

燕京啤酒 (000729)

销量增速继续放缓

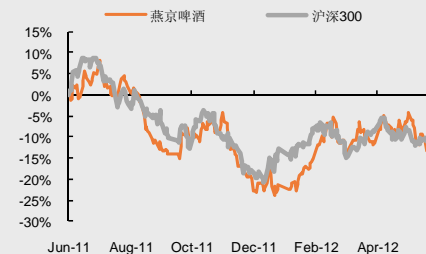
推荐 (维持)

现价: 6.00 元

主要数据

行业	食品饮料
公司网址	www.yanjing.com.cn
大股东/持股	燕京啤酒投资有限公司 /57.48%
实际控制人/持股	燕京啤酒投资有限公司 /57.48%
总股本(百万股)	2522.59
流通 A 股(百万股)	2213.36
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值(亿元)	151
流通 A 股市值(亿元)	133
每股净资产(元)	3.94
资产负债率(%)	39.26

行情走势图



证券分析师

解睿

投资咨询资格编号: S1060512070005
0755-22621631
xierui097@pingan.com.cn

文 献 CFA 食品饮料首席研究员

投资咨询资格编号: S1060209040123
0755-22627143
wenxian@pingan.com.cn

汤玮亮

投资咨询资格编号: S0260511020009
0755-22624571
tangweiliang978@pingan.com.cn

丁芸洁

投资咨询资格编号: S1060512040003
0755-22625697
dingyunjie640@pingan.com.cn

投资要点

事项: 燕京啤酒发布了 2012 年三季报。报告期内, 公司实现营业收入 112 亿元, 同比增长 8.1%; 实现归属于母公司股东净利润 8.06 亿元, 同比增长 2.8%; 基本每股收益为 0.32 元, 每股净资产为 3.94 元。

■ 业绩低于预期

公司业绩低于我们的预期, 销量增长缓慢导致收入增速不及预期: Q3 单季收入为 44.5 亿元, 同比增长 6.4%; Q3 单季销量仅为 187 万千升, 同比下降 1.9%; 收入增长主要来自于销售均价的提升, Q3 单季均价同比提高约 8%, 主要来自于产品结构的优化。

■ 总量放缓, 品牌集中度提高

受宏观经济环境的影响, 今年我国啤酒行业整体销量增速显著放缓, 但是公司的放缓幅度更大: 2012 年 1-8 月, 我国啤酒行业累计产量增长 4.5%, 估算行业 1-9 月累计产量增速不低于 4%, 而公司 1-3Q 总销量仅增长 0.77%, 对应市场占有率下滑 1 个百分点左右。积极的变化是, 公司的产品结构得到了进一步优化, 1-9 月主品牌燕京实现销量 307 万千升, 同比增长 2.5%, 在总量中的占比提升到了 66%。我们认为, 能否成功找到北京和广西市场之外的第三个基地市场是影响公司未来几年增长的关键因素。

■ 毛利率继续改善

公司 1-3Q 的毛利率为 42.2%, 同比基本持平; Q3 单季为 43.5%, 同比提高了 0.7 个百分点。公司毛利率的变化符合我们的预测, 我们认为 Q4 毛利率仍有望实现同比正增长, 理由是: 1、大麦价格下降的效应继续发酵; 2、产品结构优化带来的盈利能力提升。

■ 下调全年业绩, 维持“推荐”评级

下调公司 2012 年的收入增速至 8%, EPS 由 0.40 元下调至 0.33 元。调整后, 预计燕京未来三年营收 CAGR 为 8%, 净利润 CAGR 为 10%, 2012-2014 年 EPS 分别为 0.33、0.38 和 0.43 元, 同比分别增 4%、14%和 13%; 最新收盘价对应的动态 PE 分别为 18、16 和 14 倍。能否成功培育第三个基地市场是燕京未来面临的绝大挑战; 鉴于公司依然是我国啤酒行业巨头之一, 业绩的稳定增长可以期待, 维持“推荐”评级。

■ 风险提示

经济增速的持续下行对于啤酒需求产生不利影响; 极端天气和宽松货币政策导致国际市场大麦价格出现大幅上涨。

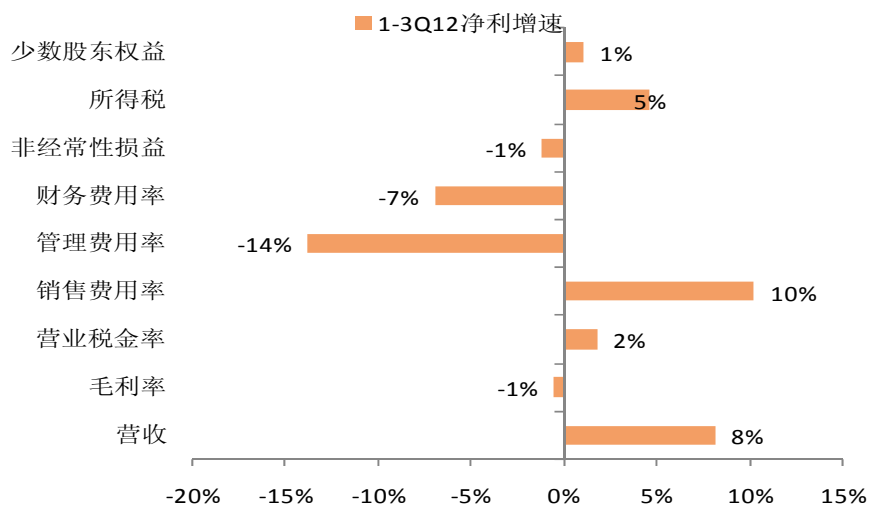
	2011A	2012E	2013E	2014E
主营收入 (百万元)	12,137	13,137	14,138	15,303
YoY(%)	17.9	8.2	7.6	8.2
净利润 (百万元)	817	847	962	1,087
YoY(%)	6.1	3.6	13.6	13.1
毛利率(%)	40.9	41.5	42.0	42.5
净利率(%)	7.6	7.2	7.6	8.0
ROE(%)	9.7	9.3	9.8	10.3
EPS(当年股本)	0.68	0.33	0.38	0.43
P/E(倍)	8.9	18.1	15.9	14.1
P/B(倍)	0.8	1.6	1.5	1.4

图表 1 三季报快读：均价提升推动收入增长（单位：百万元）

	3Q11	3Q12	QoQ	(1-3)Q11	(1-3)Q12	YoY	
营业收入	4,185	4,452	6.4%	10,374	11,217	8.1%	销量同比增 1%，产品结构优化推动均价提升约 7%
营业成本	2,393	2,513	5.0%	5,989	6,480	8.2%	
毛利率	42.8%	43.5%	0.7%	42.3%	42.2%	0.0%	毛利率逐步改善
毛利	1,792	1,938	8.2%	4,385	4,737	8.0%	
营业税金及附加	478	498	4.2%	1,146	1,224	6.8%	
销售费用	503	550	9.2%	1,296	1,313	1.3%	
管理费用	311	383	23.3%	788	972	23.4%	
财务费用	39	51	30.4%	87	154	77.1%	银行借款利息及转债利息增加所致
资产减值损失	-0	0	100.0%	-0	0	100.0%	
公允价值变动收益	0	0	0.0%	0	0	0.0%	
投资收益	2	2	-14.8%	2	3	46.7%	
营业利润	463	458	-1.0%	1,070	1,077	0.7%	
营业利润率	11.1%	10.3%	-0.8%	10.3%	9.6%	-0.7%	
营业外收入	22	12	-48.5%	54	43	-20.6%	
营业外支出	5	4	-29.3%	10	6	-40.7%	
利润总额	480	466	-2.9%	1,114	1,114	0.0%	
所得税	102	87	-14.8%	247	227	-7.9%	
所得税率	22.1%	19.0%	-3.1%	23.1%	21.2%	-2.0%	
少数股东损益	33	24	-27.7%	83	81	-3.1%	
归属于母公司净利润	345	355	3.0%	784	806	2.8%	主要由收入增长驱动
净利率	9.0%	8.5%	-0.5%	8.4%	7.9%	-0.5%	财务费用率及管理费用率上升
EPS	0.14	0.14	3.0%	0.31	0.32	2.8%	

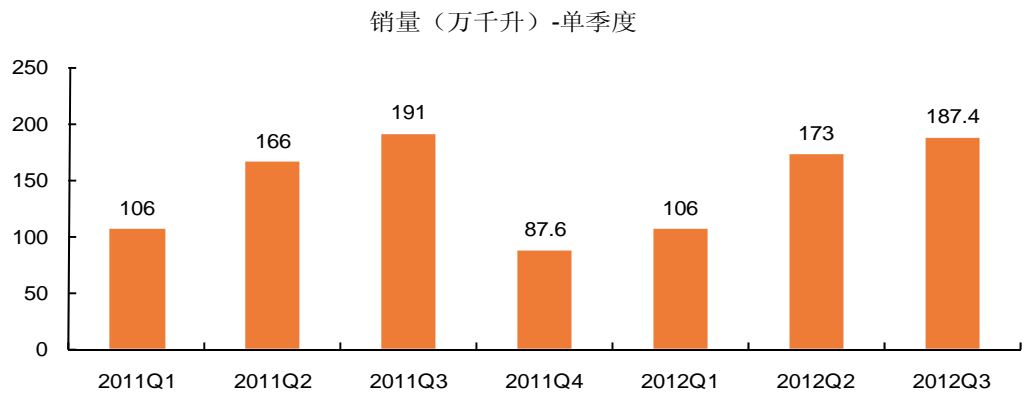
资料来源：公司公告，平安证券研究所，Wind

图表2 1H12净利增长主要由收入增长和销售费用率下降贡献



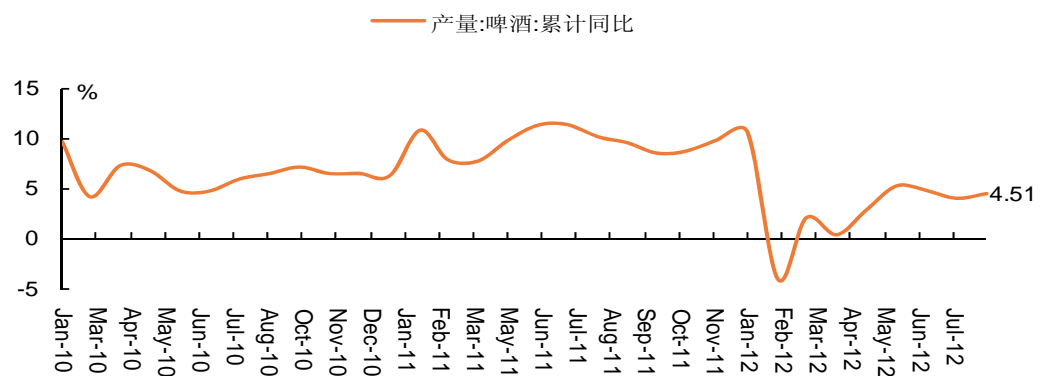
资料来源：公司公告，平安证券研究所，Wind

图表3 Q3单季销量同比下降2%



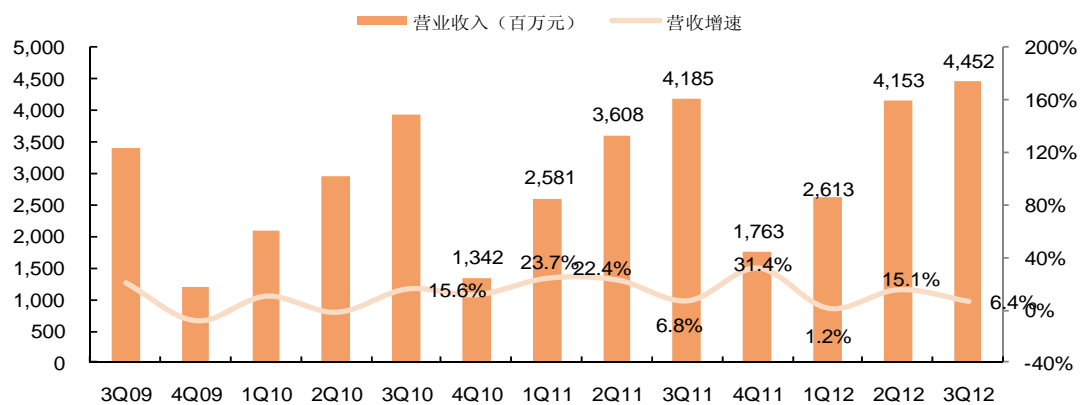
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表4 1-8月啤酒行业产量增速为4.5%



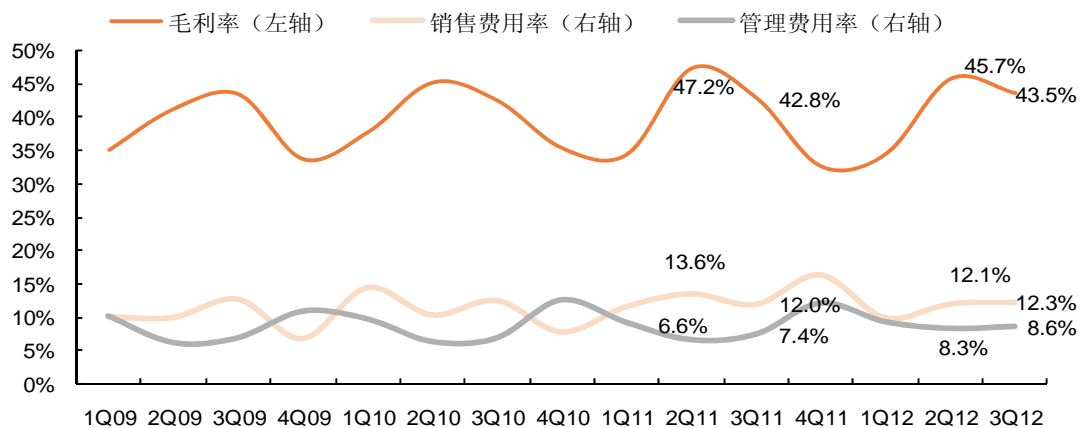
资料来源：公司公告，平安证券研究所、Wind

图表5 Q3单季营收增速下降至6.4%



资料来源：公司公告，平安证券研究所、Wind

图表6 Q3单季毛利率为43.5%



资料来源：公司公告，平安证券研究所、Wind

图表7 食品饮料重点公司估值对比

股票名称	股价 (元)	EPS (元/股)			PE (倍)			评级
	10月19日	2011A	2012E	2013E	2011A	2012E	2013E	
泸州老窖	40.13	2.08	3.22	4.24	19.3	12.5	9.5	强烈推荐
五粮液	35.13	1.63	2.53	3.15	21.6	13.9	11.2	强烈推荐
贵州茅台	253.00	8.44	13.67	20.07	30.0	18.5	12.6	强烈推荐
沱牌舍得	34.15	0.58	1.12	1.83	59.0	30.5	18.7	强烈推荐
山西汾酒	44.55	0.90	1.53	2.34	49.4	29.1	19.1	强烈推荐
洋河股份	129.31	3.72	6.29	9.16	34.7	20.6	14.1	强烈推荐
古井贡酒	40.96	1.12	1.67	2.23	36.4	24.5	18.4	推荐
酒鬼酒	60.25	0.59	2.00	2.69	101.6	30.1	22.4	推荐
张裕 A	50.62	2.78	3.00	3.56	18.2	16.9	14.2	强烈推荐
安琪酵母	20.30	0.91	1.10	1.32	22.4	18.5	15.4	推荐
双汇发展	58.85	1.23	2.73	3.40	47.8	21.6	17.3	强烈推荐
大北农	21.93	0.63	0.85	1.10	34.8	25.8	19.9	强烈推荐
伊利股份	21.30	0.95	0.95	1.21	22.4	22.4	17.6	推荐
贝因美	21.49	1.03	1.15	1.27	20.9	18.7	16.9	推荐
燕京啤酒	6.00	0.32	0.33	0.38	18.5	18.2	15.8	推荐
青岛啤酒	31.90	1.29	1.46	1.75	24.8	21.8	18.2	推荐
黑牛食品	10.36	0.33	0.40	0.53	31.7	25.9	19.5	推荐
汤臣倍健	59.13	0.85	1.39	2.06	69.4	42.5	28.7	推荐
承德露露	16.10	0.48	0.56	0.67	33.4	28.6	24.2	推荐
均值					36.7	23.2	17.6	

资料来源：Wind、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	13,137	14,138	15,303	净利润	917	950	1,079	1,220
YoY	17.9%	8.2%	7.6%	8.2%	折旧摊销	720	797	795	800
营业成本	7,176	7,685	8,200	8,800	营运资金投资	-709	51	-271	-125
毛利率	40.9%	41.5%	42.0%	42.5%	经营活动现金净流量	824	2,275	1,782	2,077
营业税金及附加	1,353	1,465	1,576	1,706	资本开支	-680	-770	-858	-861
股权激励费用	0	0	0	0	投资活动现金净流量	-1,308	-770	-858	-861
销售费用	1,586	1,576	1,697	1,836	债务融资	940	0	0	0
管理费用	1,001	1,209	1,301	1,408	股权融资	0	171	0	0
财务费用	123	185	128	123	支付红利	-218	-242	-251	-285
投资净收益	7	8	9	10	融资活动现金净流量	1,229	430	-256	-379
营业利润	900	1,021	1,241	1,437	当年现金净流量	-54	1,249	545	808
加: 营业外收入	300	195	195	195					
减: 营业外支出	11	11	11	11					
利润总额	1,188	1,205	1,425	1,620	资产负债表 (百万元)	2011A	2012E	2013E	2014E
减: 所得税	271	254	345	400	货币资金	1,438	2,687	3,232	4,041
净利润	917	950	1,079	1,220	应收款项	131	121	141	147
减: 少数股东损益	100	104	118	133	预付款项	409	493	497	549
归属母公司所有者净利	817	847	962	1,087	存货	3,972	4,024	4,416	4,673
YoY	6.1%	3.6%	13.6%	13.1%	其他流动资产	94	95	106	113
销售净利率	7.6%	7.2%	7.6%	8.0%	流动资产合计	6,044	7,420	8,393	9,522
EPS (当年股本)	0.68	0.33	0.38	0.43	长期股权投资	67	67	67	67
EPS (最新股本摊薄)	0.32	0.33	0.38	0.43	固定资产	9,427	9,398	9,459	9,518
					无形资产	688	690	691	693
					其他非流动资产	453	453	453	453
重要指标速览	2011A	2012E	2013E	2014E	非流动资产合计	10,635	10,608	10,671	10,731
估值					资产总计	16,679	18,028	19,064	20,254
PE	8.9	18.1	15.9	14.1	短期借款	2,381	2,381	2,381	2,381
PEG	0.9	1.6	1.6	1.7	应付款项	1,022	1,083	1,162	1,243
PB	0.8	1.6	1.5	1.4	预收款项	412	407	459	486
PS	0.6	1.2	1.1	1.0	应付股利	6	257	291	328
EV/EBITDA	6.8	10.0	9.3	8.6	其他流动负债	1,609	1,782	1,857	2,004
股息收益率	3.3%	1.6%	1.9%	2.1%	流动负债合计	5,431	5,910	6,150	6,442
经营回报率					长期借款	150	150	150	150
ROE	9.7%	9.3%	9.8%	10.3%	应付债券	933	933	933	933
ROA	4.5%	5.0%	5.3%	5.7%	其他非流动负债	26	26	26	26
资本结构及偿债能力					非流动负债合计	1,109	1,109	1,109	1,109
资产负债率	39.2%	38.9%	38.1%	37.3%	负债合计	6,540	7,019	7,259	7,551
速动比率	0.4	0.6	0.6	0.8	归属母公司所有者权益	8,753	9,520	10,197	10,962
运营效率					其中: 实收资本	1,210	2,550	2,550	2,550
存货周转率	2.1	1.9	1.9	1.9	少数股东权益	1,386	1,490	1,607	1,740
流动资产周转率	2.2	2.0	1.8	1.7	股东权益合计	10,139	11,009	11,804	12,702
固定资产周转率	1.4	1.4	1.5	1.6	负债及股东权益总计	16,679	18,028	19,064	20,254

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。客户并不能仅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 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