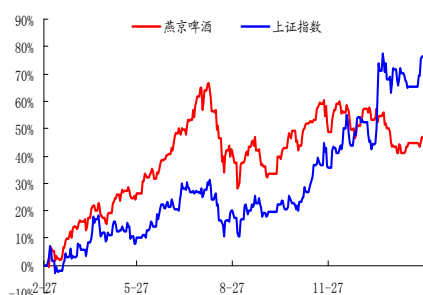


2010年3月2日

评级：推荐

52周走势



报告作者

国联证券研究所综合组

联系人

周纪庚

电话：021-58766036-208

Email: zhoujg@glsc.com.cn

相关报告

独立性申明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，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，特此申明。

燕京啤酒（000729.SZ）09 年年报点评

● 年报数据

2009 年，公司共生产销售啤酒 446 万千升，同比增长 11.78%，加上受托经营企业共生产销售啤酒 467 万千升，同比增长 11.45%。实现营业收入 949012 万元，同比增长 15.08%；实现利润 92835 万元，同比增长 44.63%；实现净利润 62749 万元，同比增长 36.03%；实现每股收益 0.52 元。

● 啤酒销量增速快于行业

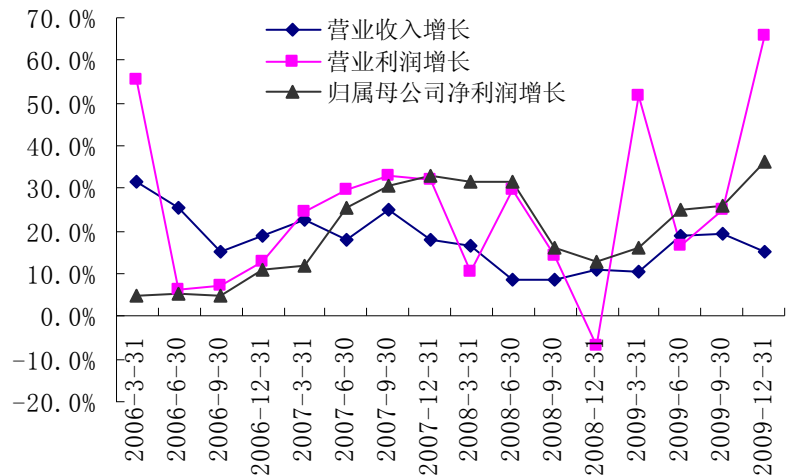
2009 年，公司啤酒销量同比增长 12%，明显高于行业 7% 的增长速度。公司核心市场地位进一步稳固，年销量世界第八，国内市场占有率第四。

公司主要市场继续保持快速增长，外埠市场增长迅速，新市场开发进展顺利。2009 年公司在北京地区啤酒销量同比增长 13%，今年 1 月公司对在北京地区销售的 10 度清爽型啤酒的价格进行了适当调整，进一步提升盈利水平。外埠市场累计完成啤酒销量 324 万千升，同比增长 12%。其中广西市场销量达 86 万千升，同比增长 9%；内蒙市场销量达 49 万千升，同比增长 7%；福建市场在受到经济危机明显负面影响的情况下，销量达 52 万千升，广东市场啤酒销量 31 万千升，同比增长 55%，湖南市场销量 19 万千升，同比增长 19%，均继续保持了高起点、快增长的发展态势。

● 提价及产品结构调整将长期提升吨酒价格

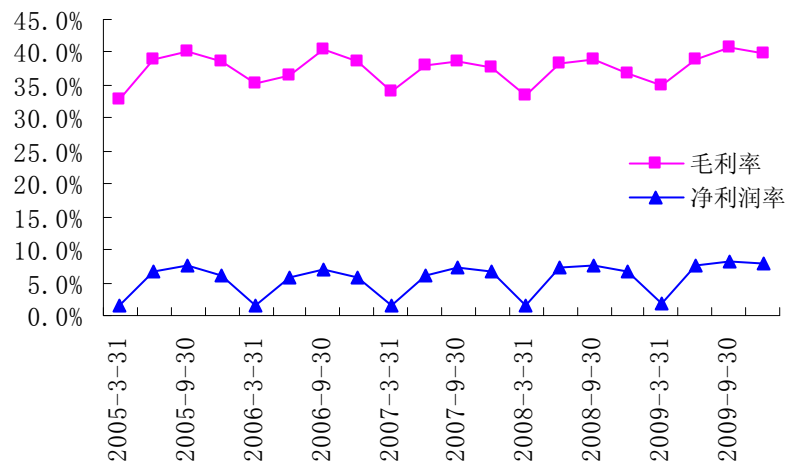
公司在啤酒销量出现快速增长的同时，吨酒价格也呈现稳步提升。2009 年，公司吨酒价格上升了 4.5%，主要原因一是啤酒消费中餐饮的比例逐步提高；二是公司自身产品结构的优化，提高了中高档产品的占比；三是公司在北京市场具备垄断地位，但啤酒价格一直以来都低于外埠，公司近年采用提高低端酒价格的策略。中长期来看，公司的低端酒价格提升仍有空间，再加上公司产品结构的调整，预计吨酒价格总体将保持稳步上升趋势。

图表 1: 公司成长能力指标



数据来源: WIND

图表 2: 公司盈利能力指标走势



数据来源: WIND

● 原料成本将进入低价周期

公司 2009 年高价啤酒麦存货至 4 月底才消化完毕, 下半年开始享受到啤酒麦价格下跌带来的好处。预计 2010 年公司啤酒麦均价同比下降 30%, 公司 2009 年啤酒麦入账均价在 320-330 美元/吨, 2010 年可降至 230-240 美元/吨, 从而可带动毛利率回升近 3 个百分点。

09 年我国啤酒麦预计达产 200 万吨, 进口量 170 万吨; 根据全年啤酒的产量, 需求量仅约 400 万吨, 供需基本平衡; 在没有自然灾害等因素的影响下, 我们认为啤酒麦价格将维持在一个较为稳定的低价区间。

● 扩产和技改项目将是 10 年利润增长点

公司 08 年增发募投项目主要是用于扩产和技改,从募集资金使用情况的披露来看,虽然这些项目已经基本建成,但目前效益上远未达到公司的承诺。新成立的山西燕京啤酒有限公司(连续两年)和四川燕京啤酒有限公司目前都处于亏损状态,主要原因在于市场尚未成熟,市场费用及前期投入均较大,但这些投入在 2009 年已初显成效,销量出现快速提升。随着市场的逐步推广和稳定,预计在 10 年利润将会出现大幅增长。

● 产能扩建确保销量增长

虽然公司近几年每年都有近 50 万吨产能的扩产,但目前公司的产能利用率仍在 85%,基本处于饱和状态。公司预计今年销量可保持 10%以上的增速,预计将突破 500 万吨。

为顺利完成公司 2010 年经营目标,满足公司生产经营活动的正常运转以及扩充生产能力的要求,公司将通过发行可转换公司债券的方式募集资金约 12 亿元在广东、江西、北京进行技改和扩建,将新增啤酒产能 60 万吨。

图表 3: 公司计划发行可转债募集资金投资项目

项目名称	新增啤酒产能	拟投资金额(万元)
北京燕京啤酒股份有限公司年产 10 万千升纯生啤酒技术改造项目	10	20,000
对广东燕京啤酒有限公司增资用于其年产 15 万千升啤酒三期工程	15	30,000
对江西燕京啤酒有限责任公司增资用于其扩建工程	5	8,000
投资设立北京燕京啤酒(晋中)有限公司用于其年产 20 万千升啤酒一期 10 万千升工程	10	25,000
合资设立燕京啤酒(昆明)有限公司用于其年产 40 万千升啤酒一期 20 万千升工程	20	30,000
补充流动资金	-	7,000
合计	60	120,000

数据来源: 公司年报

● 盈利预测及投资建议

综合上面的因素,我们预计公司未来三年的收入分别为 109 亿元、126 亿元和 143 亿元,实现净利润 9.77 亿元、11.72 亿元和 14.46 亿元,对应每股收益分别为 0.81、0.97 和 1.19 元。对应目前的股价,公司 10~12 年的市盈率分别为 26.9 倍、22.4 倍和 18.2 倍,根据 2008 年啤酒行业平均 35 倍和近 12 年啤酒行业平均 40 倍 PE 测算,公司合理价格区间在 28~32 元,同时公司目前股价也低于我们的 DCF 模型价格 30%以上,给予公司“推荐”评级。

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表（百万元）	2009	2010E	2011E	2012E	利润表（百万元）	2009	2010E	2011E	2012E
现金及现金等价物	1042	100	550	1691	营业收入	9490	10961	12605	14370
应收款项	213	3754	4317	4921	营业成本	5713	6248	7185	8119
存货净额	2430	1903	2213	2517	营业税金及附加	1121	1261	1450	1609
其他流动资产	225	65	75	85	销售费用	1013	1173	1349	1538
流动资产合计	3910	5822	7155	9214	管理费用	743	847	970	1102
固定资产	7204	6501	5816	5126	财务费用	68	33	14	(19)
无形资产及其他	613	588	564	539	投资收益	0	0	0	0
投资性房地产	62	62	62	62	资产减值及公允价值变动	(14)	(35)	0	0
长期股权投资	67	87	87	87	其他收入	0	0	0	0
资产总计	11856	13059	13683	15028	营业利润	819	1366	1638	2020
短期借款及交易性金融负债	1295	767	200	200	营业外净收支	110	0	0	0
应付款项	577	2780	3233	3677	利润总额	928	1366	1638	2020
其他流动负债	1316	264	306	349	所得税费用	176	205	246	303
流动负债合计	3188	3811	3739	4226	少数股东损益	125	184	220	272
长期借款及应付债券	9	9	9	9	归属于母公司净利润	627	977	1172	1446
其他长期负债	17	17	17	17					
长期负债合计	25	25	25	25	现金流量表（百万元）	2009	2010E	2011E	2012E
负债合计	3214	3836	3764	4251	净利润	627	977	1172	1446
少数股东权益	1287	1379	1489	1625	资产减值准备	(5)	(1)	(1)	(1)
股东权益	7355	7844	8430	9153	折旧摊销	632	724	740	746
负债和股东权益总计	11856	13059	13683	15028	公允价值变动损失	14	35	0	0
					财务费用	68	33	14	(19)
关键财务与估值指标	2009	2010E	2011E	2012E	营运资本变动	668	(1704)	(389)	(434)
每股收益	0.52	0.81	0.97	1.19	其它	62	93	111	137
每股红利	0.28	0.40	0.48	0.60	经营活动现金流	1997	124	1633	1894
每股净资产	6.08	6.48	6.97	7.56	资本开支	(908)	(30)	(30)	(30)
ROIC	7%	13%	15%	18%	其它投资现金流	0	0	0	0
ROE	9%	12%	14%	16%	投资活动现金流	(901)	(50)	(30)	(30)
毛利率	40%	43%	43%	44%	权益性融资	17	0	0	0
EBIT Margin	9%	13%	13%	14%	负债净变化	(81)	0	0	0
EBITDA Margin	16%	20%	19%	19%	支付股利、利息	(342)	(489)	(586)	(723)
收入增长	15%	16%	15%	14%	其它融资现金流	(95)	(528)	(567)	0
净利润增长率	36%	56%	20%	23%	融资活动现金流	(925)	(1016)	(1153)	(723)
资产负债率	38%	40%	38%	39%	现金净变动	171	(942)	450	1141
息率	1.3%	1.9%	2.2%	2.7%	货币资金的期初余额	871	1042	100	550
P/E	41.9	26.9	22.4	18.2	货币资金的期末余额	1042	100	550	1691
P/B	3.6	3.4	3.1	2.9	企业自由现金流	1121	208	1726	1984
EV/EBITDA	19.3	14.0	12.6	11.1	权益自由现金流	944	(347)	1146	1999

资料来源：公司资料、国联证券预测

无锡

国联证券股份有限公司 研究所

江苏省无锡市县前东街 168 号国联大厦 7 层

电话: 0510-82833507

传真: 0510-82833217

上海

国联证券股份有限公司 研究所

上海市浦东新区浦东南路 588 号浦发大厦 18 楼

电话: 021-58766036

传真: 021-58408396

深圳

国联证券股份有限公司 研究所

广东省深圳市福华一路卓越大厦 16 层

电话: 0755-82878221

传真: 0755-82878221

国联证券投资评级:

类别	级别	定义
股票 投资评级	强烈推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 20%以上
	推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 10%以上
	谨慎推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 5%以上
	观望	股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为 - 10% ~ 10%
	卖出	股票价格在未来 6 个月内相对大盘下跌 10%以上
行业 投资评级	优异	行业指数在未来 6 个月内强于大盘
	中性	行业指数在未来 6 个月内与大盘持平
	落后	行业指数在未来 6 个月内弱于大盘

免责声明:

本报告信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价和询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归国联证券所有, 未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。