

评级：强烈推荐

食品饮料

公司研究报告

第一创业研究所

李镜池 S1030209080561

电话：0755-82481099

邮件：lijingchi@fcsc.cn

燕京啤酒（000729）

——加快完善市场布局，费用上升影响净利率

事件：8月23日公告半年报，中期实现营业收入 618,925 万元，同比增长 22.91%；实现净利润 43,916 万元，同比增长 10.16%；实现每股收益 0.36 元。

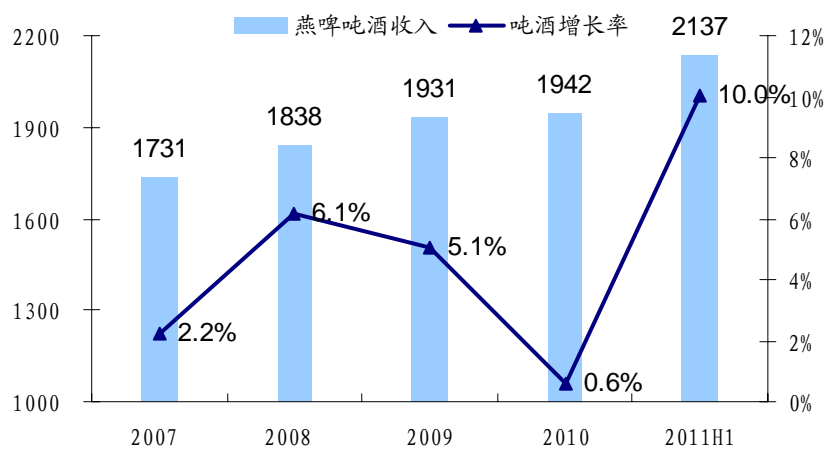
报告要点：

- **整体销量增长 14.8%，吨酒收入增长 10%，啤酒毛利率变化不明显。**共销售啤酒 272 万千升(含托经营企业)，同比增长 14.8%，快于行业同期 11.4%的增速，产品结构提升以及产品提价使吨酒收入提高 10%，几乎抵消了成本上涨的压力，啤酒的毛利率与去年同期基本相当，公司整体毛利率略降 0.2 个百分点。

2011 年上半年，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。2011 年 1 月中旬起北京地区的普通装 10 度燕京清爽和燕京本生出厂价每瓶上涨 16%至 18%，其他地区的价格也相继有所调整，但时间上靠后一些。

下半年的毛利率或有回升。今年用的大麦基本是在去年采购的，考虑到滞后的提价，下半年的毛利率可能比上半年会有所回升，实际上 2 季度的毛利率已提升 2.1 个百分点。当前的大麦价格已有所回落，进口均价从 380 美元/吨回落到 340-350 美元/吨，预计下半年大麦价格稳中有降，缓解明年的成本压力。

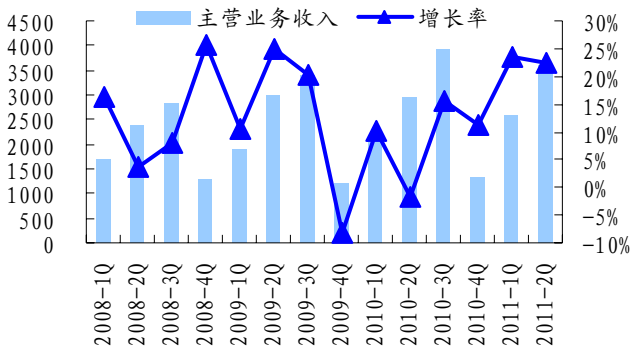
图 1 燕京啤酒的吨酒收入及变化



资料来源：公司公告、第一创业证券研究所

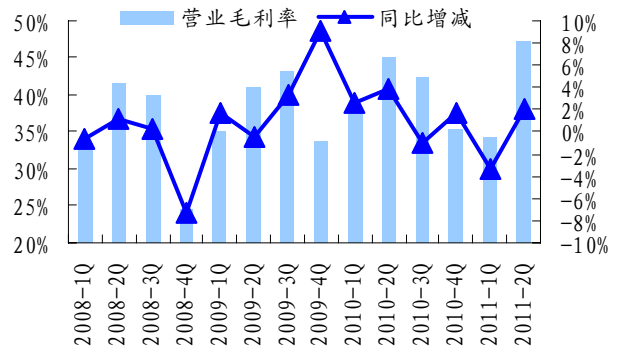


图 2 主营收入增长 22.9%，Q2 增长 22.4%



数据来源：wind 公司公告 第一创业证券研究所

图 3 毛利率降 0.2 个百分点，Q2 提高 2.1 个百分点

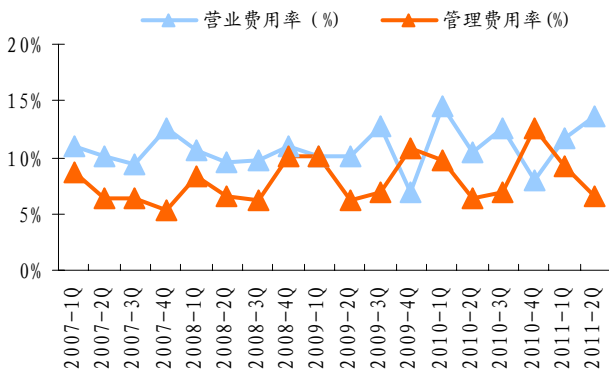


数据来源：wind 公司公告 第一创业证券研究所

- **三项费用率上升 1 个百分点，净利率下降 1.3 个百分点。**上半年整个啤酒行业在成本高企的情况下，市场竞争态势有所减缓，营销费用的投入力度有所降低，三项费用率同比共计下降 1.9 个百分点。相反，公司的营业费用率增长 0.6 个百分点，其中 2 季度上升 3.1 个百分点。

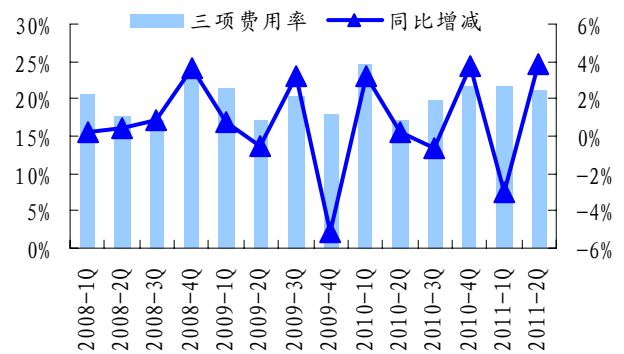
这一方面与公司对新兴市场、潜在市场的投入加大有关；另一方面，公司对九龙斋的投入也在加大，去年以来在进行全国市场的推广，上半年亏损，预计下半年亏损额会有下降。

图 4 营业费用率上升，管理费用率同比持平



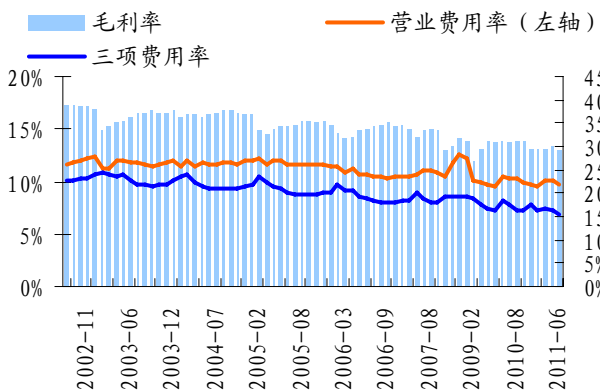
数据来源：wind 公司公告 第一创业证券研究所

图 5 三项费用率上升 1 个百分点，Q2 上升 3.8 个



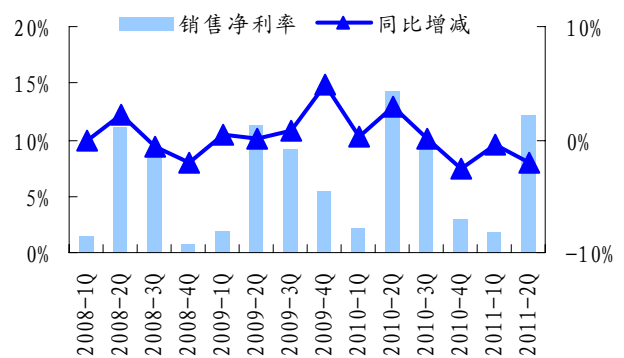
数据来源：wind 公司公告 第一创业证券研究所

图 6 上半年啤酒行业三项费用率同比降 1.9 个百分点



数据来源：wind 公司公告 第一创业证券研究所

图 7 净利率下降 1.3 个百分点



数据来源：wind 公司公告 第一创业证券研究所



表 1 2011 年燕京啤酒中期财务数据分析

	2010H1	2011H1	2010Q2	2011Q2	2011中期业绩变化说明
营业收入	5035.44	6189.25	2948.45	3607.93	
同比(+/-%)	2.88%	22.91%	-1.81%	22.37%	收入增长22.9%，Q2增长22.4%
营业成本	2916.66	3596.08	1617.59	1903.76	
销售毛利率(%)	42.08%	41.90%	45.14%	47.23%	下降0.2个百分点，Q2提高2.1个百分点
营业税金率(%)	11.09%	10.80%	11.34%	11.30%	
营业费用率(%)	12.14%	12.81%	10.45%	13.62%	提升0.6个百分点，Q2上升3.1个百分点
管理费用率(%)	7.75%	7.71%	6.35%	6.62%	变化不明显
财务费用率(%)	0.40%	0.78%	0.44%	0.82%	
三项费用合计	1022.09	1318.09	508.38	760.04	
三项费用率(%)	20.30%	21.30%	17.24%	21.07%	上升1个百分点，Q2上升3.8个百分点
营业外收支净额	31.87	27.16	24.48	19.82	政府补助2561万元
营业利润	538.06	606.87	488.11	536.39	
/营业收入(%)	10.69%	9.81%	16.55%	14.87%	下降0.9个百分点，Q2下降0.7个百分点
同比(+/-%)	27.92%	12.79%	31.30%	9.89%	
利润总额	569.94	634.03	512.59	556.21	
同比(+/-%)	19.33%	11.25%	21.21%	8.51%	
所得税率(%)	18.35%	22.90%	18.04%	20.23%	上升4.5个百分点，Q2上升2.2个百分点
净利润	465.33	488.86	420.11	443.67	
净利润率(%)	9.24%	7.90%	14.25%	12.30%	下降1.3个百分点
同比(+/-%)	24.26%	5.06%	24.13%	5.61%	净利润增速低于收入增速18个百分点
少数股东损益/利润总额(%)	11.70%	7.84%	10.18%	7.51%	
归属母公司净利润	398.67	439.16	367.92	401.91	
同比(+/-%)	25.20%	10.16%	25.09%	9.24%	
每股收益	0.33	0.36	0.30	0.33	
每股收益-扣除营业外收支净额	0.30	0.34	0.28	0.32	不考虑营业外收支，主业净利润增长12.3%

数据来源：公司公告 第一创业研究所预计

- **调整市场结构，市场布局不断完善。**公司计划十二五新增产能 300 吨，其中 100 吨靠并购完成。**2011 中期，燕京啤酒在建工程达到 14.7 亿，较期初增加 4.7 个亿，其中新建、扩建项目有 5 个，昆明、晋中项目已完成，四川、湖南、新疆的新建项目预计年内会达产，共计新增产能在 60 万千升以上。**

优势市场稳步增长。公司的五大优势竞争区域是北京、广西、内蒙古、福建、湖北。上半年，北京、广西、内蒙等优势市场销量稳步增长，市场竞争力和盈利能力进一步提高，其中北京市场的销量增长了 5.4%，盈利水平进一步较大幅度提升。

新兴市场广东、四川、新疆等继续保持高速增长，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%，而且中高档产品比例和盈利水平大幅度提高；四川市场今年上半年实现销售量 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%。

昆明的新建工厂顺利投产，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经过技术改造、工艺和产品结构调整，上半年实现销售量 11.4 万千升。



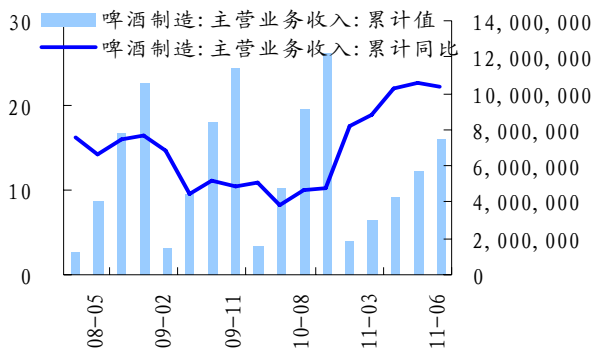
表 2 2011 年中期燕京啤酒主要在建工程情况（预算在 1 一个亿以上项目）

工程项目名称	预算数	本期增加数	期末数	资金来源	进度
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	200,000,000.00	41,969,321.54	241,219,092.29	募集资金及自筹	99%
燕京赣州技改项目	280,000,000.00	66,675,367.54	196,678,113.25	自筹	75%
包头呼和浩特技改项目	260,000,000.00	92,314,709.79	213,621,123.23	自筹	85%
广西燕京桂林漓泉技改项目	148,000,000.00	72,360,437.85	16,353,274.49	自筹	89%
四川燕京啤酒生产线项目	430,000,000.00	31,726,146.92	112,464,698.69	募集资金及自筹	77%
新疆麦芽扩建项目	230,000,000.00	24,314,676.96	1,018,290.56	自筹	99%
衡阳燕京扩建项目	260,000,000.00	123,842,293.95	125,268,482.91	自筹	50%
新疆燕京三期扩建项目	120,000,000.00	31,192,359.83	58,704,507.15	自筹	57%
燕京啤酒（晋中）有限公司年产20 万千升啤酒一期10 万千升工程	250,000,000.00	30,060,416.14	243,319,993.56	募集资金	98%
燕京啤酒（昆明）有限公司年产40 万千升啤酒一期20 万千升工程	359,886,300.00	30,696,111.31	59,568,935.16	募集资金	95%

数据来源：公司公告 第一创业研究所预计

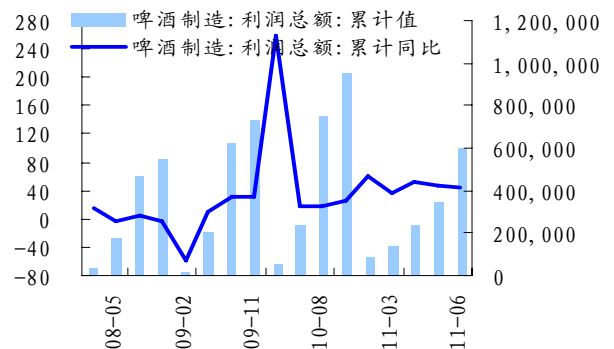
- **估值较安全，转债有支撑。**预计 11 年 EPS0.72 元，对应 11 年 PE 为 24 倍，估值处于历史较低水平；公司可转债转股价格为 21.66 元/股，高于当前股价 26%，可转债债券转股日期是从 2011 年 4 月 15 日至 2015 年 10 月 14 日，对股价的中长期表现会形成一定支撑。
- **给予“强烈推荐”，目标价 20-22 元。**预计 2011、12、13 年分别实现每股收益 0.72、0.91、1.22，对应动态 PE 分别为 24.0、18.8、14.1，预计 2010-13 年复合增长率为 22-25%，九龙斋、茶饮料等新业务增长点积极培育。参考食品饮料行业龙头公司的估值水平，以及公司在啤酒行业的地位，给予 2011 年 30 倍 PE，对应目标价 20-22 元，给予“强烈推荐”评级。

图 8 1-6 月啤酒行业收入增长 22.2%



数据来源：wind 公司公告 第一创业证券研究所

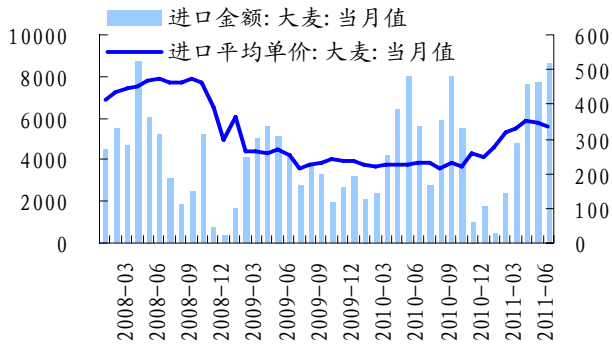
图 9 1-6 月啤酒行业利润总额增长 43.1%



数据来源：wind 公司公告 第一创业证券研究所

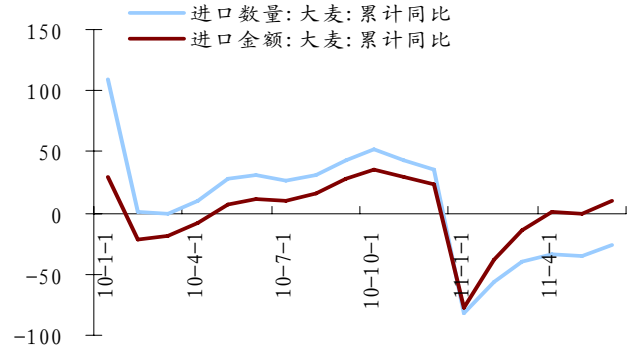


图 10 进口大麦均价有所回落



数据来源: wind 公司公告 第一创业证券研究所

图 11 大麦进口数量、金额同比不断回升



数据来源: wind 公司公告 第一创业证券研究所

表 2 燕京啤酒的盈利预测表

	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入 (百万)	9490.12	10298.39	12694.26	15025.39	17812.36
同比 (+/-%)	15.1%	8.5%	23.3%	18.4%	18.5%
销售毛利率 (%)	39.8%	41.3%	41.4%	41.9%	42.5%
营业税金率 (%)	11.8%	11.4%	11.5%	11.5%	11.5%
营业费用率 (%)	10.7%	11.8%	11.2%	11.2%	11.2%
管理费用率 (%)	7.8%	8.1%	7.8%	7.5%	7.0%
财务费用率 (%)	0.7%	0.4%	1.1%	1.2%	0.9%
三项费用合计	1824.47	2087.33	2546.64	2984.77	3404.92
三项费用率 (%)	19.2%	20.3%	20.1%	19.9%	19.1%
利润总额	928.35	1087.90	1237.09	1579.09	2105.39
所得税	176.04	219.65	247.42	315.82	421.08
净利润	752.31	868.25	989.67	1263.28	1684.31
同比 (+/-%)	39.1%	15.4%	14.0%	27.6%	33.3%
少数股东损益	124.82	98.38	123.71	157.91	210.54
归属母公司净利润	627.49	769.87	865.96	1105.37	1473.77
同比 (+/-%)	36.0%	22.7%	12.5%	27.6%	33.3%
每股收益 (元)	0.52	0.64	0.72	0.91	1.22

数据来源: 公司公告 第一创业证券研究所

主要财务指标预测

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	5560	6366	7242	营业收入	10298	12694	15025	17812
现金	1516	1358	1411	1393	营业成本	6042	7443	8726	10246
应收账款	75	132	147	178	营业税金及附加	1178	1460	1728	2048
其他应收款	70	109	126	150	营业费用	1212	1422	1683	1995
预付账款	431	452	560	646	管理费用	829	990	1127	1247
存货	2983	3488	4099	4850	财务费用	46	135	175	163
其他流动资产	3	21	23	24	资产减值损失	8	8	8	8
非流动资产	9593	10087	10598	10980	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	199	209	209	209	投资净收益	1	0	0	0
固定资产	7476	8369	8979	9411	营业利润	984	1237	1579	2105
无形资产	711	694	677	660	营业外收入	126	0	0	0
其他非流动资产	1207	815	733	700	营业外支出	22	0	0	0
资产总计	14671	15646	16964	18222	利润总额	1088	1237	1579	2105
流动负债	4110	5240	5554	5459	所得税	220	247	316	421
短期借款	1621	2614	2664	2306	净利润	868	990	1263	1684
应付账款	803	899	1089	1266	少数股东损益	98	124	158	211
其他流动负债	1686	1727	1800	1888	归属母公司净利润	770	866	1105	1474
非流动负债	1052	150	150	150	EBITDA	1682	2124	2643	3286
长期借款	150	150	150	150	EPS (元)	0.64	0.72	0.91	1.22
其他非流动负债	902	0	0	0					
负债合计	5162	5390	5704	5609					
少数股东权益	1334	1458	1616	1826	主要财务比率				
股本	1210	1210	1210	1210	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
资本公积	3896	3896	3896	3896	成长能力				
留存收益	3068	3692	4538	5680	营业收入	8.5%	23.3%	18.4%	18.5%
归属母公司股东权益	8175	8799	9644	10786	营业利润	20.2%	25.7%	27.6%	33.3%
负债和股东权益	14671	15646	16964	18222	归属于母公司净利润	22.7%	12.5%	27.6%	33.3%
					获利能力				
					毛利率(%)	41.3%	41.4%	41.9%	42.5%
					净利率(%)	7.5%	6.8%	7.4%	8.3%
					ROE(%)	9.4%	9.8%	11.5%	13.7%
					ROIC(%)	7.9%	9.6%	11.3%	13.5%
					偿债能力				
					资产负债率(%)	35.2%	34.4%	33.6%	30.8%
					净负债比率(%)	34.5%	51.3%	49.3%	43.8%
					流动比率	1.24	1.06	1.15	1.33
					速动比率	0.51	0.40	0.41	0.44
					营运能力				
					总资产周转率	0.78	0.84	0.92	1.01
					应收账款周转率	93.20	115.56	107.97	109.88
					应付账款周转率	8.91	8.75	8.77	8.70
					每股指标(元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.64	0.72	0.91	1.22
					每股经营现金流(最新摊薄)	1.28	1.12	1.52	1.85
					每股净资产(最新摊薄)	6.75	7.27	7.97	8.91
					估值比率				
					P/E	27.0	24.0	18.8	14.1
					P/B	2.5	2.4	2.2	1.9
					EV/EBITDA	13.7	10.9	8.7	7.0

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	1548	1355	1837	2236
净利润	868	990	1263	1684
折旧摊销	651	752	889	1018
财务费用	46	135	175	163
投资损失	-1	0	0	0
营运资金变动	-51	-441	-490	-629
其他经营现金流	34	-81	0	0
投资活动现金流	-2312	-1210	-1400	-1400
资本支出	1842	1400	1400	1400
长期投资	-284	0	0	0
其他投资现金流	-754	190	0	0
筹资活动现金流	1229	-302	-384	-853
短期借款	416	993	51	-359
长期借款	141	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	243	0	0	0
其他筹资现金流	428	-1295	-435	-495
现金净增加额	463	-158	53	-18

免责声明:

本报告仅供第一创业证券有限责任公司(以下简称“本公司”)研究所的客户使用。本公司研究所不会因接收人收到本报告而视其为客户。若本报告的接收人非本公司的客户,应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的信息均来源于公开资料,本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证,也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。

本报告可能在今后一段时间内因公司基本面变化和假设不成立导致的目标价格不能达成的风险。

我们已力求报告内容的客观、公正,但文中的观点、结论和建议仅供参考,报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价,投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。

本公司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头寸并进行交易,也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权归本公司所有,未经本公司授权,不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅,任何媒体和个人不得自行公开刊登、传播或使用,否则本公司保留追究法律责任的权利;任何媒体公开刊登本研究报告必须同时刊登本公司授权书,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改,并自行承担向其读者、受众解释、解读的责任,因其读者、受众使用本报告所产生的一切法律后果由该媒体承担。任何自然人不得未经授权而获得和使用本报告,未经授权的任何使用行为都是不当的,都构成对本公司权利的损害,由其本人全权承担责任和后果。

市场有风险,投资需谨慎。

投资评级:

评级类别	具体评级	评级定义
股票投资评级	强烈推荐	预计6个月内,股价涨幅超同期市场基准指数20%以上
	审慎推荐	预计6个月内,股价涨幅超同期市场基准指数5-20%之间
	中性	预计6个月内,股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
	回避	预计6个月内,股价表现弱于市场基准指数5%以上
行业投资评级	推荐	行业基本面向好,行业指数将跑赢基准指数
	中性	行业基本面稳定,行业指数跟随基准指数
	回避	行业基本面向淡,行业指数将跑输基准指数

第一创业证券有限责任公司

深圳市罗湖区笋岗路12号中民时代广场B座25-26层

TEL:0755-25832583 FAX:0755-25831718

P.R.China:518028 www.firstcapital.com.cn

北京市西城区金融大街甲9号金融街中心8层

TEL:010-63197788 FAX:010-63197777

P.R.China:100140

上海市张扬路生命人寿大厦11、32楼

TEL:021-58365919 FAX:021-58362238

P.R.China:200120