

食品饮料行业

报告原因: 年报点评

2009 年 4 月 29 日

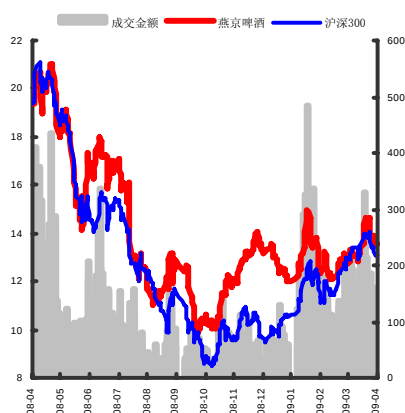
市场数据: 2009 年 4 月 28 日

收盘价(元)	13.46
一年内最高/最低(元)	21.16/9.46
市净率	2.4
市盈率	32.0
流通 A 股市值(百万元)	6491

基础数据: 2008 年 12 月 31 日

每股净资产(元)	5.72
资产负债率%	30.37
总股本/流通 A 股(百万)	1210/482
流通 B 股/H 股(百万)	-/-

公司近期市场表现(最近一年):



执笔人

罗胤

Tel: 010-82190365

Email: luoyin@sxzq.com

联系人

焦春成

0351-8686986

sxzqyjfb@i618.com.cn

地址: 太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层

电话: 0351-8686986

山西证券股份有限公司

http://www.i618.com.cn

请务必阅读正文之后的特别声明部分

燕京啤酒 (000729)

整体销售状况尚好, 补助促业绩增长

增持

首次评级

公司研究/点评报告

盈利预测:

单位: 百万元、元、%、倍

	营业收入	增长率	净利润	增长率	每股收益	销售利润率	净资产收益率	市盈率
2008A	8,246	10.9	461	12.6	0.42	6.6	6.7	32.0
2009E	9,320	13.0	578	25.4	0.48	7.3	7.7	28.2
2010E	10,565	13.4	717	24.1	0.59	8.0	8.7	22.7
2011E	12,079	14.3	874	21.8	0.72	8.5	9.6	18.6

注: “市盈率”是指目前股价除以各年业绩

投资要点:

● **业绩符合市场预期。**2008 年度, 公司实现营业收入 824,648.34 万元, 同比增长 10.90%; 营业利润 49,342.73 万元, 同比减少 6.87%; 归属于上市公司股东净利润 46,128.43 万元, 同比增长 12.60%; 每股收益 0.42 元。业绩基本符合市场预期。

● **整体销售状况尚好。**2008 年, 公司共生产销售啤酒 401 万千升, 加上受托经营企业共生产销售啤酒 422 万千升, 同比增长 5%。受凉夏、奥运安检等多种因素影响, 08 年公司销量增速有所放缓, 但整体销售形势尚好。外埠市场啤酒销量达 311 万千升, 同比增长 8.74%。“1+3”的品牌整合也取得了明显效果, 四品牌销量占总销量的 92.27%, 比重进一步提升。受益于 07 年底的价格上调, 08 年吨酒销售均价约比上年增加 7%, 也使得公司在销量增速放缓的情况下仍录得两位数的收入增长。

● **毛利率明显下滑。**08 年公司综合毛利率为 36.68%, 比上年下降 1.06 个百分点, 其中啤酒类产品毛利率 37.46%, 比上年下降 1.15 个百分点。07 年以来高企的啤麦价格是公司毛利率下滑的主要原因; 行业竞争加剧, 对现返利等促销策略的实施也是造成毛利率下滑的一个重要因素。未来, 随着啤麦价格的回落, 公司毛利率水平有望有所回升。

● **政府补助促业绩增长。**2008 年, 公司取得计入当期损益的政府补助 15,920.93 万元, 比上年增加 10,597.64 万元, 增幅达 99.08%。政府补助的大幅增长是公司在营业利润下滑的情况下仍取得利润增长的主要原因。增加的过亿元的政府补助可使公司每股收益提高 0.07 元。

● **风险提示:** 凉夏可能影响啤酒销量; A 股市场波动。

● **投资建议:** 啤麦价格回落利好啤酒行业, 我们预计公司 2009-2011 年的 EPS 分别为 0.48、0.59、0.72 元, 给予“增持”评级。

1. 业绩符合市场预期

2008 年度，公司实现营业收入 824,648.34 万元，同比增长 10.90%；营业利润 49,342.73 万元，同比减少 6.87%；归属于上市公司股东净利润 46,128.43 万元，同比增长 12.60%；每股收益 0.42 元。业绩基本符合市场预期（市场预期综合值为 0.41 元）。

公司拟按 2008 年 12 月 31 日总股本 121,026.69 万股为基数，每 10 股派现金 1.5 元（含税），共分配 18,154 万元。

表 1：燕京啤酒单季利润表

单位：百万元	06Q3	06Q4	07Q1	07Q2	07Q3	07Q4	08Q1	08Q2	08Q3	08Q4
一、营业总收入	1,905	1,190	1,469	2,315	2,610	1,043	1,710	2,403	2,821	1,312
营业收入	1,905	1,190	1,469	2,315	2,610	1,043	1,710	2,403	2,821	1,312
二、营业总成本	1,698	1,219	1,440	2,066	2,327	1,085	1,678	2,075	2,541	1,490
营业成本	999	834	969	1,377	1,573	710	1,138	1,404	1,691	988
营业税金及附加	283	146	170	287	330	158	185	249	366	178
销售费用	220	110	160	232	243	132	181	231	275	143
管理费用	183	128	126	149	166	56	142	157	176	133
财务费用	13	-6	15	16	18	16	31	34	33	29
资产减值损失	0	7	-0	4	-1	13	0	0	0	19
三、其他经营收益	0	8	0	-0	0	12	-0	-0	-0	31
投资净收益	0	8	0	-0	0	12	-0	-0	-0	31
四、营业利润	208	-21	29	249	282	-30	32	328	280	-147
加：营业外收入	3	25	6	5	7	50	11	4	8	145
减：营业外支出	3	2	2	5	3	8	2	5	2	9
五、利润总额	208	2	33	248	286	11	40	327	285	-11
减：所得税	37	-12	11	42	50	-18	15	58	47	-19
六、净利润	171	14	22	207	236	29	25	269	238	9
减：少数股东损益	30	2	6	29	44	5	4	36	45	-5
归属于母公司所有者净利润	141	12	16	178	193	23	21	234	193	14
七、每股收益：	0.13	0.01	0.01	0.16	0.18	0.02	0.02	0.21	0.18	0.01
收入增长率(%)	0.85	37.27	22.81	14.75	36.97	-12.37	16.42	3.83	8.10	25.80
毛利率(%)	47.58	29.89	34.02	40.51	39.73	31.91	33.45	41.60	40.04	24.67
营业利润率(%)	10.90	-1.77	1.98	10.75	10.82	-2.92	1.88	13.65	9.93	-11.20
净利率(%)	9.00	1.20	1.48	8.93	9.06	2.75	1.46	11.20	8.44	0.65
销售费用率(%)	11.55	9.25	10.89	10.04	9.30	12.65	10.61	9.63	9.73	10.93
管理费用率(%)	9.62	10.79	8.59	6.46	6.36	5.35	8.29	6.54	6.24	10.13
归属于母公司净利润增长率(%)	4.41	-338.2	11.71	26.65	36.60	94.74	31.42	31.65	0.16	-42.03

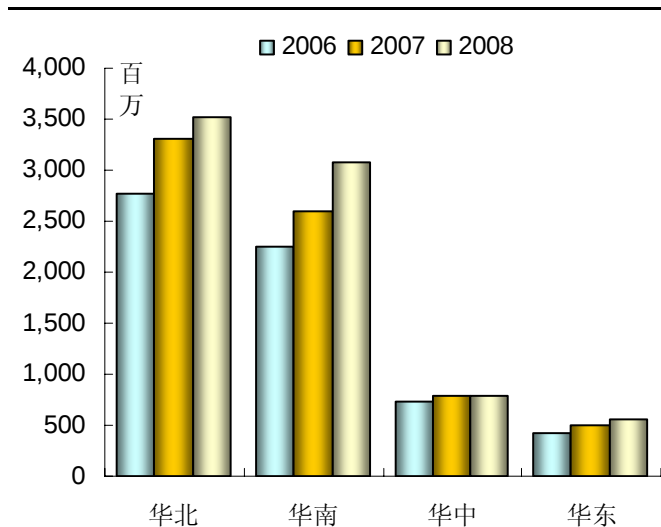
资料来源：公司公告 山西证券研究所

2. 整体销售状况尚好

2008 年，公司共生产销售啤酒 401 万千升，加上受托经营企业共生产销售啤酒 422 万千升，同比增长 5%。受凉夏、奥运安检等多种因素影响，08 年公司销量增速有所放缓，但整体销售形势尚好。08 年外埠市场啤酒销量达 311 万千升，同比增长 8.74%；广西、内蒙、福建、湖北几大外埠优势区继续保持了强势发展态势。其中，广东地区销售增长尤为显著，通过创新营销，08 年广东市场啤酒销量突破 20 万千升，增长 150%，在低基数的基础上，连续两年销量翻番，市场取得突破性进展。“1+3”的品牌整合也取得了明显效果，“燕京牌”、“漓泉牌”、“惠泉牌”、“雪鹿牌”共生产销售啤酒 370 万千升，占总销量的 92.27%，比重进一步提升，其中“燕京牌”销量同比增长 12%。

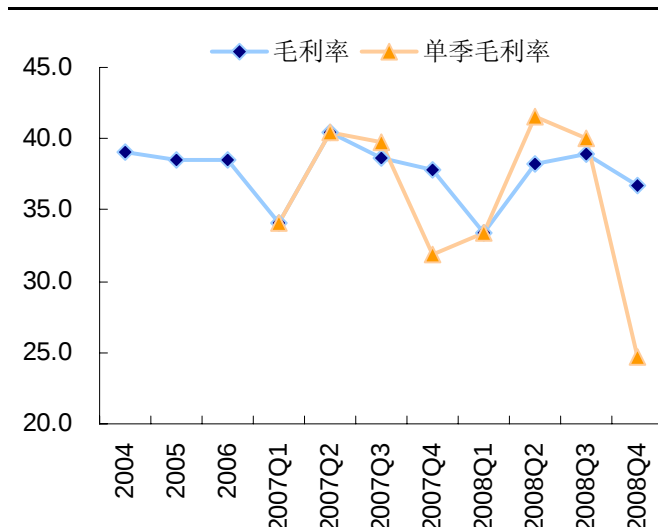
受益于 07 年底的价格上调，08 年吨酒销售均价约比上年增加 7%，也使得公司在销量增速放缓的情况下仍录得两位数的收入增长。未来消除了奥运等干扰因素，公司销售状况有望进一步改善。09 年公司计划销售啤酒 460 万千升。

图 1：燕京啤酒近三年分地区销售情况



资料来源：公司公告 山西证券研究所

图 2：燕京啤酒毛利率水平



资料来源：公司公告 山西证券研究所

3. 毛利率明显下滑

2008 年，公司综合毛利率为 36.68%，比上年下降 1.06 个百分点，其中啤酒类产品毛利率 37.46%，比上年下降 1.15 个百分点。一方面，07 年以来高企的啤麦价格给公司造成较大的成本压力，是公司毛利率下滑的主要原因。另一方面，行业竞争加剧，公司对现返利等促销策略的实施也是造成毛利率下滑的一个重要因素。从单季度的综合毛利率数据来看，09 春节提前造成的促销提前，



使得四季度毛利率下滑明显。未来，随着啤酒价格的触顶回落以及公司产能的扩大、竞争力的增强，公司毛利率水平有望有所回升。

4. 政府补助推动业绩增长

2008 年，公司取得营业外收入 16,635.71 万元，比上年增加 9,915.38 万元，增幅达 147.54%，其中收到计入当期损益的政府补助 15,920.93 万元，比上年增加 10,597.64 万元，增幅达 99.08%。政府补助的大幅增长是公司在营业利润下滑的情况下仍取得利润增长的主要原因。增加的过亿元的政府补助可使公司每股收益提高 0.07 元。

5. 盈利预测

表 2：盈利预测表

单位：百万元	2008	2009E	2010E	2011E
一、营业总收入	8,246.48	9,320.41	10,565.30	12,079.49
营业收入	8,246.48	9,320.41	10,565.30	12,079.49
二、营业总成本	7,783.80	8,528.98	9,581.32	10,878.61
营业成本	5,221.41	5,788.78	6,527.95	7,423.88
营业税金及附加	977.96	1,081.17	1,204.44	1,352.90
销售费用	830.91	922.72	1,024.83	1,159.63
管理费用	607.90	652.43	739.57	845.56
财务费用	126.88	83.88	84.52	96.64
资产减值损失	18.73	0.00	0.00	0.00
三、其他经营收益	30.74	8.00	8.00	8.00
投资净收益	30.74	8.00	8.00	8.00
四、营业利润	493.43	799.43	991.98	1,208.88
加：营业外收入	166.36	4.00	4.00	4.00
减：营业外支出	17.90	3.00	3.00	3.00
五、利润总额	641.89	800.43	992.98	1,209.88
减：所得税	101.04	120.06	148.95	181.48
六、净利润	540.84	680.36	844.03	1,028.40
减：少数股东损益	79.56	102.05	126.60	154.26
归属于母公司所有者的净利润	461.28	578.31	717.43	874.14
七、每股收益：	0.42	0.48	0.59	0.72
净利润增长率(%)	12.60	25.37	24.06	21.84

资料来源：山西证券研究所

投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20%以上
增持： 相对强于市场表现 5~20%
中性： 相对市场表现在-5%~+5%之间波动
减持： 相对弱于市场表现 5%以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现
中性： 行业与整体市场表现基本持平
看淡： 行业弱于整体市场表现

免责声明：

本报告是基于山西证券股份有限公司研究所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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期，本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。