



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【2014】130 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

本次发债额度: 11.30 亿元

上次评级时间: 2013.04

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	2014.3	2013	2012	2011
总资产	189.13	189.05	182.24	166.79
所有者权益	130.00	129.41	110.27	101.39
营业收入	30.18	137.48	130.33	121.37
利润总额	1.11	10.16	8.56	11.88
经营性净现金流	1.57	30.93	13.33	8.24
资产负债率 (%)	31.26	31.55	39.49	39.21
债务资本比率 (%)	11.50	10.68	25.99	26.29
毛利率 (%)	32.21	39.35	38.43	40.87
总资产报酬率 (%)	-	6.12	5.99	8.25
净资产收益率 (%)	0.46	6.04	5.93	9.05
经营性净现金流利息保障倍数 (倍)	-	16.37	4.38	3.48
经营性净现金流/总负债 (%)	2.64	47.01	19.41	14.08

注: 2014 年 3 月财务数据未经审计。

评级小组负责人: 陈红敏

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等业务。评级结果反映了我国啤酒销量将继续提高,公司在国内啤酒行业第一梯队地位仍比较稳固,公司在北京、广西、内蒙古等基地的区位优势仍比较明显及本次可转债回售保障系数进一步提高等有利因素;同时也反映了中高端啤酒市场竞争将更加激烈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;
- 公司啤酒销量规模仍居行业第一梯队,在国内啤酒行业第一梯队的地位仍比较稳固;
- 公司在北京、广西和内蒙古等基地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;
- 2013 年,公司对本次债券的回售保障系数进一步提高,降低回售风险。

不利因素

- 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;
- 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次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 2013 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 2014 年 3 月 31 日，“燕京转债”发行总额为 1,130,000,000 元，因回售减少 262,268,100 元，因转股减少 793,564,500 元，债券余额为 74,167,000 元。在债转股的同时，公司于 2013 年 5 月 24 日公开增发股份 284,768,676 股，截至 2014 年 3 月 31 日，燕京啤酒总股本为 2,808,619,214 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 2014 年 3 月末，公司总股本为 28.09 亿元，控股股东为燕京有限，实际控制人为北京市人民政府。2014 年 5 月 12 日，燕京有限以竞价买入方式增持公司股份约 188 万股，增持后，持股比例为 57.53%。基于对公司内在价值判断和未来持续发展的信心，燕京有限拟在未来 12 个月内（自本次增持之日算起）继续以竞价买入方式增持公司股份，累计增持比例不超过公司已发行股份的 2%（含本次已增持股份）。

公司仍主要从事啤酒的生产和销售等业务，位居国内前四大啤酒生产企业之列。2013 年末，公司纳入合并报表范围的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 年以来，我国国民经济总体较为平稳，GDP 增速趋缓但经济结构调整效果开始初步显现；预计未来 1~2 年，经济下行压力仍然存在，但在政府“稳增长、调结构、促改革”的政策背景下，我国经济整体将保持平稳缓慢增长

2013 年，国民经济运行总体较为平稳，全年实现国内生产总值（GDP）56.88 万亿元，按可比价格计算，同比增长 7.7%；从 2013 年全年来看，受出口放缓、需求减弱和产能过剩等多重因素影响，上半年我国经济连续两个季度回落，一季度、二季度增速分别为 7.7%和 7.5%。为应对经济下行压力，国务院推出了一系列确保“经济运行在合理区间”的“稳增长”政策，进一步释放改革红利，加大结构调整力度，下半年经济开始企稳回升，三季度 GDP 增速增长至 7.8%；但受

2012 年高基数及季节性因素影响，四季度 GDP 增速同比小幅回落。分产业看，2013 年，第一、二、三产业占 GDP 的比重分别为 6.3%、45.9% 和 47.9%，第三产业生产总值占 GDP 的比重首次超过第二产业；2014 年一季度，第三产业生产总值占 GDP 的比重进一步提高到 49.0%，表明我国经济结构调整效果开始初步显现。

2014 年 3 月 5 日发布的《2014 年政府工作报告》（以下简称“《报告》”）延续了十八届三中全会精神，一方面确定了“保持经济运行处在合理区间，守住稳增长、保就业的下限和防通胀的上限”的增长目标；同时，《报告》将 2014 年我国 GDP 增长目标设定为 7.5%，同时固定资产投资增速目标下调至 17.5%，进出口总额增速目标下调至 8.5%，社会消费品零售总额增速目标仍为 14.5%，明确对经济结构的进一步调整。另一方面，将进一步推进包括行政体制、财税体制、金融体制、社会体制、所有制经济、农村、城镇化和生态文明等全方位的改革。

总体而言，我国仍处于“增长速度换挡期、结构调整阵痛期、前期刺激政策消化期”三期叠加阶段，经济下行的压力仍然存在，但在政府“稳增长、调结构、促改革”的政策背景下，预计未来 1~2 年，我国经济整体将保持平稳缓慢增长。

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

啤酒是大众消费，受政策因素影响较小，啤酒行业的发展主要受内生式主观消费需求支撑。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。

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。2013 年我国农村居民人均纯收入达到 8,896 元，实际增长 9.3%。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

我国啤酒产销量已经连续 12 年居世界首位。2013 年，我国啤酒产量达到 5,062 万千升，同比增长 4.6%；啤酒行业实现销售收入 1,814 亿元，同比增长 9.3%，高于啤酒产量的增幅；啤酒行业共实现利润 126 亿元，同比增长 21.5%，高于销售收入增幅，主要得益于啤酒产品市场

议价能力的增强。我国人均啤酒占有量为 37.2 升,同比增长 2.8%。2013 年,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”)、燕京啤酒和嘉士伯啤酒有限公司(以下简称“嘉士伯”)五大啤酒集团啤酒产量分别为 1,172 万千升、870 万千升、672 万千升、571 万千升和 330 万千升,合计占比 75%,啤酒行业已经成为寡头竞争市场。美国仅有两个啤酒厂,市场占有率达到 90%以上;日本啤酒巨头的市场占有率也达到 90%以上,从全球范围看,我国啤酒行业集中度还有进一步提升的空间。

啤酒行业竞争要素集中在资本、品牌和规模三个要点上。目前,我国啤酒行业仍然处在争夺市场份额阶段,需要一定的规模效应,使得规模扩张是国内啤酒行业一直以来的发展模式,主要包括新建、改扩建和并购,但未来能够被并购的啤酒生产企业较少,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。

预计未来,华润雪花仍将继续占据规模优势,青岛啤酒将继续保持较强的盈利能力,百威英博生产技术依然比较先进,嘉士伯啤酒与燕京啤酒也将继续争夺市场份额,行业集中度将越来越高,啤酒行业寡头竞争趋势仍将继续。此外,随着我国消费者可支配收入的不断增长及经济水平的不断提高,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、经济、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。

2013 年,北京地区生产总值 19,501 亿元人民币,按可比价格计算,同比增长 7.7%,增幅与上年持平。2013 年,北京城镇居民人均可支配收入 40,321 元,扣除价格因素后,实际增长 7.3%,增幅与上年持平;农村居民人均纯收入 18,337 元,扣除价格因素后,实际增长 8.0%,同比下降 0.2 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是公司的主营业务,2013 年,公司营业收入与毛利润继续增长,毛利率略有增加

公司仍以生产、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。2013 年,公司经营规模继续扩大,营业收入同比增长 5.49%。

啤酒业务仍是公司收入和利润的主要来源。2013 年,公司啤酒业

务收入及毛利润继续增长；其他业务主要包括茶饮料、矿泉水、饲料等，收入及毛利润均有所下滑。2013年，啤酒业务毛利率同比略有增长，其他业务毛利率有所下降，对公司综合毛利率影响较小。

表 1 2011~2013 年及 2014 年 1~3 月公司营业收入及毛利润构成情况（单位：亿元、%）

项目	2014 年 1~3 月		2013 年		2012 年		2011 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
营业收入	30.18	100.00	137.48	100.00	130.33	100.00	121.37	100.00
啤酒	27.64	91.58	130.11	94.64	122.30	93.84	114.98	94.73
其他	2.54	8.42	7.37	5.36	8.03	6.16	6.39	5.27
毛利润	9.72	100.00	54.10	100.00	50.08	100.00	49.60	100.00
啤酒	9.19	94.55	52.50	97.04	48.16	96.17	47.61	95.97
其他	0.53	5.45	1.60	2.96	1.92	3.83	2.00	4.03
综合毛利率	32.21		39.35		38.43		40.87	
啤酒	33.27		40.35		39.38		41.40	
其他	20.69		21.71		23.91		31.28	

数据来源：根据公司提供资料整理

2014年1~3月，公司营业收入为30.18亿元，同比增长5.19%；毛利润为9.72亿元，同比略有减少；毛利率为32.21%，同比减少2.61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。

公司啤酒销量规模仍居行业第一梯队，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、青岛啤酒、百威英博和燕京啤酒等龙头企业集中，行业集中度不断提高。2013年，四大啤酒企业国内市场份额提高至64.90%，同比上升4.40个百分点。

表 2 2011~2013 年我国前四大啤酒企业销量情况（单位：万千升、%）

企业名称	2013 年		2012 年		2011 年	
	销量	占比	销量	占比	销量	占比
华润雪花	1,172	23.15	1,064	21.71	1,024	20.90
青岛啤酒	870	17.19	790	16.12	715	14.59
百威英博	672	13.28	571	11.65	560	11.43
燕京啤酒	571	11.28	540	11.02	551	11.25
合计	3,285	64.90	2,965	60.50	2,850	58.17
全国	5,062	100.00	4,902	100.00	4,899	100.00

数据来源：根据公开资料整理

2013年，燕京啤酒销量571万千升，销量规模仍居行业第一梯队，市场占比11.28%，同比略有上涨。

表 3 2013 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	
	数值	同比	数值	同比
营业收入（亿元、%）	137.48	5.49	282.91	9.73
毛利率（亿元、%）	39.35	-	39.88	-
净利润（亿元、%）	7.81	10.55	19.75	7.05
净资产收益率（%）	6.04	-	14.24	-

数据来源：根据公开资料整理

与华润雪花相比，2013 年，华润雪花啤酒销量高出燕京啤酒 601 万千升，市场占有率高出燕京啤酒 11.87 个百分点。与青岛啤酒相比，2013 年，青岛啤酒的啤酒销量高出燕京啤酒 299 万千升，市场占有率高出燕京啤酒 5.91 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 48.59%和 39.54%，净资产收益率低于青岛啤酒 8.20 个百分点。

综合来看，公司啤酒销量规模仍居行业第四位，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。

公司生产啤酒的主要原材料大麦在国际、国内市场均有采购，其他原料主要在国内采购，公司与国内外供应商均保持了良好的合作关系，保证原材料供应的稳定性

生产啤酒的原辅料主要包括大麦、大米、玉米、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。

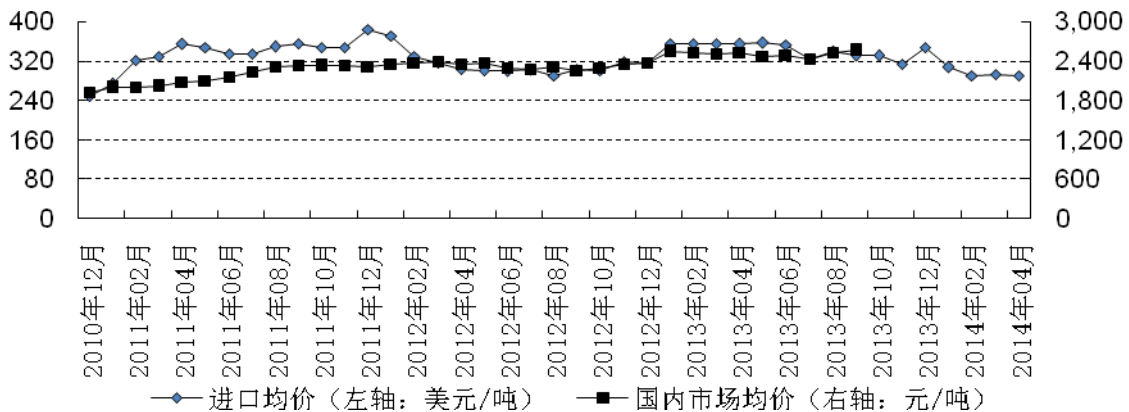


图 1 2010 年 12 月~2014 年 4 月大麦进口均价及国内大麦市场均价

数据来源：Wind 资讯

2013 年，大麦进口均价维持在较高水平。2013 年 7 月以来，大麦进口均价开始下滑，2014 年一季度大麦进口价格继续下滑。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。对于大米、玉米、啤酒花和包装物等原材料，公司主要在国内采购，与供应商关系均比较稳定，保证了原料供应的稳定性。

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；2013年，公司“燕京”品牌价值继续提升

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、广西市场占有率仍在85%以上，内蒙古市场占有率仍在75%以上，具有绝对优势地位。2013年，公司在广西市场啤酒销量124万千升，同比增长9.73%；云南市场啤酒销量22万千升，同比增长29.4%；四川市场18万千升，同比增长20.32%；新疆市场17万千升，同比增长20.24%；山西市场6万千升，同比增长10.78%；福建市场30万千升，同比增长1.36%，公司新兴市场啤酒销量均出现不同程度增长，局部地区优势地位逐渐显现。

2013年，公司继续以清爽酒为基础，以中档酒为主突破，以高档酒提升品牌价值，形成了普通酒以清爽为代表、中档酒以鲜啤为代表、高档酒以纯生为代表的产品线。同期，公司中高档啤酒销量同比增长27.42%，中高档酒的增速快于普通酒的增速。公司继续实行“1+3”的品牌战略，即“燕京”为主品牌，“漓泉”、“惠泉”、“雪鹿”为区域品牌。2013年，公司四大品牌销量合计515万千升，占啤酒总销量的90%，其中“燕京”牌啤酒销量378万千升，同比增长7%，占总销量的73%。根据世界品牌实验室发布的“2013（第十届）中国500最具价值品牌”，“燕京”品牌价值为502.65亿元，同比增长42.9%。

公司治理与管理

截至2014年3月末，公司股本为28.09亿元，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。

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，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，不断提高中高档啤酒比例，实现产品高端化。

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、燕京啤酒和嘉士伯啤酒已占据75%以上的市场份额，行业集中度较高。2013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第四的行业地位，但与行业内前两名企业相比仍存在一定的差距。2013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，局部区域优势地位逐渐显现。未来公司将继续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。

财务分析

公司提供了 2013 年和 2014 年 1~3 月财务报表，致同会计师事务所对公司 2013 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，2014 年 1~3 月财务报表未经审计。

资产质量

2013 年以来，公司资产规模有所波动，资产构成仍以非流动资产为主；由于行业特性所致，公司应收账款周转天数仍较低

受固定资产增加较多影响，2013 年末，公司资产同比增加 6.82 亿元；2014 年 3 月末，公司资产略有下降。公司资产构成仍以非流动资产为主，2013 年末及 2014 年 3 月末，公司非流动资产占比分别为 66.57%和 66.05%。

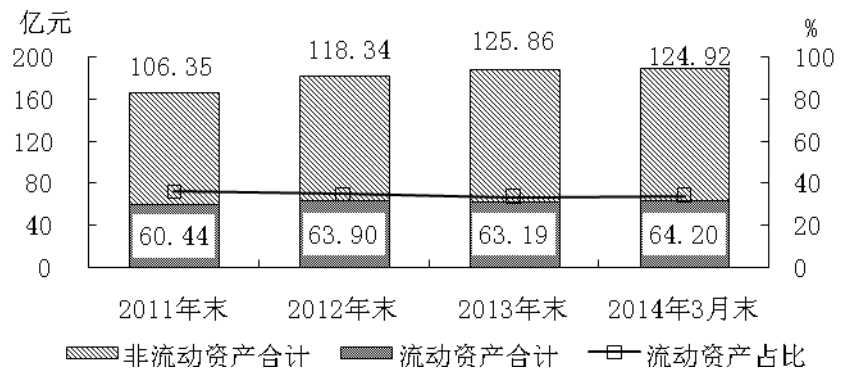


图 2 2011~2013 年末及 2014 年 3 月末公司资产构成

公司流动资产仍主要由存货、货币资金和预付款项构成，2013 年末上述三项合计占流动资产比重为 93.34%。

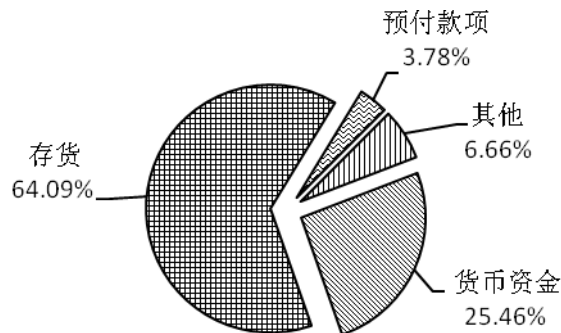


图 3 2013 年末公司流动资产构成

公司存货仍主要由包装物与原材料构成，2013 年末与 2014 年 3 月末，公司存货分别为 40.50 亿元与 39.91 亿元，较 2012 年末均有所下降。2013 年末，公司货币资金 16.09 亿元，同比增长 15.99%，货币资金中受限制资金 0.04 亿元，均为银行承兑汇票保证金；2014 年 3 月末，公司货币资金 15.34 亿元，较 2013 年末减少 4.65%。2013 年末，公司预付款项 2.39 亿元，同比减少 0.66 亿元，主要是预付材料款；

2014年3月末，公司预付款项2.67亿元。公司其他流动资产主要为留抵税额，2014年3月末为3.60亿元，较2013年末增加1.63亿元。2013年末，公司核销账龄超过5年无法收回的应收账款92万元，收回以前年度已核销的应收酒款约2万元。

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，2013年末上述三项合计占非流动资产比重为94.99%。

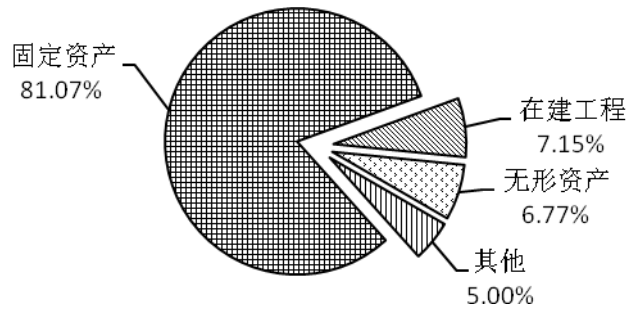


图4 2013年末公司非流动资产构成

2013年末，公司固定资产102.04亿元，同比增长16.40%，计提折旧7.96亿元，由在建工程转入固定资产原价19.85亿元；2014年3月末，公司固定资产106.50亿元。2013年末，公司在建工程9.00亿元，同比减少49.01%；2014年3月末，公司在建工程3.44亿元。公司无形资产主要为土地使用权，2013年末及2014年3月末无形资产分别为8.52亿元和8.61亿元。

2011~2013年，公司存货周转天数分别为174.45天、185.56天和180.28天，存货中包装物占比较大，使得2013年存货周转天数仍较大；同期，应收账款周转天数分别为2.92天、3.37天和3.21天，由于行业特性所致，2013年公司应收账款周转天数仍较低。2014年1~3月，公司存货周转天数和应收账款周转天数分别为176.84天和3.77天。

综合来看，公司资产规模有所波动，资产构成仍以非流动资产为主；公司所处行业为快速消费品行业，应收账款周转天数仍较低。

资本结构

主要受增发影响，2013年以来，公司负债规模降幅较大，负债构成仍以流动负债为主；流动比率与速动比率均有所上升，资产负债率有所下降

2013年5月，公司增发普通股（A股）股票2.85亿股，扣除发行费用后，募集资金净额为16.25亿元，公司将其全部投入募投项目，使得2013年以来，公司负债规模不断降低。公司负债构成中仍以流动负债为主。2013年末及2014年3月末，公司流动负债占比分别为98.58%和98.59%。

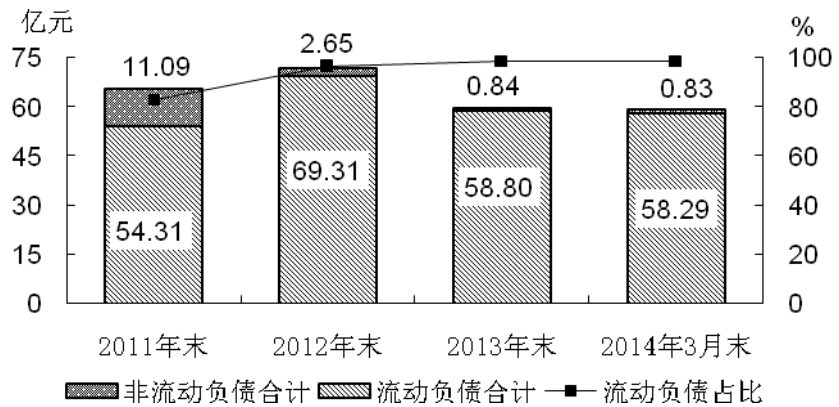


图5 2011~2013年末及2014年3月末公司负债构成

公司流动负债仍主要由短期借款、应付账款、预收款项和其他应付款构成，2013年末上述四项合计占流动负债比重为90.81%。

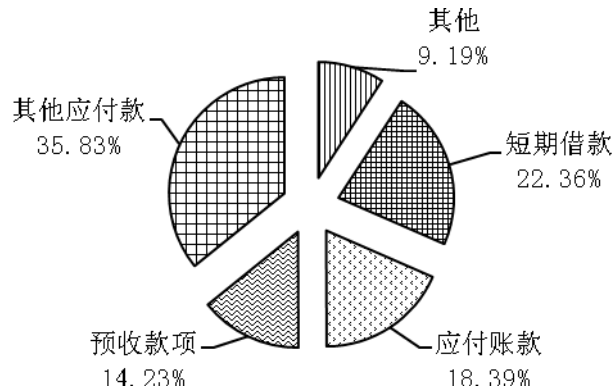


图6 2013年末公司流动负债构成

2013年末，公司短期借款13.15亿元，同比减少62.16%，主要是公司募集资金投入募投项目，短期借款到期后，公司未续贷所致；2014年3月末，公司短期借款14.58亿元。2013年以来，公司应付账款金额比较稳定。2013年末，公司预收货款增加较多，使得预收账款同比增加4.03亿元；2014年3月末，公司预收账款6.59亿元，较2013年末减少21.28%。公司其他应付款主要由包装物押金构成，2013年末，公司其他应付款21.07亿元，账龄在1年以内的占比81.73%，账龄在1至2年内的占比9.88%。

2013年末，公司非流动负债主要由应付债券和其他非流动负债构成，其中应付债券0.69亿元，为2010年10月15日公司发行的5年期“2010年燕京转债”余额；其他非流动负债0.13亿元，为与资产相关的政府补助。

2013年以来，公司总有息债务降幅较大，仍以短期有息债务为主。截至2014年3月末，公司有息债务为16.90亿元，其中1年以内到期的债务金额占比95.92%，2015年10月到期的债务金额占比4.08%，公司债务期限结构主要集中在一年以内。

指标	单位	2014 年 3 月末	2013 年末	2012 年末	2011 年末
短期有息债务	亿元	16.21	14.78	36.40	25.33
长期有息债务	亿元	0.69	0.69	2.33	10.83
总有息债务	亿元	16.90	15.47	38.73	36.16
短期有息债务占总总有息债务比重	%	95.92	95.52	93.99	70.06
长期有息债务占总总有息债务比重	%	4.08	4.48	6.01	29.94
总有息债务占总负债比重	%	28.58	25.94	53.82	55.28

2013 年末及 2014 年 3 月末,公司的流动比率分别为 1.07 倍和 1.10 倍,速动比率分别为 0.39 倍和 0.42 倍,2013 年以来公司流动比率与速动比率均有所上升;公司资产负债率分别为 31.55%和 31.26%,受增发影响,公司资产负债率有所下降。

2013 年末及 2014 年 3 月末,公司所有者权益分别为 129.41 亿元和 130.00 亿元,2013 年以来所有者权益的增长主要受增发影响。

截至 2014 年 3 月末,公司无对外担保。

综合来看,2013 年以来,受增发影响,公司负债规模及有息债务规模降幅较大,负债构成仍以流动负债为主;流动比率与速动比率均有所上升,资产负债率有所降低。

盈利能力

2013 年,受啤酒销量增长影响,公司营业收入与利润总额均有所增长,总资产报酬率与净资产收益率也略有增长

2013 年,公司营业收入 137.48 亿元,同比增长 5.49%;营业成本 83.38 亿元,同比增长 3.90%;毛利率为 39.35%,同比增加 0.92 个百分点。

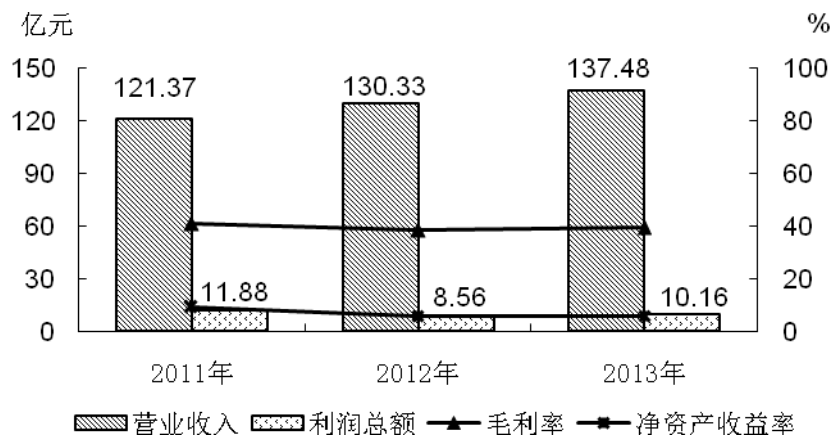


图 7 2011~2013 年公司盈利情况

2013 年,公司期间费用为 31.37 亿元,同比增长 6.41%,主要是销售费用增长较多所致;同期,期间费用占营业收入比重比较稳定,但依然较高。

表 5 2011~2013 年及 2014 年 1~3 月公司期间费用情况（单位：亿元、%）

项目	2014 年 1~3 月	2013 年	2012 年	2011 年
销售费用	2.59	17.54	15.76	15.86
管理费用	3.06	13.03	12.20	10.01
财务费用	0.06	0.79	1.53	1.23
期间费用合计	5.70	31.37	29.48	27.10
期间费用占营业收入比	18.89	22.81	22.62	22.33

2013 年，公司投资收益 0.93 亿元，主要来自处置可供出售金融资产取得的投资收益。同期，公司利润总额 10.16 亿元，主要由于收入增长所致。

2011~2013 年，公司总资产报酬率分别为 8.25%、5.99%和 6.12%，净资产收益率分别为 9.05%、5.93%和 6.04%，2013 年公司总资产报酬率与净资产收益率均有所上升。

2014 年 1~3 月，公司营业收入 30.18 亿元，同比增长 5.19%；利润总额 1.11 亿元，同比增长 14.43%；毛利率 32.21%，同比下降 2.61 个百分点。

综合来看，2013 年，公司营业收入与利润总额均有所增长，总资产报酬率与净资产收益率也略有增长。

现金流

2013 年，公司经营性净现金流增幅较大，对利息及债务的保障程度也大幅提高

2013 年，公司存货减少较多、预付款项减少较多、其他应付款增加较多，受上述因素影响，公司经营性净现金流同比增加较多。同期，公司投资性现金流净支出变化不大；银行借款减少较多，使得公司筹资性现金流净流出较多。

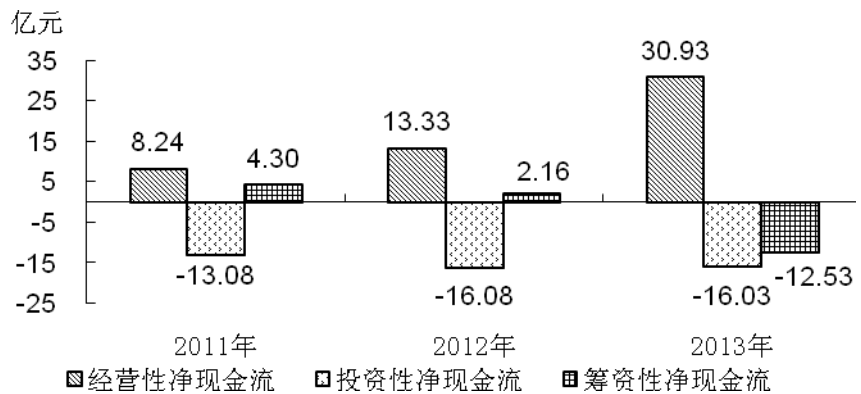


图 8 2011~2013 年公司现金流情况

2011~2013 年，公司经营性净现金流/流动负债分别为 17.27%、21.57%和 48.29%，经营性净现金流/总负债分别为 14.08%、19.41%和 47.01%，经营性净现金流利息保障倍数分别为 3.48 倍、4.38 倍和 16.37 倍，2013 年，受经营性净现金流大幅增长、负债规模大幅下降影响，经营性净现金流对利息及债务保障倍数大幅增加。

2014年1~3月,公司经营净现金流为1.57亿元,同比减少4.17亿元;公司投资性净现金流与筹资性净现金流分别为-3.47亿元和1.19亿元。

综合来看,2013年,公司经营净现金流增长幅度较大,对利息及债务的保障程度也大幅提高。

偿债能力

2013年以来,公司资产规模有所波动,负债规模降幅较大。截至2014年3月末,公司有息债务16.90亿元,其中短期有息债务16.21亿元,公司偿债压力集中在1年以内。2013年,公司营业收入与利润总额均有所增长,总资产报酬率与净资产收益率也略有增加。2013年,公司经营净现金流同比增幅较大,提高了对利息及债务的保障程度。此外,作为A股上市公司,公司偿债来源较多。综合来看,公司仍具有很强的偿债能力。

债务履约情况

根据公司提供的由中国人民银行征信中心出具的《企业信用报告》,截至2014年4月4日,公司本部无违约状况发生。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2013年以来的公司股价及相关数据,大公对本次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。

2013年公司净利润扩张倍数有所上升,2013年以来公司股本扩张能力不断提高

2011~2013年及2014年1~3月,公司净利润扩张倍数分别为1.06倍、0.71倍、1.20倍和1.05倍,2013年有所上升;公司市盈率扩张倍数分别为0.65倍、0.87倍、1.09倍和1.51倍,2013年以来市盈率扩张倍数继续增长;潜在股本扩张倍数分别为0.66倍、0.62倍、1.30倍和1.59倍,2013年以来不断增长。

2013年末及2014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1.30倍和1.58倍,2013年以来公司股本扩张能力不断加强,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不断提高。

公司未设置专门的回售保障准备,但公司回售保障系数继续大幅提高,降低回售风险

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,因公司实施2012年度分红派息方案,转股价格调整为7.47元,调整后转股价格自2013年5月17日起生效;因公开增发A股股票,转股价格调整为7.30元,调整后的转股价格自2013年6月6日起生效;因公司实施2013年度分红派息方案,转股价格调整为7.22元,调整后的转股价格自2014年5月23日起生效。

本次可转债设置了转股价格向下修正条款,在可转债存续期间,

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次可转债的转股能力。

本次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。

本次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。

2011~2013 年,公司回售保障系数分别为 0.73 倍、15.99 倍和 41.03 倍,2013 年公司回售保障系数继续大幅增长,进一步降低了本期尚余可转债的回售风险。

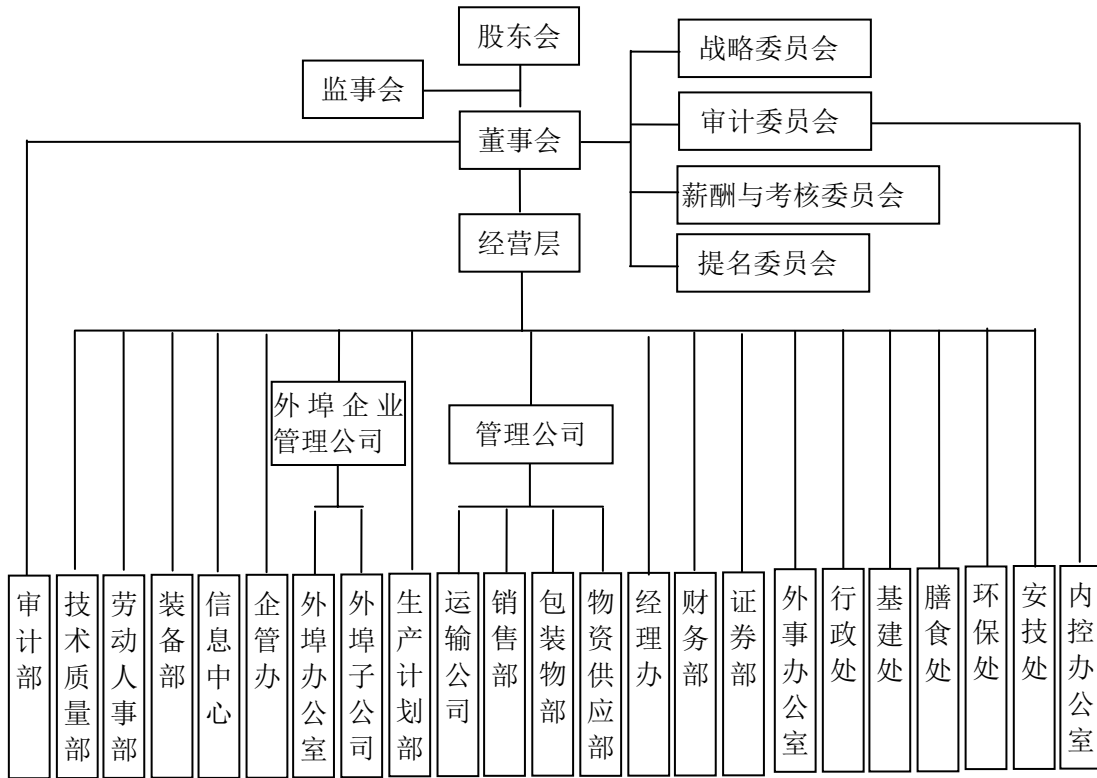
综合分析,公司向下修正转股价格,有助于增强公司的转股能力,降低公司的偿债压力;公司未设置专门的回售保障准备,但公司回售保障系数继续大幅提高。

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。2013 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。2013 年公司净利润扩张倍数有所上升,股本扩张能力不断提高。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次可转债的回售保障系数不断增长。

综合分析,公司偿还债务的能力仍很强,本次可转债到期不能偿付的风险仍很低。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 2 截至 2014 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	2014 年 3 月 (未经审计)	2013 年	2012 年	2011 年
资产类				
货币资金	153,429	160,916	138,733	143,774
应收票据	2,363	328	380	902
应收账款	12,959	12,319	12,212	12,198
预付款项	26,725	23,888	30,506	40,921
其他应收款	11,480	9,751	7,750	9,014
存货	399,055	405,023	430,067	397,200
流动资产合计	642,047	631,942	638,986	604,383
可供出售的金融资产	1,823	2,072	14,606	15,972
长期股权投资	22,654	22,654	6,654	6,654
固定资产	1,065,013	1,020,394	876,630	863,011
在建工程	34,409	90,032	176,579	79,738
无形资产	86,125	85,228	73,404	68,802
非流动资产合计	1,249,228	1,258,594	1,183,385	1,063,527
总资产	1,891,275	1,890,536	1,822,371	1,667,910
占资产总额比 (%)				
货币资金	8.11	8.51	7.61	8.62
应收票据	0.12	0.02	0.02	0.05
应收账款	0.69	0.65	0.67	0.73
预付款项	1.41	1.26	1.67	2.45
其他应收款	0.61	0.52	0.43	0.54
存货	21.10	21.42	23.60	23.81
流动资产合计	33.95	33.43	35.06	36.24
可供出售的金融资产	0.10	0.11	0.80	0.96
长期股权投资	1.20	1.20	0.37	0.40
固定资产	56.31	53.97	48.10	51.74
在建工程	1.82	4.76	9.69	4.78
无形资产	4.55	4.51	4.03	4.13
非流动资产合计	66.05	66.57	64.94	63.76

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	2014 年 3 月 (未经审计)	2013 年	2012 年	2011 年
负债类				
短期借款	145,800	131,500	347,500	238,100
应付票据	490	398	2,031	1,123
应付账款	104,655	108,114	103,227	101,092
预收款项	65,856	83,662	43,362	41,236
应付职工薪酬	7,073	12,689	4,119	4,056
其他应付款	210,711	210,674	156,099	136,853
一年内到期的非流动负债	15,781	15,881	14,481	14,081
流动负债合计	582,902	588,015	693,108	543,114
长期借款	0	0	16,000	15,000
递延所得税负债	205	268	1,933	828
其他非流动负债	1,242	1,251	1,332	1,813
应付债券	6,886	6,923	7,259	93,271
非流动负债合计	8,333	8,441	26,524	110,913
负债合计	591,235	596,457	719,633	654,026
占负债总额比 (%)				
短期借款	24.66	22.05	48.29	36.41
应付票据	0.08	0.07	0.28	0.17
应付账款	17.70	18.13	14.34	15.46
预收款项	11.14	14.03	6.03	6.30
其他应付款	35.64	35.32	21.69	20.92
一年内到期的非流动负债	2.67	2.66	2.01	2.15
流动负债合计	98.59	98.58	96.31	83.04
长期借款	0.00	0.00	2.22	2.29
应付债券	1.16	1.16	1.01	14.26
非流动负债合计	1.41	1.42	3.69	16.96
权益类				
实收资本（股本）	280,862	280,845	252,259	121,027
资本公积	453,373	453,454	323,511	389,902
盈余公积	133,378	133,378	119,112	103,052
未分配利润	311,458	306,416	280,367	261,294
归属于母公司所有者权益	1,179,071	1,174,093	975,249	875,275
少数股东权益	120,969	119,986	127,490	138,609
所有者权益合计	1,300,040	1,294,079	1,102,738	1,013,883

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	2014 年 3 月 (未经审计)	2013 年	2012 年	2011 年
损益类				
营业收入	301,832	1,374,838	1,303,335	1,213,684
营业成本	204,610	833,802	802,487	717,637
销售费用	25,911	175,434	157,552	158,625
管理费用	30,554	130,342	121,953	100,114
财务费用	551	7,878	15,307	12,293
投资收益	69	9,296	4,961	675
营业利润	8,195	89,350	69,308	89,956
利润总额	11,053	101,574	85,552	118,800
净利润	6,025	78,126	65,372	91,734
归属于母公司所有者的净利润	5,042	68,064	61,620	81,722
占营业收入比 (%)				
营业成本	67.79	60.65	61.57	59.13
销售费用	8.58	12.76	12.09	13.07
管理费用	10.12	9.48	9.36	8.25
财务费用	0.18	0.57	1.17	1.01
投资收益	0.02	0.68	0.38	0.06
营业利润	2.72	6.50	5.32	7.41
利润总额	3.66	7.39	6.56	9.79
净利润	2.00	5.68	5.02	7.56
归属于母公司所有者的净利润	1.67	4.95	4.73	6.73
现金流类				
经营活动产生的现金流量净额	15,661	309,346	133,308	82,406
投资活动产生的现金流量净额	-34,748	-160,256	-160,830	-130,793
筹资活动产生的现金流量净额	11,898	-125,273	21,605	42,972
财务指标				
EBIT	-	115,700	109,147	137,651
EBITDA	-	197,696	186,656	209,665
总有息负债	168,957	154,703	387,272	361,575

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	2014 年 3 月 (未经审计)	2013 年	2012 年	2011 年
毛利率 (%)	32.21	39.35	38.43	40.87
营业利润率 (%)	2.72	6.50	5.32	7.41
总资产报酬率 (%)	-	6.12	5.99	8.25
净资产收益率 (%)	0.46	6.04	5.93	9.05
资产负债率 (%)	31.26	31.55	39.49	39.21
债务资本比率 (%)	11.50	10.68	25.99	26.29
长期资产适合率 (%)	104.73	103.49	95.43	105.76
流动比率 (倍)	1.10	1.07	0.92	1.11
速动比率 (倍)	0.42	0.39	0.30	0.38
保守速动比率 (倍)	0.27	0.27	0.20	0.27
存货周转天数 (天)	176.84	180.28	185.56	174.45
应收账款周转天数 (天)	3.77	3.21	3.37	2.92
经营性净现金流/流动负债 (%)	2.67	48.29	21.57	17.27
经营性净现金流/总负债 (%)	2.64	47.01	19.41	14.08
经营性净现金流利息保障倍数 (倍)	-	16.37	4.38	3.48
EBIT 利息保障倍数 (倍)	-	6.12	3.58	5.81
EBITDA 利息保障倍数 (倍)	-	10.46	6.13	8.86
现金比率 (%)	26.32	27.37	20.02	26.47
现金回笼率 (%)	130.87	121.80	118.87	119.24
担保比率 (%)	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润扩张倍数 (倍)	1.05	1.20	0.71	1.06
市盈率扩张倍数 (倍)	1.51	1.09	0.87	0.65
潜在股本扩张倍数 (倍)	1.59	1.30	0.62	0.66
回售保障系数 (倍)	2.11	41.03	15.99	0.73

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¹ = $360 / (\text{营业成本} / \text{年初末平均存货})$
19. 应收账款周转天数² = $360 / (\text{营业收入} / \text{年初末平均应收账款})$
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) = $\text{EBIT} / \text{利息支出} = \text{EBIT} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息})$

¹ 一季度取 90 天。

² 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³=期末净利润数/期初净利润数
28. 市盈率扩张倍数⁴=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

³ 一季度取同比数值。

⁴ 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。