

旺季不旺，增长乏力

2012年3季报点评

报告关键点:

- 旺季不旺，但符合预期;
- 行业、公司增长乏力;
- 品牌集中度提升，优势市场面临挑战

报告摘要:

- 三季度持续低迷，但符合预期:** 2012年前三个季度，公司共销售啤酒466.4万千升(含托管企业)，同比增长0.77%，低于行业增速和公司上半年增速。实现营业收入112.17亿元，同比增长8.13%;公司实现净利润8.06亿元，同比增长2.83%，每股收益0.32元，基本符合预期。三季度作为啤酒销售旺季，公司的销售业绩未见显著提升，主要是经济低迷、市场竞争激烈以及气温偏低等因素造成的，符合我们中期时的判断。
- 啤酒行业增长乏力，公司增速有限:** 在低迷的国内外经济环境下，我国啤酒行业2012年1-9月整体增长乏力，公司的销量增速也非常有限，同比仅增长0.77%。考虑到上半年2.57%的增速，第三季度的销量为负增长。由于今年行业的消费旺季7、8月份南北方雨水普遍偏多，经济亦未见明显好转，走势向下的啤酒大麦价格因美国大旱而转头向上，加之我们判断今年四季度行业的消费环境也不乐观，公司走出独立行情的几率较小。
- 品牌集中度提升，优势市场面临挑战:** “燕京”、“漓泉”、“惠泉”、“雪鹿”四大主力品牌共销售417万千升，占公司总销量的90%，其中，“燕京”牌啤酒销量307.4万千升，增长了2.47%，占总销量的66%。公司的新兴市场-四川、新疆分别销售13.54%和12.89万千升，增长了9.92%和17.07%。进步最快的昆明燕京实现14.38万千升的销量，同比增长66.38%。然而，由于龙头公司竞争更加激烈，公司的一些优势地区正在遭遇竞争对手的严峻挑战，如控股子公司惠泉啤酒前三季度的销售额下降了20%。
- 维持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，要求年复合增长率超过10%，公司继续推进“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，维持每股收益至0.38、0.42和0.48元，对应PE分别为16、14、13倍。考虑到公司的行业龙头地位和品牌知名度给予公司2013年18XPE，6个月的目标价为7.60元，给予增持-B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	1,106.2	1,221.1	1,414.2
Growth(%)	22.7%	6.1%	16.9%	10.4%	15.8%
毛利率(%)	41.3%	40.9%	42.2%	42.3%	42.3%
净利润率(%)	7.5%	6.7%	7.0%	6.8%	7.0%
每股收益(元)	0.31	0.32	0.38	0.42	0.48
每股净资产(元)	3.77	4.02	4.46	4.94	5.50
市盈率	21.9	20.7	17.7	16.0	13.8
市净率	1.8	1.7	1.5	1.4	1.2
净资产收益率(%)	9.1%	9.0%	9.8%	9.8%	10.2%
ROIC(%)	9.4%	8.8%	8.6%	7.9%	8.8%
EV/EBITDA	6.8	7.2	11.4	10.0	8.7
股息收益率	1.1%	1.4%	0.0%	0.0%	0.0%

评级:

增持-B

上次评级: 增持-A

目标价格:

7.60元

期限: 6个月 上次预测: 7.60元

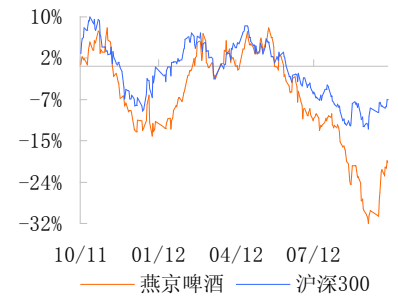
现价(2012年10月19日): 6.00元

报告日期:

2012-10-22

总市值(百万元)	15,135.52
流通市值(百万元)	13,280.06
总股本(百万股)	2,522.59
流通股本(百万股)	2,213.34
12个月最低/最高	5.02/16.52元
十大流通股东(%)	66.85%
股东户数	77,113

12个月股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	7.79	(8.34)	(12.88)
绝对收益	13.86	(11.09)	(19.87)

李铁
010-66581633
执业证书编号

行业分析师
litie2@essence.com.cn
S1450511020014

徐昊
010-66581748
执业证书编号

行业分析师
xuhao1@essence.com.cn
S1450511080005

前期研究成果

- 燕京啤酒: 增速放缓, 业绩符合预期
2012-08-10
- 燕京啤酒: 平行行业增速, 业绩低于预期
2012-04-13
- 燕京啤酒: 增速放缓, 业绩符合预期
2011-10-21

财务报表预测和估值数据汇总						单位	百万元	模型更新时间	2012-08-09		
						财务指标	2010	2011	2012E	2013E	2014E
利润表											
营业收入	10,298.4	12,136.8	13,680.5	15,421.0	17,383.5	成长性					
减: 营业成本	6,041.7	7,176.4	7,906.2	8,901.9	10,024.1	营业收入增长率	8.5%	17.9%	12.7%	12.7%	12.7%
营业税费	1,178.2	1,353.1	1,525.4	1,719.4	1,938.3	营业利润增长率	20.2%	-8.6%	59.1%	10.5%	15.7%
销售费用	1,212.1	1,586.3	1,710.1	1,927.6	2,172.9	净利润增长率	22.7%	6.1%	16.9%	10.4%	15.8%
管理费用	829.1	1,001.1	1,121.8	1,264.5	1,425.4	EBITDA 增长率	10.7%	3.5%	17.3%	9.7%	11.7%
财务费用	46.1	122.9	31.7	32.0	-0.9	EBIT 增长率	16.2%	-0.7%	43.1%	10.3%	13.3%
资产减值损失	7.6	4.2	-39.4	-	-	NOPLAT 增长率	12.1%	11.8%	11.7%	10.2%	13.5%
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	18.8%	14.3%	20.8%	1.6%	2.9%
投资和汇兑收益	0.6	6.7	6.8	6.8	6.8	净资产增长率	10.0%	6.6%	10.9%	10.9%	11.3%
营业利润	984.1	899.6	1,431.5	1,582.3	1,830.4	利润率					
加: 营业外净收支	103.8	288.4	1.0	-1.0	1.0	毛利率	41.3%	40.9%	42.2%	42.3%	42.3%
利润总额	1,087.9	1,188.0	1,432.5	1,581.3	1,831.4	营业利润率	9.6%	7.4%	10.5%	10.3%	10.5%
减: 所得税	219.6	270.7	326.3	360.2	417.2	净利润率	7.5%	6.7%	7.0%	6.8%	7.0%
净利润	868.3	917.3	1,106.2	1,221.1	1,414.2	EBITDA/营业收入	16.2%	14.2%	14.8%	14.4%	14.2%
资产负债表											
	2010	2011	2012E	2013E	2014E	EBIT/营业收入	10.0%	8.4%	10.7%	10.5%	10.5%
货币资金	1,516.4	1,437.7	1,094.4	2,182.3	3,261.5	运营效率					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	250	239	242	229	206
应收账款	145.2	212.1	239.1	269.6	303.9	流动营业资本周转天数	64	68	91	105	102
应收票据	2.7	9.0	10.1	11.4	12.9	流动资产周转天数	157	165	160	162	178
预付账款	430.9	409.2	385.5	358.8	328.7	应收帐款周转天数	3	3	3	3	3
存货	2,983.0	3,972.0	4,375.5	4,926.5	5,547.6	存货周转天数	95	103	110	109	108
其他流动资产	-	3.7	0.9	4.3	8.3	总资产周转天数	464	465	454	434	418
可供出售金融资产	-	159.7	159.7	159.7	159.7	投资资本周转天数	370	365	381	373	338
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	198.5	66.5	66.5	66.5	66.5	ROE	9.1%	9.0%	9.8%	9.8%	10.2%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROA	5.9%	5.5%	6.2%	6.3%	6.7%
固定资产	7,475.6	8,630.1	9,739.4	9,882.9	9,982.4	ROIC	9.4%	8.8%	8.6%	7.9%	8.8%
在建工程	1,008.4	797.4	798.7	499.3	399.7	费用率					
无形资产	711.3	688.0	688.1	688.2	688.3	销售费用率	11.8%	13.1%	12.5%	12.5%	12.5%
其他非流动资产	198.7	293.5	295.0	295.2	295.4	管理费用率	8.1%	8.2%	8.2%	8.2%	8.2%
资产总额	14,670.7	16,679.1	17,853.0	19,344.8	21,054.8	财务费用率	0.4%	1.0%	0.2%	0.2%	0.0%
短期债务	1,621.0	2,381.0	3,536.9	3,525.9	3,504.0	三费/营业收入	20.3%	22.3%	20.9%	20.9%	20.7%
应付账款	2,019.6	2,379.5	1,172.5	1,320.2	1,486.6	偿债能力					
应付票据	39.5	11.2	12.3	13.9	15.7	资产负债率	35.2%	39.2%	37.0%	35.6%	34.1%
其他流动负债	429.7	659.5	777.7	911.0	1,061.2	负债权益比	54.3%	64.5%	58.8%	55.2%	51.7%
长期借款	150.0	150.0	150.0	150.0	150.0	流动比率	1.24	1.11	1.11	1.34	1.56
其他非流动负债	902.0	959.1	958.5	957.8	957.0	速动比率	0.51	0.38	0.31	0.49	0.65
负债总额	5,161.7	6,540.3	6,608.0	6,878.7	7,174.5	利息保障倍数	22.34	8.32	46.16	50.48	-2,132.83
少数股东权益	1,334.2	1,386.1	1,537.3	1,704.2	1,897.5	分红指标					
股本	1,210.3	1,210.3	2,522.3	2,522.3	2,522.3	DPS(元)	0.08	0.10	-	-	-
留存收益	6,964.5	7,542.5	7,185.5	8,239.6	9,460.5	分红比率	25.2%	29.6%	0.0%	0.0%	0.0%
股东权益	9,509.0	10,138.8	11,245.0	12,466.1	13,880.3	股息收益率	1.1%	1.4%	0.0%	0.0%	0.0%
现金流量表											
	2010	2011	2012E	2013E	2014E	业绩和估值指标	2010	2011	2012E	2013E	2014E
净利润	868.3	917.3	1,106.2	1,221.1	1,414.2	EPS(元)	0.31	0.32	0.38	0.42	0.48
加: 折旧和摊销	651.5	720.1	558.2	602.5	646.9	BVPS(元)	3.77	4.02	4.46	4.94	5.50
资产减值准备	7.6	4.2	-39.4	-	-	PE(X)	21.9	20.7	17.7	16.0	13.8
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	1.8	1.7	1.5	1.4	1.2
财务费用	84.9	78.4	141.1	31.7	32.0	P/FCF	-	139.0	-27.3	21.6	23.1
投资收益	-0.6	-6.7	-6.8	-6.8	-6.8	P/S	1.6	1.4	1.2	1.1	1.0
少数股东损益	98.4	100.1	151.2	166.9	193.3	EV/EBITDA	6.8	7.2	11.4	10.0	8.7
营运资金的变动	-70.8	-889.5	-1,493.2	-277.7	-313.0	CAGR(%)	12.0%	15.5%	13.6%	-100.0%	-100.0%
经营活动产生现金流量	1,548.2	824.1	307.9	1,738.0	1,933.8	PEG	1.8	1.3	1.3	-0.2	-0.1
投资活动产生现金流量	-2,312.3	-1,307.9	-1,584.3	-394.4	-594.4	ROIC/WACC	1.1	1.1	1.1	1.0	1.1
融资活动产生现金流量	1,228.9	429.7	1,124.2	-43.1	-21.0	REP	0.9	0.9	1.4	1.4	1.2

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

张勤	上海联系人	凌洁	上海联系人
021-68763879	zhangqin@essence.com.cn	021-68765237	lingjie@essence.com.cn
黄方禅	上海联系人	南方	上海联系人
021-68765913	huangfc@essence.com.cn	010-59113572	nanfang@essence.com.cn
潘艳	上海联系人	梁涛	上海联系人
021-68766516	panyan@essence.com.cn	021-68766067	liangtao@essence.com.cn
周蓉	北京联系人	潘冬亮	北京联系人
010-59113563	zhourong@essence.com.cn	010-59113590	pandl@essence.com.cn
刘凯	北京联系人	律烨	深圳联系人
	coskai2@163.com	0755-82558076	lvye@essence.com.cn
沈成效	深圳联系人	胡珍	深圳联系人
0755-82558059	shencx@essence.com.cn	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
范洪群	深圳联系人		
0755-82558044	fanhq@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