

食品饮料行业

推荐（维持）

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：S1060512040001
tangweiliang978@pasc.com.cn

丁芸洁

投资咨询资格编号：S1060512040003
dingyunjie640@pingan.com.cn

研究助理

解睿

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

请通过合法途径获取本公司研究报告，
如经由未经许可的渠道获得研究报告，
请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的
声明内容。

燕京啤酒(000729)

销售增速逐步恢复

- **销售增速逐步恢复，预计全年增长 10%。**公司 1-5 月份的销量增长并不明显，但是随着啤酒消费旺季的到来，6 月份的销量增速有所恢复，预计上半年销量整体增速在 6%左右；考虑到天气因素导致的旺季延后，预计下半年增速高于上半年，全年的销量增长为 10%左右。公司的目标是在 2015 年之前，保持销量年均 10%左右的增长，争取在十二五末成为全球排名前六的啤酒企业，国内啤酒行业第一集团军的代表人物。
- **大麦成本维持在较低水平，销售费用率保持稳定。**大麦在总成本中的占比为 20%左右。一般来说，公司每年会在三季度和四季度集中采购大麦两次左右，目前库存大麦的采购成本在 300 美元/吨左右。由于去年年底的采购价格已经很低了，不超过 300 美元/吨，所以近期大麦价格的下行对于公司成本的影响并不大。尽管今年是体育大年，但公司的销售费用率仍会维持在往年正常水平，只是投入结构会有所调整，适当偏重于体育营销。
- **九龙斋亏损有望大幅减少，惠泉改善仍需时间。**经过经营战略调整之后，公司旗下全资饮料子公司九龙斋 2012 年的业绩将会大幅改善，预计全年亏损不超过 4000 万。另外，公司年初抽调了漓泉的业务骨干去惠泉任职，但是由于团队适应当地市场需要时间，目前看来效果并不明显，预计 2012 年惠泉的经营状况仍难有实质性的改变。
- **维持“推荐”评级。**预计燕京未来三年营收 CAGR 为 13%，净利润 CAGR 为 19%，2012-2014 年 EPS 分别为 0.40、0.46 和 0.54 元，同比分别增 25%、16%和 17%；最新收盘价对应的动态 PE 分别为 17、15 和 13 倍。啤酒行业的整合仍在继续，集中度提升将增强龙头企业的议价能力，行业利润率有望持续提升；而公司作为我国啤酒行业第一梯队的巨头，未来仍有广阔的成长空间，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。

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	资产负债表 (百万元)	2011A	2012E	2013E	2014E
利润总额	1,188	1,404	1,663	1,955	货币资金	1,438	2,775	3,377	4,331
减: 所得税	271	255	335	402	应收款项	131	126	155	167
净利润	917	1,149	1,328	1,553	预付款项	409	515	546	627
减: 少数股东损益	100	126	145	170	存货	3,972	4,204	4,850	5,336
归属母公司所有者净利	817	1,024	1,183	1,383	其他流动资产	94	100	116	129
YoY	6.1%	25.3%	15.6%	16.9%	流动资产合计	6,044	7,720	9,044	10,590
销售净利率	7.6%	8.4%	8.6%	8.9%	长期股权投资	67	67	67	67
EPS (当年股本)	0.68	0.40	0.46	0.54	固定资产	9,427	9,437	9,528	9,618
EPS (最新股本摊薄)	0.32	0.40	0.46	0.54	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	10.3	17.3	15.0	12.8	应付款项	1,022	1,131	1,276	1,420
PEG	0.5	1.2	1.1	1.1	预收款项	412	425	504	555
PB	1.0	1.8	1.7	1.5	应付股利	6	310	357	416
PS	0.7	1.3	1.1	1.0	其他流动负债	1,609	1,855	2,025	2,267
EV/EBITDA	7.4	10.6	9.5	8.5	流动负债合计	5,431	6,102	6,542	7,038
股息收益率	2.9%	1.7%	2.0%	2.3%	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
资本结构及偿债能力					负债合计	6,540	7,211	7,651	8,147
资产负债率	39.2%	39.3%	38.7%	38.0%	归属母公司所有者权益	8,753	9,645	10,477	11,451
速动比率	0.4	0.6	0.6	0.7	其中: 实收资本	1,210	2,550	2,550	2,550
运营效率					少数股东权益	1,386	1,512	1,657	1,826
存货周转率	2.1	2.0	2.0	2.0	股东权益合计	10,139	11,156	12,134	13,277
流动资产周转率	2.2	2.0	1.9	1.8	负债及股东权益总计	16,679	18,367	19,785	21,424
固定资产周转率	1.4	1.5	1.6	1.8					

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替行使独立判断。

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 2012 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