水平将呈现一个阶段性放缓的过程。但长期来看，中国仍处于城镇化、信息化、工业化和农村现代化的进程中，经济结构正在朝着预期的方向转变，经济将保持平稳较快增长。

行业及区域经济环境

随着我国居民收入水平的提高及中西部地区经济的发展，我国啤酒销量将继续提高

亚洲及非洲市场是啤酒销量增长速度最快的市场，其中中国既是全球啤酒消费量最大的国家，也是啤酒产量最大的国家。目前，我国啤酒行业基本进入稳定发展时期。

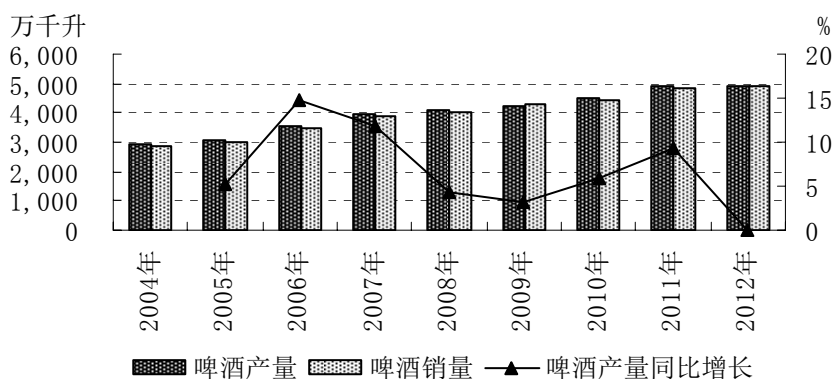


图1 2004~2012年我国啤酒产销量情况

数据来源：Wind 资讯

受国家拉动内需等多重因素影响，市场对啤酒的消费需求稳步增长。目前，与我国消费习惯相似的日本，啤酒人均消费量为50升/年，我国啤酒人均消费量为35升/年左右，随着居民经济水平的提高，未来还有较大的增长空间。2012年我国农村居民人均纯收入达到7,917元，实际增长10.7%，连续三年增幅达到两位数以上，高出GDP实际增速2.9个百分点，延续了增长状态。农村居民人均收入的增长及城镇化率的提高将带动啤酒消费快速增长。随着收入结构调整政策的贯彻落实，未来中西部地区的收入将保持较快的增长速度，啤酒消费空间将被扩大。此外，未来五年啤酒主要消费群体——20~30岁人口占比的扩大，也是支持啤酒消费量增长的一个重要因素。

综合分析，我国啤酒行业进入稳定发展阶段，市场对啤酒的消费需求稳定增长。随着我国居民收入水平的提高及中西部地区经济的发展，我国啤酒销量将继续提高。

我国啤酒行业集中度将进一步提高，中高端啤酒市场竞争将更加激烈

目前，我国前四大啤酒生产企业已占据我国啤酒 60%以上市场份额及 70%的利润，行业集中度较高，但相对美国、日本等发达国家啤酒巨头 90%的市场占有率，我国啤酒行业集中度还有较大的提升空间。目前我国年产量在 20 万升的啤酒生产企业除了上述 4 家啤酒企业之外，其他还有 21 个保持独立性的地方品牌。未来能够被并购的企业较少，并且并购成本较高，因此，未来我国啤酒生产企业主要以自建或扩建产能为主。

由于啤酒原料成本不断上升，低端啤酒利润空间被进一步压缩，中高端啤酒利润则相对较高。此外，我国消费者可支配收入不断增长，经济水平不断提高，对中高端啤酒需求也在不断增强，各品牌啤酒企业竞相进入中高端啤酒市场，我国中高端啤酒市场竞争将更加激烈。

北京市是全国政治、文化和国际交流的中心，综合经济实力多年来保持在全国前列

北京市是全国政治、文化和国际交流中心，其所处环渤海经济区是我国最大的工业密集区，具有人才、技术、政策等诸多优势，其综合经济实力保持在全国前列，其中第三产业规模居中国内地（除港澳台地区）第一。

2012 年，北京地区生产总值 17,801 亿元人民币，同比增长 7.7%。2012 年，北京城镇居民人均可支配收入 36,469 元，扣除价格因素后，实际增长 7.3%，同比增加 0.1 个百分点；农村居民人均纯收入 16,476 元，扣除价格因素后，实际增长 8.2%，同比增加 0.6 个百分点。

燕京啤酒在北京市场拥有绝对的优势地位，品牌知名度较高，北京地区的经济实力及人才、技术、政策等诸多优势为公司的良好发展提供了广阔的市场空间。

经营与竞争

啤酒的生产与销售业务仍然是公司的主营业务，2012 年，公司营业收入与毛利润继续增长；但受生产成本增加影响，公司毛利率有所下降

公司以生产、销售啤酒为主营业务，兼营茶饮料、矿泉水等产品的生产与销售。2012 年，公司经营规模继续扩大，营业收入同比增长 7.38%。

啤酒业务仍然是公司收入和利润的主要来源。2012 年，公司啤酒业务收入及毛利润继续增长；其他业务收入继续增加，但毛利润同比有所下降。

表 1 2010~2012 年及 2013 年 1~3 月公司营业收入及毛利润构成情况（单位：亿元、%）

项目	2013 年 1~3 月		2012 年		2011 年		2010 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
营业收入	28.69	100.00	130.33	100.00	121.37	100.00	102.98	100.00
啤酒	26.92	93.83	122.30	93.84	114.98	94.73	97.70	94.86
其他	1.77	6.17	8.03	6.16	6.39	5.27	5.29	5.13
毛利润	9.99	100.00	50.08	100.00	49.60	100.00	42.57	100.00
啤酒	9.61	96.20	48.16	96.17	47.61	95.97	41.19	96.76
其他	0.38	3.80	1.92	3.83	2.00	4.03	1.38	3.24
毛利率	34.82		38.43		40.87		41.33	
啤酒	35.70		39.38		41.40		42.16	
其他	21.47		23.91		31.28		26.06	

注：其他业务包括茶饮料、矿泉水、饲料和其他，2012 年占营业收入比重分别为 0.93%、0.33%、0.30%和 1.39%。

数据来源：根据公司提供资料整理

从毛利率来看，受啤酒原料成本上涨影响，2012 年，公司啤酒业务毛利率有所降低。

2013 年 1~3 月，公司营业收入为 28.69 亿元，同比增长 9.80%；毛利润为 9.99 亿元，同比增长 10.75%；毛利率为 34.82%，同比增加 0.30 个百分点。

预计未来 1~2 年，公司仍以啤酒业务为主营业务，随着公司生产经营规模的扩大，公司收入将保持稳定增长。

公司啤酒销量规模居行业第四位，在国内啤酒行业第一梯队的地位比较稳固；但与行业前两名相比，在生产规模或盈利能力上仍存在一定差距

经历大规模并购整合后，啤酒行业的生产和销售不断向华润雪花啤酒（中国）有限公司（以下简称“华润雪花”）、青岛啤酒股份有限公司（以下简称“青岛啤酒”）、百威英博啤酒集团（以下简称“百威英博”）和燕京啤酒等龙头企业集中，行业集中度逐年提高。2012 年，四大啤酒企业国内市场份额继续提高至 60.50%，同比上升 2.33 个百分点。

表 2 2010~2012 年我国前四大啤酒企业销量情况（单位：万千升、%）

企业名称	2012 年		2011 年		2010 年	
	销量	占比	销量	占比	销量	占比
华润雪花	1,064	21.71	1,024	20.90	928	20.70
青岛啤酒	790	16.12	715	14.59	635	14.16
百威英博	571	11.65	560	11.43	502	11.20
燕京啤酒	540	11.02	551	11.25	503	11.22
合计	2,965	60.50	2,850	58.17	2,568	57.28
全国	4,902	100.00	4,899	100.00	4,483	100.00

数据来源：根据公开资料整理

2012 年，燕京啤酒增长较慢，市场份额有所下降，销量规模居行业第四位。2012 年，公司啤酒销量下降主要由于内蒙古地区及福建地区销量下降所致。

与华润雪花相比，华润雪花得益于母公司雄厚的资本实力，近年来业务扩张较快。截至 2012 年末，华润雪花在中国内地啤酒经营厂超过 80 家，年产能约为 1,800 万千升。截至 2013 年 3 月末，燕京啤酒年产能约为 708 万千升，与华润雪花相比啤酒产能存在一定差距。与百威英博相比，在全球啤酒缓慢增长的背景下，国际啤酒巨头百威英博已将中国作为其重点市场，近两年产能扩张步伐加速，不断提高市场占有率，2011 年以中国市场销量 560 万千升，首次超过燕京啤酒成为中国啤酒市场的第三大企业。截至 2012 年末，百威英博在中国市场约有 50 家工厂，新建产能目标超过 1,000 万吨。

表 3 2012 年燕京啤酒与青岛啤酒盈利情况比较

项 目	燕京啤酒		青岛啤酒	
	金 额	同 比	金 额	同 比
营业收入（亿元、%）	130.33	11.82	257.82	11.33
毛利率（亿元、%）	38.43	-	40.14	-
净利润（亿元、%）	6.54	-28.74	18.45	2.62

数据来源：根据公开资料整理

与青岛啤酒相比，2012 年，青岛啤酒的啤酒销量高出燕京啤酒 250 万千升，市场占有率高出燕京啤酒 5.1 个百分点。同期，燕京啤酒营业收入和净利润分别是青岛啤酒的 50.55% 和 35.45%。另一方面，青岛啤酒主要定位于中、高端消费人群，在品牌上具有较高的垄断地位，单位产品有更高的收入和盈利能力，具备较高的价格主导权。燕京啤酒的盈利能力及价格主导权低于青岛啤酒。

综合来看，公司啤酒销量规模居行业内第四位，在国内啤酒行业第一梯队的地位比较稳固，但与行业前两名相比，在生产规模或盈利能力上仍存在一定差距。

生产啤酒的原辅料价格及人工成本继续上涨，推高了啤酒生产成本，影响了啤酒行业的毛利率，公司啤酒产品的毛利率也在继续下降

生产啤酒的原辅料主要包括大麦、大米、啤酒花和包装物等，其中大麦是生产啤酒的主要原材料。我国啤酒产量全球第一，导致我国大麦需求量较高，而大麦产业在我国发展相对落后，产量和品质均难以满足啤酒产业发展需要，导致大麦进口依存度较高。2012 年，我国大麦产量为 2,350 千吨，进口量为 2,400 千吨，进口依存度为 50.63%，较 2011 年进口依存度略有增长，其中澳麦占我国大麦总进口量的 82.24%。

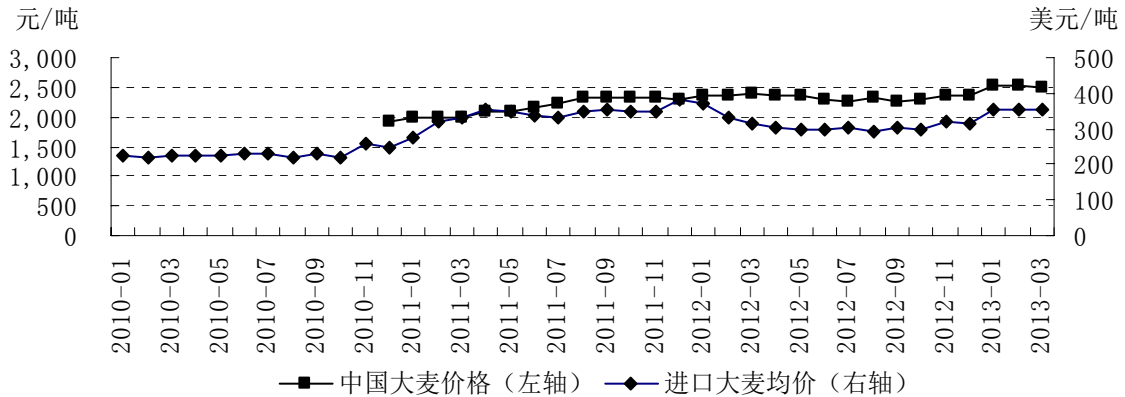


图2 2010年1月~2013年3月我国大麦价格及进口大麦均价

数据来源：Wind 资讯

2012年，我国进口大麦均价有所回落，但仍处于较高水平；2013年1月份以来，大麦进口均价开始上涨，预计2013年，进口大麦价格仍将维持在较高水平。

除大麦价格上涨外，生产啤酒的其他原辅料如大米、啤酒花和包装物及人工成本等，均有不同程度上涨，进一步增加了啤酒企业的生产成本，导致啤酒行业毛利率不断下降，影响了啤酒行业的盈利水平。2012年，公司啤酒产品毛利率降为39.38%，同比下降2.02个百分点。

公司生产啤酒的大麦主要从澳大利亚、加拿大等国际市场以及内蒙古、甘肃等国内市场采购，其中60%~70%的大麦从国外进口；啤酒花主要从新疆、甘肃等地采购。公司对原料供应方要求提供齐全的资质证书，且依据国家标准和绿色食品标准，对每批原料进行进厂检验，有效保证了原料的质量安全。公司长期以来一直与国内外大麦供应商保持着良好的长期合作关系，通过集中采购和科学选择采购时机控制采购成本。同时，公司在内蒙古、新疆建立了麦芽加工基地，以确保国产大麦供应的稳定性。

公司在北京、广西和内蒙古等基地市场的区位优势仍比较明显，同时公司在云南、四川、新疆、河南等地区发展较快，局部地区已经形成优势地位

公司在北京、广西、内蒙古等基地市场的区位优势仍比较明显，其中北京、广西市场占有率在85%以上，内蒙古市场占有率在75%以上。2012年，公司在北京市场的整体销量同比有所增长，受益于产品结构调整，北京地区的盈利水平同比也有所增长。公司在广西地区的市场地位进一步稳固，销量同比增长7%左右。公司在内蒙古地区的销售情况虽然不佳，但在内蒙古市场的地位并未改变。公司在福建市场利润有所下滑，主要是在推广其他地区先进经验的过程中与当地市场状况结合不佳所致。公司在新兴市场，如四川、云南、新疆和河南等地区发展速度较快，局部地区已经形成优势地位。2012年，公司在云南市场啤酒销量17万千升，同比增长59%；四川市场15.16万千升，同比增长7.36%；新疆市场14万千升，同比增长10.43%。

2012年，公司中高档啤酒销量同比增长36%。公司目前以普通酒

为基础，以中档酒为主突破口，以高档酒提升品牌价值。同期，公司“1+3”品牌¹总量为 483 万千升，占总销量的 90%，其中燕京主导品牌为 354 万千升，占总销量的 66%，同比提高近 6 个百分点。

公司将公开增发募集资金 16.40 亿元人民币（已获证监会发审会通过），募集资金主要用于扩大公司啤酒产能，有利于进一步提高公司市场份额，进一步拓展公司优势区域。

公司治理与管理

产权状况与公司治理

公司系经北京市人民政府京政函（1997）27 号文件批准、以募集设立方式设立的股份有限公司，公司股票于 1997 年 7 月在深圳证券交易所挂牌上市交易。截至 2013 年 3 月末，公司股本为 25.23 亿元，控股股东为燕京有限，实际控制人为北京市人民政府。

公司积极推进现代企业管理制度建设，根据《公司法》、《公司章程》等有关法律法规的要求，建立了较为科学和规范的法人治理结构。公司组织机构健全、清晰，其设置能够体现分工明确、相互制约的治理原则。

战略与管理

公司继续坚持“品牌、市场、产品”三大结构调整，继续推进和加强品牌建设，利用品牌结构调整深化产品结构调整，同时不断深化市场结构调整和区域市场整合，提高区域市场竞争力和产品盈利能力。在品牌战略上，公司继续推进“1+3”战略，不断强化“燕京”全国性主品牌地位、“漓泉”、“惠泉”和“雪鹿”三个区域优势品牌地位，提高燕京啤酒品牌整合集中度；在市场战略上，公司继续贯彻“巩固优势市场，扩大优势市场，培育优势市场”的思路，继续在全国市场上进行市场结构调整；在产品战略上，公司继续深化产品结构调整，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，不断提高中高档啤酒比例，实现产品高端化。

抗风险能力

目前，我国啤酒市场前四大生产企业华润雪花、青岛啤酒、百威英博和燕京啤酒已占据 60% 以上的市场份额及 70% 左右的利润，行业集中度较高。2012 年以来，我国啤酒市场行业集中度进一步提高，公司啤酒销量规模仍保持国内前四的行业地位，但与行业内前两名企业相比仍存在一定的差距。2012 年以来，公司在北京、广西和内蒙古等基地市场的区位优势仍比较明显，在云南、四川、新疆、河南等地区发展较快，已形成局部区域优势地位。未来公司将不断提高中高档啤酒比例，实现产品高端化。综合来看，公司抗风险能力很强。

¹ “1”是指“燕京”，“3”是指“漓泉”、“惠泉”和“雪鹿”。“燕京”品牌是全国性品牌，主要市场有北京地区及全国其他市场区域，“漓泉”品牌主要集中在广西市场，“惠泉”品牌主要集中在福建市场，“雪鹿”品牌主要集中在内蒙市场。

财务分析

公司提供了 2012 年和 2013 年 1~3 月财务报表，致同会计师事务所对公司 2012 年财务报表进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计报告，2013 年 1~3 月财务报表未经审计。

资产质量

2012 年以来，公司资产规模持续增长，资产构成仍以非流动资产为主

2012 年以来，公司资产规模持续增长，资产构成仍以非流动资产为主。2012 年末及 2013 年 3 月末，公司非流动资产占比分别为 64.94% 和 65.33%。

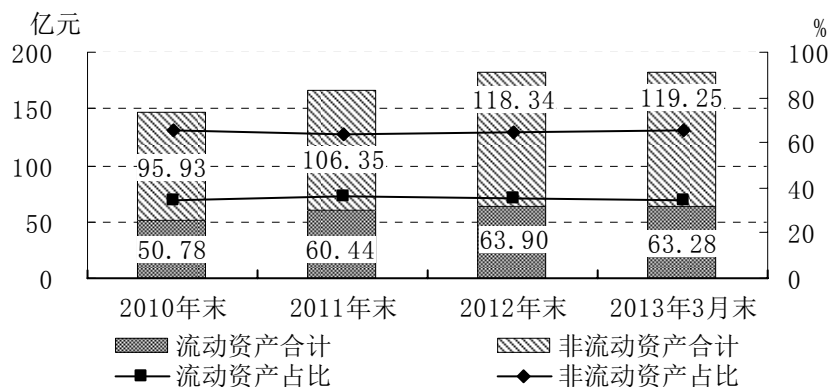


图 3 2010~2012 年末及 2013 年 3 月末公司资产构成

公司流动资产仍主要由存货、货币资金和预付款项构成，2012 年末上述三项合计占流动资产比重为 93.79%。

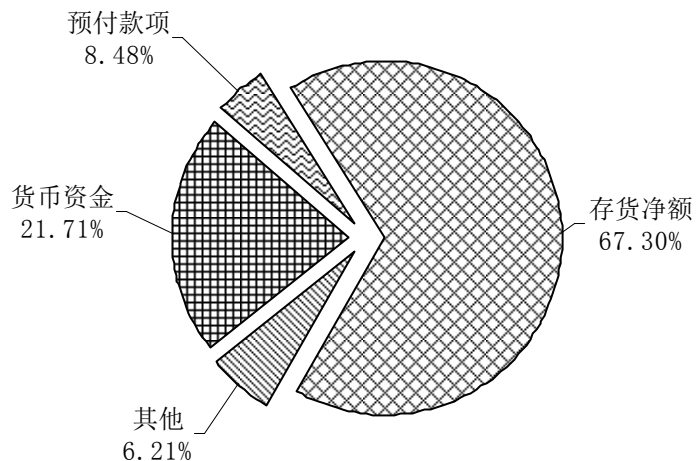


图 4 2012 年末公司流动资产构成

2012 年末，公司存货净额为 43.01 亿元，存货构成中包装物为 22.21 亿元、原材料为 11.13 亿元；2013 年 3 月末公司存货较 2012 年末减少 0.55 亿元。2012 年末，公司货币资金为 13.87 亿元，同比降低

3.51%；2013年3月末，公司货币资金较2012年末增加0.91亿元。2012年末，公司预付款项为3.05亿元，同比继续减少，主要为预付材料款；2013年3月末，公司预付款项较2012年末减少0.34亿元。2012年末，公司应收账款为1.22亿元，同比略有降低，其中账龄在1年以内的占比78.91%，核销账龄超过5年无法收回的应收酒款0.10亿元；2013年3月末，公司应收账款较2012年末略有增长。

公司非流动资产仍主要由固定资产、在建工程和无形资产构成，2012年末上述三项合计占非流动资产比重为95.20%。

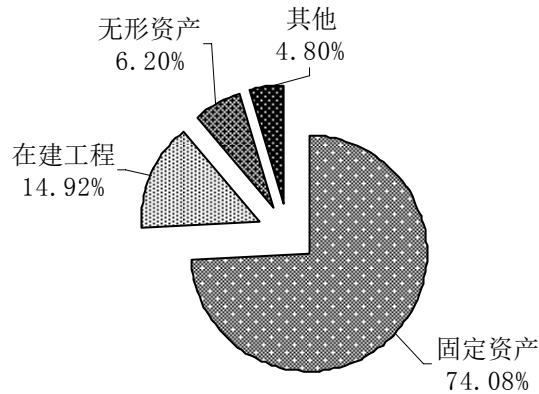


图5 2012年末公司非流动资产构成

2012年末，公司固定资产为87.66亿元，同比继续增长，其中在建工程转入固定资产7.90亿元，公司固定资产主要由房屋及建筑物和机器设备构成；2013年3月末，公司固定资产较2012年末减少4.61亿元。公司在建工程项目较多，2012年末，在建工程金额为17.66亿元，同比增加9.68亿元；2013年3月末，公司在建工程较2012年末继续增加。2012年末，公司无形资产为7.34亿元，同比增加0.46亿元，主要是土地使用权及软件的增加；2013年3月末，公司无形资产较2012年末略有减少。2012年末及2013年3月末，公司商誉均为2.73亿元。

2010~2012年，公司存货周转天数分别为161.27天、174.45天和185.56天，应收账款周转天数分别为3.21天、2.92天和3.37天，由于行业特性所致，公司应收账款周转天数较低；2013年1~3月，公司存货周转天数和应收账款周转天数分别为205.68天和4.07天。

综合来看，公司资产规模仍继续增长，资产构成中仍以非流动资产为主；公司所处行业为快速消费品行业，应收账款周转天数较低。

资本结构

2012年末公司负债规模仍继续增长，2013年3月末略有降低；公司负债构成中仍以流动负债为主，流动比率与速动比率仍有所下降

2012年末，公司负债仍继续增长；2013年3月末略有降低。公司负债构成中仍以流动负债为主，2012年末及2013年3月末，公司流动负债占比分别为96.31%和96.33%。

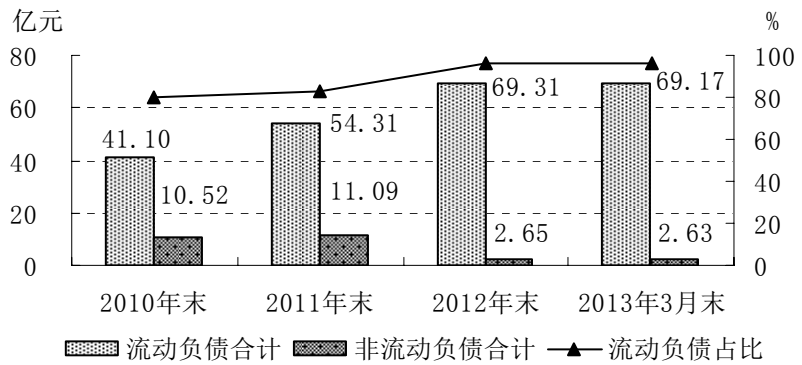


图6 2010~2012年末及2013年3月末公司负债构成

公司流动负债仍主要由短期借款、其他应付款和应付账款构成，2012年末上述三项合计占流动负债比重为87.55%。

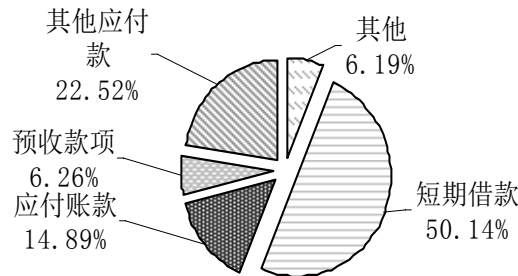


图7 2012年末公司流动负债构成

2012年末，公司短期借款为34.75亿元，其中保证借款10.30亿元、信用借款24.45亿元；2013年3月末，公司短期借款较2013年3月末减少2.33亿元，主要是公司偿还5.88亿元短期借款所致。2012年末，公司其他应付款为15.61亿元，同比增加1.92亿元，主要由包装物押金及保证金构成，其中账龄在1年以内的占比62.75%；2013年3月末，公司其他应付款较2012年末略有增长。2012年以来，公司应付账款继续增长，主要为应付原料款及工程设备款。2012年以来，公司预收款项不断增长，主要为预收货款。

公司非流动负债主要由长期借款和应付债券构成。2012年末，公司长期借款为1.60亿元，全部为信用借款；2013年3月末公司长期借款略有降低。2012年末，公司应付债券为0.73亿元，为2010年10月15日公司发行的5年期“2010年燕京转债”余额。

表4 公司2010~2012年末及2013年3月末公司总有息债务及其构成情况

指标	单位	2013年3月末	2012年末	2011年末	2010年末
短期有息债务	亿元	33.86	36.40	25.33	16.70
长期有息债务	亿元	2.36	2.33	10.83	10.33
总有息债务	亿元	36.22	38.73	36.16	27.03
短期有息债务占总总有息债务比重	%	93.49	93.99	70.06	61.79
长期有息债务占总总有息债务比重	%	6.51	6.01	29.94	38.21
总有息债务占总负债比重	%	50.44	53.82	55.28	52.36

公司有息债务仍以短期有息债务为主。2012 年末，公司总有息债务规模继续增长，主要是短期借款增加所致；公司长期有息债务的降低主要是 2010 可转债转股，应付债券减少所致。

截至 2013 年 3 月末，公司有息债务为 36.22 亿元，其中 1 年以内到期的债务金额占比 93.49%，1 至 2 年以内到期的债务金额占比 4.38%，2 至 3 年以内到期的债务金额占比 2.13%，公司债务期限结构主要集中在一年以内。

2010~2012 年末及 2013 年 3 月末，公司的流动比率分别为 1.24 倍、1.11 倍、0.92 倍和 0.91 倍，速动比率分别为 0.51 倍、0.38 倍、0.30 倍和 0.30 倍，2012 年以来公司流动比率与速动比率均有所下降；公司资产负债率分别为 35.18%、39.21%、39.49%和 39.34%，2012 年以来维持在 39%以上。

2010~2012 年末及 2013 年 3 月末，公司所有者权益分别为 95.09 亿元、101.39 亿元、110.27 亿元和 110.73 亿元，其中归属于母公司所有者权益分别为 81.75 亿元、87.53 亿元、97.52 亿元和 97.86 亿元；2012 年以来所有者权益的增长主要是 2010 可转债转股所致。

截至 2013 年 3 月末，公司无对外担保。

综合来看，跟踪期内，公司负债构成仍以流动负债为主，流动比率与速动比率有所下降，资产负债率维持在 39%以上。

盈利能力

2012 年，公司营业收入继续增长，但毛利率与利润总额均有所下滑，公司盈利能力有所降低

2012 年，公司营业收入同比增长 7.38%，营业成本同比增长 11.82%；毛利率为 38.43%，同比降低 2.44 个百分点。

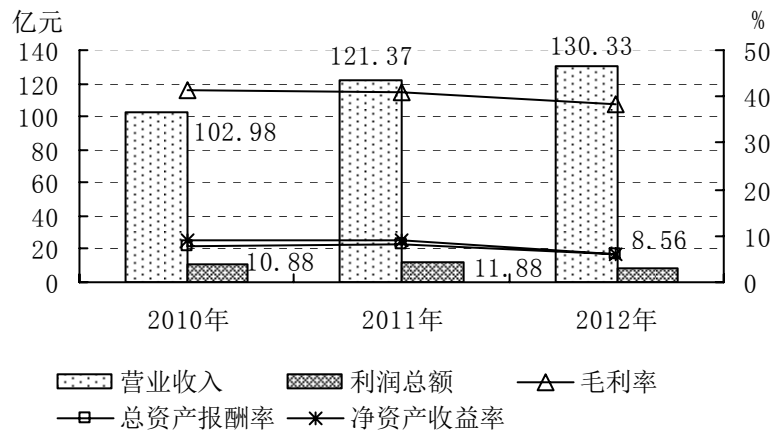


图 8 2010~2012 年公司盈利情况

2012 年，公司期间费用合计同比增长 8.78%，主要是内部管理改革导致管理费用增长较多所致；期间费用占营业收入比重同比略有提升，公司费用控制能力同比有所减弱。

表 5 2010~2012 年及 2013 年 1~3 月公司期间费用情况（单位：亿元、%）

项目	2013 年 1~3 月	2012 年	2011 年	2010 年
销售费用	3.20	15.76	15.86	12.12
管理费用	2.89	12.20	10.01	8.29
财务费用	0.28	1.53	1.23	0.46
期间费用合计	6.37	29.48	27.10	20.87
期间费用占营业收入比	22.19	22.62	22.33	20.27

2012 年，受营业成本及期间费用同比增幅较大影响，公司利润总额为 8.56 亿元，同比下降 27.95%；公司投资收益 0.50 亿元，主要来自全资子公司内蒙古燕京啤酒原料有限公司出售持有的北京江河幕墙股份有限公司股份取得的投资收益。

2010~2012 年，公司总资产报酬率分别为 7.94%、8.25%和 5.99%，净资产收益率分别为 9.13%、9.05%和 5.93%，2012 年公司总资产报酬率与净资产收益率均有所下滑。

2013 年 1~3 月，公司继续坚持产品结构、品牌结构和市场结构调整，并结合市场区域特点、竞争地位、品牌影响力等实际情况，采取了差别化调整策略，啤酒销量 113 万千升，同比增长 7%，其中“1+3”品牌销量为 103 万千升，同比增长 7%；燕京主品牌销量 75 万千升，同比增长 8%。2013 年 1~3 月，公司实现营业收入 28.69 亿元，同比增长 9.80%；净利润 0.57 亿元，同比增长 20.16%。

综合来看，2012 年，公司营业收入保持增长状态，受营业成本及期间费用增长幅度较大影响，公司利润总额有所下滑，公司盈利能力有所降低。

现金流

公司经营性净现金流有所波动，对利息及债务的保障程度有所波动

公司经营性净现金流有所波动，2012 年，公司经营性净现金流同比增加 5.09 亿元，主要是存货增加较少、预付款项减少较多及其他应付款增加较多所致；公司改扩建及技术改造项目较多，导致投资性净现金流净流出较多；公司 2010 可转债因转股减少 7.84 亿元，导致公司筹资性净现金流净流出较多。

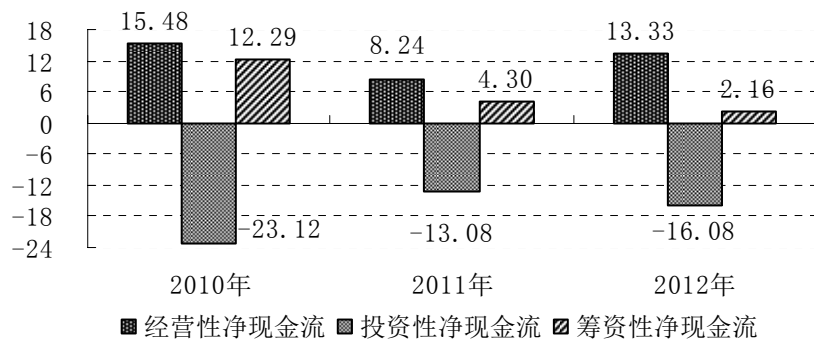


图 9 2010~2012 年公司现金流情况（单位：亿元）

2010~2012年,公司经营性净现金流/流动负债分别为75.34%、17.27%和21.57%,经营性净现金流/总负债分别为59.99%、14.08%和19.41%,经营性净现金流利息保障倍数分别为14.95倍、3.48倍和4.38倍,公司经营性净现金流对利息及债务的保障程度不稳定。

2013年1~3月,公司经营性净现金流为5.74亿元,同比增长178.93%,主要是销售收入增加所致;公司投资性净现金流与筹资性净现金流分别为-1.96亿元和-2.81亿元。

综合来看,公司经营性净现金流不稳定,对利息及债务的保障程度有所波动。

偿债能力

2012年以来,公司规模继续增长,资产构成中仍以非流动资产为主。截至2013年3月末,公司有息债务36.22亿元,其中短期有息债务33.86亿元,公司偿债压力集中在1年以内。2012年,公司营业收入继续增长,但毛利率及利润总额等均出现下滑,公司盈利能力有所降低。2012年,公司经营性净现金流同比增加5.09亿元,提高了对利息及债务的保障程度。2013年1~3月,公司盈利能力及经营性净现金流同比均有所增加。综合来看,公司仍具有很强的偿债能力。

债务履约情况

截至本报告出具日,公司在资本市场发行的“2010年燕京转债”按期付息,但尚未到还本日。

可转债信用分析

根据2012年以来的公司股价及相关数据,大公对本期可转债进行股本扩张能力、债券综合转股能力和回售保障能力进行跟踪评估。

2012年公司净利润扩张倍数有所下降,2013年3月末公司股价市盈率反弹提高了公司股本扩张能力

2010~2012年及2013年1~3月,公司净利润扩张倍数分别为1.15倍、1.06倍、0.71倍和1.16倍,2012年有所下降;公司市盈率扩张倍数分别为0.75倍、0.65倍、0.87倍和1.09倍,2012年以来市盈率扩张倍数有所增长;潜在股本扩张倍数分别为0.87倍、0.69倍、0.62倍和1.26倍,2012年有所下降。

2012年末及2013年3月末,公司实际需要的股本扩张倍数分别为1.00倍和1.00倍,股本扩张能力分别为0.62倍和1.26倍,2013年3月末公司股本扩张能力有所加强,足以覆盖实际需要的股本扩张倍数,因此公司股本扩张能力有一定的提高。

公司未设置专门的回售保障准备,但公司回售保障系数较高

根据公司《发行可转换公司债券募集说明书》发行条款及中国证监会关于可转债发行的有关规定,在公司实施2012年度分红派息方案(每10股派现金1.10元人民币(含税),所余未分配利润结转下年度)时对公司可转换公司债券的转股价格做如下调整:公司可转换公司债券“燕京转债(126729)”的转股价格将由原来的每股人民币7.58元调整为每股人民币7.47元,调整后的转股价格自2013年5月17日起

生效。

本期可转债设置了转股价格向下修正条款，在本可转债存续期间，当公司股票在任意连续 30 个交易日中有不少于 20 个交易日的收盘价不高于当期转股价格的 85%时，公司董事会有权提出转股价格向下修正方案并提交公司股东大会表决。因此，在公司股价下降的情况下有助于增强本期可转债的转股能力。

本期可转债设置了有条件赎回条款，在本可转债转股期内，如果公司股票任意连续 30 个交易日中有不少于 20 个交易日的收盘价不低于当期转股价格的 130%（含 130%），公司有权按照债券面值的 102%（含当期计息年度利息）的赎回价格赎回全部或部分未转股的可转债。因此，赎回条款减弱了可转债转股能力。

本期可转债设置了有条件回售条款，在本可转债转股期内，如果公司股票收盘价连续 30 个交易日低于当期转股价格的 70%时，可转债持有人有权将其持有的可转债全部或部分按面值的 102%（含当期计息年度利息）回售给公司。

2010~2012 年，公司回售保障系数分别为 1.37 倍、0.73 倍和 15.99 倍，2012 年公司回售保障系数增长幅度较大，降低了本期尚余可转债的回售风险。

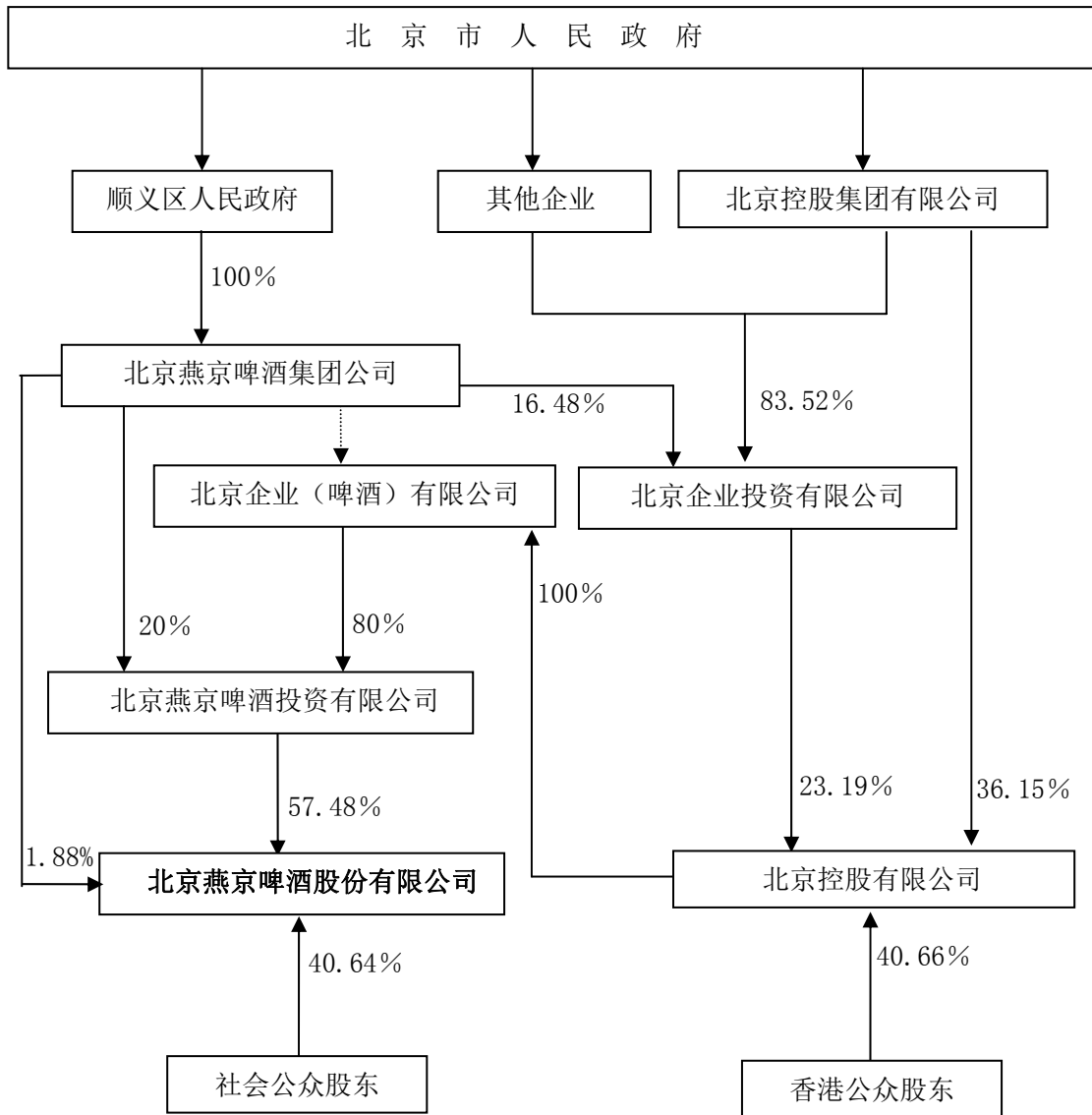
综合分析，公司向下修正转股价格，有助于增强公司的转股能力，降低公司的偿债压力；公司未设置专门的回售保障准备，但公司有较高的回售保障系数。

结论

随着我国居民收入水平的提高及中西部地区经济的发展，我国啤酒销量将进一步增长。目前，我国啤酒行业进入稳步发展阶段，行业集中度将进一步提高，中高端市场的竞争将更加激烈。2012 年，我国啤酒行业集中度进一步提高，公司在国内啤酒行业第一梯队的地位比较稳固，但与行业内前两名相比仍存在一定的差距。2012 年公司净利润扩张倍数虽有所下降，但 2013 年 3 月末公司市盈率的反弹提高了公司股本扩张能力。公司虽未设置专门的回售保障准备，但公司经营性净现金流对本期可转债的回售具有较高的保障作用。综合分析，公司不能偿还到期债务的风险仍然很小。

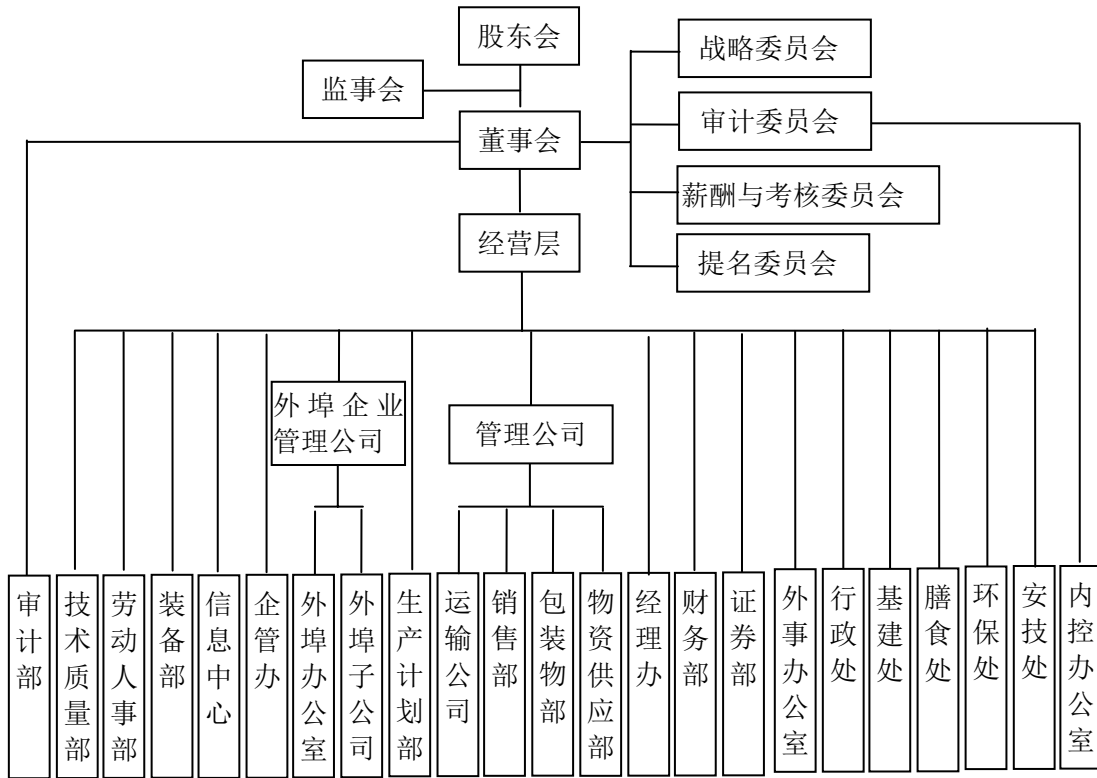
预计未来 1~2 年，公司营业收入将保持稳定发展，大公对燕京啤酒的评级展望维持稳定。

附件 1 截至 2013 年 3 月末北京燕京啤酒股份有限公司股权结构图





附件 2 截至 2013 年 3 月末北京燕京啤酒股份有限公司组织结构图





附件 3 北京燕京啤酒股份有限公司主要财务指标

单位：万元

年 份	2013 年 3 月 (未经审计)	2012 年	2011 年	2010 年
资产类				
货币资金	147,790	138,733	143,774	151,638
应收票据	2,042	380	902	268
应收账款	13,705	12,212	12,198	7,511
预付款项	27,094	30,506	40,921	43,086
其他应收款	8,967	7,750	9,014	7,006
存货	424,529	430,067	397,200	298,304
流动资产合计	632,827	638,986	604,383	507,812
可供出售的金融资产	11,771	14,606	15,972	0
长期股权投资	6,654	6,654	6,654	19,854
固定资产	830,507	876,630	863,011	747,561
在建工程	235,481	176,579	79,738	100,839
无形资产	72,828	73,404	68,802	71,131
非流动资产合计	1,192,473	1,183,385	1,063,527	959,258
总资产	1,825,300	1,822,371	1,667,910	1,467,070
占资产总额比 (%)				
货币资金	8.10	7.61	8.62	10.34
应收票据	0.11	0.02	0.05	0.02
应收账款	0.75	0.67	0.73	0.51
预付款项	1.48	1.67	2.45	2.94
其他应收款	0.49	0.43	0.54	0.48
存货	23.26	23.60	23.81	20.33
流动资产合计	34.67	35.06	36.24	34.61
可供出售的金融资产	0.64	0.80	0.96	0.00
长期股权投资	0.36	0.37	0.40	1.35
固定资产	45.50	48.10	51.74	50.96
在建工程	12.90	9.69	4.78	6.87
无形资产	3.99	4.03	4.13	4.85
非流动资产合计	65.33	64.94	63.76	65.39

附件 3 北京燕京啤酒股份有限公司主要财务指标（续表 1）

单位：万元

年 份	2013 年 3 月 (未经审计)	2012 年	2011 年	2010 年
负债类				
短期借款	324,200	347,500	238,100	162,100
应付票据	430	2,031	1,123	3,945
应付账款	114,106	103,227	101,092	80,262
预收款项	46,113	43,362	41,236	28,839
应付职工薪酬	6,574	4,119	4,056	4,287
其他应付款	158,166	156,099	136,853	121,697
一年内到期的非流动负债	13,981	14,481	14,081	961
流动负债合计	691,672	693,108	543,114	410,977
长期借款	15,900	16,000	15,000	15,000
递延所得税负债	1,538	1,933	828	29
其他非流动负债	1,251	1,332	1,813	1,895
应付债券	7,660	7,259	93,271	88,271
非流动负债合计	26,348	26,524	110,913	105,195
负债合计	718,020	719,633	654,026	516,172
占负债总额比 (%)				
短期借款	45.15	48.29	36.41	31.40
应付票据	0.06	0.28	0.17	0.76
应付账款	15.89	14.34	15.46	15.55
预收款项	6.42	6.03	6.30	5.59
其他应付款	22.03	21.69	20.92	23.58
一年内到期的非流动负债	1.95	2.01	2.15	0.19
流动负债合计	96.33	96.31	83.04	79.62
长期借款	2.21	2.22	2.29	2.91
应付债券	1.07	1.01	14.26	17.10
非流动负债合计	3.67	3.69	16.96	20.38
权益类				
实收资本（股本）	252,259	252,259	121,027	121,027
资本公积	322,325	323,511	389,902	389,623
盈余公积	119,112	119,112	103,052	87,837
未分配利润	284,916	280,367	261,294	218,993
归属于母公司所有者权益	978,612	975,249	875,275	817,479
少数股东权益	128,668	127,490	138,609	133,419
所有者权益合计	1,107,280	1,102,738	1,013,883	950,898

附件 3 北京燕京啤酒股份有限公司主要财务指标（续表 2）

单位：万元

年 份	2013 年 3 月 (未经审计)	2012 年	2011 年	2010 年
损益类				
营业收入	286,868	1,303,335	1,213,684	1,029,839
营业成本	186,975	802,487	717,637	604,172
销售费用	31,976	157,552	158,625	121,213
管理费用	28,866	121,953	100,114	82,909
财务费用	2,822	15,307	12,293	4,611
投资收益	1,352	4,961	675	57
营业利润	8,015	69,308	89,956	98,410
利润总额	9,668	85,552	118,800	108,790
净利润	5,727	65,372	91,734	86,825
归属于母公司所有者的净利润	4,549	61,620	81,722	76,987
占营业收入比 (%)				
营业成本	65.18	61.57	59.13	58.67
销售费用	11.15	12.09	13.07	11.77
管理费用	10.06	9.36	8.25	8.05
财务费用	0.98	1.17	1.01	0.45
投资收益	0.47	0.38	0.06	0.01
营业利润	2.79	5.32	7.41	9.56
利润总额	3.37	6.56	9.79	10.56
净利润	2.00	5.02	7.56	8.43
归属于母公司所有者的净利润	1.59	4.73	6.73	7.48
现金流类				
经营活动产生的现金流量净额	57,412	133,308	82,406	154,818
投资活动产生的现金流量净额	-19,569	-160,830	-130,793	-231,233
筹资活动产生的现金流量净额	-28,126	21,605	42,972	122,892
财务指标				
EBIT	-	109,147	137,651	116,505
EBITDA	-	186,656	209,665	181,654
总有息负债	362,172	387,272	361,575	270,278

附件 3 北京燕京啤酒股份有限公司主要财务指标（续表 3）

年 份	2013年3月 (未经审计)	2012年	2011年	2010年
毛利率 (%)	34.82	38.43	40.87	41.33
营业利润率 (%)	2.79	5.32	7.41	9.56
总资产报酬率 (%)	-	5.99	8.25	7.94
净资产收益率 (%)	0.52	5.93	9.05	9.13
资产负债率 (%)	39.34	39.49	39.21	35.18
债务资本比率 (%)	24.65	25.99	26.29	22.13
长期资产适合率 (%)	124.58	118.04	119.85	125.94
流动比率 (倍)	0.91	0.92	1.11	1.24
速动比率 (倍)	0.30	0.30	0.38	0.51
保守速动比率 (倍)	0.22	0.20	0.27	0.37
存货周转天数 (天)	205.68	185.56	174.45	161.27
应收账款周转天数 (天)	4.07	3.37	2.92	3.21
经营性净现金流/流动负债 (%)	8.29	21.57	17.27	75.34
经营性净现金流/总负债 (%)	7.99	19.41	14.08	59.99
经营性净现金流利息保障倍数 (倍)	-	4.38	3.48	14.95
EBIT 利息保障倍数 (倍)	-	3.58	5.81	11.25
EBITDA 利息保障倍数 (倍)	-	6.13	8.86	17.54
现金比率 (%)	21.37	20.02	26.47	36.90
现金回笼率 (%)	154.25	118.87	119.24	117.41
担保比率 (%)	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润扩张倍数 (倍)	1.16	0.71	1.06	1.15
市盈率扩张倍数 (倍)	1.09	0.87	0.65	0.75
股本扩张能力 (倍)	1.26	0.62	0.66	0.84
回售保障系数 (倍)	6.88	15.99	0.73	1.37

附件 4 各项指标的计算公式

1. 毛利率 (%) = $(1 - \text{营业成本} / \text{营业收入}) \times 100\%$
2. 营业利润率 (%) = $\text{营业利润} / \text{营业收入} \times 100\%$
3. 总资产报酬率 (%) = $\text{EBIT} / \text{年末资产总额} \times 100\%$
4. 净资产收益率 (%) = $\text{净利润} / \text{年末净资产} \times 100\%$
5. EBIT = 利润总额 + 计入财务费用的利息支出
6. EBITDA = EBIT + 折旧 + 摊销 (无形资产摊销 + 长期待摊费用摊销)
7. 资产负债率 (%) = $\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
8. 长期资产适合率 (%) = $(\text{所有者权益} + \text{非流动负债}) / \text{非流动资产} \times 100\%$
9. 债务资本比率 (%) = $\text{总有息债务} / \text{资本化总额} \times 100\%$
10. 总有息债务 = 短期有息债务 + 长期有息债务
11. 短期有息债务 = 短期借款 + 应付票据 + 其他流动负债 (应付短期债券) + 一年内到期的非流动负债 + 其他应付款 (付息项)
12. 长期有息债务 = 长期借款 + 应付债券 + 长期应付款 (付息项)
13. 资本化总额 = 总有息债务 + 所有者权益
14. 流动比率 = $\text{流动资产} / \text{流动负债}$
15. 速动比率 = $(\text{流动资产} - \text{存货}) / \text{流动负债}$
16. 保守速动比率 = $(\text{货币资金} + \text{应收票据} + \text{交易性金融资产}) / \text{流动负债}$
17. 现金比率 (%) = $(\text{货币资金} + \text{交易性金融资产}) / \text{流动负债} \times 100\%$
18. 存货周转天数² = $360 / (\text{营业成本} / \text{年初末平均存货})$
19. 应收账款周转天数³ = $360 / (\text{营业收入} / \text{年初末平均应收账款})$
20. 现金回笼率 (%) = $\text{销售商品及提供劳务收到的现金} / \text{营业收入} \times 100\%$
21. EBIT 利息保障倍数 (倍) = $\text{EBIT} / \text{利息支出} = \text{EBIT} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息})$

² 一季度取 90 天。

³ 一季度取 90 天。

22. EBITDA 利息保障倍数（倍）= EBITDA/利息支出 = EBITDA /（计入财务费用的利息支出+资本化利息）
23. 经营性净现金流利息保障倍数（倍）= 经营性现金流量净额/利息支出 = 经营性现金流量净额 /（计入财务费用的利息支出+资本化利息）
24. 担保比率（%）= 担保余额/所有者权益×100%
25. 经营性净现金流/流动负债（%）= 经营性现金流量净额/[（期初流动负债+期末流动负债）/2]×100%
26. 经营性净现金流/总负债（%）= 经营性现金流量净额/[（期初负债总额+期末负债总额）/2]×100%
27. 净利润扩张倍数⁴=期末净利润数/期初净利润数
28. 市盈率扩张倍数⁵=期末市盈率/期初市盈率
29. 潜在股本扩张倍数=市盈率扩张倍数*净利润扩张倍数
30. 实际需要的股本扩张倍数=（期末股本+发行债券期末余额/期末转股价格）/期末股本
31. 股本扩张能力=潜在股本扩张倍数/实际需要的股本扩张倍数
32. 回售保障系数=年经营性现金净流量 / 可转换债券余额

⁴ 一季度取同比数值。

⁵ 一季度数据做年化处理。

附件 5 可转换公司债券及主体信用等级符号和定义

大公网转换公司债券及主体信用等级符号和定义相同。

AAA 级：偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。

AA 级：偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。

A 级：偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。

BBB 级：偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。

BB 级：偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。

B 级：偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。

CCC 级：偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。

CC 级：在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务。

C 级：不能偿还债务。

注：除 **AAA** 级、**CCC** 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

大公评级展望定义：

正面：存在有利因素，一般情况下，未来信用等级上调的可能性较大。

稳定：信用状况稳定，一般情况下，未来信用等级调整的可能性不大。

负面：存在不利因素，一般情况下，未来信用等级下调的可能性较大。