

## 燕京啤酒 (000729.SZ)

## 啤酒行业

评级：增持 维持评级

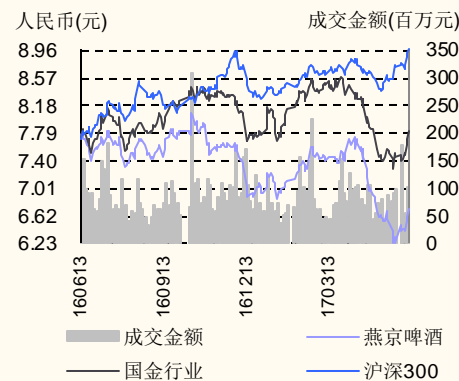
公司点评

市场价格 (人民币): 6.72 元  
 目标价格 (人民币): 7.00-7.00 元

长期竞争力评级: 高于行业均值

## 市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	2,509.34
总市值(百万元)	18,940.58
年内股价最高最低(元)	8.07/6.23
沪深 300 指数	3576.17
深证成指	10177.45



## 相关报告

1. 《行业见底缓慢复苏，换届方向迎合趋势-燕京啤酒公司深度研究》，2017.6.2

于杰 分析师 SAC 执业编号: S1130516070001  
 yujie@gjzq.com.cn

岳思铭 分析师 SAC 执业编号: S1130516080006  
 yuesiming@gjzq.com.cn

申晟 联系人  
 (8621)60230204  
 shensheng@gjzq.com.cn

## 换届结果符合预期，年轻舵手引领起航

## 公司基本情况(人民币)

项目	2015	2016	2017E	2018E	2019E
摊薄每股收益(元)	0.209	0.111	0.201	0.251	0.289
每股净资产(元)	4.50	4.54	4.74	4.99	5.28
每股经营性现金流(元)	0.58	0.44	0.46	0.43	0.51
市盈率(倍)	39.47	62.77	33.50	26.72	23.25
行业优化市盈率(倍)	22.71	22.71	22.71	22.71	22.71
净利润增长率(%)	-19.07%	-46.90%	81.16%	25.37%	14.92%
净资产收益率(%)	4.64%	2.44%	4.23%	5.04%	5.47%
总股本(百万股)	2,818.54	2,818.54	2,818.54	2,818.54	2,818.54

来源: 公司年报、国金证券研究所

## 事件:

■ 公司董事会换届顺利完成。赵晓东任新任董事长、总经理；刘翔宇、谢广军任副董事长、常务副总经理。

## 经营分析与判断

■ 换届顺利完成，年轻化管理层将主导未来发展：本次管理层换届完成后，公司核心管理团队年轻化趋势明显。新任董事长赵晓东为 1972 年出生，年仅 45 岁，是 4 大啤酒上市公司掌门人中第一位 70 后。公司管理团队的年轻化有望给公司未来的经营管理带来更加积极的改变。在最近一次调研中，公司表示将持续大力推进市场化的管理和用人机制。我们认为，在公司第七届董事会任期内，由年轻化管理层主导的市场化机制有望提速且日趋完善。

■ 啤酒行业基本面见底，行业产量恢复性增长与高端化演进改善上市公司盈利能力：我国啤酒行业自 2014 年增速出现负值以来，行业持续了为期两年多的低迷，到 2016 年三季度行业基本面见底，行业产量增速开始恢复同比增长。至 2017 年一季度啤酒行业上市公司盈利状况已连续两个季度得到同比改善，尤其是去年年初以来低端天气引致的低基数背景下，今年以来的改善有环比提速趋势。自去年以来行业竞争态势有趋缓势头，我们认为今年在行业产量大概率恢复同比正增长的大背景下，行业低价竞争趋弱、企业高端产品占比提升将是今年啤酒行业上市公司提升盈利能力的核心推动因素。

■ 燕京主品牌及中高端产品有望延续尚佳表现，技术控掌舵为企业凭添助力。在啤酒行业整体低迷的环境下，公司品牌收缩明显，而在这种环境中燕京主品牌销售情况好于三大副品牌。公司的中高端产品保持稳健增长态势，2014 年至今，公司中高端产品销量占总销量的比重均超过 30%，同时量在以每年超过 10% 的速度增加。此外，新董事长赵总为设备管理和研发出身，有深厚的技术背景，践行企业技术改革结构升级，有望为企业长远发展带来帮助。

## 盈利预测&amp;估值

■ 预计 2017~19 年公司有望实现营业收入 121/136/156 亿元，同比增长 4.8%/12.4%/14.7%；实现归属母公司净利润 5.7/7.1/8.2 亿元，同比增长 81.2%/25.4%/14.9%，对应 EPS 为 0.20/0.25/0.29 元，目前股价对应 PE34X/27X/23X，维持“增持”评级。

## 风险提示

■ 低价竞争更趋激烈，产品结构升级受阻。

**附录：三张报表预测摘要**

**损益表 (人民币百万元)**

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>主营业务收入</b>	<b>13,504</b>	<b>12,538</b>	<b>11,573</b>	<b>12,128</b>	<b>13,632</b>	<b>15,636</b>
增长率		-7.1%	-7.7%	4.8%	12.4%	14.7%
主营业务成本	-8,013	-7,532	-6,978	-7,250	-7,996	-9,087
%销售收入	59.3%	60.1%	60.3%	59.8%	58.7%	58.1%
毛利	5,491	5,006	4,595	4,878	5,636	6,549
%销售收入	40.7%	39.9%	39.7%	40.2%	41.3%	41.9%
营业税金及附加	-1,400	-1,278	-1,284	-1,280	-1,447	-1,681
%销售收入	10.4%	10.2%	11.1%	10.6%	10.6%	10.8%
营业费用	-1,739	-1,673	-1,574	-1,610	-1,827	-2,099
%销售收入	12.9%	13.3%	13.6%	13.3%	13.4%	13.4%
管理费用	-1,341	-1,444	-1,371	-1,346	-1,566	-1,795
%销售收入	9.9%	11.5%	11.8%	11.1%	11.5%	11.5%
息税前利润 (EBIT)	1,011	612	366	643	796	973
%销售收入	7.5%	4.9%	3.2%	5.3%	5.8%	6.2%
财务费用	-58	-51	-20	7	48	71
%销售收入	0.4%	0.4%	0.2%	-0.1%	-0.4%	-0.5%
资产减值损失	-56	-4	-10	-1	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	12	35	22	23	26	24
%税前利润	1.1%	4.1%	4.2%	2.7%	2.5%	1.9%
营业利润	909	591	358	670	870	1,068
营业利润率	6.7%	4.7%	3.1%	5.5%	6.4%	6.8%
营业外收支	140	249	156	182	196	178
税前利润	1,049	840	514	852	1,066	1,246
利润率	7.8%	6.7%	4.4%	7.0%	7.8%	8.0%
所得税	-257	-213	-195	-249	-329	-407
所得税率	24.5%	25.3%	38.0%	29.3%	30.9%	32.7%
净利润	792	627	319	603	737	839
少数股东损益	65	40	7	37	28	24
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>726</b>	<b>588</b>	<b>312</b>	<b>565</b>	<b>709</b>	<b>815</b>
净利率	5.4%	4.7%	2.7%	4.7%	5.2%	5.2%

**现金流量表 (人民币百万元)**

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	792	627	319	603	737	839
少数股东损益	65	40	7	37	28	24
非现金支出	922	901	888	752	775	789
非经营收益	64	-120	-5	-142	-222	-202
营运资金变动	-575	214	43	82	-69	7
<b>经营活动现金净流</b>	<b>1,203</b>	<b>1,623</b>	<b>1,245</b>	<b>1,295</b>	<b>1,221</b>	<b>1,433</b>
资本开支	-881	-495	-882	-330	87	-532
投资	0	15	-2	-1	0	0
其他	6	33	24	23	26	24
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-875</b>	<b>-448</b>	<b>-860</b>	<b>-308</b>	<b>113</b>	<b>-508</b>
股权募资	0	0	0	0	0	0
债权募资	218	-744	-99	-869	0	1
其他	-419	-421	-350	-139	0	0
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>-201</b>	<b>-1,165</b>	<b>-449</b>	<b>-1,008</b>	<b>0</b>	<b>1</b>
<b>现金净流量</b>	<b>127</b>	<b>10</b>	<b>-64</b>	<b>-20</b>	<b>1,334</b>	<b>925</b>

**资产负债表 (人民币百万元)**

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	1,732	1,744	1,678	1,658	2,992	3,917
应收款项	190	189	253	191	225	265
存货	4,081	3,854	3,890	3,840	4,295	4,912
其他流动资产	342	221	230	145	151	183
流动资产	6,345	6,009	6,051	5,834	7,663	9,278
%总资产	33.5%	32.9%	33.1%	32.8%	40.5%	45.3%
长期投资	254	236	242	243	242	242
固定资产	11,046	10,635	10,593	10,759	10,099	10,025
%总资产	58.4%	58.3%	58.0%	60.6%	53.4%	49.0%
无形资产	1,178	1,223	1,205	926	921	916
非流动资产	12,586	12,234	12,204	11,930	11,264	11,185
%总资产	66.5%	67.1%	66.9%	67.2%	59.5%	54.7%
<b>资产总计</b>	<b>18,931</b>	<b>18,243</b>	<b>18,255</b>	<b>17,763</b>	<b>18,927</b>	<b>20,463</b>
短期借款	1,657	950	851	0	0	0
应付款项	3,490	3,252	3,362	3,266	3,655	4,237
其他流动负债	288	330	340	214	252	367
流动负债	5,435	4,532	4,553	3,480	3,907	4,604
长期贷款	99	0	0	0	0	1
其他长期负债	18	17	22	0	0	0
<b>负债</b>	<b>5,552</b>	<b>4,549</b>	<b>4,575</b>	<b>3,480</b>	<b>3,907</b>	<b>4,605</b>
普通股股东权益	12,252	12,677	12,790	13,355	14,064	14,879
少数股东权益	1,127	1,017	890	928	956	980
<b>负债股东权益合计</b>	<b>18,931</b>	<b>18,243</b>	<b>18,255</b>	<b>17,763</b>	<b>18,927</b>	<b>20,463</b>

**比率分析**

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>每股指标</b>						
每股收益	0.258	0.209	0.111	0.201	0.251	0.289
每股净资产	4.361	4.498	4.538	4.738	4.990	5.279
每股经营现金净流	0.428	0.576	0.442	0.459	0.433	0.508
每股股利	4.374	4.374	6.171	0.000	0.000	0.000
<b>回报率</b>						
净资产收益率	5.93%	4.64%	2.44%	4.23%	5.04%	5.47%
总资产收益率	3.84%	3.22%	1.71%	3.18%	3.75%	3.98%
投入资本收益率	5.04%	3.12%	1.56%	3.18%	3.66%	4.13%
<b>增长率</b>						
主营业务收入增长率	-1.78%	-7.15%	-7.70%	4.79%	12.41%	14.70%
EBIT增长率	14.11%	-39.50%	-40.18%	75.65%	23.83%	22.33%
净利润增长率	6.68%	-19.07%	-46.90%	81.16%	25.37%	14.92%
总资产增长率	0.13%	-3.63%	0.07%	-2.69%	6.55%	8.12%
<b>资产管理能力</b>						
应收账款周转天数	3.5	3.9	5.3	4.2	4.5	4.7
存货周转天数	185.2	192.3	202.5	193.3	196.1	197.3
应付账款周转天数	47.5	49.1	54.3	50.3	51.2	51.9
固定资产周转天数	286.2	304.7	318.6	306.0	249.2	210.9
<b>偿债能力</b>						
净负债/股东权益	0.18%	-5.80%	-6.05%	-11.61%	-19.92%	-24.69%
EBIT利息保障倍数	17.4	12.1	18.4	-97.8	-16.5	-13.6
资产负债率	29.33%	24.94%	25.06%	19.59%	20.64%	22.50%

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	2
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	0.00	3.00

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性  
3.01~4.0=减持

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2015-08-13	增持	9.77	11.00~13.00
2	2017-06-02	增持	6.42	7.00~7.00

来源：国金证券研究所



长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

- 买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
- 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
- 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
- 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

**特别声明:**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

**上海**

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

**北京**

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

**深圳**

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7BD