

燕京啤酒 (000729.SZ)

销量增速受凉夏影响放缓 毛利率提升提高利润增速

——燕京啤酒 2010 年中报点评

闫亚磊, CFA
86-22-2845 1975
SAC 执业证书编号 S1150209100148
yanyl@bhq.com

核心观点:

- 受低温天气影响, 公司销量增长不理想
- 收入增速低于销量增速显示吨酒售价提升受阻

投资要点:

- 燕京啤酒 2010 年中期实现收入 50.35 亿元, 同比增长 2.88%; 实现利润总额 5.70 亿元, 同比增长 19.33%; 实现净利润 3.99 亿元, 同比增长 25.20%, 归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润高达 36.43%; 每股收益为 0.33 元, 高于之前预测的 0.32 元, 同比增长 25.20%; 经营活动产生的现金流量净额为 13.24 亿元, 同比增长了 343.15%, 折合每股经营活动产生的现金流量净额 1.09 元。
- 报告期内啤酒销量增长不理想。**公司 2010 年上半年生产销售啤酒 234 万千升, 同比增长 5.88%, 加上受托经营企业共销售啤酒 246 万千升, 同比增长 5.13%, 增速高于行业上半年 4.77% 的同比增速, 但是远远低于公司在 09 年报中 12% 的增速目标。
- 凉夏对销量负面影响显著, 外阜市场发展明显好于北京市场。**上半年, 我国大部分地区特别是华北地区气温明显偏低、夏季明显推迟, 由于啤酒消费与气温具有很强的相关性, 公司上半年销售受到负面影响。其中北京地区入夏比以往晚一个月, 导致上半年北京地区主营业务收入仅同比增长了 0.12%, 考虑到提价因素, 北京市场销量可能负增长; 广西、广东、内蒙市场上半年销量增速分别为 25%、40.59% 和 14.81%; 新进入的山西、四川和新疆市场销量增速分别为 35.71%、92.3% 和 169.74%。
- 品牌集中度继续提升。**四大品牌共生产销售啤酒 225 万千升, 同比增长 6.64%, 略高于公司整体销量增速, 占啤酒总销量的 91.5%, 集中度同比有所提升。其中“燕京牌”销量为 147 万千升, 同比增长 5.76%, 与整体销量增速基本持平。
- 同比原材料价格的下降导致公司毛利率同比显著改善。**2010 年上半年公司啤酒业务收入增速为 3.2%, 明显低于销量增速, 显示出吨酒售价在上半年有所下滑; 但是上半年啤酒整体毛利率为 43.24%, 同比提升了 3.12 个百分点。我们认为: 1) 大麦及大麦芽成本比去年同期低; 2) 公司品牌结构持续改善; 3) 2010 年初对在北京地区销售的 10 度清爽型啤酒出厂价上调 10% 左右。
- 公司现金流同比大幅改善的主要原因在于经营性应付项目的增加。发行分离交易可转债仍未通过证监会审核通过。
- 预计 2010 年和 2011 年每股收益至 0.6441 元和 0.7542 元, 目前股价对应市盈率分别为 31.2 倍和 26.6 倍。随着天气气温上升, 啤酒行业销量增速将会回升; 另外啤酒属于日常消费品, 劳动力价格的上涨有利于改善啤酒城乡消费不平衡的局面, 提高行业增速。维持燕京啤酒目标价 25 元和“买入”评级。(在之前对内蒙燕京收购江河幕墙股权点评中上调了盈利预测、目标价和评级)

	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E
销售收入(百万元)	7436	8246	9490	10914	12551
EBITDA(百万元)	1153	1185	1532	1880	2050
净利润(百万元)	410	461	627	779	913
摊薄 EPS(元)	0.37	0.38	0.52	0.64	0.75
PE(X)	54.0	52.7	38.8	31.2	26.6
EV/EBITDA(X)	21.1	22.5	16.9	13.7	12.6
PB(X)	3.37	3.01	2.81	2.60	2.38
ROIC	5.66%	5.08%	7.33%	8.48%	8.98%
总资产周转率	0.76	0.73	0.81	0.88	0.93

评级:

买入

上次评级

买入

目标价格:

¥ 25

上次预测

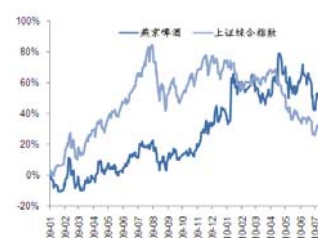
¥ 25

当前价格:

¥ 21.10

2010.07.22

单季度业绩	元/股
1Q/2010	0.0254
2Q/2010	0.3040
3Q/2010	0.2509
4Q/2010	0.0638



公司简介

公司主营啤酒、矿泉水、啤酒原料、饲料、酵母、塑料箱的制造和销售, 其中啤酒是主要收入和利润来源。目前公司总共有啤酒加工能力 550 万千升左右, 年销量约 400 万千升, 位列国内啤酒行业第三。

相关报告

《业绩基本符合预期》

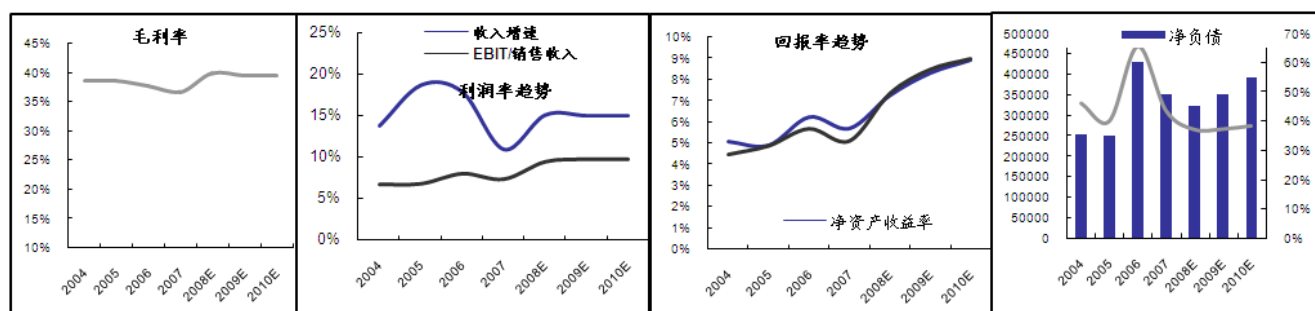
《09 年出色完成任务, 欲再融资提高产销规模》

《收入、销量快速增长 利润增速低于预期》

《销量增长显著快于行业, 下半年继续加快》

《销量稳定增长 盈利能力提升》

资产负债表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	利润表 (百万元)	2007	2008	2009E	2010E	2011E
货币资金	1244	871	1042	1199	1378	营业收入	7436	8246	9490	10914	12551
应收票据	60	18	34	39	45	营业成本	4629	5221	5713	6603	7593
应收账款	113	129	108	125	143	营业税金及附加	944	978	1121	1289	1482
预付款项	808	442	225	-25	-313	销售费用	767	831	1013	1132	1302
其他应收款	81	72	71	81	94	管理费用	497	608	743	822	946
存货	1891	2505	2430	2809	3230	财务费用	64	127	68	75	74
其他流动资产	0	0	0	1424	3061	资产减值损失	16	19	14	18	16
长期股权投资	72	73	67	67	67	投资收益	12	31	0	11	21
固定资产	5755	6406	6851	6280	5630	汇兑收益	0	0	0	0	0
在建工程	431	487	352	196	123	营业利润	530	493	819	985	1159
工程物资	0	0	1	1	1	营业外收支净额	49	148	110	103	120
无形资产	364	551	613	630	643	税前利润	578	642	928	1088	1279
长期待摊费用	4	0	0	0	0	减: 所得税	85	101	176	168	198
资产总计	10885	11617	11856	12874	14151	净利润	493	541	752	920	1081
短期借款	1750	1733	1205	1375	1496	归属于母公司的净利润	410	461	627	779	913
应付票据	93	20	24	28	32	少数股东损益	84	80	125	141	169
应付账款	581	658	553	704	855	基本每股收益	0.37	0.38	0.52	0.64	0.75
预收款项	365	123	278	456	661	稀释每股收益	0.37	0.38	0.52	0.64	0.75
应付职工薪酬	27	26	36	36	36	财务指标	2007	2008	2009E	2010E	2011E
应交税费	139	52	92	92	92	成长性					
其他应付款	631	626	884	884	884	营收增长率	17.9%	10.9%	15.1%	15.0%	15.0%
其他流动负债	18	10	0	-12	-25	EBIT 增长率	39.0%	1.7%	48.0%	18.6%	15.0%
长期借款	690	90	9	-191	-251	净利润增长率	33.2%	12.6%	36.0%	24.2%	17.1%
负债合计	4319	3528	3214	3500	3929	盈利性					
股东权益合计	6567	8089	8642	9374	10222	销售毛利率	37.7%	36.7%	39.8%	39.5%	39.5%
现金流量表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	销售净利率	5.5%	5.6%	6.6%	7.1%	7.3%
净利润	493	541	752	920	1081	ROE	6.2%	5.7%	7.3%	8.3%	8.9%
折旧与摊销	555	577	632	812	822	ROIC	5.66%	5.08%	7.33%	8.48%	8.98%
经营活动现金流	878	993	2059	541	518	估值倍数					
投资活动现金流	-938	-1613	-891	-91	-91	PE	54.0	52.7	38.8	31.2	26.6
融资活动现金流	825	306	-1004	-293	-247	P/S	3.0	2.9	2.6	2.2	1.9
现金净变动	765	-314	164	156	180	P/B	3.37	3.01	2.81	2.60	2.38
期初现金余额	443	1244	871	1042	1199	股息收益率	0.2%	0.2%	0.0%	0.8%	1.0%
期末现金余额	1208	931	1035	1199	1378	EV/EBITDA	21.1	22.5	16.9	13.7	12.6



渤海证券股票投资评级说明

- 1、买 入：未来 12 个月内股价超越大盘 10%以上；
- 2、中 性：未来 12 个月内股价相对大盘波动在-10%~10%之间；
- 3、卖 出：未来 12 个月内股价落后大盘 10%以上。

渤海证券行业投资评级说明

- 1、买 入：行业股票指数超越大盘；
- 2、中 性：行业股票指数基本与大盘持平；
- 3、卖 出：行业股票指数明显弱于大盘。

重要声明：本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。我公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发表之前已经使用或了解其中的信息。本报告的版权归渤海证券有限责任公司所有，未获得渤海证券有限责任公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“渤海证券有限责任公司”，也不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

渤海证券研究所机构销售团队

黄锋 022-28451131
13512060965
loyalbright@yahoo.com.cn
huangfeng@bhzq.com

谢晓冬 022-28451849
13820872805
actionfish@live.cn
xiexd@bhzq.com

渤海证券研究所

天津

天津市河西区宾水道三号

邮政编码: 300061

电话: (022) 28451888

传真: (022) 28451615

北京

北京市西城区丰汇园 11 号楼丰汇时代大厦 602 603

邮编 100032

电话: (010) 58362786

传真: (010) 58362157

渤海证券研究所网址: www.ewww.com.cn