

燕京啤酒 (000729)

气候因素导致Q1增幅较小，全年业绩增长无忧

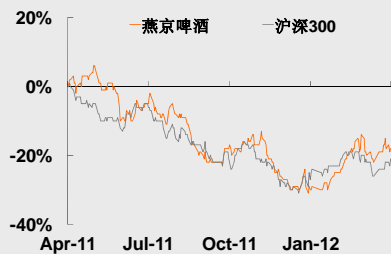
推荐 (维持)

现价: 15.42 元

主要数据

行业	食品饮料
公司网址	www.yanjing.com.cn
大股东/持股	北京燕京啤酒有限公司 /44.18%
实际控制人/持股	-
总股本(百万股)	1,261
流通 A 股(百万股)	1,107
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值 (亿元)	194.49
流通 A 股市值(亿元)	170.65
每股净资产(元)	7.45
资产负债率(%)	39.2

行情走势图



相关研究报告

《坚实成长，2012有相对收益机会》——啤酒行业深度报告

证券分析师

文 献 CFA 食品饮料首席研究员

投资咨询资格编号: S1060209040123
0755-22627143

wenxian@pasc.com.cn
汤玮亮

投资咨询资格编号: S0260511020009
tangweiliang978@pasc.com.cn

丁芸洁

证券咨询资格编号: S1060512040003
dingyunjie640@pingan.com.cn

研究助理

解睿

一般证券从业资格编号: S1060110070210
0755-22621631
xierui097@pingan.com.cn

投资要点

事项: 燕京啤酒发布了 2012 年一季报。报告期内，公司实现营业收入 26.13 亿元,同比增长 1.2%;实现归属于母公司股东净利润 0.38 亿元,同比增长 1.6%;基本每股收益为 0.03 元，每股净资产为 7.45 元。

■ Q1 增速较低在预期之中

公司一季度的低利润低增速符合我们和市场的预期，主要原因是：1、尽管公司市占率小幅提升至 11.8%，但是气候因素导致我国啤酒行业 2012 年一季度整体产量出现下滑；2、一季度是啤酒消费的传统淡季，且回顾公司往年业绩，一季度通常都是收入和利润率的最低点，季节性特征明显。

■ 天气因素导致 2012 啤酒消费旺季延后

公司一季度的销量为 106 万千升，同比基本持平。数据显示，今年一季度我国啤酒行业总产量为 899 万千升，同比小幅下降 2%。气候因素是主要原因：2012 年是农历闰四月，所以天气转暖比往年更晚，啤酒消费旺季有所延后。我们判断，全年来看啤酒行业整体销量仍有望实现 5%左右的稳定增长，季度增速将会表现出前高后低的特征。而公司凭借品牌和规模优势，将会享受内生自然增长和外延并购扩张的双重驱动，全年产量增速将高于行业，市占率有望进一步提升至 13%左右。

■ 利润率有望逐季回升

报告期内，公司的净利润率仅为 1.9%，但与往年同期水平基本持平。分析公司历年季度业绩，Q1 的毛利率通常都大幅低于其它季度，具有明显的季节性特征。我们判断未来公司利润率将会逐季度回升，主要驱动因素为：1、大麦价格的回落开始传导至产品成本上，毛利率将会稳步回升；2、随着销售人员大幅加薪及社保一次性投入等因素的消除，销售费用率的上涨将会趋缓；3、随着可转债转股的完成，财务费用率将会有所下降。

■ 维持“推荐”评级

我们预计未来三年公司营收 CAGR 为 12.9%，净利润 CAGR 为 19.2%。考虑可转债转股后的摊薄效应，预计 12-14 年 EPS 分别为 0.80、0.93 和 1.08 元，同比分别增 25%、16%和 17%；最新收盘价对应的动态 PE 分别为 19、17 和 14 倍，维持“推荐”的评级。

■ 风险提示：天气等不可控因素导致新产季大麦产量低于预期。

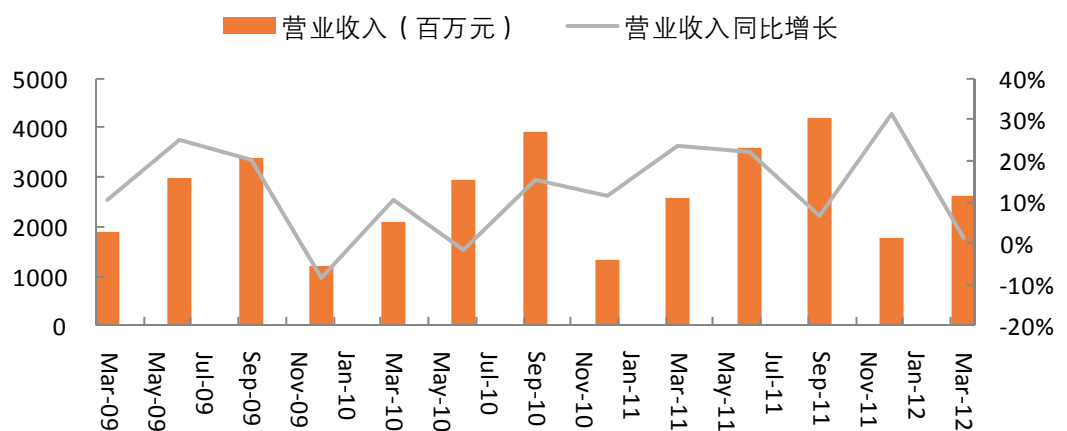
	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
主营收入 (百万元)	10,298	12,137	13,725	15,526	17,475
YoY(%)	8.5	17.9	13.1	13.1	12.6
净利润 (百万元)	770	817	1,024	1,183	1,383
YoY(%)	22.7	6.1	25.3	15.6	16.9
毛利率(%)	41.3	40.9	41.5	42.0	42.5
净利率(%)	8.4	7.6	8.4	8.6	8.9
ROE(%)	9.9	9.7	11.1	11.8	12.6
EPS (当年股本)	0.64	0.68	0.80	0.93	1.08
P/E(倍)	24.2	22.8	19.2	16.6	14.2
P/B(倍)	2.3	2.1	2.0	1.9	1.7

图表 1 净利润变化分析（单位：百万元）

	1Q11	1Q12	QoQ	
营业收入	2,581	2,613	1.2%	主要是销售均价提高
营业成本	1,692	1,711	1.1%	大麦成本上升
毛利率	34.4%	34.5%	0.1%	一季度通常是公司的盈利低点
毛利	889	902	1.4%	
营业税金及附加	261	273	4.8%	
销售费用	302	262	-13.2%	员工费用上涨趋缓
管理费用	238	243	2.2%	
财务费用	18	51	178.4%	银行贷款增加导致的利息增加
资产减值损失	-0	0	100.0%	
公允价值变动收益	0	0	0.0%	
投资收益	0	1	1398.4%	子公司福建省燕京惠泉啤酒股份有限公司银行理财收益增加所致
营业利润	70	74	4.3%	
营业利润率	2.7%	2.8%	0.1%	
营业外收入	11	14	31.3%	
营业外支出	4	0	-86.6%	
利润总额	78	88	12.4%	
所得税	33	38	16.4%	
所得税率	46.4%	52.5%	6.1%	
少数股东权益	8	12	46.9%	
归属于母公司净利润	37	38	1.6%	
净利率	1.8%	1.9%	0.1%	
EPS	0.03	0.03	-0.6%	

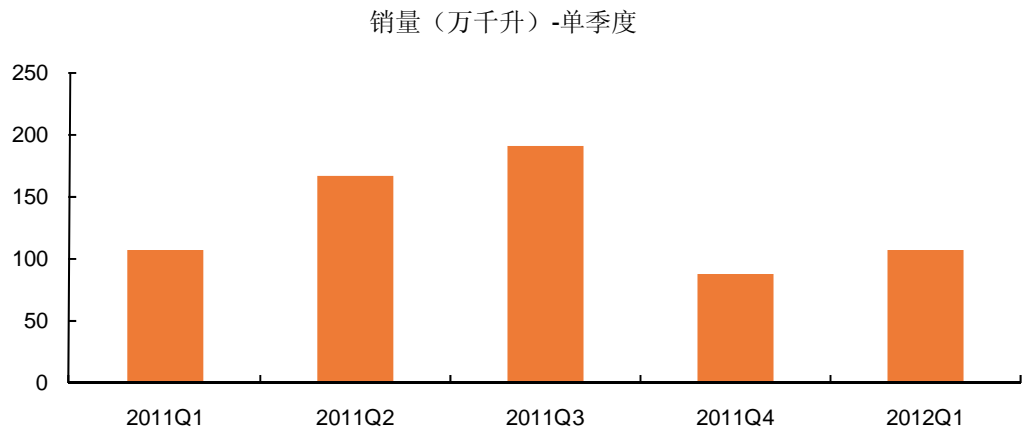
资料来源：公司公告，平安证券研究所，Wind

图表 2 天气因素导致2012Q1收入增幅放缓



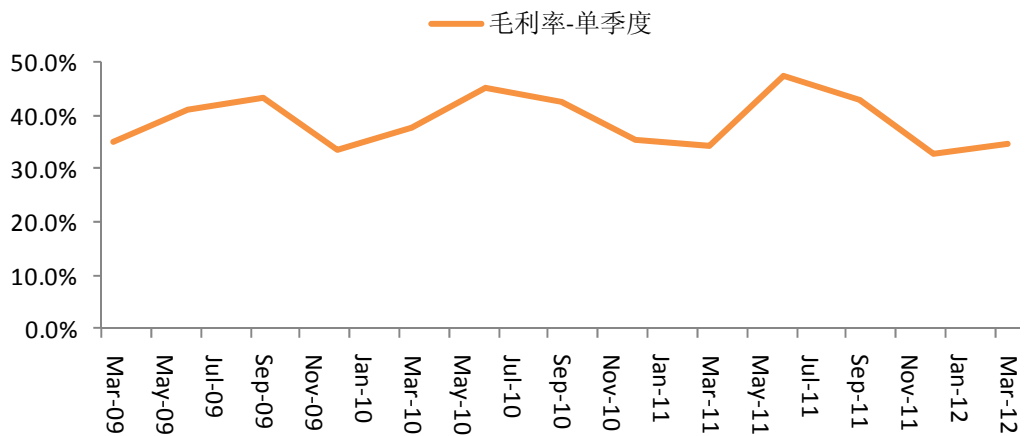
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表 3 一季度是传统淡季



资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表4 2012Q1将是毛利率的低点



资料来源：公司公告，平安证券研究所

损益表 (百万元, 元/股)	2011A	2012E	2013E	2014E	现金流量表 (百万元)	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	12,137	13,725	15,526	17,475	净利润	917	1,149	1,328	1,553
YoY	17.9%	13.1%	13.1%	12.6%	折旧摊销	720	797	798	806
营业成本	7,176	8,029	9,005	10,048	营运资金投资	-709	-51	-419	-254
毛利率	40.9%	41.5%	42.0%	42.5%	经营活动现金净流量	824	2,333	1,906	2,305
营业税金及附加	1,353	1,530	1,731	1,948	资本开支	-707	-810	-892	-899
股权激励费用	0	0	0	0	投资活动现金净流量	-1,308	-810	-892	-899
销售费用	1,586	1,716	1,941	2,184	债务融资	940	0	0	0
管理费用	1,001	1,132	1,281	1,441	股权融资	0	171	0	0
财务费用	123	116	108	103	支付红利	-218	-242	-303	-350
投资净收益	7	8	9	10	融资活动现金净流量	1,229	430	-186	-412
营业利润	900	1,206	1,465	1,756	当年现金净流量	-54	1,337	603	953
加: 营业外收入	300	210	210	210					
减: 营业外支出	11	11	11	11					
利润总额	1,188	1,404	1,663	1,955	资产负债表 (百万元)	2011A	2012E	2013E	2014E
减: 所得税	271	255	335	402	货币资金	1,438	2,775	3,377	4,331
净利润	917	1,149	1,328	1,553	应收款项	131	126	155	167
减: 少数股东损益	100	126	145	170	预付款项	409	515	546	627
归属母公司所有者净利	817	1,024	1,183	1,383	存货	3,972	4,204	4,850	5,336
YoY	6.1%	25.3%	15.6%	16.9%	其他流动资产	94	100	116	129
销售净利率	7.6%	8.4%	8.6%	8.9%	流动资产合计	6,044	7,720	9,044	10,590
EPS (当年股本)	0.68	0.80	0.93	1.08	长期股权投资	67	67	67	67
EPS (最新股本摊薄)	0.64	0.80	0.93	1.08	固定资产	9,427	9,437	9,528	9,618
					无形资产	688	691	693	696
					其他非流动资产	453	453	453	453
					非流动资产合计	10,635	10,647	10,741	10,834
重要指标速览	2011A	2012E	2013E	2014E	资产总计	16,679	18,367	19,785	21,424
估值					短期借款	2,381	2,381	2,381	2,381
PE	22.8	19.2	16.6	14.2	应付款项	1,022	1,131	1,276	1,420
PEG	1.2	1.3	1.2	1.2	预收款项	412	425	504	555
PB	2.1	2.0	1.9	1.7	应付股利	6	310	357	416
PS	1.5	1.4	1.3	1.1	其他流动负债	1,609	1,855	2,025	2,267
EV/EBITDA	13.3	11.5	10.3	9.3	流动负债合计	5,431	6,102	6,542	7,038
股息收益率	1.3%	1.5%	1.8%	2.1%	长期借款	150	150	150	150
经营回报率					应付债券	933	933	933	933
ROE	9.7%	11.1%	11.8%	12.6%	其他非流动负债	26	26	26	26
ROA	4.5%	5.8%	6.4%	6.9%	非流动负债合计	1,109	1,109	1,109	1,109
资产负债率	39.2%	39.3%	38.7%	38.0%	负债合计	6,540	7,211	7,651	8,147
速动比率	0.4	0.6	0.6	0.7	归属母公司所有者权益	8,753	9,645	10,477	11,451
运营效率					其中: 实收资本	1,210	1,275	1,275	1,275
存货周转率	2.1	2.0	2.0	2.0	少数股东权益	1,386	1,512	1,657	1,826
流动资产周转率	2.2	2.0	1.9	1.8	股东权益合计	10,139	11,156	12,134	13,277
固定资产周转率	1.4	1.5	1.6	1.8	负债及股东权益总计	16,679	18,367	19,785	21,424

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在 $\pm 10\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 10%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%至 10%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在 $\pm 5\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品,为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考,双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户,并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的,本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能,也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识,认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险,投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券有限责任公司(以下简称“平安证券”)的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准,不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠,但平安证券不能担保其准确性或完整性,报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价,报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任,除非法律法规有明确规定。客户并不能尽依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断,可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问,此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司 2011 版权所有。保留一切权利。

中国平安 PINGAN

平安证券综合研究所

地址：深圳市福田区金田路大中华国际交易广场 4 层

邮编：518048

电话：4008866338

传真：(0755) 8244 9257