

重启可转债融资，维持买入评级

事件：09年营业收入同比增长15.1%，利润总额同比增长44.6%，归属于母公司净利润同比增长36%；每股收益0.52元，每股分红0.16元，分红率30.8%。

研究结论

- **四季度吨酒成本快速下降：**四季度吨酒成本同比下滑 15.4%，成本下滑已开始显现。09 年大麦采购成本约为 220 美元，估计吨大麦成本约可下滑 100 美元。以 40 万吨大麦用量计算，2010 年大麦成本可节约 2.8 亿，对净利润的贡献约为 2.38 亿，每股贡献约 0.2 元。09 年期货原材料存货账面成本同比亦下滑了 25%。
- **重启可转债融资，新一轮扩张在即：**09 年销量增速为 11.2%，高于 6.4% 的全国平均增速，市场份额由 08 年的 9.8% 上升至 10.4%。受全球经济危机的影响，09 年 ABInbev 和嘉士伯等跨国公司在中国市场的市场份额正处于下滑趋势，国内龙头企业的扩张战略应运而生。公司目前总产能 550 万吨，09 年自然产能利用率高达 85%，基本上满负荷运转。今年的销量增速规划为 10%，将发行 12 亿 5 年期的可转债，用于新建 60 万吨的产能：新建产能一方面继续扩充原有的优势区域，如广东和江西分别扩建 15 和 5 万吨；另一方面继续向竞争相对平缓的西部市场扩张，在晋中和昆明分别新建 10 和 20 万吨产能。
- **产品结构优化和提价并举：**消费升级将带来中高档啤酒需求量的增大；公司区域龙头的战略定位使其具备一定的议价能力。09 年产品结构不断优化，吨酒价格上升了 3.4%。今年 1 月份提价 10% 的 10 度清爽在北京销量 70 万吨，占总销量约 12%，对公司整体吨价提升贡献约 1.2%，带来净利润增量约为 1.38 亿，约合 0.11 元 EPS。
- **维持买入评级：**公司 2010 年成本将显著下降，并有明确的融资规划，有释放业绩的动力，即使以目前 20 元的转股价计，12 亿约增加股本 6000 万，对每股盈利的稀释仅为 5%。根据年报调整后，我们预计 2010 年 EPS 0.838 元，对应 30x 市盈率的目标价为 25 元，维持买入评级。

风险因素：

- 大宗农产品价格上涨
- 经济下滑导致啤酒行业销量增速放缓
- 扩张带来费用快速上升



东方证券
ORIENT SECURITIES

林 静

食品饮料行业分析师

8621-63325888 × 6077

linjing@orientsec.com.cn

投资评级 **买入** 增持 中性 减持 (维持)

股价 (2010 年 3 月 1 日) 21.48

目标价格 (6 个月) 25 元

总股本/A 股 (万股) 121027/48227

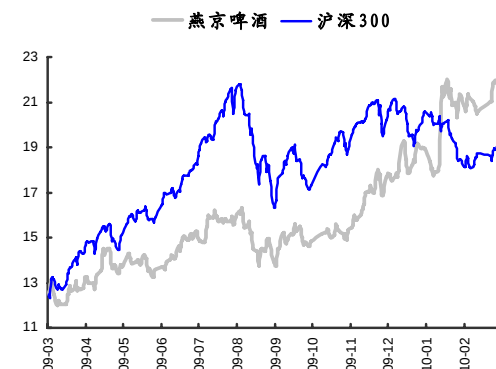
A 股市值 (百万元) 25997

国家/地区 中国

行业 食品饮料

报告日期 2010 年 3 月 2 日

股价表现



评价周期	1 个月	3 个月	12 个月
绝对表现 (%)	7.2	31	74
相对表现 (%)	-0.7	42	21

资料来源：WIND

财务预测

	2008	2009	2010E	2011E
主营业务收入	8,246	9,490	10,882	12,294
主营业务利润	2,047	2,657	3,539	3,968
净利润 (百万)	461	627	1,015	1,142
每股收益 (元)	0.381	0.518	0.838	0.944
市盈率 (X)	56.4	41.4	25.6	22.8
市净率 (X)	3.8	3.5	3.1	2.8

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的情况下可能与本报告所分析的企业存在业务关系，并且继续寻求发展这些关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为投资决策的唯一因素。

敬请参阅最后一页之重要声明。

表 1 燕京啤酒可转债募集项目

项目名称	新增啤酒产能 (万吨)	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

资料来源：公司报表

表格 2 吨利润表假设

	2007	2008	2009	2010F	2011F	2012F
总销量	384	401	446	500	549	604
%+/-	15.3%	4.4%	11.2%	12.0%	10.0%	10.0%
吨主营收入	1937	2056	2128	2179	2237	2300
%+/-	2.2%	6.2%	3.5%	2.4%	2.7%	2.8%
吨主营成本	1206	1302	1281	1251	1285	1321
%+/-	3.6%	8.0%	-1.6%	-2.4%	2.7%	2.8%
吨主营税金	246	244	251	219	230	233
吨销售费用	200	207	227	247	259	271
吨管理费用	130	152	167	177	182	181
吨财务费用	17	32	15	9	-2	3
吨资产减值	-4	-5	-3	-3	-3	-3
吨投资收益	3	8	0	0	0	0
吨营业利润	138	115	183	273	280	287
吨营业外损益	13	37	25	10	9	8
吨税前利润	151	160	208	283	289	296
吨所得税	22	25	39	48	49	50
吨少数股东权益	22	20	28	32	32	33
吨净利润	107	115	141	203	208	212

附表：财务报表预测与比率分析
损益表（人民币百万元）

	2008	2009	2010E	2011E
主营业务收入	8,246	9,490	10,882	12,294
主营业务成本	(5,221)	(5,713)	(6,247)	(7,060)
主营业务税金及附加	(978)	(1,121)	(1,096)	(1,266)
主营业务利润	2,047	2,657	3,539	3,968
营业费用	(831)	(1,013)	(1,234)	(1,424)
管理费用	(608)	(743)	(883)	(1,000)
财务费用	(127)	(68)	(47)	10
营业利润	463	818	1,362	1,540
非经营性收益	179	110	50	50
税前利润	642	928	1,412	1,590
所得税	(101)	(176)	(240)	(270)
少数股东损益	80	125	158	177
净利润	461	627	1,015	1,142
EPS（元/股）	0.381	0.518	0.838	0.944

资产负债表（人民币百万元）

	2008	2009	2010E	2011E
货币资金	871	1,042	1,195	1,350
短期投资	0	0	0	0
应收款项净额	129	108	124	140
存货净额	2,505	2,430	2,657	3,003
流动资产总额	4,037	3,910	4,085	4,350
长期投资	73	67	67	67
固定资产	6,894	7,204	8,610	9,359
无形资产及其他资产	601	663	646	679
资产总计	11,617	11,856	12,740	13,643
循环贷款	1,733	1,205	705	205
应付款项	826	891	1,128	1,417
预收账款	123	278	456	657
应付工资	26	36	42	47
应交税金	52	92	105	119
流动负债	3,438	3,188	2,983	2,921
长期贷款	90	25	-65	-115
负债	3,528	3,214	2,919	2,806
少数股东权益	1,166	1,287	1,445	1,622
股本	1,210	1,210	1,210	1,210

现金流量表（人民币百万元）

	2008	2009	2010E	2011E
税后利润	461	627	1,015	1,142
少数股东损益	80	125	158	177
非现金支出	695	762	807	903
非经营收益	786	(1,187)	(761)	(633)
营运资金变动	543	(642)	(352)	(317)
经营活动现金净流	993	2,059	2,389	2,538
资本开支	(1,040)	(90)	(120)	(1,037)
投资与投资收益	0	0	0	1
其他	(573)	(801)	(2,167)	(621)
投资活动现金净流	(1,613)	(891)	(2,287)	(1,657)
募集资金	110,000	0	0	1
股息利息	(292)	(250)	(241)	(295)
银行贷款变动	(600)	(81)	(90)	(50)
其他	(108,802)	(673)	(384)	(497)
筹资活动现金净流	306	(1,004)	(714)	(841)
现金净流量	(314)	164	(612)	41

比率分析

	2008	2009	2010E	2011E
增长率				
收入	10.9%	15.1%	14.7%	13.0%
营业利润	-12.7%	76.8%	66.5%	13.1%
净利润	12.6%	36.0%	61.7%	12.6%
边际率				
主营利润率	24.8%	28.0%	32.5%	32.3%
营业利润率	5.6%	8.6%	12.5%	12.5%
净利润率	5.6%	6.6%	9.3%	9.3%
收益率				
ROE	6.7%	8.5%	12.1%	12.4%
Roce	6.6%	8.5%	12.2%	12.6%
ROA	4.0%	5.3%	8.0%	8.4%
负债比率				
有息负债/权益	26.3%	16.7%	7.6%	1.0%
负债/资产	30.4%	27.1%	22.9%	20.6%
估值比率				
P/Sales	3.2	2.7	2.4	2.1
P/E	56.4	41.4	25.6	22.8

储备	5,713	6,145	7,166	8,004	P/B	3.8	3.5	3.1	2.8
股东权益	6,923	7,355	8,377	9,215	EV/EBITDA	18.4	15.5	12.1	11.1
负债和股东权益	11,617	11,856	12,740	13,643	EV/EBIT	34.9	27.1	18.6	17.3

资料来源：东方证券研究所

分析师承诺

林静：食品饮料行业分析师

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

投资评级说明

- 报告发布日后的 6 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；
- 公司投资评级的量化标准
 - 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
 - 增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；
 - 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；
 - 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。
- 行业投资评级的量化标准
 - 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
 - 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；
 - 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

免责声明

本报告仅供东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告是基于本公司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。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

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。

本报告版权仅为本公司所有，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，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用之证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn