

公司研究

饮料制造行业

评级：买入
首次评级

信达证券股份有限公司

北京市西城区闹市口大街 9 号
院 1 号楼 6 层

分析师：康敬东

投资咨询执业证书编号：

S1500510120009

(010) 63081261

kangjingdong@cindasc.com

联系人：吴亚卓

(010)63081083

wuyazhuo@cindasc.com

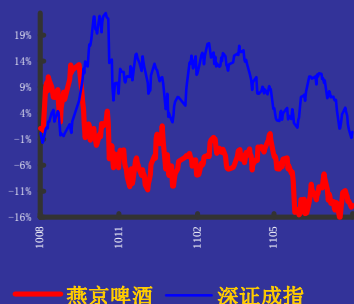
最新价：17.27 元

目标价：21 元

基本数据

52 周内股价波动区间(元)	16.33-23.25
最近一月涨跌幅(%)	-5.63
总股本(亿股)	12.10
流通 A 股比例(%)	80
总市值(亿元)	209.01
每股净资产	6.92
总资产(亿元)	148.91
十大流通股东(%)	67.64

最近一年市场表现



燕京啤酒(000729)：未来看点在于新兴市场

公司研究点评报告

2011 年 08 月 24 日

投资要点：

- ◆ **事件：**公司发布中报，上半年公司实现销售收入 62 亿元，同比增长 23%，其中实现啤酒销量（含托管）272 万千升，增长 11%，完成净利润 4.4 亿，合 EPS0.36 元，同比增长 10%。中报情况基本符合市场预期。
- ◆ **公司产销情况超出行业平均水平，品牌进一步向燕京集中。**上半年行业产销整体增长 11.4%，燕京、漓泉、惠泉和雪鹿四大品牌产销量增长 13.4%，其中燕京主导品牌产销量增长 21%，燕京品牌优势凸显，品牌集中度进一步提高。我们认为公司在行业整体竞争日益激烈的情况下，能取得领先于行业的发展速度，显示公司整体实力强劲，但与青岛啤酒 20.6%的发展速度相比，差距明显。
- ◆ **提价和结构提升使毛利率略有提升，期间费用上升较快制约了利润空间。**尽管上半年成本压力很大，公司的啤酒业务毛利率却提高 0.03 个百分点达到 43.27%，为近年以来最高水平。我们认为，毛利率提升主要原因是上半年的提价和产品结构的提升，与公司在成本控制方面的努力也密不可分。但由于公司前期的扩张需要大量投入，使销售期间费用率上升了 1 个百分点达到 21.30%，其中销售费用率上升了 0.67 个百分点，财务费用上升了 0.38 个百分点。二季度销售费用同比增长近 70%，是抑制利润增速的主要原因。我们认为公司目前的销售期间费用处于历史高位，后面会随着市场规模扩张而得到有效控制。预计未来公司产品价格仍有可能上调。
- ◆ **传统优势地域增长趋于平缓，新兴市场增长潜力较大。**北京市场销量增长 5.4%，营业收入增长 13.82%，大大低于公司平均速度。反观新兴市场，增长迅猛。其中广东市场上半年实现啤酒销量 21 万千升，比去年同期增长 10.53%，四川市场实现销售量 8 万千升，比去年同期增长 45.45%；新疆市场实现销售量 6 万千升，比去年同期增长 46.34%。公司在昆明的新建工厂今年顺利投产，上半年已经完成销售量 5 万千升；公司去年下半年收购的河南焦作公司和驻马店公司实现销售量 11.4 万千升。日前公司又宣布以 1.08 亿元的价格收购邢台天牛啤酒有限公司 100%股权。我们认为公司应对行业竞争策略得当，目标清晰，待新兴市场充分开发后公司将得到丰厚回报。
- ◆ **公司扩张需要资金扶持，再融资压力浮现。**报告显示，上半年短期偿债能力出现轻微恶化。经营活动产生的现金流量净额对负债合计的占比从去年同期的 30.39% 下降到 24.33%，当前速动比率为 0.56。公司目前有现金 18 亿，银行借款近 20 亿，即使考虑到经营性现金净流入，公司也需要继续在在建项目和收购项目额外投入 10 亿左右资金，再加上短期借款和到期长期借款需要偿还，已发债券需要付息，短期内公司面临较大的再融资压力。
- ◆ **赢利预测与投资建议：**我们认为公司目前处于和竞争对手比赛扩张阶段，受投入增加限制，短期内业绩很难出现大幅增长，但公司将从新兴市场里得到丰厚回报，

我们看好公司后续发展。而且目前股价与可转债转股价 21.86 元有较大空间，具有较强安全边际。未来三年的 EPS 分别为 0.78 元，0.94 元和 1.07 元，对应的动态 P/E 分别是 22.07 倍，18.44 倍和 16.07 倍，估值偏低，当前给予“买入”评级，对应六个月目标价 21 元。

- ◆ **风险提示：**新兴市场销售情况不理想；产品提价后出现市场份额下降；主要原材料价格继续上升。

财务摘要（百万元）	2010A	2011E	2012E	2013E
主营收入	10298	12564	14072	15760
(+/-)	8.5%	22.0%	12.0%	12.0%
净利润	868	1068	1278	1467
(+/-)	22.7%	23.0%	19.7%	14.7%
每股收益(元)	0.64	0.78	0.94	1.07
PE	27.15	22.07	18.44	16.07

附录：财务预测表

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	5078	6990	9393	12642	营业收入	10298	12564	14072	15760
现金	1516	2459	4488	6591	营业成本	6042	7325	8162	9141
应收账款	75	149	102	179	营业税金及附加	1178	1437	1590	1765
其它应收款	70	102	91	125	营业费用	1212	1483	1632	1812
预付账款	431	680	958	1269	管理费用	829	1005	1098	1198
存货	2983	3580	3733	4457	财务费用	46	78	88	106
其他	3	21	21	21	资产减值损失	8	12	11	10
非流动资产	9593	9849	9478	8511	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	199	197	194	192	投资净收益	1	1	1	1
固定资产	7476	8004	7949	7181	营业利润	984	1225	1492	1728
无形资产	711	794	877	959	营业外收入	126	132	129	130
其他	1207	854	457	179	营业外支出	22	19	20	20
资产总计	14671	16839	18870	21153	利润总额	1088	1338	1602	1838
流动负债	4110	5318	5318	5926	所得税	220	270	323	371
短期借款	1621	2000	2300	2600	净利润	868	1068	1278	1467
应付账款	803	1392	1632	1920	少数股东损益	98	121	145	166
其他	1686	1926	1386	1406	归属于母公司净利润	770	947	1134	1300
非流动负债	1052	1186	1939	2147	EBITDA	1682	2042	2408	2699
长期借款	150	291	432	574	EPS (元)	0.64	0.78	0.94	1.07
其他	902	895	1507	1573	主要财务比率				
负债合计	5162	6504	7257	8073	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
少数股东权益	1334	1455	1600	1766	成长能力				
股本	1210	1210	1210	1210	营业收入	8.5%	22.0%	12.0%	12.0%
资本公积	3896	3896	3896	3896	营业利润	20.2%	24.5%	21.8%	15.8%
留存收益	3068	3773	4907	6207	净利润	22.7%	23.0%	19.7%	14.7%
归属母公司股东权益合计	8175	8880	10013	11314	获利能力				
负债和股东权益	14671	16839	18870	21153	毛利率	41.3%	41.7%	42.0%	42.0%
现金流量表					净利率	7.5%	7.5%	8.1%	8.3%
单位: 百万元					ROE	9.4%	10.7%	11.3%	11.5%
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	ROIC	9.9%	11.9%	14.8%	17.5%
经营活动现金流	1548	1570	2133	1666	偿债能力				
净利润	868	1068	1278	1467	资产负债率	35.2%	38.6%	38.5%	38.2%
折旧摊销	651	738	828	865	净负债比率				
财务费用	46	78	88	106	流动比率	1.24	1.31	1.59	1.92
投资损失	-1	-1	-1	-1	速动比率	0.51	0.64	0.96	1.24
营运资金变动	-51	-300	-66	-772	营运能力				
其它	34	-13	5	-0	总资产周转率	0.78	0.80	0.79	0.79
投资活动现金流	1548	-988	-458	102	应收账款周转率	112	112	112	112
资本支出	1842	890	360	-200	应付账款周转率	8.91	6.68	5.40	5.15
长期投资	-284	0	0	0	每股指标 (元)				
其他	3107	-98	-98	-98	每股收益	0.64	0.78	0.94	1.07
筹资活动现金流	1229	-1204	-1514	-1826	每股经营现金流	1.28	1.30	1.76	1.38
短期借款	416	379	300	300	每股净资产	6.75	7.34	8.27	9.35
长期借款	141	141	141	141	估值比率				
普通股增加	0	0	0	0	P/E	27.15	22.07	18.44	16.07
资本公积增加	243	0	0	0	P/B	2.56	2.35	2.09	1.85
其他	428	-1724	-1955	-2268	EV/EBITDA	14	11	10	9
现金净增加额	463	-622	161	-59					

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 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 6 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 指数的涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 6 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	强烈买入	相对沪深 300 指数涨幅 20%以上
	买入	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~20%之间
	持有	相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~5%之间
	卖出	相对沪深 300 指数跌幅 10%以上
行业投资评级	强于大市	相对沪深 300 指数涨幅 10%以上
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间
	弱于大市	相对沪深 300 指数跌幅 10%以上

免责声明

本报告是基于信达证券股份有限公司（以下简称“本公司”）认为可靠的已公开信息，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证报告信息已做最新变更，也不保证分析师作出的任何建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布当日的判断。在不同时期，本公司可发出与本报告所载的资料、意见及推测不一致的报告。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，本公司不就本报告中的任何内容对任何投资作出任何形式的担保。投资者据此投资，投资风险自我承担。本报告仅针对本公司特定客户，未经本公司书面同意，任何机构和个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制或对本报告进行有悖原意的删节和修改。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。

信达证券股份有限公司

地址：北京市西城区闹市口大街 9 号院 1 号楼信达金融中心 6 层研发开发中心
邮编：100031
传真：0086 10 63081102