

燕京啤酒 (000729)

增持/维持评级

股价: RMB15.97

分析师

洪婷

SAC 执业证书编号:S1000510120012

(021)6849 8639

hongting@mail.htlhsc.com.cn

蒋小东

SAC 执业证书编号:S1000510120031

(021)6849 8615

jiangxiaodong@mail.htlhsc.com.cn

逯海燕

SAC 执业证书编号:S1000510120030

(021)6849 8615

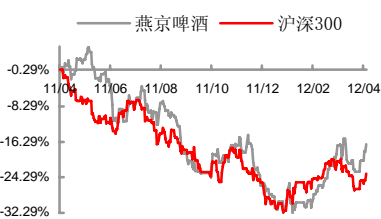
luhy@mail.htlhsc.com.cn

相关研究

基础数据

总股本 (百万股)	1,261
流通 A 股 (百万股)	1,261
流通 B 股 (百万股)	0
可转债 (百万元)	
流通 A 股市值 (百万元)	20,143

最近 52 周股价走势图



资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

费用率上升拖累业绩, 期待实现收购

——燕京啤酒 2011 年年报点评

- 燕京啤酒 2011 年全年实现营业收入 121.36 亿元, 同比增长 17.85%, 实现利润总额 11.87 亿元, 同比增长 9.2%, 实现归属于母公司净利润 8.17 亿元, 同比增长 6.15%, 每股收益 0.67 元, 虽然业绩增速较 2010 年出现一定幅度下降,但基本符合我们之前 0.70 元的业绩预测。公司 2011 年利润分配预案: 每 10 股转增 10 股并派现 2.1 元(含税)。
- 公司啤酒销售稳定增长,基本与行业同步。公司 2011 年实现啤酒销售 550.6 万千升, 同比增长 10.75%,与行业 10.7%的增速基本同步。公司继续在广西、北京和内蒙市场占据绝对优势, 同时新疆和山西市场增速最快, 分别实现 40.24%和 48.72%, 公司更是在新疆石河子市场实现 80%的占有率, 使其成为公司又一优势市场。但是我们也看到公司在一直增长较为强劲的广东市场增速仅有 6.68%, 拖累公司增速。
- 成本上升超过价格上升导致公司毛利率下降 0.76 个百分点, 2012 年可能逐步回升。受 2011 年年初开始的大麦价格上升以及包装及人工成本上升的负面影响, 公司的吨成本上升了 8.91%, 虽然公司通过部分产品的提价以及主品牌占比的提升等手段将吨酒价格提升 7.51%, 但提升幅度不及成本上升, 导致公司的毛利率下降到 41.4%,影响公司盈利能力。2011 年 4 季度开始大麦价格开始逐步回落, 而随着公司产品结构的逐步提升, 2012 年公司毛利率有望回升。
- 销售费用率上升是业绩增速下降主因,2012 年有望回落。2011 年公司的销售费用率达到 13.07%,较 2010 年上升 1.7 个百分点,也高于历史平均水平。我们通过分析销售费用组成发现其中增长最快导致费用增长超预期的两项是销售费用的薪酬和运输费用,我们认为这主要由于去年的通胀,而今年的上述两项费用的增速将回落,销售费用率也有望回落。
- 盈利预测和投资建议。公司目前正在积极参与对于金威啤酒的收购, 如果成功有望帮助公司在 2012 年实现快于行业的销量增速, 另一方面我们预期销售费用率有望回落, 2012 年业绩增速较 2011 年将提升,预测公司 2012-2013 年 EPS 分别为 0.81、0.99 元。PE 为 20 和 16 倍, 维持增持。
- 风险提示: 公司成本继续上升。

经营预测与估值	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入(百万元)	12136.8	13891.2	15926.7	18117.4
(+/-%)	17.8	14.5	14.6	13.8
归属母公司净利润(百万元)	817.2	1016.0	1249.3	1536.1
(+/-%)	6.15	24.33	22.9	22.9
EPS(元)	0.67	0.81	0.99	1.22
P/E(倍)	24.7	19.8	16.2	13.1

资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2011	2012E	2013E	2014E	会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
流动资产	6044	6519	7471	10007	营业收入	12137	13891	15927	18117
现金	1438	1671	1974	3552	营业成本	7176	8130	9311	10582
应收账款	122	182	188	203	营业税金及附加	1353	1542	1752	1993
其他应收款	90	128	142	158	营业费用	1586	1667	1832	1993
预付账款	409	513	537	659	管理费用	1001	1125	1274	1395
存货	3972	3970	4566	5362	财务费用	123	107	120	106
其他流动资产	13	56	64	72	资产减值损失	4	0	0	0
非流动资产	10635	9226	8226	7122	公允价值变动收	0	0	0	0
长期投资	67	0	0	0	投资净收益	7	0	0	0
固定资产	8630	8055	7205	6164	营业利润	900	1321	1638	2048
无形资产	688	749	784	817	营业外收入	300	157	175	177
其他非流动资产	1251	421	237	141	营业外支出	11	17	17	17
资产总计	16679	15745	15696	17129	利润总额	1188	1460	1796	2208
流动负债	5431	6754	5300	5012	所得税	271	321	395	486
短期借款	2381	4316	2514	1868	净利润	917	1139	1401	1722
应付账款	1011	1009	1152	1380	少数股东损益	100	123	151	186
其他流动负债	2039	1429	1634	1764	归属母公司净利	817	1016	1249	1536
非流动负债	1109	1066	1072	1070	EBITDA	1743	2609	3001	3435
长期借款	150	150	150	150	EPS (元)	0.68	0.81	0.99	1.22
其他非流动负	959	916	922	920					
负债合计	6540	7820	6371	6082	主要财务比率				
少数股东权益	1386	1509	1661	1847	会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
股本	1210	1261	1261	1261	成长能力				
资本公积	3899	494	494	494	营业收入	17.9%	14.5%	14.7%	13.8%
留存收益	3643	4659	5909	7445	营业利润	-8.6%	46.8%	24.0%	25.1%
归属母公司股	8753	6415	7664	9201	归属母公司净利	6.1%	24.3%	23.0%	23.0%
负债和股东权	16679	15745	15696	17129	获利能力				
					毛利率(%)	40.9%	41.5%	41.5%	41.6%
					净利率(%)	6.7%	7.3%	7.8%	8.5%
					ROE(%)	9.3%	15.8%	16.3%	16.7%
					ROIC(%)	6.5%	9.6%	12.5%	16.1%
					偿债能力				
					资产负债率(%)	39.2%	49.7%	40.6%	35.5%
					净负债比率(%)	40.85	57.11	41.81	33.18
					流动比率	1.11	0.97	1.41	2.00
					速动比率	0.38	0.38	0.55	0.93
					营运能力				
					总资产周转率	0.77	0.86	1.01	1.10
					应收账款周转率	107	87	86	93
					应付账款周转率	7.91	8.05	8.62	8.36
					每股指标(元)				
					每股收益(最新)	0.68	0.81	0.99	1.22
					每股经营现金流	0.65	1.36	1.95	1.99
					每股净资产(最	6.94	5.09	6.08	7.29
					估值比率				
					P/E	24.65	19.83	16.12	13.11
					P/B	2.30	3.14	2.63	2.19
					EV/EBITDA	13	9	8	7

数据来源: 华泰联合证券研究所



华泰联合证券评级标准:

时间段 报告发布之日起6个月内
基准市场指数 沪深300(以下简称基准)

股票评级

买入 股价超越基准20%以上
增持 股价超越基准10%-20%
中性 股价相对基准波动在±10%之间
减持 股价弱于基准10%-20%
卖出 股价弱于基准20%以上

行业评级

增持 行业股票指数超越基准
中性 行业股票指数基本与基准持平
减持 行业股票指数明显弱于基准

深圳

深圳市福田区深南大道4011号香港中旅大厦25层
邮政编码: 518048

电话: 86 755 8249 3932
传真: 86 755 8249 2062
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn

上海

上海浦东银城中路68号时代金融中心45层
邮政编码: 200120

电话: 86 21 5010 6028
传真: 86 21 6849 8501
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn

免责声明

本报告仅供华泰联合证券有限责任公司(以下简称“华泰联合”)签约客户使用。华泰联合不因接收到本报告而视其为华泰联合的客户。客户应当认识到有关本报告的短信、邮件提示及电话推荐仅为研究观点的简要沟通,对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于华泰联合认为可靠的、已公开的信息编制,但华泰联合不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断,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出现不同程度的波动,涉及证券或投资标的的以往表现不应作为日后表现的保证。在不同时期,或因使用不同假设和标准,采用不同观点和分析方法,致使华泰联合发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告,对此华泰联合可不发出特别通知。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给了华泰联合客户作参考之用,在任何情况下并不构成私人咨询建议,也没有考虑到个别客户的投资目标或财务状况;同时并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的广告、要约或向人作出的要约邀请。

市场有风险,投资需谨慎。本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售,投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估,并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求,必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下,华泰联合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。

华泰联合是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资咨询、投资管理等多项业务的全国性综合类证券公司。在法律许可的情况下,华泰联合投资业务部门可能会持有报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易,可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务,可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。华泰联合的投资顾问、销售人员、交易人员以及其他类别专业人士可能会依据不同的信息来源、不同假设和标准,采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰联合没有将此意见及建议向本报告所有接收者进行更新的义务。华泰联合利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门、集团或关联机构间的信息流动。撰写本报告的证券分析师的薪酬由研究部门管理层和公司高级管理层全权决定,分析师的薪酬不是基于华泰联合投资银行收入而定,但是分析师的薪酬可能与投行整体收入有关,其中包括投行、销售与交易业务。

华泰联合的研究报告主要以电子版形式分发,间或也会辅以印刷品形式分发。华泰联合向所有客户同时分发电子版研究报告。华泰联合对本报告具有完全知识产权,未经华泰联合事先书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。若华泰联合以外的机构向其客户发放本报告,则由该机构独自为此发送行为负责,华泰联合对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华泰联合向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

©版权所有 2012年 华泰联合证券有限责任公司