

前三季度业绩增长 26%

事件:

2010 年 1-9 月, 公司实现营业收入 89.56 亿元, 同比增长 8.01%, 营业利润 9.92 亿元, 同比增长 23.87%, 实现归属母公司净利润 7.12 亿元, 同比增长 26.11%, 实现每股收益 0.59 元。第三季度, 公司实现收入和归属母公司净利润分别为 39.21 亿元和 3.13 亿元, 同比分别增长 15.64% 和 27.29%, 单季实现每股收益为 0.26 元。业绩低于预期。

研究结论

- **啤酒消费和气温的高相关性, 第三季度销量增速有所回升, 但仍慢于行业水平。**由于今年北方地区夏季推后, 二季度气温相对较低, 部分抵消了“世界杯”利好, 但三季度销量增速有所回升。前三季度, 公司共销售啤酒 399 万千升 (同比增长 4.72%, 低于行业增速), 加上受托经营企业共销售啤酒 417.5 万千升 (同比增长 4.64%)。公司在北京市占率极高, 增速缓慢, 但第三季度增速回升到 6%, 优势区广西、内蒙市场销量同比分别增长 10.42% 和 6.82%。成长区域广东、新疆、四川和山西市场公司产品销量增速分别为 36%、216.7%、78% 和 26%。新进市场的高速成长主要原因还是基数相对较低。
- **产品销售的集中度继续提高, 毛利率提升有赖于成本下降和年初提价因素。**报告期内, 公司“1+3”的品牌发展战略进一步推进, 其中, “燕京”牌啤酒销量 250 万千升, 同比增长 10%, 高于上半年的 5.76%, 销量占比达到 63%, 提高三个百分点。1-9 月四大品牌 (“燕京”、“漓泉”、“惠泉”、“雪鹿”) 销量合计 371 万千升, 同比增长 6%, 四大品牌集中度已经达到 93%, 增加一个百分点。我们认为品牌集中提高可以增强品牌宣传效率, 有助于提高盈利能力。前三季度, 公司毛利率同比增加了 3.24 个百分点, 为 42.08%, 其中啤酒业务毛利率达到 43.24%, 同比提高 1.54 个百分点, 我们认为毛利率上升的原因主要是两点: 一是啤酒原料价格的下降, 但明年成本上升已经是事实; 二是公司在今年 1 月 20 日起, 对在北京地区销售的 10 度清爽型啤酒出厂价格提高 10% 左右。
- **盈利预测和评级。**根据季报情况, 我们下调公司全年的销量预测, 提高销售费用预测, 预计 2010-2012 年 EPS 分别为 0.67 (下调 9.48%)、0.84 (下调 7.64%) 和 0.99 (下调 8.74%) 元, 考虑到公司产能的快速扩张 (收购 + 发行可转债募集资金自建), 以及目前低估值因素, 维持公司“买入”评级。
- **风险因素:** 天气和温度的变化; 食品安全事件的发生; 宏观经济的不利影响。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此, 投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突, 不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明, 见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分, 或请与您的投资代表联系。并阅读本报告最后一页的免责声明。



东方证券
ORIENT SECURITIES

施剑刚

食品饮料、农业高级分析师

8621-63325888 × 6075

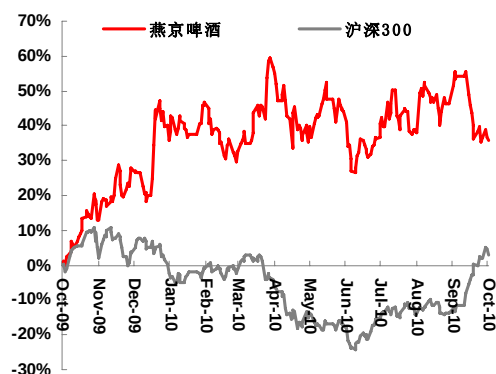
shijiangang@orientsec.com.cn

执业证书编号: S0860210020003

投资评级 **买入** 增持 中性 减持 (维持)

股价 (2010 年 10 月 27 日)	19.98 元
目标价格	25.00 元
总股本/A 股 (亿股)	12.10/12.10
A 股市值 (亿元)	242
国家/地区	中国
行业	啤酒
报告日期	2010 年 10 月 28 日

股价表现



评价周期	1 个月	3 个月	12 个月
绝对表现 (%)	-10.40	-3.43	34.82
相对表现 (%)	-27.57	-25.18	32.58

资料来源: WIND

财务预测

(百万元)	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	9490	10332	11487	12877
同比%	15.1%	8.9%	11.2%	12.1%
归属母公司净利润	627	816	1012	1201
同比%	36.0%	30.1%	24.0%	18.6%
毛利率%	39.8%	42.1%	42.7%	43.5%
ROE%	8.5%	10.8%	12.7%	14.2%
EPS (元)	0.52	0.67	0.84	0.99
PE (倍)	39	30	24	20

资料来源: 公司数据, 东方证券研究所预测

附表 1：公司分季度数据

单位：亿元	1-9 月 09	1-9 月 10	同比	3Q09	3Q10	同比	1Q09	1Q10	同比	2Q09	2Q10	同比
一、营业总收入	82.85	89.56	8.10%	33.91	39.21	15.64%	18.92	20.87	10.32%	30.03	29.48	-1.81%
其中：营业收入	82.85	89.56	8.10%	33.91	39.21	15.64%	18.92	20.87	10.32%	30.03	29.48	-1.81%
二、营业总成本	74.83	79.64	6.43%	30.11	34.67	15.14%	18.43	20.37	10.56%	26.30	24.60	-6.44%
其中：营业成本	49.14	51.74	5.29%	19.21	22.57	17.53%	12.28	12.99	5.79%	17.66	16.18	-8.38%
毛利率	40.69%	42.23%	1.54	43.36%	42.43%	-0.93	35.09%	37.75%	2.67	41.20%	45.14%	3.94
营业税金及附加	9.61	9.95	3.54%	4.01	4.36	8.89%	2.09	2.24	7.14%	3.51	3.34	-4.72%
销售费用	9.30	11.06	18.97%	4.34	4.95	13.84%	1.93	3.03	57.62%	3.03	3.08	1.75%
管理费用	6.12	6.60	7.81%	2.34	2.70	15.35%	1.92	2.03	5.56%	1.86	1.87	0.66%
财务费用	0.65	0.29	-55.19%	0.21	0.09	-58.11%	0.21	0.07	-64.81%	0.23	0.13	-44.16%
三项费用	16.07	17.95	11.72%	6.89	7.73	12.17%	4.05	5.14	26.71%	5.12	5.08	-0.75%
三项费用率	19.40%	20.05%	0.65	0.20	0.20	-0.61	21.43%	24.62%	3.19	17.06%	17.24%	0.18
资产减值损失	0.02	0.00	0.00%	0.00	0.00		0.00	0.00	0.00%	0.02	0.00	0.00%
投资收益	-0.01	0.00	0.00%	0.00	0.00		0.00	0.00	0.00%	-0.01	0.00	0.00%
三、营业利润	8.01	9.92	23.87%	3.80	4.54	19.38%	0.49	0.50	2.21%	3.72	4.88	31.30%
加：营业外收入	0.73	0.39	-46.49%	0.12	0.05	-57.00%	0.09	0.08	-9.44%	0.53	0.26	-50.44%
减：营业外支出	0.10	0.08	-17.69%	0.05	0.06	9.16%	0.03	0.01	-77.63%	0.01	0.02	10.29%
四、利润总额	8.64	10.23	18.38%	3.87	4.53	17.22%	0.55	0.57	4.81%	4.23	5.13	21.21%
减：所得税费用	1.79	1.96	9.47%	0.76	0.91	20.40%	0.19	0.12	-35.06%	0.84	0.92	9.51%
所得税率	20.69%	19.14%	-0.02	19.59%	20.12%	0.00	34.14%	21.15%	-0.13	19.97%	18.04%	-0.02
五、净利润	6.86	8.27	20.71%	3.11	3.62	16.44%	0.36	0.45	25.48%	3.38	4.20	24.13%
归属于母公司所有者的净利润	5.64	7.12	26.11%	2.46	3.13	27.29%	0.24	0.31	26.54%	2.94	3.68	25.09%
少数股东损益	1.21	1.16	-4.42%	0.65	0.49	-24.46%	0.12	0.14	23.29%	0.44	0.52	17.71%
六、每股收益：												
基本每股收益	0.47	0.59	26.11%	0.20	0.26	27.29%	0.02	0.03	26.54%	0.24	0.30	25.09%

资料来源：东方证券研究所

附表 2：燕京啤酒可转债募集资金投资项目

项目名称	新增啤酒产能（万千升）	项目总投资	拟使用募集资金
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	20,000	20,000
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	30,000	30,000
对江西燕京啤酒有限责任公司增资用于其扩建工程	5	8,891	8,000
设立北京燕京啤酒（晋中）有限公司用于其年产 20 万千升啤酒一期 10 万千升工程	10	25,000	25,000
设立燕京啤酒（昆明）有限公司用于其年产 40 万千升啤酒一期 20 万千升工程	20	35,988.63	30,000
合计	60	119,879.63	113,000

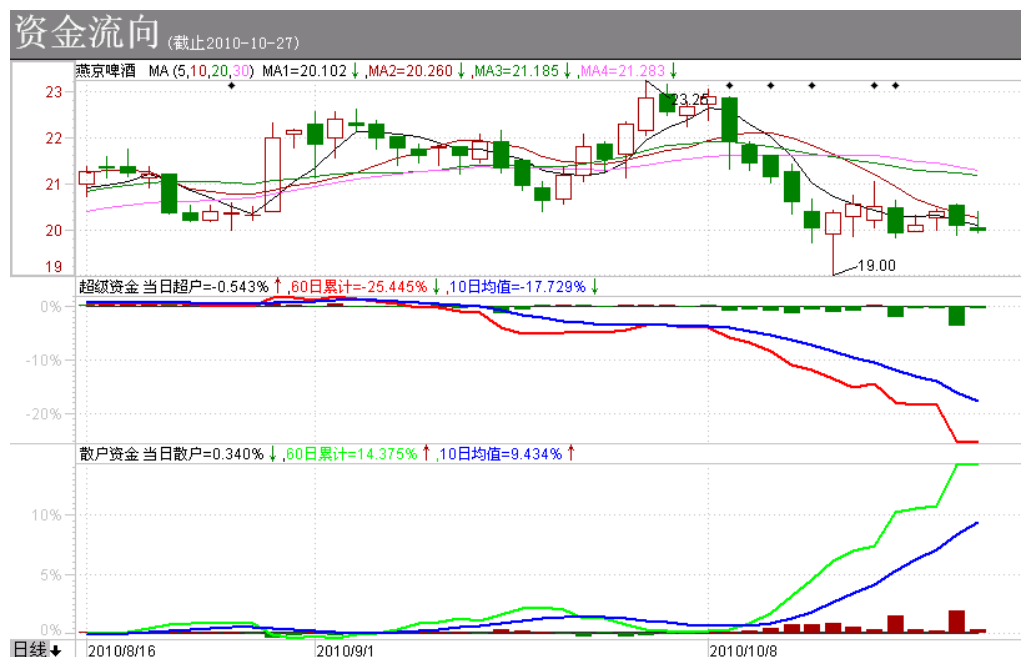
资料来源：东方证券研究所

附表 3：财务报表预测与比率分析

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
	2009	2010E	2011E	2012E		2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	3910	4962	6297	7739	营业收入	9490	10332	11487	12877
现金	1042	1905	2931	4014	营业成本	5713	5982	6582	7275
应收账款	108	123	137	154	营业税金及附加	1121	1219	1367	1532
其他应收款	71	81	91	102	营业费用	1013	1176	1264	1416
预付账款	225	239	263	291	管理费用	743	816	862	966
存货	2430	2571	2829	3127	财务费用	68	33	18	13
其他流动资产	34	42	46	51	资产减值损失	14	13	13	13
非流动资产	7945	7336	6715	6087	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	67	66	66	66	投资净收益	0	1	1	1
固定资产	6851	6417	5884	5300	营业利润	819	1093	1383	1662
无形资产	613	612	612	611	营业外收入	125	130	130	130
其他非流动资产	415	241	154	110	营业外支出	15	16	16	16
资产总计	11856	12298	13012	13826	利润总额	928	1207	1497	1776
流动负债	3188	1967	2064	2178	所得税	176	229	284	337
短期借款	1	0	0	0	净利润	752	978	1213	1439
应付账款	553	598	658	728	少数股东损益	125	162	201	238
其他流动负债	2634	1369	1406	1450	归属母公司净利润	627	816	1012	1201
非流动负债	25	19	19	19	EBITDA	1519	1749	2037	2318
长期借款	9	9	9	9	EPS (元)	0.52	0.67	0.84	0.99
其他非流动负债	17	10	10	10					
负债合计	3214	1986	2083	2197	主要财务比率				
少数股东权益	1287	1449	1649	1887		2009	2010E	2011E	2012E
股本	1210	1210	1210	1210	成长能力				
资本公积	3653	3653	3653	3653	营业收入	15.1%	8.9%	11.2%	12.1%
留存收益	2492	2703	3119	3581	营业利润	65.9%	33.6%	26.5%	20.2%
归属母公司股东权益	7355	7567	7984	8446	归属于母公司净利润	36.0%	30.1%	24.0%	18.6%
负债和股东权益	11856	11002	11716	12530	获利能力				
					毛利率 (%)	39.8%	42.1%	42.7%	43.5%
现金流量表					净利率 (%)	6.6%	7.9%	8.8%	9.3%
					ROE (%)	8.5%	10.8%	12.7%	14.2%
					ROIC (%)	8.1%	10.9%	14.3%	17.9%
经营活动现金流	2059	1513	1653	1848	偿债能力				
净利润	752	978	1213	1439	资产负债率 (%)	27.1%	18.0%	17.8%	17.5%
折旧摊销	632	622	635	643	净负债比率 (%)	0.34%	0.49%	0.47%	0.45%
财务费用	68	33	18	13	流动比率	1.23	2.52	3.05	3.55
投资损失	-0	-1	-1	-1	速动比率	0.46	1.21	1.68	2.12
营运资金变动	577	-112	-212	-245	营运能力				
其他经营现金流	30	-8	0	0	总资产周转率	0.81	0.86	0.91	0.96
投资活动现金流	-891	-11	-13	-13	应收账款周转率	80	89	88	88
资本支出	904	15	15	15	应付账款周转率	9.43	10.39	10.48	10.50
长期投资	4	-1	0	0	每股指标 (元)				
其他投资现金流	17	3	2	2	每股收益 (最新摊薄)	0.52	0.67	0.84	0.99
筹资活动现金流	-1004	-639	-614	-752	每股经营现金流 (最新摊薄)	1.70	1.25	1.37	1.53
短期借款	1	-1	0	0	每股净资产 (最新摊薄)	6.08	6.25	6.60	6.98
长期借款	-81	0	0	0	估值比率				
普通股增加	0	0	0	0	P/E	38.54	29.62	23.89	20.14
资本公积增加	-14	0	0	0	P/B	3.29	3.20	3.03	2.86
其他筹资现金流	-910	-638	-614	-752	EV/EBITDA	16	14	12	11
现金净增加额	164	862	1026	1083					

资料来源：东方证券研究所

附图：相关上市公司近期资金流向



注： 超级资金(>50 万股或 100 万元)：体现了超大户或者机构当日的净买卖方向；
 散户资金(<1 万股或 5 万元)：体现了散户当日的净买卖方向；
 当日净量：红柱为净买入，绿柱为净卖出，数值为当日净量占流通盘的百分比；
 60 日累计：当日净量的 60 日累计值；
 10 日均值：60 日累计线的 10 日平滑。

资料来源：益盟，东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本报告由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。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。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司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，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn