

燕京啤酒 (000729)

毛利率大幅下降致业绩低于预期

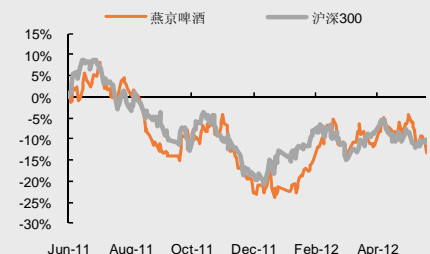
中性 (维持)

现价: 6.09 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) | 154 |
| 流通 A 股市值(亿元) | 135 |
| 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@pasc.com.cn

汤玮亮

投资咨询资格编号: S0260511020009

0755-22624571

tangweiliang978@pasc.com.cn

丁芸洁

一般证券从业资格编号: S1060110040054

0755-22625697

dingyunjie640@pingan.com.cn

投资要点

事项: 燕京啤酒发布了 2012 年年报。报告期内, 公司实现营业收入 130 亿元, 同比增长 7.4%; 实现归属于母公司股东净利润 6.16 亿元, 同比下滑 25%; 基本每股收益为 0.25 元。

■ 业绩低于预期

公司业绩低于我们的预期, 主要原因有两个: 1、Q4 销量增长不及预期, 单季销量仅为 74 万千升, 同比大降 16%, 导致全年销量出现负增长; 2、Q4 单季毛利率大幅下降至 15%, 直接导致单季度出现亏损 1.9 亿元。其中, Q4 单季收入为 18 亿元, 同比增长 3%; 收入增长主要来自于销售均价的提升, Q4 单季均价同比提高接近 20%, 主要来自于产品结构的优化。

■ 总量放缓, 结构优化

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 全年, 我国啤酒行业累计产量为 4902 万千升, 同比增 3%, 而公司全年总销量下滑 2% 至 540 万千升, 对应市场份额下滑约 0.6 个百分点至 11%。积极的变化是, 公司的产品结构得到了进一步优化, 主品牌燕京实现销量 354 万千升, 同比增长近 6%, 在总量中的占比提升到了 66%; 结构优化推动产品销售均价同比提升约 9%。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销量增速的关键因素。

■ 毛利率降幅超预期

公司全年毛利率为 38.4%, 同比下降 2.4 个百分点; Q4 单季为 14.9%, 同比大降 17.7 个百分点, 这也直接导致当季出现了 1.9 亿元的亏损。Q4 毛利率的下滑幅度超出我们之前的预期, 原因应该是: 1、Q4 大麦价格环比上涨导致公司原材料成本上升较快; 2、与费用的摊销节奏有关系, 某些费用集中在年底进行了摊销。展望 2013 年, 在大麦价格保持稳定的情况下, 我们认为公司毛利率有望小幅改善。

■ 维持“中性”评级

下调公司 2013 年的毛利率预测至 38.7%, EPS 预测由 0.38 元下调至 0.27 元, 下调幅度为 29%。调整后, 预计燕京未来三年营收 CAGR 为 8%, 净利润 CAGR 为 8%, 2013-2015 年 EPS 分别为 0.27、0.28 和 0.31 元, 同比分别增 10%、6% 和 9%; 最新收盘价对应的动态 PE 分别为 23、21 和 20 倍。未来几年啤酒行业竞争依然激烈, 提升市场份额的代价会越来越高; 而能否成功培育第三个基地市场是燕京未来面临的主要挑战, 维持“中性”评级。

■ 风险提示

再融资受阻导致扩张动力不足; 主要基地市场遭遇竞争对手强力冲击。

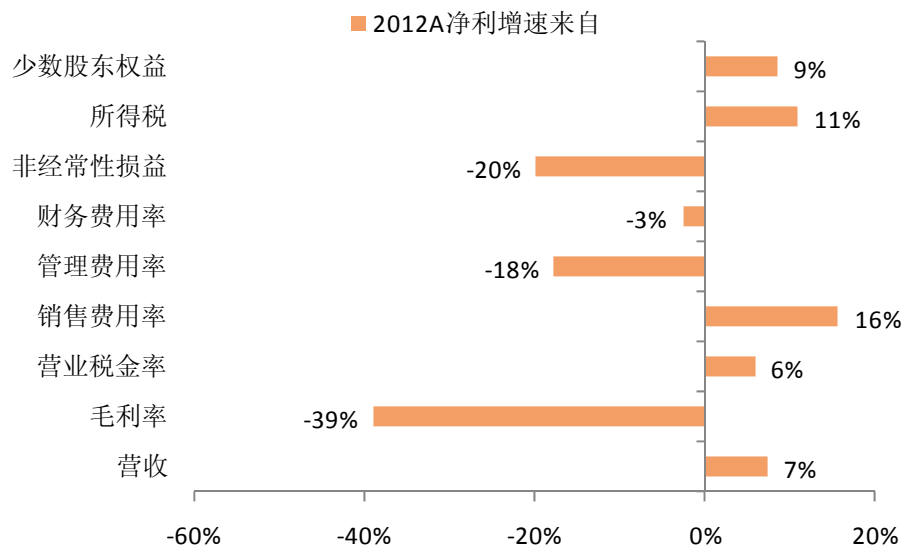
| | 2011A | 2012A | 2013E | 2014E | 2015E |
|------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 主营收入 (百万元) | 12,137 | 13,033 | 14,031 | 15,197 | 16,462 |
| YoY(%) | 17.9 | 7.4 | 7.7 | 8.3 | 8.3 |
| 净利润 (百万元) | 817 | 616 | 678 | 718 | 781 |
| YoY(%) | 6.1 | -24.6 | 10.1 | 5.9 | 8.7 |
| 毛利率(%) | 40.9 | 38.4 | 38.7 | 38.6 | 38.6 |
| 净利率(%) | 7.6 | 5.0 | 5.1 | 5.0 | 5.0 |
| ROE(%) | 9.7 | 6.7 | 6.8 | 7.0 | 7.3 |
| EPS (当年股本) | 0.68 | 0.24 | 0.27 | 0.28 | 0.31 |
| P/E(倍) | 9.0 | 24.9 | 22.6 | 21.4 | 19.7 |
| P/B(倍) | 0.8 | 1.6 | 1.5 | 1.5 | 1.4 |

图表 1 年报快读：毛利率下滑拖累利润增长（单位：百万元）

| | 4Q11 | 4Q12 | 同比变化 | FY2011 | FY2012 | 同比变化 | |
|-----------|--------|--------|---------|--------|--------|--------|---------------------|
| 营业收入 | 1,763 | 1,816 | 3.0% | 12,137 | 13,033 | 7.4% | 销量下降 2%；产品结构优化，均价提升 |
| 营业成本 | 1,187 | 1,545 | 30.1% | 7,176 | 8,025 | 11.8% | |
| 毛利率 | 32.6% | 14.9% | -17.7% | 40.9% | 38.4% | -2.4% | 折旧费用、人工成本大幅上升 |
| 毛利 | 575 | 271 | -52.8% | 4,960 | 5,008 | 1.0% | |
| 营业税金及附加 | 207 | 181 | -12.5% | 1,353 | 1,405 | 3.8% | |
| 销售费用 | 290 | 262 | -9.5% | 1,586 | 1,576 | -0.7% | |
| 管理费用 | 213 | 248 | 16.1% | 1,001 | 1,220 | 21.8% | |
| 财务费用 | 36 | -1 | -103.8% | 123 | 153 | 24.5% | |
| 资产减值损失 | 4 | 12 | 177.9% | 4 | 12 | 180.5% | 计提的坏账准备和存货跌价准备增加 |
| 公允价值变动收益 | 0 | 0 | | 0 | 0 | | |
| 投资收益 | 4 | -3 | | 7 | 0 | | |
| 营业利润 | -170 | -384 | -125.6% | 900 | 693 | -23.0% | |
| 营业利润率 | -9.7% | -21.1% | -11.5% | 7.4% | 5.3% | -2.1% | |
| 营业外收入 | 246 | 132 | -46.1% | 300 | 175 | -41.5% | 无形资产处置利得减少 |
| 营业外支出 | 2 | 7 | 315.7% | 11 | 13 | 13.7% | |
| 利润总额 | 74 | -259 | -451.2% | 1,188 | 856 | -28.0% | |
| 所得税 | 24 | -26 | -207.3% | 271 | 201.8 | -25.4% | |
| 所得税率 | -13.6% | 6.7% | 20.3% | 30.3% | 29.1% | -1.2% | |
| 少数股东权益 | 16.93 | -43.11 | | 100.13 | 37.52 | | |
| 归属于母公司净利润 | 33 | -190 | -676.6% | 817 | 616 | -24.6% | 主要是毛利率大幅下降 |
| 净利率 | 1.9% | -10.5% | -12.3% | 6.7% | 4.7% | -2.0% | |
| EPS | 0.01 | -0.08 | -676.6% | 0.32 | 0.24 | -24.6% | |

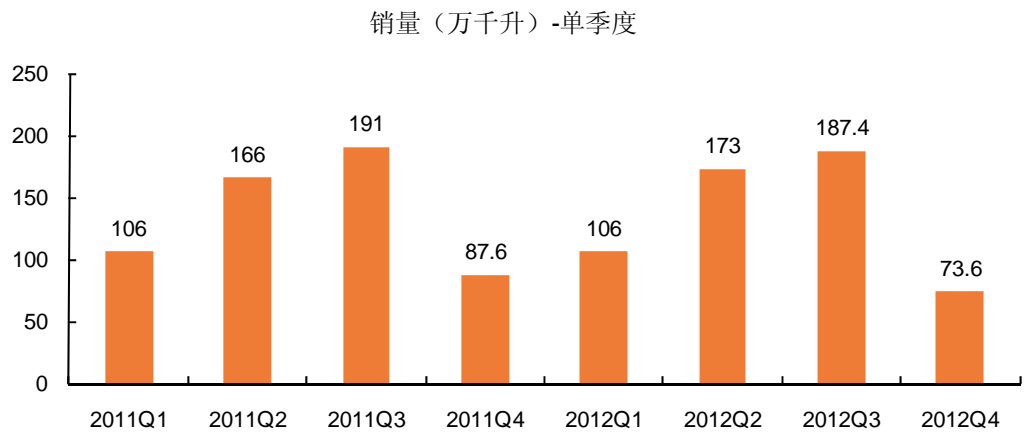
资料来源：公司公告，平安证券研究所，Wind

图表2 2012净利负增长主要受毛利率下滑拖累



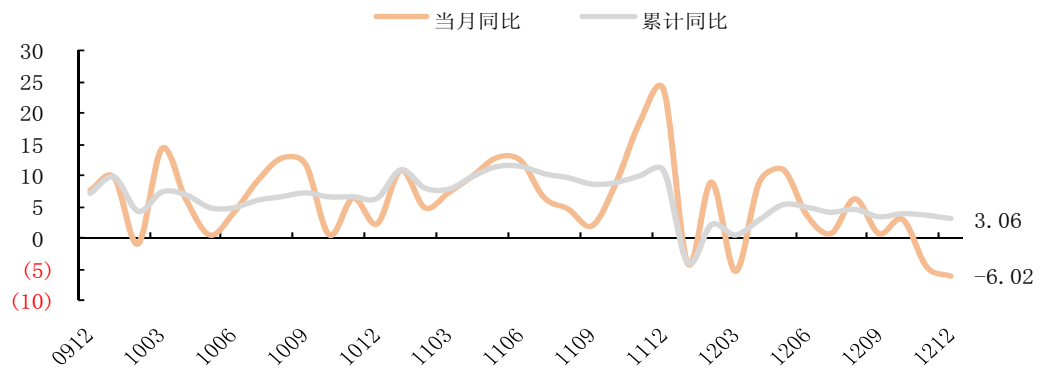
资料来源：公司公告，平安证券研究所、Wind

图表3 Q4单季销量同比下降16%



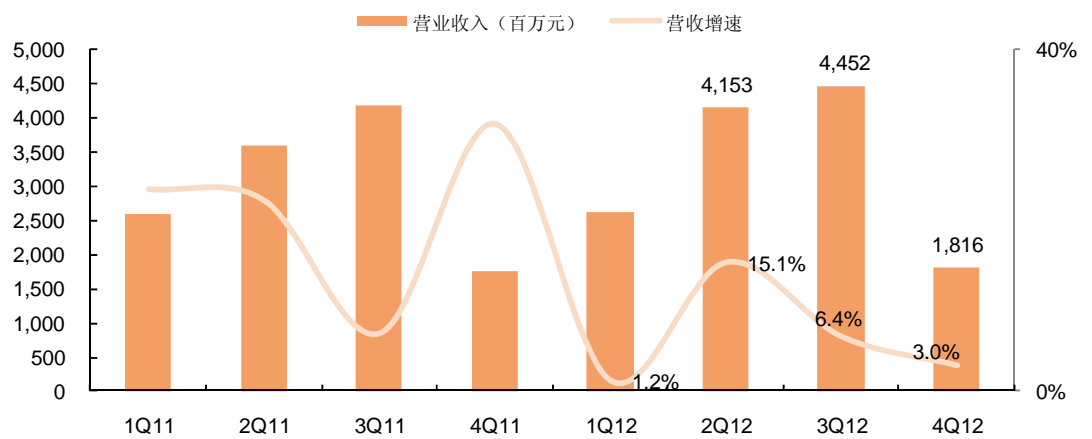
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表4 2012年啤酒行业产量增速为3%



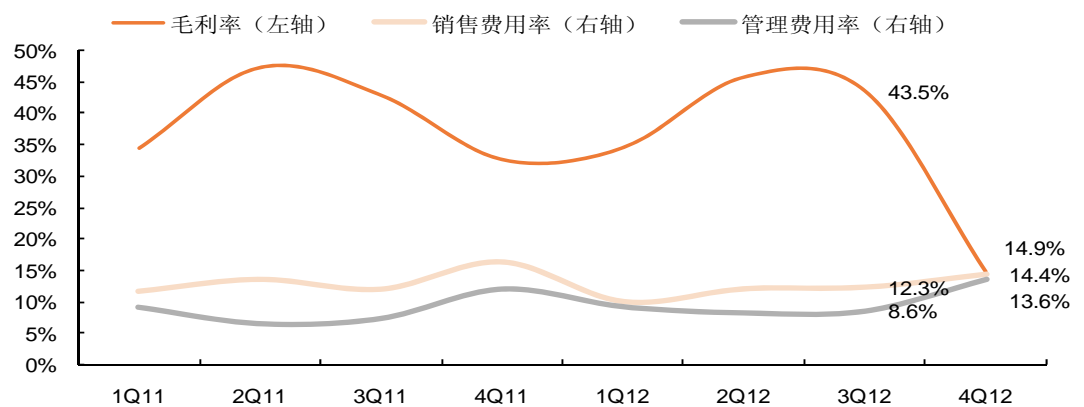
资料来源：公司公告，平安证券研究所、Wind

图表5 Q4单季营收增速下降至3%



资料来源：公司公告，平安证券研究所、Wind

图表6 Q4单季毛利率为14.9%



资料来源：公司公告，平安证券研究所、Wind

| 损益表 (百万元, 元/股) | 2011A | 2012A | 2013E | 2014E | 2015E | 现金流量表 (百万元) | 2011A | 2012A | 2013E | 2014E | 2015E |
|----------------|--------|--------|--------|--------|--------|-------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入 | 12,137 | 13,033 | 14,031 | 15,197 | 16,462 | 净利润 | 917 | 654 | 720 | 761 | 827 |
| YoY | 17.9% | 7.4% | 7.7% | 8.3% | 8.3% | 折旧摊销 | 720 | 775 | 865 | 863 | 869 |
| 营业成本 | 7,176 | 8,025 | 8,601 | 9,331 | 10,108 | 营运资金投资 | -709 | -39 | -287 | -159 | -267 |
| 毛利率 | 40.9% | 38.4% | 38.7% | 38.6% | 38.6% | 经营活动现金净流量 | 824 | 1,333 | 1,829 | 1,694 | 1,667 |
| 营业税金及附加 | 1,353 | 1,405 | 1,513 | 1,638 | 1,775 | 资本开支 | -703 | -751 | -842 | -937 | -935 |
| 股权激励费用 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 投资活动现金净流量 | -1,308 | -1,608 | -842 | -937 | -935 |
| 销售费用 | 1,586 | 1,576 | 1,684 | 1,839 | 1,992 | 债务融资 | 940 | 243 | 0 | 0 | 0 |
| 管理费用 | 1,001 | 1,220 | 1,313 | 1,422 | 1,540 | 股权融资 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 财务费用 | 123 | 153 | 177 | 174 | 172 | 支付红利 | -242 | -254 | -277 | -306 | -323 |
| 投资净收益 | 7 | 50 | 57 | 66 | 75 | 融资活动现金净流量 | 1,229 | 430 | 216 | -454 | -480 |
| 营业利润 | 900 | 693 | 789 | 847 | 939 | 当年现金净流量 | -54 | -59 | 533 | 278 | 236 |
| 加: 营业外收入 | 300 | 175 | 175 | 175 | 175 | | | | | | |
| 减: 营业外支出 | 11 | 13 | 13 | 13 | 13 | 资产负债表 (百万元) | 2011A | 2012A | 2013E | 2014E | 2015E |
| 利润总额 | 1,188 | 856 | 951 | 1,009 | 1,101 | 货币资金 | 1,438 | 1,387 | 1,900 | 2,177 | 2,413 |
| 减: 所得税 | 271 | 202 | 232 | 248 | 274 | 应收款项 | 131 | 126 | 144 | 151 | 166 |
| 净利润 | 917 | 654 | 720 | 761 | 827 | 预付款项 | 409 | 305 | 409 | 399 | 456 |
| 减: 少数股东损益 | 100 | 38 | 41 | 43 | 47 | 存货 | 3,972 | 4,301 | 4,685 | 5,042 | 5,484 |
| 归属母公司所有者净利润 | 817 | 616 | 678 | 718 | 781 | 其他流动资产 | 94 | 271 | 200 | 266 | 262 |
| YoY | 6.1% | -24.6% | 10.1% | 5.9% | 8.7% | 流动资产合计 | 6,044 | 6,390 | 7,337 | 8,035 | 8,781 |
| 销售净利率 | 7.6% | 5.0% | 5.1% | 5.0% | 5.0% | 长期股权投资 | 67 | 67 | 67 | 67 | 67 |
| EPS (当年股本) | 0.68 | 0.24 | 0.27 | 0.28 | 0.31 | 固定资产 | 9,427 | 10,532 | 10,508 | 10,581 | 10,645 |
| EPS (最新股本摊薄) | 0.32 | 0.24 | 0.27 | 0.28 | 0.31 | 无形资产 | 688 | 734 | 734 | 736 | 738 |
| | | | | | | 其他非流动资产 | 453 | 501 | 494 | 498 | 496 |
| | | | | | | 非流动资产合计 | 10,635 | 11,834 | 11,804 | 11,881 | 11,946 |
| 重要指标速览 | 2011A | 2012A | 2013E | 2014E | 2015E | 资产总计 | 16,679 | 18,224 | 19,141 | 19,916 | 20,726 |
| 估值 | | | | | | 短期借款 | 2,381 | 3,475 | 3,475 | 3,475 | 3,475 |
| PE | 9.0 | 24.9 | 22.6 | 21.4 | 19.7 | 应付款项 | 1,022 | 1,053 | 1,177 | 1,250 | 1,369 |
| PEG | -2.1 | 3.0 | 2.9 | 2.4 | 2.2 | 预收款项 | 412 | 434 | 472 | 508 | 552 |
| PB | 0.8 | 1.6 | 1.5 | 1.5 | 1.4 | 应付股利 | 6 | 6 | 312 | 330 | 358 |
| PS | 0.6 | 1.2 | 1.1 | 1.0 | 0.9 | 其他流动负债 | 1,609 | 1,963 | 1,999 | 2,209 | 2,352 |
| EV/EBITDA | 6.8 | 12.4 | 11.0 | 10.7 | 10.2 | 流动负债合计 | 5,431 | 6,931 | 7,434 | 7,772 | 8,106 |
| 股息收益率 | 3.4% | 1.8% | 2.0% | 2.1% | 2.3% | 长期借款 | 150 | 160 | 160 | 160 | 160 |
| 经营回报率 | | | | | | 应付债券 | 933 | 73 | 73 | 73 | 73 |
| ROE | 9.7% | 6.7% | 6.8% | 7.0% | 7.3% | 其他非流动负债 | 26 | 33 | 33 | 33 | 33 |
| ROA | 4.5% | 3.3% | 3.5% | 3.6% | 3.8% | 非流动负债合计 | 1,109 | 265 | 265 | 265 | 265 |
| 资本结构及偿债能力 | | | | | | 负债合计 | 6,540 | 7,196 | 7,699 | 8,037 | 8,371 |
| 资产负债率 | 39.2% | 39.5% | 40.2% | 40.4% | 40.4% | 归属母公司所有者权益 | 8,753 | 9,752 | 10,125 | 10,520 | 10,949 |
| 速动比率 | 0.4 | 0.3 | 0.4 | 0.4 | 0.4 | 其中: 实收资本 | 1,210 | 2,523 | 2,523 | 2,523 | 2,523 |
| 运营效率 | | | | | | 少数股东权益 | 1,386 | 1,275 | 1,316 | 1,359 | 1,406 |
| 存货周转率 | 2.1 | 1.9 | 1.9 | 1.9 | 1.9 | 股东权益合计 | 10,139 | 11,027 | 11,441 | 11,879 | 12,355 |
| 流动资产周转率 | 2.2 | 2.1 | 2.0 | 2.0 | 2.0 | 负债及股东权益总计 | 16,679 | 18,224 | 19,141 | 19,916 | 20,726 |
| 固定资产周转率 | 1.4 | 1.3 | 1.3 | 1.4 | 1.6 | | | | | | |

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 2013 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 8 层

邮编：518048

电话：4008866338

传真：(0755) 8244 9257