

燕京啤酒 (000729.SZ)

啤酒行业

评级：买入 上调评级

公司点评

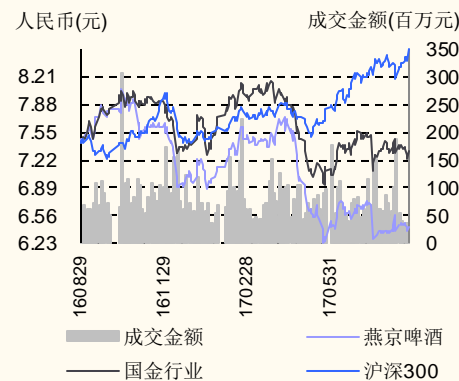
市场价格 (人民币): 6.43 元
 目标价格 (人民币): 7.00-7.00 元

上半年缓步改善, 下半年有望提速

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	2,509.34
总市值(百万元)	18,123.21
年内股价最高最低(元)	8.07/6.23
沪深 300 指数	3795.75
深证成指	10659.01



相关报告

- 《换届结果符合预期, 年轻舵手引领起航-燕京啤酒公司点评》, 2017.6.12
- 《行业见底缓慢复苏, 换届方向迎合趋势-燕京啤酒公司深度研究》, 2017.6.2

于杰 分析师 SAC 执业编号: S1130516070001
 yujie@gjzq.com.cn

岳思铭 分析师 SAC 执业编号: S1130516080006
 yuesiming@gjzq.com.cn

申晟 联系人
 (8621)60230204
 shensheng@gjzq.com.cn

公司基本情况(人民币)

项目	2015	2016	2017E	2018E	2019E
摊薄每股收益(元)	0.209	0.111	0.214	0.250	0.288
每股净资产(元)	4.50	4.54	4.75	5.00	5.23
每股经营性现金流(元)	0.58	0.44	0.47	0.44	0.51
市盈率(倍)	39.47	62.77	31.44	26.92	23.32
行业优化市盈率(倍)	22.71	22.71	22.71	22.71	22.71
净利润增长率(%)	-19.07%	-46.90%	93.06%	16.78%	15.44%
净资产收益率(%)	4.64%	2.44%	4.50%	4.99%	5.51%
总股本(百万股)	2,818.54	2,818.54	2,818.54	2,818.54	2,818.54

来源: 公司年报、国金证券研究所

事件:

- 公司发布 2017 半年报, 本期公司录得营业收入 63.38 亿元, 同比增长 0.71% (其中 Q1+2.12%, Q2-0.66%)。归属上市公司股东的净利润为 4.92 亿元, 比去年增加 8.78%, 扣除非经常损益的净利润为 3.72 亿元, 同比下滑 9.88%; 折合 EPS0.17 元/股。

经营分析与判断

- 经营状况缓慢改善:** 上半年, 公司收入端实现 0.71% 的增长, 但是二季度在旺季出现负增长, 略逊于我们此前预期。而从区域结构上看, 华北 (主要是北京) 市场因上半年雨水较少, 天气炎热 H1 的增速为 4.70%, 符合我们预期, 而华南地区 -5.74% 的增速拖累了公司整体表现, 华南地区并非公司传统优势市场, 增速受限展现出公司上半年整体状态尚处于防守阶段, 料随新任管理层上任后对区域分公司的梳理工作完成, 外围市场表现能有所改善。在产品结构方面, 本期公司共销售啤酒 272.86 万千升, 同比增长 2.19%, 其中燕京主品牌销量 200.02 万千升, 同比增长 4.72%, “1+3” 品牌销量 248.16 万千升, 同比增长 2.55%。燕京主品牌占比较去年同期进一步提升, 但燕京主品牌的占比提升并没有带来公司整体吨价的提升, 本期公司整体啤酒产品吨价为 2152.13 万元/吨, 较去年同期下滑 2.03%, 这或许是因为主品牌中增速较高的主要是吨价较低的产品。
- 费用控制出色, 净利率提升明显:** 本期公司费用控制整体较为出色, 其中销售费用为 6.77 亿元 (-yoy7.87%), 销售费用率下降至 10.68% (-1.00ppt), 拆分显示这下滑主要是因为广告费用的减少。管理费用本期也出现明显的下滑, 同比下降 8.95% 至 6.53 亿元, 管理费用率下滑至 10.29% (-1.1ppt), 这其中员工薪酬的明显降幅应是公司裁退冗员的结果。本期公司的财务费用下降 72.30% 至 502.70 万元, 降幅明显, 这主要是因为本期公司的贷款额度有所减少。受原材料成本影响, 公司本期毛利率有所下滑, 至 40.64% (-2.28ppt)。上半年天然气改造的压力以及较高的人员费用是毛利率下滑的主要原因, 同时, 公司一直致力于产品罐化率的提升, 本期铝材价格的上涨或也是公司成本上升的另一原因。而受益于公司整体费用控制得当公司本期净利润率同比提升至 8.34% 较去年同期提升 0.65 个百分点。
- 新任管理层有望增添新活力:** 本次管理层换届完成后, 公司核心管理团队年

年轻化趋势明显。新任董事长赵晓东为 1972 年出生，年仅 45 岁，是 4 大啤酒上市公司掌门人中第一位 70 后。公司管理团队的年轻化有望给公司未来的经营管理带来更加积极的改变。在最近一次调研中，公司表示将持续大力推进市场化的管理和用人机制。我们认为，在公司第七届董事会任期内，由年轻化管理层主导的市场化机制有望提速且日趋完善。目前新任管理层已经完成了各地分公司的梳理工作，提出了各种改善方案，同时出要公司上下重视成本控制。我们认为随着各项举措的推进，公司的竞争力有望加强，业绩表现将继续改善。

盈利预测&估值

- 预计 2017~19 年公司有望实现营业收入 119/131/151 亿元，同比增长 2.9%/10.3%/14.7%；实现归属母公司净利润 6.03/7.04/8.12 亿元，同比增长 93.06%/16.78%/15.44%，对应 EPS 为 0.21/0.25/0.29 元，目前股价对应 PE31X/27X/23X，上调至“买入”评级。

风险提示

- 低价竞争更趋激烈，产品结构升级受阻。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E		2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营业务收入	13,504	12,538	11,573	11,907	13,129	15,056	货币资金	1,732	1,744	1,678	1,696	3,047	3,801
增长率	-7.1%	-7.7%	2.9%	10.3%	14.7%		应收账款	190	189	253	188	217	256
主营业务成本	-8,013	-7,532	-6,978	-7,119	-7,705	-8,754	存货	4,081	3,854	3,890	3,771	4,138	4,732
%销售收入	59.3%	60.1%	60.3%	59.8%	58.7%	58.1%	其他流动资产	342	221	230	142	146	177
毛利	5,491	5,006	4,595	4,787	5,425	6,302	流动资产	6,345	6,009	6,051	5,797	7,548	8,966
%销售收入	40.7%	39.9%	39.7%	40.2%	41.3%	41.9%	%总资产	33.5%	32.9%	33.1%	32.7%	40.1%	44.5%
营业税金及附加	-1,400	-1,278	-1,284	-1,256	-1,393	-1,619	长期投资	254	236	242	243	242	242
%销售收入	10.4%	10.2%	11.1%	10.6%	10.6%	10.8%	固定资产	11,046	10,635	10,593	10,759	10,099	10,025
营业费用	-1,739	-1,673	-1,574	-1,545	-1,747	-2,001	%总资产	58.4%	58.3%	58.0%	60.7%	53.7%	49.8%
%销售收入	12.9%	13.3%	13.6%	13.0%	13.3%	13.3%	无形资产	1,178	1,223	1,205	926	921	916
管理费用	-1,341	-1,444	-1,371	-1,292	-1,497	-1,711	非流动资产	12,586	12,234	12,204	11,930	11,264	11,185
%销售收入	9.9%	11.5%	11.8%	10.8%	11.4%	11.4%	%总资产	66.5%	67.1%	66.9%	67.3%	59.9%	55.5%
息税前利润 (EBIT)	1,011	612	366	695	787	970	资产总计	18,931	18,243	18,255	17,727	18,812	20,151
%销售收入	7.5%	4.9%	3.2%	5.8%	6.0%	6.4%	短期借款	1,657	950	851	0	0	0
财务费用	-58	-51	-20	7	49	71	应付款项	3,490	3,252	3,362	3,197	3,517	4,075
%销售收入	0.4%	0.4%	0.2%	-0.1%	-0.4%	-0.5%	其他流动负债	288	330	340	210	242	356
资产减值损失	-56	-4	-10	-1	0	0	流动负债	5,435	4,532	4,553	3,407	3,760	4,431
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	99	0	0	0	0	1
投资收益	12	35	22	23	26	24	其他长期负债	18	17	22	0	0	0
%税前利润	1.1%	4.1%	4.2%	2.5%	2.5%	1.9%	负债	5,552	4,549	4,575	3,407	3,760	4,432
营业利润	909	591	358	723	862	1,065	普通股股东权益	12,252	12,677	12,790	13,393	14,096	14,739
营业利润率	6.7%	4.7%	3.1%	6.1%	6.6%	7.1%	少数股东权益	1,127	1,017	890	928	956	980
营业外收支	140	249	156	182	196	178	负债股东权益合计	18,931	18,243	18,255	17,727	18,812	20,151
税前利润	1,049	840	514	905	1,058	1,242							
利润率	7.8%	6.7%	4.4%	7.6%	8.1%	8.3%	比率分析						
所得税	-257	-213	-195	-265	-326	-406		2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
所得税率	24.5%	25.3%	38.0%	29.3%	30.9%	32.7%	每股指标						
净利润	792	627	319	640	732	836	每股收益	0.258	0.209	0.111	0.214	0.250	0.288
少数股东损益	65	40	7	37	28	24	每股净资产	4.361	4.498	4.538	4.752	5.001	5.229
归属于母公司的净利润	726	588	312	603	704	812	每股经营现金净流	0.428	0.576	0.442	0.473	0.439	0.508
净利率	5.4%	4.7%	2.7%	5.1%	5.4%	5.4%	每股股利	0.080	0.070	0.036	0.000	0.000	0.060
							回报率						
							净资产收益率	5.93%	4.64%	2.44%	4.50%	4.99%	5.51%
							总资产收益率	3.84%	3.22%	1.71%	3.40%	3.74%	4.03%
							投入资本收益率	5.04%	3.12%	1.56%	3.43%	3.62%	4.15%
							增长率						
							主营业务收入增长率	-1.78%	-7.15%	-7.70%	2.88%	10.27%	14.67%
							EBIT增长率	14.11%	-39.50%	-40.18%	89.88%	13.31%	23.30%
							净利润增长率	6.68%	-19.07%	-46.90%	93.06%	16.78%	15.44%
							总资产增长率	0.13%	-3.63%	0.07%	-2.89%	6.12%	7.12%
							资产管理能力						
							应收账款周转天数	3.5	3.9	5.3	4.2	4.5	4.7
							存货周转天数	185.2	192.3	202.5	193.3	196.1	197.3
							应付账款周转天数	47.5	49.1	54.3	50.3	51.2	51.9
							固定资产周转天数	286.2	304.7	318.6	311.7	258.8	219.0
							偿债能力						
							净负债/股东权益	0.18%	-5.80%	-6.05%	-11.85%	-20.24%	-24.18%
							EBIT利息保障倍数	17.4	12.1	18.4	-99.7	-16.0	-13.7
							资产负债率	29.33%	24.94%	25.06%	19.22%	19.99%	21.99%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	1	2	2	2
增持	0	0	1	1	1
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	1.00	1.33	1.33	1.33

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2017-06-02	增持	6.42	7.00~7.00
2	2017-06-12	增持	6.72	7.00~7.00

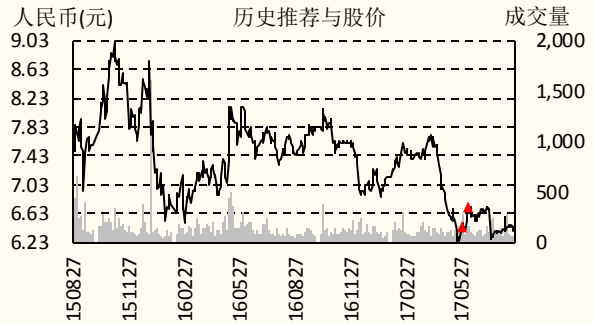
来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持



长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明:

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，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。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7BD