安信证券 ESSENCE SECURITIES

公司快报/证券研究报告　　燕京啤酒(000729)

维持评级

啤酒/食品饮料

平行业增速，业绩低于预期

-2011 年报点评

报告关键点：

- 平行业增速，业绩低于预期；
- 品牌建设持续增强；
- 新兴市场高速发展，潜力市场有序推进

报告摘要：

- **平行业增速，业绩低于预期：**2011 年，公司共生产销售啤酒550.6 万千升（含托管企业），同比增长10.75%，与行业增速持平，占全国啤酒总量的11.24%。公司实现营业收入1,21亿元，同比增长17.85%；实现利润11.9亿元，同比增长9.20%；实现净利润8.1亿元，同比增长6.15%，实现每股收益0.65元，低于市场预期。面对激烈的市场竞争，公司销售费用率同比提升了1.3%。2011年公司的分配预案是拟每10股转增10股，派现金2.1元。
- **品牌建设持续增强：**公司继续推进“1＋3”品牌战略，科学运作品牌，对品牌的形象和品牌的内涵进行丰富的提升，努力打造知名度高、品牌形象好、品牌感染力强的全国性和区域强势品牌。2011 年，燕京、漓泉、惠泉和雪鹿四大品牌产销量增长11.86％，占总销量的90%，其中燕京主导品牌产销量增长15％，占总销量的60%，燕京品牌优势凸显，品牌集中度进一步提高。
- **新兴市场高速发展，潜力市场有序推进：**近几年在广东、湖南、浙江、四川、新疆等市场也形成了局部优势，市场进展迅速， 2011 年，公司在广西市场完成销量107 千升，同比增长12.16%，广西未来啤酒市场的增长潜力依然很大，是公司西南、华南啤酒市场的中坚力量；内蒙市场完成销量63 万千升，同比增长15.09%；广东市场销量达43 万千升，同比增长6.68%；新疆市场和销量实现了跨越式提升，完成销量13 万千升，同比增长40.24%；四川市场完成销量14 万千升，同比增长39.53%；山西市场完成销量9 万千升，同比增长48.72%。2011 年公司正式在台湾销售，将燕京啤酒引入台湾市场。
- **盈利预测和投资评级：**根据公司“十二五”发展规划，到2015年公司啤酒的产销量将达到并超过800万千升，年复合增长率超过10%，公司在继续推进“1+3”品牌战略的基础上结合“积极而稳妥的低成本扩张战略”。我们预计公司2012-2014年的销售额分别为137、154和174亿元，考虑到行业激烈的市场竞争，我们微幅调高了公司的销售费用率，下调每股收益至0.77、0.87和1.01元，对应PE分别为21、18、16倍。给予公司2012年23倍PE ，下调6个月的目标价为18元，维持增持-A的投资评级。
- 风险提示：啤酒行业惨烈的市场竞争，低温等极端天气对啤酒消费的负面影响和食品安全问题。

财务和估值数据摘要

(百万元)	2010	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	10,298.4	12,136.8	13,680.5	15,421.0	17,383.5
Growth(%)	*8.5%*	*17.9%*	*12.7%*	*12.7%*	*12.7%*
净利润	868.3	917.3	1,075.7	1,220.8	1,413.9
Growth(%)	*22.7%*	*6.1%*	*13.6%*	*13.5%*	*15.8%*
毛利率(%)	41.3%	40.9%	42.2%	42.3%	42.3%
净利润率(%)	7.5%	6.7%	6.8%	6.8%	7.0%
每股收益(元)	0.61	0.65	0.77	0.87	1.01
每股净资产(元)	7.54	8.04	9.27	10.27	11.44
市盈率	26.2	24.6	20.8	18.3	15.8
市净率	2.1	2.0	1.7	1.6	1.4
净资产收益率(%)	9.1%	9.0%	9.6%	9.8%	10.2%
ROIC(%)	9.4%	8.8%	8.4%	7.9%	8.8%
EV/EBITDA	13.6	13.8	12.9	11.1	9.7
股息收益率	1.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

评级： 增持-A

上次评级： 增持-A

目标价格： 18.00 元

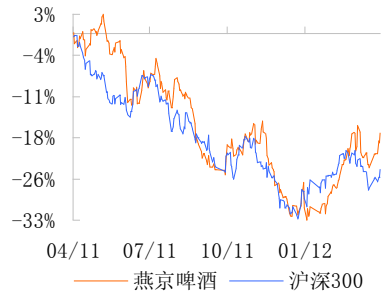
期限： 6 个月　上次预测： 20.00 元

现价（2012 年 04 月 12 日）： 15.97 元

报告日期： 2012-04-13

总市值(百万元)	20,142.76
流通市值(百万元)	17,673.62
总股本(百万股)	1,261.29
流通股本(百万股)	1,106.68
12 个月最低/最高	12.85/20.64 元
十大流通股东(%)	62.69%
股东户数	57,892

12 个月股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	4.45	11.74	6.38
绝对收益	0.32	19.09	(17.39)

李铁 行业分析师
010-66581633 litie2@essence.com.cn
执业证书编号 S1450511020014

徐昊 行业分析师
010-66581748 xuhao1@essence.com.cn
执业证书编号 S1450511080005

前期研究成果

燕京啤酒：增速放缓，业绩符合预期 2011-10-21

燕京啤酒：全国市场有序推进 2011-08-23

燕京啤酒：落子中原，巩固全国布局 2011-03-18

财务报表预测和估值数据汇总

单位 百万元 模型更新时间 2012-04-12

利润表	2010	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	**10,298.4**	**12,136.8**	**13,680.5**	**15,421.0**	**17,383.5**
减: 营业成本	6,041.7	7,176.4	7,906.2	8,901.9	10,024.1
营业税费	1,178.2	1,353.1	1,525.4	1,719.4	1,938.3
销售费用	1,212.1	1,586.3	1,710.1	1,927.6	2,172.9
管理费用	829.1	1,001.1	1,121.8	1,264.5	1,425.4
财务费用	46.1	122.9	31.8	32.3	-0.5
资产减值损失	7.6	4.2	-	-	-
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-
投资和汇兑收益	0.6	6.7	6.8	6.8	6.8
营业利润	**984.1**	**899.6**	**1,392.0**	**1,582.0**	**1,830.0**
加: 营业外净收支	103.8	288.4	1.0	-1.0	1.0
利润总额	**1,087.9**	**1,188.0**	**1,393.0**	**1,581.0**	**1,831.0**
减: 所得税	219.6	270.7	317.3	360.1	417.1
净利润	**868.3**	**917.3**	**1,075.7**	**1,220.8**	**1,413.9**

资产负债表	2010	2011	2012E	2013E	2014E
货币资金	1,516.4	1,437.7	1,094.4	2,180.9	3,258.8
交易性金融资产	-	-	-	-	-
应收帐款	145.2	212.1	239.1	269.6	303.9
应收票据	2.7	9.0	10.1	11.4	12.9
预付帐款	430.9	409.2	385.5	358.8	328.7
存货	2,983.0	3,972.0	4,375.5	4,926.5	5,547.6
其他流动资产	-	3.7	6.8	10.3	14.2
可供出售金融资产	-	159.7	159.7	159.7	159.7
持有至到期投资	-	-	-	-	-
长期股权投资	198.5	66.5	66.5	66.5	66.5
投资性房地产	-	-	-	-	-
固定资产	7,475.6	8,630.1	9,717.1	9,861.6	9,962.3
在建工程	1,008.4	797.4	798.7	499.3	399.7
无形资产	711.3	688.0	688.1	688.2	688.3
其他非流动资产	198.7	293.5	295.0	295.2	295.4
资产总额	**14,670.7**	**16,679.1**	**17,836.6**	**19,328.2**	**21,037.9**
短期债务	1,621.0	2,381.0	3,551.1	3,540.0	3,518.2
应付帐款	2,019.6	2,379.5	1,172.5	1,320.2	1,486.6
应付票据	39.5	11.2	12.3	13.9	15.7
其他流动负债	429.7	659.5	777.7	911.0	1,061.2
长期借款	150.0	150.0	150.0	150.0	150.0
其他非流动负债	902.0	959.1	958.5	957.8	957.0
负债总额	**5,161.7**	**6,540.3**	**6,622.1**	**6,892.9**	**7,188.7**
少数股东权益	**1,334.2**	**1,386.1**	**1,533.1**	**1,700.0**	**1,893.3**
股本	1,210.3	1,210.3	1,210.3	1,210.3	1,210.3
留存收益	6,964.5	7,542.5	8,471.1	9,525.0	10,745.7
股东权益	**9,509.0**	**10,138.8**	**11,214.5**	**12,435.3**	**13,849.2**

现金流量表	2010	2011	2012E	2013E	2014E
净利润	868.3	917.3	1,075.7	1,220.8	1,413.9
加: 折旧和摊销	651.5	720.1	557.1	601.4	645.8
资产减值准备	7.6	4.2	-	-	-
公允价值变动损失	-	-	-	-	-
财务费用	84.9	78.4	141.1	31.8	32.3
投资收益	-0.6	-6.7	-6.8	-6.8	-6.8
少数股东损益	98.4	100.1	147.0	166.9	193.3
营运资金的变动	-70.8	-895.4	-1,499.2	-277.7	-313.0
经营活动产生现金流量	**1,548.2**	**824.1**	**305.7**	**1,736.9**	**1,932.7**
投资活动产生现金流量	**-2,312.3**	**-1,307.9**	**-1,594.3**	**-394.4**	**-594.4**
融资活动产生现金流量	**1,228.9**	**429.7**	**1,138.2**	**-43.3**	**-21.3**

财务指标	2010	2011	2012E	2013E	2014E
成长性					
营业收入增长率	8.5%	17.9%	12.7%	12.7%	12.7%
营业利润增长率	20.2%	-8.6%	54.7%	13.6%	15.7%
净利润增长率	22.7%	6.1%	13.6%	13.5%	15.8%
EBITDA 增长率	10.7%	3.5%	15.0%	11.9%	11.7%
EBIT 增长率	16.2%	-0.7%	39.2%	13.4%	13.3%
NOPLAT 增长率	12.1%	11.8%	8.7%	13.2%	13.5%
投资资本增长率	18.8%	14.3%	20.7%	1.7%	2.9%
净资产增长率	10.0%	6.6%	10.6%	10.9%	11.4%
利润率					
毛利率	41.3%	40.9%	42.2%	42.3%	42.3%
营业利润率	9.6%	7.4%	10.2%	10.3%	10.5%
净利润率	7.5%	6.7%	6.8%	6.8%	7.0%
EBITDA/营业收入	16.2%	14.2%	14.5%	14.4%	14.2%
EBIT/营业收入	10.0%	8.4%	10.4%	10.5%	10.5%
运营效率					
固定资产周转天数	250	239	241	229	205
流动营业资本周转天数	64	68	92	105	102
流动资产周转天数	157	165	160	162	178
应收帐款周转天数	3	3	3	3	3
存货周转天数	95	103	110	109	108
总资产周转天数	464	465	454	434	418
投资资本周转天数	370	365	381	373	338
投资回报率					
ROE	9.1%	9.0%	9.6%	9.8%	10.2%
ROA	5.9%	5.5%	6.0%	6.3%	6.7%
ROIC	9.4%	8.8%	8.4%	7.9%	8.8%
费用率					
销售费用率	11.8%	13.1%	12.5%	12.5%	12.5%
管理费用率	8.1%	8.2%	8.2%	8.2%	8.2%
财务费用率	0.4%	1.0%	0.2%	0.2%	0.0%
三费/营业收入	20.3%	22.3%	20.9%	20.9%	20.7%
偿债能力					
资产负债率	35.2%	39.2%	37.1%	35.7%	34.2%
负债权益比	54.3%	64.5%	59.0%	55.4%	51.9%
流动比率	1.24	1.11	1.11	1.34	1.56
速动比率	0.51	0.38	0.31	0.49	0.64
利息保障倍数	22.34	8.32	44.72	50.01	-3,561.12
分红指标					
DPS(元)	0.15	-	-	-	-
分红比率	25.2%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
股息收益率	1.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

业绩和估值指标	2010	2011	2012E	2013E	2014E
EPS(元)	0.61	0.65	0.77	0.87	1.01
BVPS(元)	7.54	8.04	9.27	10.27	11.44
PE(X)	26.2	24.6	20.8	18.3	15.8
PB(X)	2.1	2.0	1.7	1.6	1.4
P/FCF	-	165.9	-31.5	24.8	26.6
P/S	2.0	1.7	1.4	1.3	1.1
EV/EBITDA	13.6	13.8	12.9	11.1	9.7
CAGR(%)	12.0%	15.5%	14.7%	-100.0%	-100.0%
PEG	2.2	1.6	1.4	-0.2	-0.2
ROIC/WACC	1.1	1.1	1.0	0.9	1.0
REP	1.8	1.7	1.6	1.6	1.4

资料来源：安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

分析师简介

李铁，食品饮料行业分析师。经济学学士，格拉斯哥大学（Glasgow University)会计和财务管理硕士，中国注册会计师、中国注册税务师。曾就职于德勤华永会计师事务所，2008 年 1 月加盟安信证券研究中心。
徐昊，食品饮料行业分析师，会计学硕士，3 年食品饮料行业投资研究经验。曾就职于国都证券研究所，2011 年 7 月加盟安信证券研究中心。

分析师声明

李铁、徐昊分别声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

公司评级体系

收益评级:

买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

A— 正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
B — 较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

销售联系人

朱贤	**上海联系人**	**张勤**	**上海联系人**
021-68765293	zhuxian@essence.com.cn	021-68763879	zhangqin@essence.com.cn
凌洁	**上海联系人**	**黄方禅**	**上海联系人**
021-68765237	lingjie@essence.com.cn	021-68765913	huangfc@essence.com.cn
梁涛	**上海联系人**	**周蓉**	**北京联系人**
021-68766067	liangtao@essence.com.cn	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
马正南	**北京联系人**	**潘冬亮**	**北京联系人**
010-59113593	mazn@essence.com.cn	010-59113590	pandl@essence.com.cn
胡珍	**深圳联系人**	**李国瑞**	**深圳联系人**
0755-82558073	huzhen@essence.com.cn	0755-82558084	ligr@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳
深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层
邮编: 518026

上海
上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层
邮编: 200123

北京
北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层
邮编: 100034