

动态报告

食品饮料

饮料

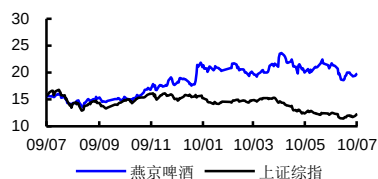
燕京啤酒(000729)
推荐

10 年中报点评

(维持评级)

2010 年 7 月 22 日

一年该股与上证综指走势比较



股票数据

昨收盘 (元)	19.75
总股本/流通 A 股(百万股)	1,210.27/520.95
流通 B 股/H 股(百万股)	0.00/0.00
总市值/流通市值(百万元)	23,902.77/10,288.76
上证综指/深圳成指	2,535.39/10,324.13
12 个月最高/最低 (元)	23.61/13.60

财务数据

净资产值(百万元)	7,554.52
每股净资产(元)	6.24
市净率	3.16
资产负债率	32.38%
息率	0.81%

相关研究报告:

《2010: 燕京啤酒的涅槃之年》——2010-1-14

《燕京啤酒 09 年三季报点评: 主品牌销量猛增 费用率短期波动》——2009-10-26

分析师: 黄茂

电话: 0755-82138922

E-mail: huangmao@guosen.com.cn

SAC 执业证书编号: S0980209080407

独立性声明:

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, 特此声明。

财报点评

市场份额提升 成本下降兑现

●上半年净利润同比增长 25%

燕京啤酒上半年实现销量 234 万千升, 同比增长 5.9%, 高于行业平均的 4.8%。实现净利润 4 亿元, 合 EPS0.33 元, 同比增长 25%。公司业绩低于预期, 主要是北京、福建啤酒销量下滑、广西啤酒单价下降所导致。

●华东、华北啤酒消费增长放缓 燕啤市场份额提升

中国啤酒产量增长自 08 年以来, 已连续 2 年半增长维持在 7% 以下, 比 04-07 年的 10-15% 有显著下降。其中华东和华北 (除山东) 增速下降最显著。除了人均消费量趋向饱和之外, 汽车保有量上升和打击酒后驾车也是一个重要原因。

●成本处于低位 有降价促销态势

上半年公司啤酒毛利率达到 43%, 同比上升 3 个百分点。其中, 大麦成本回落, 带动吨酒成本下降 7.6%, 符合预期。但上半年公司在广西销售均价下降 10%, 带动整体均价下降 2.5%。这可能公司为了保证市场份额, 进行了一定的促销。

●成本或有反弹 提价和再融资保证业绩平稳增长

由于 09 年国产大麦价格跌到历史底部, 导致西北大麦播种面积显著下降, 这可能会导致 2011 年成本有上升压力。不过, 公司通过可转债进行再融资, 有利于公司扩大市场份额, 并有释放业绩的动力。而且, 中国啤酒价格远低于发达国家, 未来提价空间大。

●风险提示

大麦价格的波动性较大。

●看好长期市场空间 维持“推荐”评级

我们预计公司 10-12 年 EPS0.65、0.74 和 0.84 元, 目前股价对应动态市盈率 31、27 和 23 倍。我们认为啤酒行业收益于收入结构调整, 长期价格提升空间大, 加上不受经济增速下滑预期影响, 我们认为目前的估值仍有一定吸引力, 维持“推荐”评级。

盈利预测和财务指标

	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	8,246.48	9,490.12	10,039	11,429	12,785
(+/-%)	10.90%	15.08%	5.8%	13.8%	11.9%
净利润(百万元)	461.28	627.49	781	943	1079
(+/-%)	12.60%	36.03%	24.5%	20.7%	14.4%
每股收益 (元)	0.38	0.52	0.65	0.78	0.89
EBIT Margin	9.49%	10.67%	11.12%	11.46%	11.78%
净资产收益率 (ROE)	6.66%	8.53%	9.94%	11.19%	11.88%
市盈率 (PE)	51.82	38.09	30.6	25.3	22.2
EV/EBITDA	18.92	15.27	15.6	13.4	11.6
市净率 (PB)	3.45	3.25	3.0	2.8	2.6

附表 1：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2009	2010E	2011E	2012E		2009	2010E	2011E	2012E
现金及现金等价物	1042	1458	1443	1387	营业收入	9490	10039	11429	12785
应收款项	213	220	250	280	营业成本	5713	5901	6679	7431
存货净额	2430	2267	2547	2818	营业税金及附加	1121	1144	1280	1419
其他流动资产	225	602	686	767	销售费用	1013	1124	1303	1470
流动资产合计	3910	4547	4927	5252	管理费用	743	773	878	979
固定资产	7204	8070	8633	9184	财务费用	68	46	33	29
无形资产及其他	613	592	572	552	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)	(10)	(10)	(10)
长期股权投资	67	67	67	67	其他收入	0	0	0	(0)
资产总计	11856	13338	14260	15117	营业利润	819	1041	1247	1447
短期借款及交易性金融负债	1295	800	800	651	营业外净收支	110	80	90	100
应付款项	577	697	784	867	利润总额	928	1121	1337	1547
其他流动负债	1316	1401	1583	1758	所得税费用	176	179	201	248
流动负债合计	3188	2899	3167	3276	少数股东损益	125	160	193	221
长期借款及应付债券	9	1200	1200	1200	归属于母公司净利润	627	781	943	1079
其他长期负债	17	17	17	17					
长期负债合计	25	1217	1217	1217	现金流量表 (百万元)				
负债合计	3214	4115	4383	4493		2009	2010E	2011E	2012E
少数股东权益	1287	1360	1448	1548	净利润	627	781	943	1079
股东权益	7355	7863	8429	9076	资产减值准备	(5)	(14)	0	0
负债和股东权益总计	11856	13338	14260	15117	折旧摊销	632	701	829	958
					公允价值变动损失	14	10	10	10
					财务费用	68	46	33	29
					营运资本变动	668	(29)	(126)	(124)
					其它	62	87	88	100
					经营活动现金流	1997	1536	1743	2024
					资本开支	(908)	(1543)	(1380)	(1500)
					其它投资现金流	0	0	0	0
					投资活动现金流	(901)	(1543)	(1380)	(1500)
					权益性融资	17	0	0	0
					负债净变化	(81)	(9)	0	0
					支付股利、利息	(342)	(273)	(377)	(431)
					其它融资现金流	(95)	(495)	0	(149)
					融资活动现金流	(925)	423	(377)	(580)
					现金净变动	171	415	(14)	(56)
					货币资金的期初余额	871	1042	1458	1443
					货币资金的期末余额	1042	1458	1443	1387
					企业自由现金流	1185	49	418	583
					权益自由现金流	1009	(493)	390	410

资料来源：国信证券经济研究所预测

关键财务与估值指标	2009	2010E	2011E	2012E
每股收益	0.52	0.65	0.78	0.89
每股红利	0.28	0.23	0.31	0.36
每股净资产	6.08	6.50	6.96	7.50
ROS	7%	8%	8%	8%
ROE	9%	10%	11%	12%
毛利率	40%	41%	42%	42%
EBIT Margin	9%	11%	11%	12%
EBITDA Margin	16%	18%	19%	19%
收入增长	15%	6%	14%	12%
净利润增长率	36%	24%	21%	14%
资产负债率	38%	41%	41%	40%
息率	1.4%	1.1%	1.6%	1.8%
P/E	38.1	30.6	25.3	22.2
P/B	3.2	3.0	2.8	2.6
EV/EBITDA	17.7	15.6	13.4	11.6

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10% 之间
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

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或询价。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。本报告版权归国信证券所有，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。

国信证券经济研究所研究团队(含联系人)

宏观		策略		交通运输	
周炳林	0755-82130638	黄学军	021-60933142	郑 武	0755- 82130422
林松立	010-66026312	崔 嵘	021-60933159	陈建生	0755- 82133766
		廖 喆	021-60933162	岳 鑫	0755- 82130432
				高 健	0755-82130678
银行		房地产		机械	
邱志承	021- 60875167	方 焱	0755-82130648	余爱斌	0755-82133400
黄 飙	0755-82133476	区瑞明	0755-82130678	黄海培	021-60933150
谈 煊	010- 66025229	黄道立	0755- 82133397	陈 玲	0755-82130646
				杨 森	0755-82133343
				李筱筠	010-66026326
汽车及零配件		钢铁		商业贸易	
李 君	021-60933156	郑 东	010- 66026308	孙菲菲	0755-82130722
左 涛	021-60933164	秦 波	010-66026317	吴美玉	010-66026319
				祝 彬	0755-82131528
基础化工		医药		石油与石化	
张栋梁	0755-82130532	贺平鸽	0755-82133396	李 晨	021-60875160
陈爱华	0755-82133397	丁 丹	0755- 82139908	严蓓娜	021-60933165
邱 斌	0755-82130532	陈 栋	021-60933147		
电力设备与新能源		传媒		有色金属	
皮家银	021-60933160	陈财茂	021-60933163	彭 波	0755-82133909
				谢鸿鹤	0755-82130646
电力与公用事业		非银行金融		通信	
徐颖真	021-60875162	邵子钦	0755- 82130468	严 平	021-60875165
谢达成	021-60933161	田 良	0755-82130513	程 峰	021-60933167
		童成敦	0755-82130513		
造纸		家电		计算机	
李世新	0755-82130565	王念春	0755-82130407	段迎晨	0755- 82130761
邵 达	0755-82130706				
电子元器件		纺织服装		农业	
段迎晨	0755- 82130761	方军平	021-60933158	张 如	021-60933151
高耀华	0755-82130771				
旅游		食品饮料		建材	
廖绪发	021-60875168	黄 茂	0755-82138922	杨 昕	021-60933168
刘智景	021-60933148				
煤炭		建筑		固定收益	
李 然	010-66026322	邱 波	0755-82133390	李怀定	021-60933152
陈 健	010-66215566	李遵庆	0755-82133055	高 宇	0755- 82133538
苏绍许	021-60933144			侯慧娣	021-60875161
				张 旭	010-66026340
				蔺晓熠	021-60933146
				刘子宁	021-60933145
指数与产品设计		投资基金		量化投资	
焦 健	0755-82133928	杨 涛	0755-82133339	葛新元	0755-82133332
王军清	0755-82133297	彭怡萍	0755-82133528	董艺婷	021-60933155
彭甘霖	0755-82133259	刘舒宇	0755-82133568	林晓明	0755-25472656
阳 瑾	0755-82133538	康 亢	010-66026337	赵斯尘	021-60875174
周 琦	0755-82133568	刘 洋		程景佳	021-60933166
赵学昂	0755-66025232			郑 云	021-60875163
				毛 甜	021-60933154
交易策略					
戴 军	0755-82133129				
秦国文	0755-82133528				
徐左乾	0755-82133090				
黄志文	0755-82133928				

国信证券机构销售团队

华北区（机构销售一部）			华东区（机构销售二部）			华南区（机构销售三部）		
王立法	010-66026352 13910524551 wanglf@guosen.com.cn		盛建平	021-60875169 15821778133 shengjp@guosen.com.cn		万成水	0755-82133147 13923406013 wancs@guosen.com.cn	
王晓建	010-66026342 13701099132 wangxj@guosen.com.cn		马小丹	021-60875172 13801832154 maxd@guosen.com.cn		魏 宁	0755-82133492 13823515980 weining@guosen.com.cn	
焦 骥	010-66026343 13601094018 jiaojian@guosen.com.cn		郑 毅	021-60875171 13795229060 zhengyi@guosen.com.cn		邵燕芳	0755-82133148 13480668226 shaoyf@guosen.com.cn	
李 锐	010-66025249 13691229417 lirui2@guosen.com.cn		黄胜蓝	021-60875166 13761873797 huangsl@guosen.com.cn		林 莉	0755-82133197 13824397011 linli2@guosen.com.cn	
徐文琪	010-66026341 13811271758 xuwq@guosen.com.cn		刘 塑	021-60875177 13817906789 liusu@guosen.com.cn		王昊文	0755-82130818 18925287888 wanghaow@guosen.com.cn	
			叶琳菲	021-60875178 13817758288 yelf@guosen.com.cn		甘 墨	0755-82133456 15013851021 ganmo@guosen.com.cn	
			孔华强	021-60875170 13681669123 konghq@guosen.com.cn		段莉娟	0755-82130509 18675575010 duanlj@guosen.com.cn	
						黎 敏	0755-82130681 13902482885 limin1@guosen.com.cn	
						徐 冉	13632580795 xuran1@guosen.com.cn	
						颜小燕	13590436977 yanxy@guosen.com.cn	