

2010年5月12日

食品饮料行业

燕京啤酒 (000729)

评级: 增持

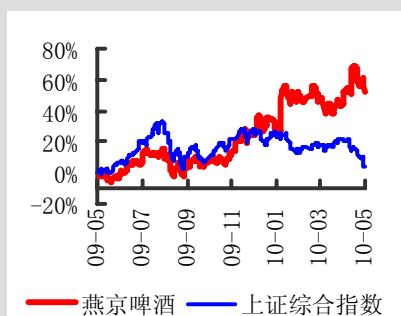
食品饮料行业研究员

王永锋

010-88086830-673

wangyf@rxzq.com.cn

燕京啤酒股价与深证成指对比:



相关研究:

《燕京啤酒深度报告: 产能扩张和成本下降推动公司业绩快速增长》
2010年3月30日

《燕京啤酒季报点评: 全国大范围低温天气导致公司一季度业绩增速缓慢》2010年4月20日

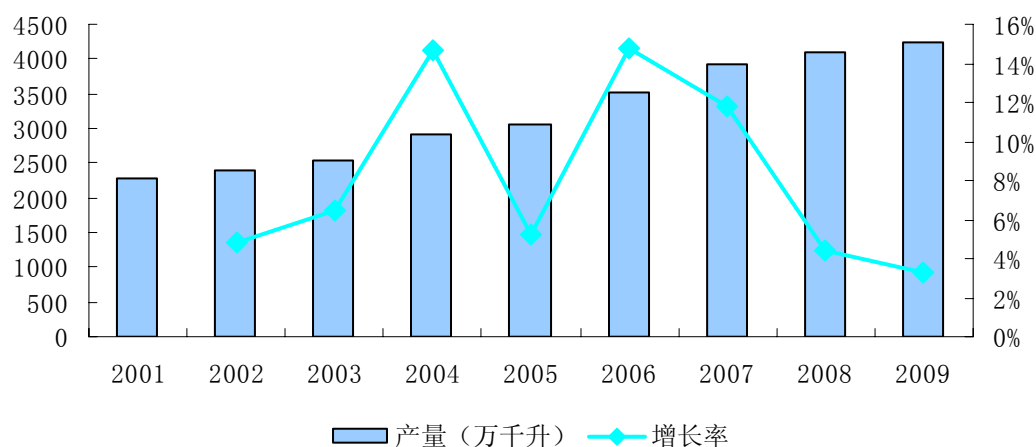
欠发达地区收入增长将促进公司超预期增长

我们于5月6日上午拜访了燕京啤酒, 主要就啤酒行业现状、行业未来发展趋势、产能、原材料价格变动等问题与董秘刘翔宇先生进行了交流沟通。

投资要点

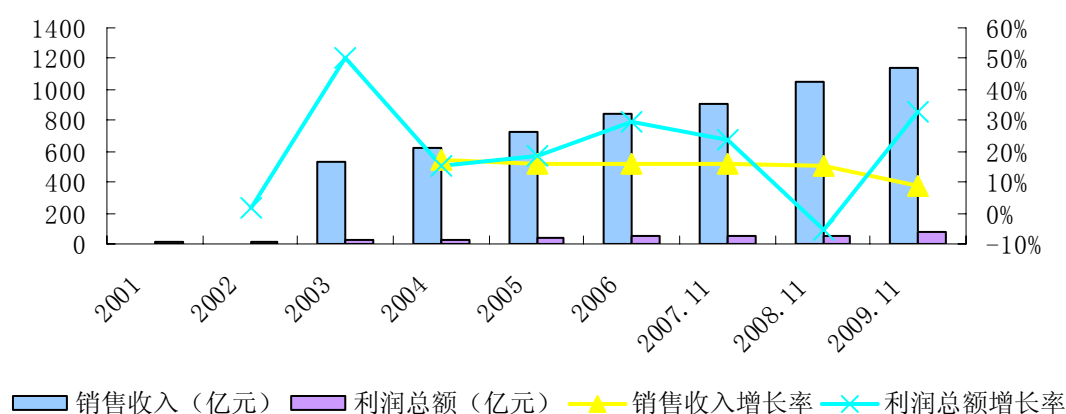
- **啤酒行业增速未来至少保持在5%-10%。**2001-2009年, 我国啤酒产量年均复合增长率达8.09%; 同期我国啤酒行业销售收入年均复合增长率达12.39%, 利润总额年均复合增长率达19.98%。啤酒行业保持着营业收入增速快于销量增速, 利润增速快于营业收入增速的良好发展态势, 未来这种态势有望继续保持, 行业增速未来至少保持在5%-10%。
- **中西部地区和农村地区收入增长将为啤酒行业带来超预期成长空间。**未来啤酒行业发展将出现2个趋势: 1、东部发达地区和城市地区盈利增长主要依靠产品结构的改善。2、中西部地区和农村地区盈利增长主要依靠销量的提升, 而销量提升则主要依赖于当地人均收入水平的提高。2009年我国农村居民家庭人均纯收入仅为5153元, 是城镇居民收入的30%, 随着中西部地区和农村地区经济的逐步发展, 当地居民收入水平将逐步提升, 将为啤酒行业带来超预期成长空间。
- **啤酒价格提升仍有巨大空间。**我国啤酒价格自2002年以来一直保持增长态势, 由2002年的2046元/吨上涨为2008年的2747元/吨, 年均复合增长率达5.03%。目前我国的啤酒销售价格仅相当于台湾、日本等地销售价格的1/3-1/5, 未来我国啤酒价格仍有巨大提升空间。2010年初燕京啤酒宣布自2010年1月20日开始普通瓶装燕京啤酒涨价: 每箱进店价格从36元涨至42元, 零售价格由2元上调到2.5元, 涨价幅度为25%, 我们看好燕京啤酒价格提升空间。
- **产能扩张和成本下降是公司2010年业绩增长的主要动力。**1、公司产能建设技改项目和新建项目进展顺利, 2010年公司将新增产能82.5万千升。按照2010年度计划, 公司将完成啤酒销量500万千升。另外, 公司将发行可转换公司债券, 拟新增啤酒产能60万千升。2、全球大麦产量2009/2010年度为1.49亿吨, 期末库存为0.32亿吨, 库存消费比为22.16%, 基本处于历史最高水平, 我们认为2010年大麦价格仍将维持低位, 这将有损于公司保持较高的毛利率水平。同时, 公司每年采购大麦均集中在三、四季度, 2010年公司仍将享受2009年低价大麦(采购价为220美元/吨, 目前为280美元/吨)所带来的成本优势。
- **盈利预测与投资建议。**我们预计2010~2012年公司分别实现EPS0.78元、0.92元、1.08元, 对应的动态PE分别为26倍、22倍、19倍。我们看好公司的行业龙头地位、可转债发行所带来的业绩增长动力, 按照2010年30倍PE测算, 对应股价为24元, 维持公司“增持”投资评级。
- **风险因素。**公司市场占有率下滑; 大麦价格上涨过快; 征收消费税。

图表 1 我国啤酒行业产量增长情况



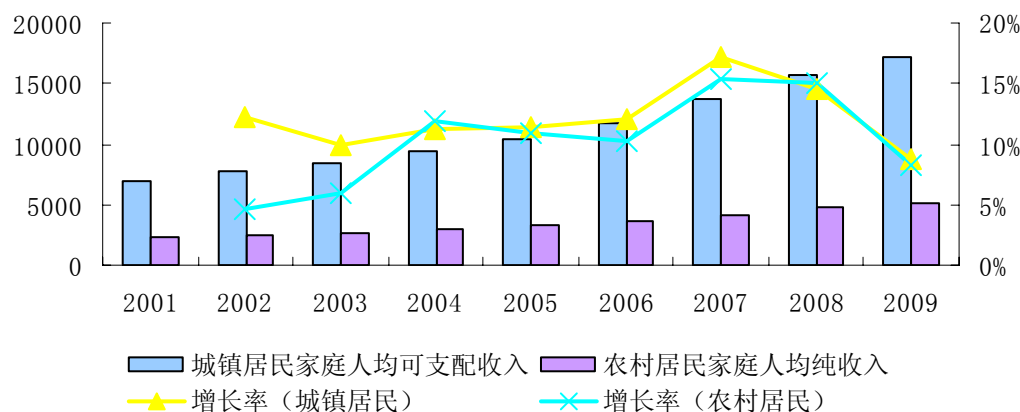
数据来源: wind, 日信研究

图表 2 我国啤酒行业销售收入和利润增长情况



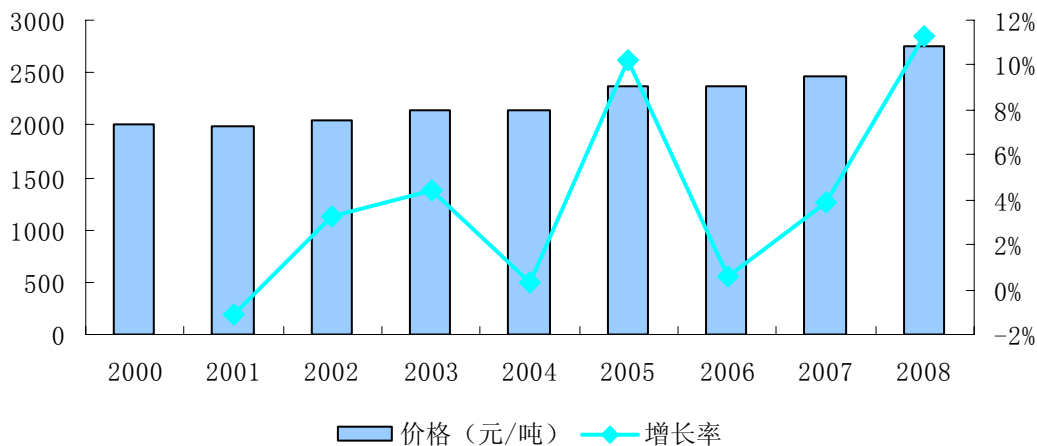
数据来源: wind, 日信研究

图表 3 我国居民收入增长情况 (元)



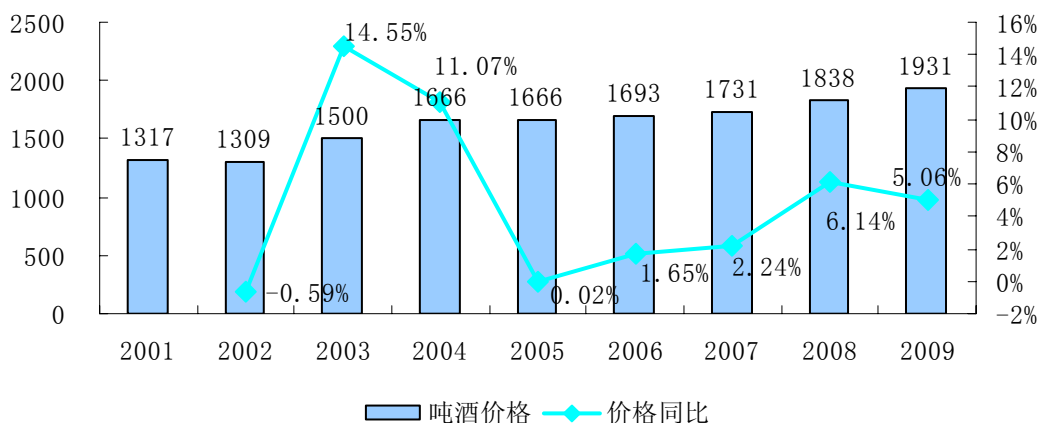
数据来源: wind, 日信研究

图表 4 啤酒行业吨酒价格及增长率



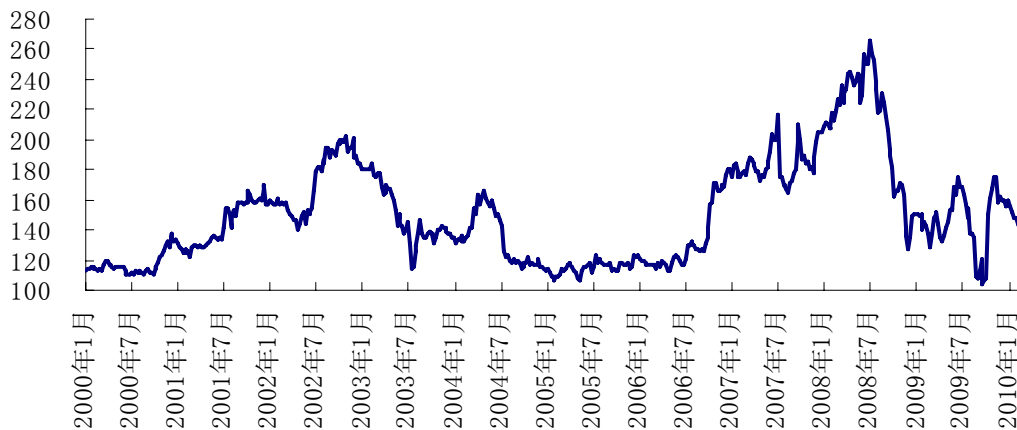
数据来源: wind, 日信研究

图表 5 燕京啤酒历年来吨酒价格变化 (元)



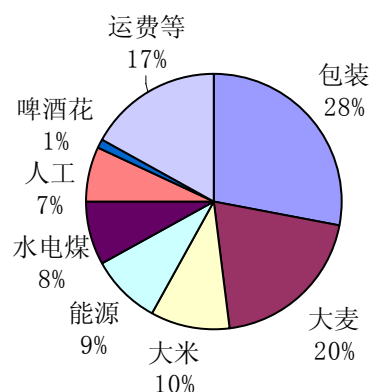
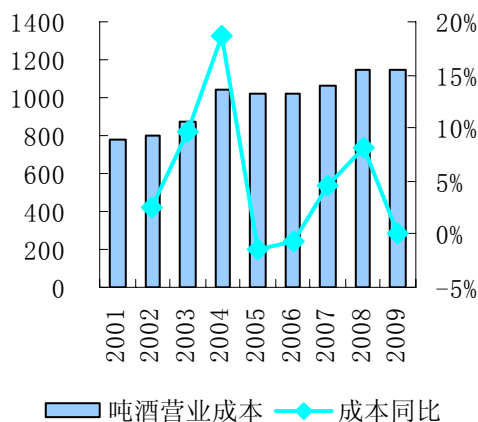
数据来源: 公司年报, 日信研究

图表 6 WCE 大麦期货主力合约 (加元/吨)



数据来源: Bloomberg, 日信研究

图表 7 燕京啤酒历年吨酒成本变化（元） 图表 8 燕京啤酒成本构成



数据来源：公司年报，日信研究

数据来源：公司年报，日信研究

附表 1 燕京啤酒非公开发行股票项目建设情况

序号	项目名称	新增产能 (万千升)	工程进度 (%)
1	燕京啤酒（衡阳）有限公司啤酒技改扩能项目	10	90
2	广东燕京啤酒有限公司增资扩建工程项目	10	99
3	通辽糖化、包装、制冷、发酵、锅炉、中京灌装、废水治理项目	12.5	100
4	燕京仙桃酿造车间技改项目及包装动力车间技改项目	10	100
5	浙江仙都、浙江丽水啤酒技改项目	10	100
6	河北燕京啤酒有限公司包装生产线扩建工程项目	5	100
7	新疆燕京啤酒有限公司一期工程扩建项目	5	90
8	设立四川燕京啤酒有限公司，新建啤酒生产线项目	10	95
9	合资设立山西燕京啤酒有限公司	10	90
合计	-	82.5	-

数据来源：公司年报，日信研究

附表 2 燕京啤酒可转换公司债券拟投资项目情况

序号	项目名称	新增产能 (万千升)	拟投资金额 (亿元)
1	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	2
2	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	3
3	对江西燕京啤酒有限责任公司增资用于其扩建工程	5	0.8
4	投资设立北京燕京啤酒（晋中）有限公司一期 10 万千升工程	10	2.5
5	合资设立燕京啤酒（昆明）有限公司一期 20 万千升工程	20	3
6	补充流动资金	-	0.7
合计	-	60	12

数据来源：公司公告，日信研究

附表 3 盈利预测假设表（万千升、百万元）

	2005	2006	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
燕京品牌销量	140.00	155.00	193.00	228.70	268.00	313.56	366.87	429.23
同比增长	-	10.71%	24.52%	18.50%	17.18%	17.00%	17.00%	17.00%
漓泉、惠泉、雪鹿销量	90.00	117.00	129.00	141.30	146.00	150.38	153.39	156.46
同比增长	-	30.00%	10.26%	9.53%	3.33%	3.00%	2.00%	2.00%
其他品牌销量	82.00	80.00	80.00	52.00	53.00	51.41	48.33	43.49
同比增长	-	-2.44%	0.00%	-35.0%	1.92%	-3.00%	-6.00%	-10.0%
总销量	312.00	352.00	402.00	422.00	467.00	515.35	568.58	629.18
吨酒价格	1666.0	1693.5	1731.3	1837.7	1930.6	2027.2	2108.2	2192.6
同比增长	0.02%	1.65%	2.24%	6.14%	5.06%	5.00%	4.00%	4.00%
啤酒销售收入	51.98	59.61	69.6	77.55	90.16	104.47	119.87	137.95
毛利率	38.59%	39.98%	38.61%	37.46%	40.44%	41.10%	40.40%	39.70%
啤酒销售成本	31.92	35.78	42.73	48.5	53.7	61.53	71.44	83.19

数据来源：公司年报，日信研究

附表 4 利润预测表（百万元）

	2009	2010E	2011E	2012E
一、营业收入	9490	11016	12670	14580
减：营业成本	5713	6551	7622	8868
营业税金及附加	1120	1300	1495	1721
营业费用	1013	1094	1136	1178
管理费用	743	804	925	1064
财务费用	68	79	91	104
资产减值损失	14	16	19	22
加：公允价值变动收益	-	-	-	-
投资收益	0	10	20	20
二、营业利润	819	1180	1402	1643
加：营业外收入	125	145	167	192
减：营业外支出	15	17	20	23
三、利润总额	928	1308	1549	1812
减：所得税费用	176	204	235	270
四、净利润	752	1104	1314	1541
归属于母公司净利润	627	938	1117	1310
少数股东损益	125	166	197	231
五、每股收益（元）	0.52	0.78	0.92	1.08
股本（百万股）	1210	1210	1210	1210

数据来源：公司年报，日信研究

投资评级说明

公司投资评级:

以报告日后的6-12个月内, 证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准, 定义如下:

买入 (Buy): 相对强于市场表现20%以上;

增持 (outperform): 相对强于市场表现5% ~ 20%;

中性 (Neutral): 相对市场表现在-5% ~ +5%之间波动;

减持 (underperform): 相对弱于市场表现5%以下。

行业投资评级:

以报告日后的6-12个月内, 行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准, 定义如下:

看好 (overweight): 行业超越整体市场表现;

中性 (Neutral): 行业与整体市场表现基本持平;

看淡 (underweight): 行业弱于整体市场表现。

免责声明

本研究报告由日信证券有限责任公司研究部撰写, 研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则, 以合法渠道获得这些信息, 尽可能保证可靠、准确和完整, 但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据, 不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证, 无论是否已经明示或者暗示。日信证券有限责任公司研究所将随时补充、更正和修订有关信息, 但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。

本报告版权仅为日信证券有限责任公司研究部所有, 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。如引用发布, 需注明出处为日信证券研究部, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

日信证券有限责任公司研究部对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。