

期待改革红利 业绩稳步提升

核心观点:

1. 事件

燕京啤酒发布 2014 年半年度报告。

2. 我们的分析与判断

(一) 上半年业绩保持稳定增长

公司上半年继续保持了销售收入增长快于销量增长、利润增速高于收入增速的良好发展态势。2014 年上半年，公司实现啤酒销量 307 万千升，同比增长 4.19%，其中，燕京主品牌销量 212 万千升，同比增长 8.65%；“1+3”品牌销量达 272 万千升，同比增长 4.62%。公司实现营业收入 77.57 亿元，同比增长 5.30%；实现归属于母公司所有者净利润 5.81 亿元，同比增长 10.30%，基本每股收益为 0.21 元，符合我们的预期。

聚焦“产品结构优化+优势区域寡头”策略继续稳步推进。2014 年上半年，公司中高档啤酒销量增长 11.8%，占比达到 37.6%，提高 2.55 个百分点。此外，公司基地优势市场保持稳定发展态势，北京、广西、内蒙等基地市场地位巩固，局部优势市场如云南、四川、新疆优势区域不断扩展。报告期内，云南市场实现销量 13 万千升，比去年同期增长 9.17%；新疆市场实现销量 9 万千升，比去年同期增长 3.15%；福建市场实现销量 16 万千升，同比增长 6.31%。我们认为，燕京目前已找到了一条适合自己的区域聚焦路线，在巩固基地市场的同时，加大对西部地区的聚焦，目前已成功培育出了以云南、四川和新疆为代表的西部地区优势市场，与基地市场广西形成了一股积极有效的合力，竞争实力得以快速强化，创造了难得的时机和发展空间。

费用方面，2014 年上半年，燕京的期间费用率总体同比下降 1.83%，其中，销售费用率 11.23%(yoy-2.11PCT.)；管理费用率 9.5%(yoy+0.75PCT.)；财务费用率为 0.3% (yoy-0.46PCT.)。最终，公司的销售净利率同比微增 0.39 个百分点至 8.42%。

(二) 国企改革预期有望引爆公司改革红利

目前北京市国资国企改革意见已获得相关部门通过，有望于近期正式对外公布。公司作为北京市所属国有资产的重要组成，目前已经建立起了完善的薪酬体系市场化考核与激励机制。目前所有的外埠公司已相当市场化，收入与业绩直接挂钩且上不封顶；总公司销售部门的激励机制也已初具竞争力，现在正考虑对研发技术相关人员加大奖励力度。但因受各种主客观因素的影响，公司尚未实施业务骨干和管理层的股权激励计划。结合国企改革的政策指引与实施方向，我们预计燕京啤酒有望率先获益。

燕京啤酒 (000729.SZ)

推荐 维持评级

分析师

董俊峰 (首席)

☎: 010-66568780

✉: dongjunfeng@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130511010002

李球

☎: 010-83571374

✉: liyan_yj@chinastock.com.cn

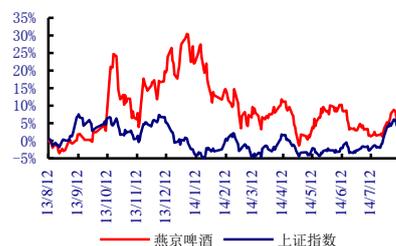
执业证书编号: S0130513060001

市场数据

时间 2014.08.11

A 股收盘价(元)	6.74
A 股一年内最高价(元)	8.28
A 股一年内最低价(元)	5.92
上证指数	2224.65
市净率	1.64
总股本 (万股)	280861.92
实际流通 A 股(万股)	249935.60
限售的流通 A 股(万股)	30926.32
流通 A 股市值(亿元)	168.46

相对指数表现图



资料来源: 中国银河证券研究部

相关研究

1. 燕京啤酒 (000729.SZ) 深度报告: 期待改革红利 迎接增量行情 20140801
2. 食品饮料行业 2014 下半年投资策略: 增量资金行情看龙头大白马, 存量资金行情看甲午年牛股 20140630

3. 投资建议

请投资者关注我们 8 月 1 日公司深度分析报告《燕京啤酒(000729.SZ): 期待改革红利 迎接增量行情》，鉴于北京市国企改革方案公布日期渐行渐近，我们再次重申关注。

我们认为，依照目前啤酒行业并购市场的发展趋势，未来的优质标的收购价值将会越来越高。然而，仅以燕京 2013 年 137.48 亿元销售收入计算，对应于目前 189 亿元的二级市场总市值，其比值仅为 1.4: 1，处于价值洼地，估值提升空间巨大。

我们预测公司 2014~2016 年 EPS 为 0.30、0.34 和 0.39 元，对应 PE 为 22/20/17 倍，未来三年公司的净利润复合增速将达到 15%；且考虑到公司在行业集中度不断提升的过程中，其品牌价值也将持续增强，给予“推荐”评级。

附：燕京啤酒（000729）财务报表预测（百万元）

资产负债表					利润表				
	2013	2014E	2015E	2016E		2013	2014E	2015E	2016E
货币资金	1609.16	1506.25	2843.58	1777.10	营业收入	13748.38	15062.47	16434.10	17771.01
应收和预付款项	459.58	712.14	520.82	795.62	营业成本	8338.02	9058.11	9794.06	10456.59
存货	4050.23	5006.90	4890.72	5607.49	营业税金及附加	1466.80	1636.66	1725.58	1897.63
其他流动资产	200.46	200.99	197.97	202.75	营业费用	1754.34	1871.42	2069.44	2222.86
长期股权投资	226.54	226.54	226.54	226.54	管理费用	1303.42	1421.80	1553.53	1679.10
固定资产	10203.94	10564.15	10864.48	11040.23	财务费用	78.78	85.82	107.08	87.78
无形资产	852.28	903.00	955.58	1005.03	资产减值损失	6.49	8.70	10.74	10.09
其他非流动资产	1303.18	1295.18	1208.68	1141.99	投资净收益	92.96	30.11	36.00	43.08
资产总计	18905.36	20415.15	21708.37	21796.75	公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00
短期借款	1315.00	3529.33	2158.28	2599.66	营业利润	893.50	1010.07	1209.66	1460.05
应付账款	1081.14	1215.92	1270.66	1381.63	其他非经营损益	122.24	191.04	158.57	157.28
长期借款	69.23	66.33	54.88	40.39	利润总额	1015.74	1201.10	1368.23	1617.33
其他负债	3499.20	1964.42	3828.09	2508.35	所得税	234.49	278.08	318.45	404.33
负债合计	5964.57	6776.01	7311.92	6530.04	净利润	781.26	923.03	1049.78	1213.00
归属母公司股东权益	11740.93	12348.42	13006.13	13746.14	少数股东损益	100.62	90.87	99.60	130.24
少数股东权益	1199.86	1290.72	1390.32	1520.56	归属母公司股东净利润	680.64	832.16	950.18	1082.76
股东权益合计	11740.93	12348.42	13006.13	13746.14	每股收益（EPS）	0.24	0.30	0.34	0.39
负债和股东权益合计	18905.36	20415.15	21708.37	21796.75					
现金流量表					财务指标				
	2013	2014E	2015E	2016E		2013	2014E	2015E	2016E
净利润	781.26	923.03	1049.78	1213.00	毛利率	39.35%	39.86%	40.40%	41.16%
折旧与摊销	819.96	806.57	892.34	977.43	销售净利率	5.68%	6.13%	6.39%	6.83%
经营性现金净流量	2958.87	-680.67	4239.16	29.77	ROE	6.04%	6.77%	7.29%	7.95%
投资性现金净流量	-1480.24	-1183.10	-1119.90	-1093.52	ROA	4.13%	4.52%	4.84%	5.57%
筹资性现金净流量	-1081.15	230.92	-251.99	-336.66	ROIC	6.08%	6.26%	7.42%	7.73%
现金流量净额	397.48	-1632.84	2867.27	-1400.41	销售收入增长率	5.49%	9.56%	9.11%	8.13%
EBITDA	1870.87	2108.49	2367.94	2669.76	营业利润增长率	28.92%	13.05%	19.76%	20.70%
					净利润增长率	10.46%	22.26%	14.18%	13.95%

资料来源：中国银河证券研究部测算

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%-20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

中国银河证券食品饮料团队，2013 年和 2011 年新财富最佳分析师。

董俊峰，食品饮料行业分析师（首席）。1994—1998 年消费品营销策划业四年从业经历、1998—1999 年超市业一年从业经历、2001 年至今证券业十年从业经历。清华大学硕士。2003 年首创消费品行业数量化研究模型《品牌渠道评级体系》，已获国家版权局著作权登记证书。

李琰，食品饮料行业分析师。2010 年进入证券业工作，2012 年 5 月至今在银河证券从事食品饮料行业研究工作。英国雷丁大学硕士。

二人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接受到任何形式的补偿。承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究部

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 15 楼
深圳市福田区福华一路中心商务大厦 26 层
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn
深广地区：詹璐 0755-83453719 zhanlu@chinastock.com.cn
北京地区：王婷 010-66568908 wangting@chinastock.com.cn
海外机构：刘思瑶 010-83571359 liusiyao@chinastock.com.cn