

增 持 维持
燕京啤酒（000729）
2011 年 10 月 24 日

单价回落，费用增加，稳步增长

食品饮料行业高级分析师：赵 勇
 SAC 执业证书编号：S0850511010007
 zhaoyong@htsec.com
 0755-82775282

食品饮料行业助理分析师：齐 莹
 SAC 执业证书编号：S0850511080001
 qiy@htsec.com
 021-23219166

10 月 21 日收盘价 15.17 元，目标价：21 元

近期公司披露 2011 年 3 季报，以下是季报点评：

公司第 3 季度实现收入 41.9 亿，EBIT 为 5 亿，净利润 3.45 亿，分别同比增长 7%，8%和 10%，3 季度实现 EPS 为 0.29 元。公司第 3 季度销售商品收到现金 63.95 亿，同比增长 23.7%，但经营活动现金流量金额下降 35%（主要是购买商品支付现金大幅增加所致）。公司前 3 季度累计实现收入 103.7 亿，净利润 7.8 亿，分别同比增长 15.8%和 10.2%。前 3 季度实现 EPS 为 0.65 元。前 3 季度公司销售商品收到现金累计为 137.5 亿，增长 16.3%。

公司前 3 季度销量增长 10.9%，单价提高 4.4%，主要在于 1-2 季度销量和价格提升所致；但第 3 季度销量增长 14%，单价却下降 6.4%，使得第 3 季度销售额增速放缓，市场竞争程度加剧。公司在今年 1-2 月份提高北京地区，部分产品出厂价 16-18%，使得公司单价第 1、2 季度分别上涨 3.8%和 15.7%，但第 3 季度公司出厂单价下降了 6.4%，部分原因可能在于市场竞争加剧，或者啤酒成本有所降低。前 3 季度公司综合毛利率与去年基本持平，说明年初的提价基本抵消了成本上涨因素。

啤酒行业竞争加剧，销售费用率稳步提高，恶性竞争估计仍会延续 2-3 年。前 3 季度公司综合毛利率相比去年持平，同时，销售费用率略微提高 0.2 个百分点达到 12.5%，前 3 季度 EBIT 利润率微降 0.3 个百分点至 11.1%。我们观察到近几年啤酒行业竞争格局发生了很大变化，前几年是龙头公司与地方品牌竞争，现在是“行业前十”的正面竞争，在强大资金优势下，“促销、买店”等销售手段与日俱增。我们估计上述竞争手段可能还会延续 2-3 年时间，行业销售费用率可能还会持续攀升，即使综合毛利率有所提高，但估计啤酒行业 EBIT 利润率很难有大幅提升。

近年很多强势区域的市场份额正在发生变化，份额差异导致营销费用攀升。例如四川地区，雪花在 2009 年提价之后，2010 年份额有所下降，今年上半年净利润已经开始下降。还比如广西地区，本身市场容量就有所下降，再加上珠江啤酒、金星等抢夺份额，燕京啤酒的漓泉啤酒份额有所下降。

表 1 估值较为合理，维持“增持”评级

会计年度	2009	2010	2011E	2012E	2013E
主营收入(百万元)	9490	10298	11813	13003	14319
同比增长 (%)	15.1	8.5	14.7	10.1	10.1
营业利润(百万元)	819	984	1176	1407	1629
同比增长 (%)	65.9	20.2	19.5	19.7	15.8
净利润(百万元)	627	770	860	1023	1180
同比增长 (%)	36.0	22.7	11.7	18.9	15.3
每股收益(元)	0.52	0.64	0.71	0.85	0.97
P/E(倍)	29.9	24.4	21.8	18.3	15.9
P/B(倍)	2.5	2.3	2.2	2.1	2.0
PEG(倍)	0.05	0.80	1.34	1.93	2.218

资料来源：海通证券研究所

盈利预测与估值：我们估计公司 2011-2012 年收入分别为 118 亿和 130 亿，分别增长 14.7%和 10.1%左右，收入增长主要来自放量。我们估计明年公司成本压力有所缓解，但考虑到竞争加剧，公司的营销费用率应该还会增加，销售费用率的提高可能会基本抵消综合毛利率的提升。预计 2011-2012 年净利润分别为 8.6 亿和 10.2 亿，EPS 分别为 0.71 元和 0.85 元，当前股价对应动态 PE 分别为 21.8 倍和 18.3 倍，我们认为估值较为合理，维持“增持”评级。

主要风险：宏观经济波动带来的啤酒消费需求下降风险，行业内食品安全假酒风险。酒驾严惩所带来的啤酒消费倾向降低的风险。啤酒行业恶性竞争加剧导致期间费用大幅攀升的风险。

财务报表分析和预测

价值评估（倍）	2010	2011E	2012E	2013E
P/E	24.4	21.8	18.3	15.9
P/B	2.3	2.2	2.1	2.0
P/S	1.8	1.6	1.4	1.3
EV/EBITDA	15.6	13.0	11.7	10.8

偿债能力指标	2010	2011E	2012E	2013E
负债权益比率	0.35	0.30	0.27	0.25
借款/股东权益	0.02	0.02	0.02	0.02
已获利息倍数	0.04	0.07	0.04	0.02
流动比率	1.2	1.2	1.4	1.6
速动比率	0.5	0.3	0.4	0.4
现金比率	0.3	0.2	0.2	0.1

盈利能力指标（%）	2010	2011E	2012E	2013E
毛利率	41.33	42.33	42.95	43.28
息税摊销折旧利润率	16.40	17.10	17.27	16.96
净利润率	7.48	7.28	7.87	8.24
净资产收益率	9.42	10.09	11.43	12.50
资产回报率	5.25	6.04	7.08	8.02
投资回报率	7.73	9.26	10.69	11.97

经营效率指标	2010	2011E	2012E	2013E
应收帐款周转天数	3.25	2.15	1.89	1.89
存货周转天数	164	170	173	172
总资产周转率（%）	70.20	82.91	90.01	97.32
固定资产周转率（%）	125.98	138.61	145.23	151.67

盈利增长（%）	2010	2011E	2012E	2013E
主营收入增长率	8.52	14.70	10.08	10.12
主营利润增长率	15.88	18.54	12.26	11.29
EBIT 增长率	16.17	22.84	16.36	13.37
EBITDA 增长率	11.84	20.21	11.17	8.19
净利润增长率	22.69	11.75	18.95	15.31

利润表（万元）	2010	2011E	2012E	2013E
主营业务收入	10298	11813	13003	14319
主营业务成本	6042	6812	7419	8122
主营业务利润	3078	3649	4097	4559
营业费用	1212	1477	1625	1790
管理费用	829	910	1001	1103
利润总额	1088	1220	1451	1673
EBIT	1030	1265	1472	1669
折旧摊销	652	756	775	762
EBITDA	1682	2022	2248	2432
投资收益	1	2	2	2
其他营业外收入	126	54	54	54
所得税	220	268	319	368
少数股东损益	98	91	109	125
归属于母公司的净利润	770	860	1023	1180
每股收益（元）	0.64	0.71	0.85	0.97

资产负债表（万元）	2010	2011E	2012E	2013E
现金及现金等价物	1516	800	800	800
应收款项	75	64	71	78
存货	2983	3363	3663	4010
流动资产	5078	4797	5155	5568
固定资产	7476	7997	7798	7616
总资产	14671	14247	14446	14714
应付帐款	803	905	986	1079
长期借款	150	150	150	150
长期负债	1052	150	150	150
总负债	5162	4299	3958	3613
少数股东权益	1334	1426	1534	1660
股东权益	8175	8523	8954	9441
付息负债	150	150	150	150
每股净资产（元）	6.75	7.04	7.40	7.80

现金流量表（万元）	2010	2011E	2012E	2013E
净利润	770	860	1023	1180
折旧摊销	652	756	775	762
营运资金变动	88	287	246	284
经营活动现金流	1548	1507	1726	1823
固定资产投资	417	200	200	200
无形资产投资	116	116	116	116
资本支出	2031	616	616	616
投资活动现金流	-2312	-616	-616	-616
公司自由现金流	-664	839	1063	1166
股权自由现金流	-711	749	998	1126
债务变化	1948	-863	-341	-345
股票发行	0	0	0	0
融资活动现金流	1229	-1607	-1110	-1208
现金净流量	1516	800	800	800
每股经营性现金流（元）	1.28	1.24	1.43	1.51

资料来源：公司公告，海通证券研究所

信息披露

分析师声明

赵勇：食品饮料行业
齐莹：食品饮料行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司：贵州茅台、五粮液、水井坊、泸州老窖、古井贡酒、山西汾酒、洋河股份、老白干酒、伊力特、沱牌曲酒、青岛啤酒、燕京啤酒、张裕 A、古越龙山、伊利股份、光明乳业、双汇发展。

投资评级说明

类别	评级	说明
股票投资评级	买入	个股相对大盘涨幅在 15%以上；
	增持	个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；
	中性	个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；
	减持	个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；
	卖出	个股相对大盘涨幅低于-15%。
行业投资评级	增持	行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；
	中性	行业整体回报介于市场整体水平 - 5%与 5%之间；
	减持	行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（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客户。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。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。

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、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。在法律许可的情况下，海通证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。