

燕京啤酒 (000729)

凉夏影响销量，成本下降推升利润

——燕京啤酒 2010 年中报点评

胡春霞
021-38676186
huchunxia@gtjas.com
S0880208060347

本报告导读：

燕京啤酒上半年销量增长 5.13%，略高于行业增速。成本大幅下降导致毛利率增加 3 个百分点，消费费用率上升。转债发行提升股票活跃度。

投资要点：

- 燕京啤酒上半年啤酒销量 234 万千升，同比增长 5.88%，加上受托经营共销售啤酒 246 万千升，同比增长 5.13%，销售收入 50.35 亿元，同比增长 2.88%；利润 5.7 亿元，同比增长 19.33%；实现净利润 4 亿元，同比增长 25.20%，Eps0.33 元。
- 销量受到天气影响，增速仍高于行业 0.36 个百分点，区域增长差异大。1-6 月国内啤酒产量增长 4.77%，增速低于去年 1.26 个百分点，主要是受到今夏较凉、雨水多的影响。燕京啤酒销量增速不快，但是仍高于行业 0.36 个百分点。从区域上的销量变化看，广西市场上半年销量达 50 万千升，同比增长 25%，广东市场销量 19 万千升，同比增长 40.59%；内蒙市场销量达 31 万千升，同比增长 14.81%。
- 吨酒价格略降 2.54%，成本下降推升毛利率 3 个百分点。公司上半年啤酒吨酒价格 2015 元，同比略降 2.54%。在公司 1 月份上调了北京地区销售的 10 度清爽型啤酒价格 10% 左右，以及“燕京”品牌销量增长 5.76% 的情况下，吨酒价格的下降就显得有点超出意料。从地区收入增长看，北京地区仅增长了 0.12%，充分说明北京地区的销量增速非常低。相对于去年上半年的高价大麦，今年的成本大幅下降，推动毛利率上升 3 个百分点，这是上半年利润增长的主要来源。
- 转债发行已经申报，12 亿转债发行时间渐进。
- 销售费用率增加 2 个百分点要高于预期，再考虑到考虑到销量低于预期，我们略为调整公司 2010、2011 年 EPS 预期至 0.70、0.87 元，维持增持评级。

财务摘要 (百万元)	2007	2008	2009	2010E	2011E
营业收入	7,436	8,246	9,490	10,172	11,417
(+/-)%	21%	11%	15%	7%	12%
经营利润 (EBIT)	594	620	887	1,206	1,460
(+/-)%	38%	4%	43%	36%	21%
净利润	410	461	627	847	1,051
(+/-)%	34%	13%	36%	33%	24%
每股净收益 (元)	0.34	0.38	0.52	0.70	0.87
每股股利 (元)	0.15	0.15	0.16	0.25	0.31

利润率和估值指标	2007	2008	2009	2010E	2011E
经营利润率 (%)	8.0%	7.5%	9.3%	11.9%	12.8%
净资产收益率 (%)	9.0%	7.8%	10.2%	12.5%	14.0%
投入资本回报率 (%)	6.6%	5.7%	8.1%	11.2%	12.5%
EV/EBITDA	18.5	17.8	14.0	11.5	9.8
市盈率	58.1	51.6	37.9	28.1	22.7
股息率 (%)	0.8%	0.8%	0.8%	1.3%	1.6%

请务必阅读正文之后的免责条款部分

评级：**增持**

上次评级：**增持**

目标价格：**24.00**

上次预测：**24.00**

当前价格：**19.72**

2010.07.22

交易数据

52 周内股价区间 (元)	13.39-23.88
总市值 (百万元)	23,866
总股本/流通 A 股 (百万股)	1,210/521
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/0
流通股比例	43%
日均成交量 (百万股)	5
日均成交值 (百万元)	99

资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	7,555
每股净资产	6.24
市净率	3.2
净负债率	24%

EPS (元)	2009A	2010E
Q1	0.02	0.03
Q2	0.24	0.30
Q3	0.21	0.30
Q4	0.05	0.07
全年	0.52	0.70

52 周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	-5%	-13%	28%
相对指数	-9%	-2%	50%

相关报告

- 《结构调整提升盈利，2 季度业绩增速将回升》
2010.04.20
- 《优势市场扩张，结构调整提升盈利》
2010.03.25
- 《销量和盈利能力上升将继续推动业绩增长》
2010.03.03
- 《销量和毛利率继续保持上升势头》
2009.10.26
- 《销量快速增长 预期下半年毛利率上升》
2009.07.28

模型更新时间: 2010.07.22

股票研究

必需消费
食品饮料

燕京啤酒 (000729)

评级: 增持

上次评级: 增持

目标价格: 24.00

上次预测: 24.00

当前价格: 19.72

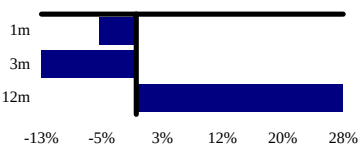
公司网址

www.yanjing.com.cn

公司简介

公司为中国最大啤酒企业集团之一, 目前全国市场占有率达到 12% 以上, 华北市场 45%, 北京市场在 85% 以上。燕京总部是亚洲最大的啤酒生产厂, 连年被评为全国 500 家最佳经济效益工业企业、中国行业百强企业。高品质的燕京啤酒先后荣获“第 31 届布鲁塞尔国际金奖”, “首届全国轻工业博览会金奖”等多项荣誉称号。燕京啤酒被指定为“人民大会堂宴会特供酒”、中国国际航空公司等四家航空公司配餐用酒, 1997 年燕京商标被国家工商总局认定为“驰名商标”。

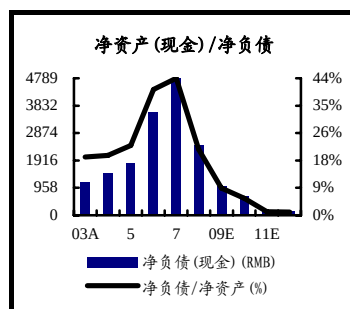
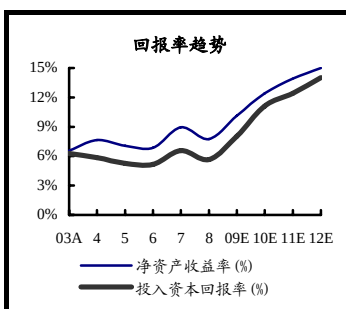
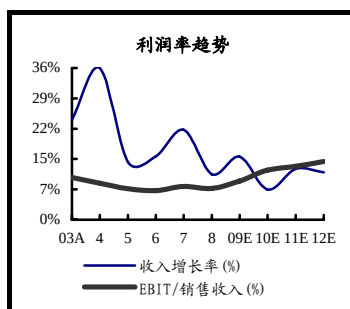
绝对价格回报 (%)



52 周价格范围 13.39-23.88
市值 (百万) 23,866

财务预测 (单位: 百万元)

	2003A	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
损益表										
主营业务收入	3,428	4,671	5,314	6,122	7,436	8,246	9,490	10,172	11,417	12,708
主营业务成本	2,006	2,847	3,268	3,738	4,629	5,221	5,713	5,833	6,479	7,137
税金及附加	473	620	695	811	944	978	1,121	1,180	1,307	1,436
主营业务利润	948	1,204	1,352	1,573	1,863	2,047	2,657	3,159	3,631	4,135
营业费用	300	416	500	629	767	831	1,013	1,190	1,324	1,436
管理费用	326	407	493	565	513	608	744	773	856	940
资产减值损失	0	0	0	0	0	19	14	0	0	0
EBIT	322	380	358	379	582	627	914	1,196	1,450	1,759
财务费用	7	18	37	31	64	127	68	56	19	7
营业利润	340	389	355	400	530	493	819	1,149	1,441	1,762
所得税	69	52	47	66	85	101	176	206	255	310
少数股东损益	26	69	54	64	84	80	125	157	195	237
净利润	242	271	277	307	410	461	627	847	1,051	1,275
资产负债表										
货币资金、短期投资	878	586	469	443	1,245	871	1,042	1,117	1,254	1,457
其他流动资产	1,332	1,764	1,706	2,008	2,954	3,165	2,868	2,806	3,022	3,234
长期投资	130	131	132	76	72	73	67	67	67	67
固定资产合计	3,501	4,688	5,444	5,973	6,186	6,894	7,204	7,387	8,010	8,661
无形及其他资产	169	206	205	238	419	601	663	635	608	582
资产合计	6,010	7,374	7,956	8,739	10,885	11,617	11,856	12,023	12,972	14,012
流动负债	880	1,480	1,725	2,073	3,626	3,438	3,188	2,495	2,377	2,121
长期负债	719	640	790	441	693	90	25	26	26	26
股东权益	6,130	7,550	8,117	8,917	10,885	11,617	11,856	12,023	12,973	14,012
投入资本(IC)	4,374	5,938	6,471	6,992	7,702	9,135	8,842	8,961	9,696	10,445
现金流量表										
NOPLAT	274	352	341	360	507	523	719	1,001	1,212	1,468
折旧与摊销	296	399	463	525	555	577	632	645	720	791
流动资金增量	(6)	(341)	224	41	(316)	(544)	665	36	(139)	(125)
资本支出	(626)	(1,622)	(1,219)	(1,087)	(949)	(1,466)	(1,004)	(799)	(1,317)	(1,416)
自由现金流	(62)	(1,212)	(192)	(161)	(203)	(911)	1,012	882	477	719
经营现金流	756	526	781	829	878	993	2,059	1,898	2,042	2,422
投资现金流	(640)	(936)	(1,151)	(993)	(938)	(1,613)	(891)	(799)	(1,317)	(1,416)
融资现金流	0	0	72	116	45	249	(326)	(357)	(393)	(460)
现金流净额	116	(410)	(298)	(49)	(16)	(371)	842	741	332	546
财务指标										
成长性										
收入增长率	23.9%	36.3%	13.8%	15.2%	21.5%	10.9%	15.1%	7.2%	12.2%	11.3%
EBIT 增长率	36.6%	17.4%	-3.5%	9.9%	37.8%	4.4%	43.0%	36.0%	21.1%	21.1%
净利润增长率	20.2%	11.8%	2.3%	10.9%	33.5%	12.6%	36.0%	33.4%	24.1%	21.3%
利润率										
毛利率	41.5%	39.0%	38.5%	38.9%	37.7%	36.7%	39.8%	42.7%	43.3%	43.8%
EBIT 率	10.1%	8.7%	7.4%	7.0%	8.0%	7.5%	9.3%	11.9%	12.8%	13.9%
净利润率	7.1%	5.8%	5.2%	5.0%	5.5%	5.6%	6.6%	8.3%	9.2%	10.0%
收益率										
净资产收益率(ROE)	6.6%	7.7%	7.1%	6.9%	9.0%	7.8%	10.2%	12.5%	14.0%	15.1%
总资产收益率(ROA)	4.4%	4.5%	4.1%	4.2%	4.5%	4.7%	6.3%	8.3%	9.6%	10.8%
投入资本回报率(ROIC)	6.3%	5.9%	5.3%	5.2%	6.6%	5.7%	8.1%	11.2%	12.5%	14.1%
运营能力										
存货周转天数	126.13	106.87	118.96	124.86	129.65	153.67	157.65	149.03	135.92	131.32
应收账款周转天数	41.45	27.78	18.99	17.37	9.55	8.88	6.89	7.00	7.00	7.00
总资产周转天数	0.57	0.63	0.67	0.70	0.68	0.71	0.80	0.85	0.88	0.91
净利润现金含量	2.82	1.55	2.36	2.24	1.78	1.84	2.74	1.89	1.64	1.60
资本支出/收入	18%	35%	23%	18%	13%	18%	11%	8%	12%	11%
偿债能力										
资产负债率	26.1%	28.1%	31.0%	28.2%	39.7%	30.4%	27.1%	21.0%	18.5%	15.3%
净负债率	18.7%	19.2%	22.4%	40.4%	44.0%	21.2%	8.7%	5.5%	1.1%	1.0%
估值比率										
PE	98.4	88.0	86.0	77.6	58.1	51.6	37.9	28.1	22.7	18.7
PB	3.3	3.0	2.8	2.5	4.3	3.4	3.2	3.0	2.7	2.4
EV/EBITDA	33.1	26.4	24.9	22.2	18.5	17.8	14.0	11.5	9.8	8.3
P/S	3.83	2.84	3.77	3.53	2.91	2.89	2.51	2.34	2.09	1.87
股息率	0.9%	0.3%	0.8%	0.7%	0.8%	0.8%	0.8%	1.3%	1.6%	1.9%



作者简介:**胡春霞:**

武汉大学金融学硕士，国泰君安证券食品饮料行业研究员，从业六年。2007 年进入国泰君安，2008 年新财富食品饮料行业最佳分析师第五名。

分析师声明

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（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。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

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均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

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、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		