

## 燕京啤酒 (000729.SZ) 买入 (维持评级)

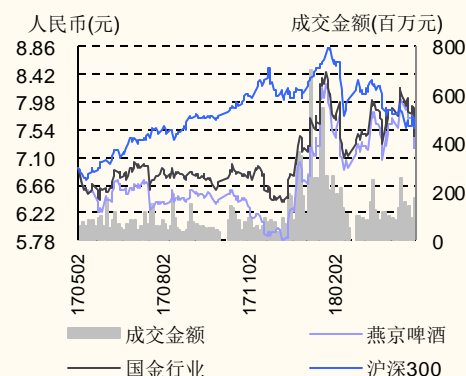
公司点评

市场价格 (人民币): 7.33 元

## 18Q1 开局平稳、利润显著改善

## 市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	2,509.45
总市值(百万元)	20,659.89
年内股价最高最低(元)	8.28/5.78
沪深 300 指数	3756.88
深证成指	10324.47



## 公司基本情况(人民币)

项目	2016	2017	2018E	2019E	2020E
摊薄每股收益(元)	0.111	0.057	0.129	0.162	0.199
每股净资产(元)	4.54	4.56	4.74	4.87	5.04
每股经营性现金流(元)	0.44	0.49	0.35	0.39	0.44
市盈率(倍)	62.77	117.74	56.62	45.38	36.89
行业优化市盈率(倍)	22.71	22.71	22.71	22.71	22.71
净利润增长率(%)	-46.90%	-48.30%	126.16%	24.78%	23.01%
净资产收益率(%)	2.44%	1.26%	2.73%	3.32%	3.95%
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

## 业绩简评

- 燕京啤酒 2017 年实现营业收入 111.96 亿元, 同比-3.3%; 归母净利润 1.61 亿元, 同比-48.4%, 折合 EPS0.057 元; 18Q1 营业收入 32.8 亿元, 同比+3.35%; 归母净利润 0.54 亿元, 同比+0.83%。

## 经营分析

- **17 年销量下滑, ASP 下半年显著提升:** 2017 年公司收入端下滑 3.26%, 主要受制于销量同比-7.63%, 但 ASP 提升 4.73%至 2691 元/千升。公司 H1/H2 表现迥异, H1 销量同比+2.2%, ASP-2.1%; 而 H2 销量则-21.9%, 但 ASP 大幅+17.1%。主要在于下半年公司主动砍掉低附加值 SKU 所致, 但同时公司主动推广白啤及扩大鲜啤罐装比例, 推动高吨价产品占比提升。
- **成本上升影响盈利, 提价是对应之策:** 在整体收入下滑的大背景下, 营业成本金额仍同比上升约 2.2%, 其中主要是来自于非啤酒业务成本上升较多; 而啤酒主业成本小幅提升, 在原辅材料和制造成本均有小幅下滑的情况下, 燃料动力成本及人工成本上升较多, 也使得啤酒业务毛利率下滑 2.9ppt 至 38%。因此, 公司在今年开始对旗下燕京清爽系列提价, 同时广西、内蒙等核心市场也部分提价, 以应对低端产品毛利空间大幅萎缩局面。
- **18Q1 收入恢复增长, 全年收入正增长可期:** 18Q1 实际销量下滑 2.86%主要受制于 1、2 月份全国性低温气候, 3 月开始销量有所恢复, 因此收入增长主要是核心市场部分产品提价贡献。公司近期将在环北京市场推出新品瓶装“帝道”(拉环装), 将有助于进一步开发年轻消费者。而广西市场则表现出色, 整体看市场并未如市场预期受百威等竞争对手挤压, 16 年推出的“漓泉 1998”产品在今年一季度表现突出。今年 Q2 开始, 男足世界杯将于俄罗斯举办, 将大概率带动旺季啤酒消费; 我们认为全年看销量恢复平稳是大概率事件, 而依托于核心地区提价, 全年收入端转正是大概率事件。

## 盈利预测

- 预计 2018-2020 年公司实现营业收入 117.5 亿元/121.0 亿元/123.5 亿元, 同比+5%/+3%/2%; 归属上市公司利润为 3.65 亿元/4.55 亿元/5.60 亿元, 同比+127%/25%/23%, 折合 EPS0.13 元/0.16 元/0.20 元, 目前股价对应 PE 为 56X/45X/37X, 维持“买入”评级。

## 风险提示

- 市场竞争加剧超预期, 行业复苏仍呈现弱复苏态势, 市场增量仍然有限

## 相关报告

1. 《近期提价动作频频, 关厂与否是今年核心变量 - 燕京啤酒公司研究》, 2018.2.12
2. 《上半年缓步改善, 下半年有望提速 - 燕京啤酒公司点评》, 2017.8.28
3. 《换届结果符合预期, 年轻舵手引领起航 - 燕京啤酒公司点评》, 2017.6.12
4. 《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

申晟

分析师 SAC 执业编号: S1130517080003  
(8621)60230204  
shensheng@gjzq.com.cn

于杰

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

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E		2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>主营业务收入</b>	<b>12,538</b>	<b>11,573</b>	<b>11,196</b>	<b>11,753</b>	<b>12,104</b>	<b>12,352</b>	货币资金	1,744	1,678	1,945	2,808	3,887	5,149
增长率	-7.7%	-3.3%	5.0%	3.0%	2.0%		应收款项	189	253	227	265	273	279
<b>主营业务成本</b>	<b>-7,532</b>	<b>-6,978</b>	<b>-7,129</b>	<b>-7,228</b>	<b>-7,408</b>	<b>-7,510</b>	存货	3,854	3,890	3,798	4,000	4,100	4,156
%销售收入	60.1%	60.3%	63.7%	61.5%	61.2%	60.8%	其他流动资产	221	230	311	317	321	323
<b>毛利</b>	<b>5,006</b>	<b>4,595</b>	<b>4,066</b>	<b>4,525</b>	<b>4,697</b>	<b>4,842</b>	流动资产	6,009	6,051	6,281	7,390	8,581	9,907
%销售收入	39.9%	39.7%	36.3%	38.5%	38.8%	39.2%	%总资产	32.9%	33.1%	34.7%	40.6%	46.1%	51.7%
<b>营业税金及附加</b>	<b>-1,278</b>	<b>-1,284</b>	<b>-1,230</b>	<b>-1,305</b>	<b>-1,344</b>	<b>-1,371</b>	长期投资	236	242	301	301	301	301
%销售收入	10.2%	11.1%	11.0%	11.1%	11.1%	11.1%	固定资产	10,635	10,593	10,188	9,440	8,688	7,932
<b>营业费用</b>	<b>-1,673</b>	<b>-1,574</b>	<b>-1,481</b>	<b>-1,563</b>	<b>-1,598</b>	<b>-1,618</b>	%总资产	58.3%	58.0%	56.3%	51.9%	46.7%	41.4%
%销售收入	13.3%	13.6%	13.2%	13.3%	13.2%	13.1%	无形资产	1,223	1,205	1,229	950	945	940
<b>管理费用</b>	<b>-1,444</b>	<b>-1,371</b>	<b>-1,269</b>	<b>-1,352</b>	<b>-1,398</b>	<b>-1,433</b>	非流动资产	12,234	12,204	11,817	10,791	10,034	9,272
%销售收入	11.5%	11.8%	11.3%	11.5%	11.6%	11.6%	%总资产	67.1%	66.9%	65.3%	59.4%	53.9%	48.3%
<b>息税前利润 (EBIT)</b>	<b>612</b>	<b>366</b>	<b>87</b>	<b>306</b>	<b>357</b>	<b>420</b>	<b>资产总计</b>	<b>18,243</b>	<b>18,255</b>	<b>18,098</b>	<b>18,181</b>	<b>18,614</b>	<b>19,179</b>
%销售收入	4.9%	3.2%	0.8%	2.6%	3.0%	3.4%	短期借款	950	851	460	0	0	0
<b>财务费用</b>	<b>-51</b>	<b>-20</b>	<b>-5</b>	<b>34</b>	<b>67</b>	<b>90</b>	应付款项	3,252	3,362	3,629	3,781	3,880	3,941
%销售收入	0.4%	0.2%	0.0%	-0.3%	-0.6%	-0.7%	其他流动负债	330	340	315	241	248	331
<b>资产减值损失</b>	<b>-4</b>	<b>-10</b>	<b>-29</b>	<b>-2</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	流动负债	4,532	4,553	4,404	4,022	4,128	4,272
<b>公允价值变动收益</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	长期贷款	0	0	0	0	0	0
<b>投资收益</b>	<b>35</b>	<b>22</b>	<b>35</b>	<b>35</b>	<b>45</b>	<b>55</b>	其他长期负债	17	22	18	18	18	18
%税前利润	4.1%	4.2%	9.7%	7.4%	7.7%	7.6%	<b>负债</b>	<b>4,549</b>	<b>4,575</b>	<b>4,422</b>	<b>4,040</b>	<b>4,146</b>	<b>4,289</b>
<b>营业利润</b>	<b>591</b>	<b>358</b>	<b>365</b>	<b>372</b>	<b>469</b>	<b>565</b>	<b>普通股股东权益</b>	<b>12,677</b>	<b>12,790</b>	<b>12,850</b>	<b>13,350</b>	<b>13,721</b>	<b>14,197</b>
%营业利润率	4.7%	3.1%	3.3%	3.2%	3.9%	4.6%	少数股东权益	1,017	890	826	791	747	693
<b>营业外收支</b>	<b>249</b>	<b>156</b>	<b>-7</b>	<b>99</b>	<b>119</b>	<b>158</b>	<b>负债股东权益合计</b>	<b>18,243</b>	<b>18,255</b>	<b>18,098</b>	<b>18,181</b>	<b>18,614</b>	<b>19,179</b>
<b>税前利润</b>	<b>840</b>	<b>514</b>	<b>358</b>	<b>471</b>	<b>588</b>	<b>723</b>	<b>比率分析</b>						
利润率	6.7%	4.4%	3.2%	4.0%	4.9%	5.9%		2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>所得税</b>	<b>-213</b>	<b>-195</b>	<b>-186</b>	<b>-141</b>	<b>-176</b>	<b>-217</b>	<b>每股指标</b>						
所得税率	25.3%	38.0%	51.8%	30.0%	30.0%	30.0%	每股收益	0.209	0.111	0.057	0.129	0.162	0.199
<b>净利润</b>	<b>627</b>	<b>319</b>	<b>173</b>	<b>330</b>	<b>412</b>	<b>506</b>	每股净资产	4.498	4.538	4.559	4.737	4.868	5.037
<b>少数股东损益</b>	<b>40</b>	<b>7</b>	<b>11</b>	<b>-35</b>	<b>-44</b>	<b>-54</b>	每股经营现金净流	0.576	0.442	0.492	0.355	0.394	0.441
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>588</b>	<b>312</b>	<b>161</b>	<b>365</b>	<b>455</b>	<b>560</b>	每股股利	4.374	4.374	6.171	0.030	0.030	0.030
净利率	4.7%	2.7%	1.4%	3.1%	3.8%	4.5%	<b>回报率</b>						
							净资产收益率	4.64%	2.44%	1.26%	2.73%	3.32%	3.95%
							总资产收益率	3.22%	1.71%	0.89%	2.01%	2.45%	2.92%
							投入资本收益率	3.12%	1.56%	-0.80%	1.51%	1.73%	1.97%
							<b>增长率</b>						
							主营业务收入增长率	-7.15%	-7.70%	-3.26%	4.98%	2.99%	2.04%
							EBIT增长率	-39.50%	-40.18%	-76.20%	251.04%	16.85%	17.61%
							净利润增长率	-19.07%	-46.90%	-48.30%	126.16%	24.78%	23.01%
							总资产增长率	-3.63%	0.07%	-0.86%	0.46%	2.38%	3.04%
							<b>资产管理能力</b>						
							应收账款周转天数	3.9	5.3	6.2	6.5	6.5	6.5
							存货周转天数	192.3	202.5	196.8	202.0	202.0	202.0
							应付账款周转天数	49.1	54.3	55.1	58.0	58.0	58.0
							固定资产周转天数	304.7	318.6	328.2	287.9	255.3	226.4
							<b>偿债能力</b>						
							净负债/股东权益	-5.80%	-6.05%	-10.86%	-19.86%	-26.86%	-34.58%
							EBIT利息保障倍数	12.1	18.4	16.7	-9.1	-5.3	-4.6
							资产负债率	24.94%	25.06%	24.43%	22.22%	22.27%	22.36%

来源：公司年报、国金证券研究所

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	1	2	5
增持	0	1	1	1	1
中性	0	1	1	1	1
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	2.50	2.00	1.75	1.43

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。

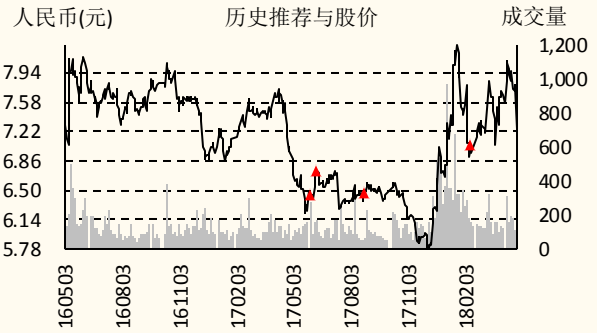
最终评分与平均投资建议对照：

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	2017-06-02	增持	6.42	7.00~7.00
2	2017-06-12	增持	6.72	7.00~7.00
3	2017-08-28	买入	6.43	7.00~7.00
4	2018-02-13	买入	7.02	10.00~12.00

来源：国金证券研究所



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专业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。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中的专业投资者使用；非国金证券客户中的专业投资者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 7GH