

费用增长拉低净利水平， 期待下半年销量体现

投资要点：

1. 事件

燕京啤酒发布中报：2011年前两季度，公司实现主营收入 61.89 亿元，同比增长 22.91%；归属于上市公司股东的净利润 4.39 亿元，同比增长 10.16%；实现每股收益 0.3629 元。

2. 我们的分析与判断

（一）、上半年销量增速高于行业水平 3.4 个百分点

公司实现啤酒销量 272 万千升（含托管企业，yoy+14.8%），高于行业增速 3.4 个百分点。2011 上半年，销量、收入和利润增速来看，收入增长最快，高于销量增速，净利润增速较低。

优势市场（北京广西，已占收入 50%）继续稳健发展。北京市场今年上半年销量增长 5.4%，收入达 17.43 亿元（yoy+13.82%），得益于产品创新和市场创新，盈利水平进一步较大幅度提升；广西市场实现收入 11.92 亿元（yoy+14.41%）。

新兴市场表现较好，销量收入双增。公司的广东、四川、新疆等市场上半年分别实现销量 21、8、6 万千升，同比增长 10.53%、45.45%、46.34%。其中广东市场销量增速较低，但中高档比例有所提升，使得盈利水平获得一定程度提高。**后续产能提供支撑，有助于未来市场开拓。**2010 年下半年公司收购河南焦作公司和驻马店公司，技改后 2011 上半年贡献销量 11.4 万千升，新建昆明工厂顺利投产亦贡献 5 万千升销量。

（二）、探月工程合作有望助益“燕京”品牌力提升

主品牌销量增长较快。2011 上半年，“1+3”品牌战略（燕京、漓泉、惠泉和雪鹿）销量增长 13.4%。其中，**燕京主品牌销量增长 21%（青岛品牌增长 23%），显著高于行业增速，显示出品牌力的持续提升。**我们认为，2011 年 4 月燕京啤酒牵手中国探月工程正式成为签约合作伙伴，将有助于未来品牌力的进一步提升，并有望带动同为工程指定产品——九龙斋酸梅汤、矿泉水、茶饮料等销售力度增强。

（三）、毛利率回升在二季度体现，验证先期判断

毛利率同比上升 0.03 个百分点。2011 上半年，公司啤酒业务毛利率达到 43.27%，为 08 年以来最高水平。我们认为，毛利率提升主要来自于产品结构提升，特别是主品牌的强劲增长；另外，公司在大麦采购及时点把握亦成为重要影响因素。**销售/财务费用及所得税增长较快（yoy+29.69%/136.43%、38.77%），净利率下降 1PCT 至 7.09%。**1H11 公司销售费用率为 12.81%（+0.67PCT）。

3. 投资建议

给予“推荐”评级。我们预测公司 2010A、2011E、2012E 的 EPS 为 0.64、0.81、1.02 元，相当于复合增速 26.86%，对应 PE 为 27、21、17 倍，予以“推荐”的投资评级。

燕京啤酒（000729.SZ）

推荐 维持评级

分析师

周颖（非白酒）

☎：（8610）8357 1301

✉：zhouying_yj@chinastock.com.cn

执业证书编号：S1010510120060

董俊峰（首席）

☎：（8610）6656 8780

✉：dongjunfeng@chinastock.com.cn

执业证书编号：S0130511010002

市场数据 时间 2011.08.22

A 股收盘价(元)	17.20
A 股一年内最高价(元)	20.68
A 股一年内最低价(元)	16.33
上证指数	2516
市净率	2.48
总股本(亿股)	12.10
实际流通 A 股(亿股)	9.67
限售的流通 A 股(亿股)	2.43
实际流通 A 股市值(亿元)	166.39

相关研究

（1）燕京啤酒（000729）公司简评：看好全年销量增长与二季度毛利回升 20110422

表 1: 财务报表预测

资产负债表	2009A	2010A	2011E	2012E	利润表	2009A	2010A	2011E	2012E
货币资金	1042.27	1516.38	500.00	550.81	营业收入	9490.12	10298.39	13970.62	15712.95
应收和预付款项	404.43	576.03	1022.80	1141.10	营业成本	5712.95	6041.72	8279.46	9196.36
存货	2430.03	2983.04	3311.78	3218.73	营业税金及附加	1120.65	1178.22	1676.47	1885.55
其他流动资产	33.76	2.68	27.94	31.43	营业费用	1012.83	1212.13	1536.77	1728.42
长期股权投资	66.54	198.54	80.00	80.00	管理费用	743.50	829.09	1117.65	1257.04
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	财务费用	68.15	46.11	135.95	116.23
固定资产和在建工程	7203.43	8484.01	8747.76	8921.27	资产减值损失	13.86	7.59	15.00	15.00
无形资产和开发支出	665.46	900.93	801.99	839.99	投资收益	0.47	0.57	30.00	30.00
其他非流动资产	415.18	1207.12	820.92	677.31	公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00
资产总计	11855.94	14670.70	14506.32	14780.86	其他经营损益	0.28	1.41	0.00	0.00
					营业利润	818.66	984.10	1239.31	1544.34
短期借款	1205.00	1621.00	1878.59	1000.00	其他非经营损益	-886.80	-1030.21	-1375.26	-1660.57
应付和预收款项	831.14	1091.01	1272.95	1417.82	利润总额	928.35	1087.90	1369.31	1674.34
长期借款	8.80	150.00	150.00	150.00	所得税	176.04	219.65	219.09	251.15
其他负债	16.58	901.95	0.00	0.00	净利润	752.31	868.25	1150.22	1423.19
负债合计	3213.61	5161.72	4089.16	3334.88	少数股东损益	124.82	98.38	164.32	184.18
股本	1210.27	1210.27	1210.27	1210.27	归属母公司股东净利润	627.49	769.87	985.91	1239.01
资本公积	3652.99	3896.23	3896.23	3896.23	每股收益 (EPS)	0.52	0.64	0.81	1.02
留存收益	2492.07	3068.30	3812.15	4656.80	财务指标	2009A	2010A	2011E	2012E
归属母公司股东权益	7355.33	8174.79	8918.64	9763.30	毛利率	39.80%	41.33%	40.74%	41.47%
少数股东权益	1286.99	1334.19	1498.51	1682.68	销售净利率	6.61%	7.48%	7.06%	7.89%
股东权益合计	8642.32	9508.98	10417.15	11445.98	ROE	8.53%	9.42%	11.05%	12.69%
负债和股东权益合计	11855.94	14670.70	14506.32	14780.86	ROA	5.29%	5.25%	6.80%	8.38%
					ROIC	8.14%	7.86%	9.78%	11.85%
现金流量表	2009A	2010A	2011E	2012E	销售收入增长率	15.08%	8.52%	35.66%	12.47%
净利润	752.31	868.25	1150.22	1423.19	EBIT 增长率	42.96%	16.17%	33.49%	20.75%
折旧与摊销	631.86	651.49	735.55	840.98	净利润增长率	36.03%	22.69%	28.06%	25.67%
经营性现金净流量	2059.25	1548.18	758.68	2463.99	估值倍数				
投资性现金净流量	-891.20	-2312.33	-758.51	-1025.00	EPS(X)	0.52	0.64	0.81	1.02
筹资性现金净流量	-1004.03	1228.92	-1016.54	-1388.18	PE(X)	33.08	26.88	21.23	16.86
现金流量净额	163.75	463.36	-1016.38	50.81	PB(X)	2.84	2.55	2.34	2.14
EBITDA	1518.66	1681.70	2110.81	2501.55	PS(X)	2.20	2.03	1.50	1.33
NOPLAT	642.62	764.46	1020.22	1293.19	EV/EBITDA(X)	15.08	13.62	10.85	9.16

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20% 及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10% 及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20% 及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10% - 20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10% 及以上。该评级由分析师给出。

董俊峰，食品饮料行业证券分析师。1994—1998 年消费品营销策划业四年从业经历、1998—1999 年超市业一年从业经历、2001 年至今证券业十年从业经历。清华大学硕士。2003 年首创消费品行业数量化研究模型《品牌渠道评级体系》，已获国家版权局著作权登记证书。

周颖，食品饮料行业证券分析师。2007 年至 2011 年 2 月在中信证券从事行业研究工作，2011 年 3 月至今在银河证券从事证券业行业研究工作。清华大学硕士。

郭怡娴，食品饮料行业证券分析师。2008 年至今从事食品饮料行业研究。武汉大学金融学硕士。

上述三人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映研究观点。两人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

银河证券有权在发送本报告前使用本报告所涉及的研究或分析内容。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究部
北京市西城区金融街35号国际企业大厦C座 100033
电话：010-66568888
传真：010-66568641
网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：
北京地区联系： 010-66568849
上海地区联系： 010-66568281
深圳广州地区联系： 010-66568908