

燕京啤酒(000729)

1H10业绩低于市场预期、下调10年盈利预测

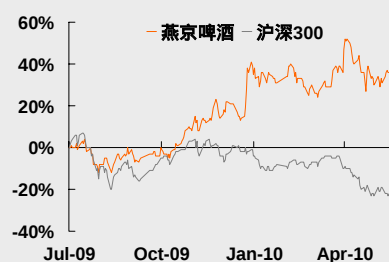
中性（维持）

现价：19.75 元

主要数据

行业	食品、饮料
公司网址	www.yanjing.com.cn
大股东/持股	北京燕京啤酒有限公司/ 684
实际控制人/持股	社会公众股东/41.56%
总股本(百万股)	1,210
流通 A 股(百万股)	521
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值(亿元)	239
流通 A 股市值(亿元)	103
每股净资产(元)	6.1
资产负债率(%)	29.8

行情走势图



相关研究报告

《食品饮料行业季报（2010Q3）- 遥望均贫富，近忧成本升》 2010年7月9日

《时间换空间是主线--平安证券2010年下半年食品饮料行业投资策略》 2010年6月21日

研究员

文 献 CFA 食品饮料高级研究员
S1060209040123
0755-22627143
wenxian@pasc.com.cn

丁芸洁 联络人
S1060110040054
0755-22625697
DINGYUNJIE640@pingan.com

投资要点

■ 1H10 净利同增 25%，毛利率同比升 3.2 个百分点

由于大本营北京市场无增长及福建下降约 20%，燕京上半年营收同比仅增长 2.9%，北京和福建表现不佳主要是因为夏天高温来得晚，且福建连续大雨。受益于低价大麦入账推动 1H10 毛利率升 3.2 个百分点，以及三项费用稳定，燕京上半年净利同比增速仍达到 25%。

■ 1H10 业务表现低于市场预期

销量、营收和净利增长均低于市场一致预期，WIND 分析师预测中值显示，市场预期燕京啤酒 2010 年营收和净利分别增长 15%和 42%。

■ 下调 10 年 EPS 至 0.6 元，维持“中性”评级

下调 10-12 年预测 EPS 至 0.6、0.68 和 0.77 元，下调幅度分别为 18.4%、18%和 18.3%，同比增速分别为 16.5%、12.6%和 12.9%。以 7 月 21 日 19.75 元收盘价计算，燕京 10-12 年动态 PE 分别为 33、29 和 26 倍，估值贵于青岛啤酒和我们跟踪的其他食品饮料重点公司，维持“中性”评级。

	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E
主营收入（百万元）	7,436.2	8,246.5	9,490.1	10,031.1	11,220.7
YoY(%)	17.9	10.9	15.1	5.7	11.9
净利润（百万元）	409.7	461.3	627.5	731.1	823.3
YoY(%)	33.2	12.6	36.0	16.5	12.6
毛利率(%)	37.7	36.7	39.8	40.1	40.2
净利率(%)	5.5	5.6	6.6	8.7	8.8
ROE(%)	7.4	6.7	8.5	9.7	10.46
EPS(摊薄/元)	0.3	0.4	0.5	0.60	0.68
P/E(倍)	58.2	51.7	38.0	32.7	29.0
P/B(倍)	4.3	3.4	3.2	3.1	3.0

一、中报解读：1H10 净利同比增 25%，低于市场预期

1.1 1H10 净利同比增 25%，2Q10 毛利率升 3.9 个百分点

1H10 燕京销量增速 5.1%，基本与行业持平。上半年，燕京销售啤酒 234 万千升，加上受托经营企业共销售啤酒 246 万千升，同比增长 5.1%，与行业增速 4.8% 基本持平。由于产品均价下降约 1.8%，当期营收增速仅有 2.9%。其中，2Q10 营收同比下降了 1.8%，这主要是因为燕京大本营北京入夏较往年晚，且另一主市场福建遭遇连续大雨，啤酒消费受到抑制。

2Q10 毛利率升至近年最高点，但下半年应会有下降。1H10，燕京啤酒毛利率升 3.2 个百分点至 42.1%，推动上半年毛利同比增长 11.5%。其中，2Q10 毛利率同比上升了 3.9 个百分点至 45.1%，是近年来的最高点，这应该是受益于此前低价大麦库存。随着低价大麦存货减少，我们预计下半年公司毛利率会有所下降。

1H10 盈利同比增长 25% 缘于：毛利上升 11.5% 和三项费用稳定。但上半年净利增速低于全年净利增长 42% 的市场一致预期。

图表 1 利润表快读

	2Q09	2Q10	QoQ	1H09	1H10	HoH	
营业收入	3,003	2,948	-1.8%	4,894	5,035	2.9%	导致啤酒销量同比仅增 5.1%，惠泉
营业成本	1,766	1,618	-8.4%	2,994	2,917	-2.6%	营收同比下降 19.8%，北京无增长
毛利率	41.2%	45.1%	3.9%	38.8%	42.1%	3.2%	应缘自低价大麦入账，2Q 毛利率提升 3.9
毛利	1,237	1,331	7.6%	1,901	2,119	11.5%	个百分点
营业税金及附加	351	334	-4.7%	560	559	-0.3%	
销售费用	303	308	1.7%	495	611	23.5%	
管理费用	186	187	0.7%	378	390	3.1%	
财务费用	23	13	-44.2%	44	20	-53.8%	
资产减值损失	2	0	-100.0%	2	0	-100.0%	
公允价值变动收益	0	0	-	0	0	-	
投资收益	-1	0	100.0%	-1	0	100.0%	
营业利润	372	488	31.3%	421	538	27.9%	毛利同比增 7.6%，费用持平，杠杆效应
营业利润率	12.4%	16.6%	4.2%	8.6%	10.7%	2.1%	
营业外收入	53	26	-50.4%	62	34	-44.5%	
营业外支出	1	2	10.3%	5	2	-49.6%	
利润总额	423	513	21.2%	478	570	19.3%	
所得税	84	92	9.5%	103	105	1.4%	所得税率降低 1.9 个百分点，因为 09-11 年
所得税率	20.0%	18.0%	-1.9%	21.6%	18.4%	-3.2%	北京母公司享受 15% 税率
少数股东权益	44	52	17.7%	56	67	18.9%	
归属于母公司净利润	294	368	25.1%	318	399	25.2%	
净利率	11.3%	14.2%	3.0%	7.7%	9.2%	1.6%	
EPS	0.24	0.30	25.1%	0.26	0.33	25.2%	低于市场 2010 年 EPS 同比增 42% 的预期

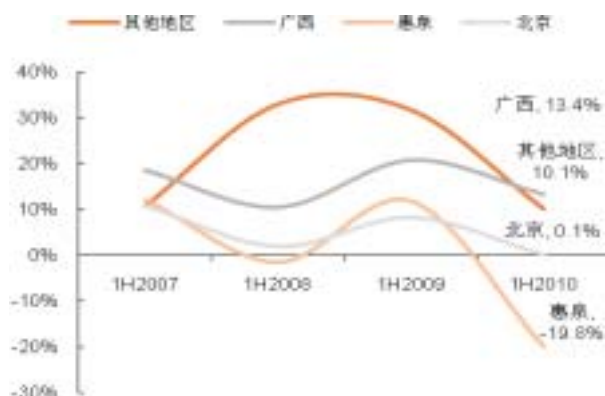
资料来源：公司公告、平安证券研究所、Wind

1.2 1H10 北京、福建销售不佳，“燕京”主品牌销量占比有小幅下降

福建和北京营收增速不佳，广西和其他地区增速较快。1H10，燕京大本营北京市场营收同比无增长，福建惠泉则大幅下降了 19.8%，前者主要因为北京今年夏天高温来得比往年晚一个月，而福建是受损于连续的暴雨天气。广西市场和其他市场如广东等仍保持了 10%以上的增速。由于北京和惠泉合计营收占燕京的 40%，故 1H10 燕京整体营收仅增长 2.9%。

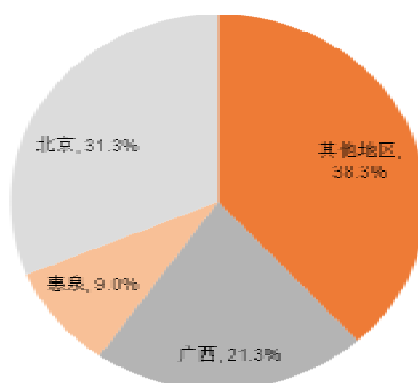
1H10 “燕京”主品牌销量占比同比下降 3.1 个百分点。“燕京”上半年销量同比增长了 5.8%，但广西“漓泉”和内蒙“雪鹿”增长更快，导致“燕京”销量占比较 1H09 下降了 3.1 个百分点，这也可以解释公司产品均价为何下降了 1.8%。

图表 2 1H10福建惠泉和北京营收增速不佳



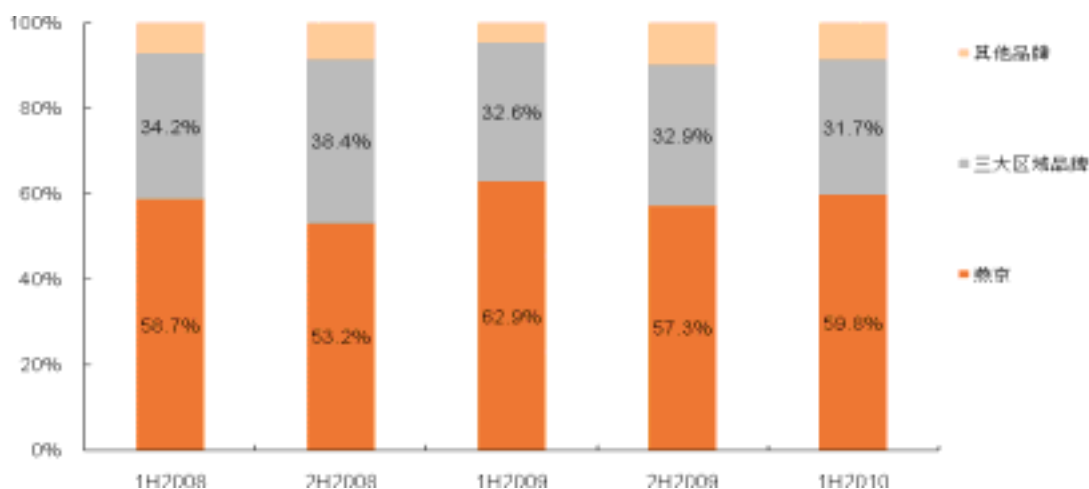
资料来源：公司公告、平安证券研究所

图表 3 1H10燕京营收地区分布



资料来源：公司公告、平安证券研究所

图表 4 “燕京”主品牌销量占比同比下降3.1个百分点



资料来源：公司公告、平安证券研究所

二、下调盈利预测，维持“中性”评级

下调10-12年预测EPS至0.6、0.68和0.77元，下调幅度分别为18.4%、18%和18.3%，同比增幅分别为16.5%、12.6%和12.9%。主要是将10年销量增速假设从10%下调至6%，均价假设从上升5%调至持平，以反映中报信息。

图表 5 10年EPS下调18.4%至0.6元

	调整幅度			EPS(调整后)			PE (7月21日收盘价)		
	10E	11E	12E	10E	11E	12E	10E	11E	12E
燕京啤酒	-18.4%	-18.0%	-18.3%	0.60	0.68	0.77	32.7	29.0	25.7

资料来源：平安证券研究所、WIND

维持“中性”评级。以7月21日19.75元的收盘价计算，燕京10至12年动态PE分别为33、29和26倍，估值贵于青岛啤酒和我们跟踪的其他食品饮料重点公司，我们维持“中性”评级。

图表 6 10年EPS下调18.4%至0.6元

股票名称	股票代码	股票价格(元)	EPS (元/股)			PE (倍)			评级
		7月21日	09A	10E	11E	09A	10E	11E	
双汇发展	000895	49.48	1.50	1.88	2.24	32.9	26.3	22.1	强烈推荐
山西汾酒	600809	46.61	0.82	1.19	1.80	56.8	39.3	25.8	强烈推荐
张裕 A	000869	85.15	2.14	2.63	3.22	39.8	32.4	26.4	强烈推荐
张裕 B	200869	65.15	2.14	2.63	3.22	30.5	24.8	20.2	
贵州茅台	600519	137.88	4.57	5.68	6.86	30.2	24.3	20.1	强烈推荐
五粮液	000858	26.80	0.85	1.27	1.49	31.4	21.1	18.0	中性
泸州老窖	000568	30.24	1.20	1.46	1.74	25.2	20.6	17.3	推荐
青岛啤酒	600600	32.20	0.93	1.20	1.43	34.7	26.9	22.5	推荐
燕京啤酒	000729	19.75	0.52	0.60	0.68	38.1	32.7	29.0	中性
伊利股份	600887	30.06	0.81	0.93	1.12	37.1	32.3	26.8	中性
均值						35.7	28.1	22.8	

资料来源：平安证券研究所、WIND

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在 $\pm 10\%$ 之间）
回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

强烈推荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 10%以上）
推 荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%至 10%之间）
中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在 $\pm 5\%$ 之间）
回 避（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

风险提示：

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨为发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能尽依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司 2010 版权所有。保留一切权利。

中国平安 PINGAN

平安证券综合研究所

地址：深圳市福田区金田路大中华国际交易广场 8 层

邮编：518048

电话：4008866338

