

2010年3月2日

燕京啤酒

年报点评

买入
A

000729.SZ - 人民币 21.50

目标价格: 人民币 24.00 (↑20.00)

赵宗俊

 (8621) 6860 4866 分机 8510
 zongjun.zhao@bocigroup.com

股价相对指数表现



资料来源: 彭博及中银国际研究

股价表现

	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对(%)	15	4	22	75
相对新华富时	24	(0)	30	29
A50 指数(%)				

资料来源: 彭博及中银国际研究

重要数据

发行股数(百万)	1,210
流通股(%)	40
流通股市值(人民币 百万)	10,369
3个月日均交易额(人民币 百万)	183
净负债比率(%)	净现金
主要股东(%)	
北京燕京啤酒集团公司	56

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究

09年, 公司收入和净利润分别同比增长15%和36%, 摊薄每股收益0.52元, 基本符合市场预期。公司销量增速远高于行业增长, 市场份额在上升, 目前股价对应的估值不高, 维持买入评级不变, 目标价格上调至24.00元。

支撑评级的要点

- 09年, 啤酒行业产量同比增速约7%, 公司销量增速11.8%, 其中公司在北京地区销量增速13%, 外埠市场销量同比增长12%, 优势区域销量均保持较快增长。
- 继续实施“1+3”品牌整合, 09年“1+3”品牌销量占比达到92.8%, “燕京”主品牌销量同比增长19.6%, 品牌整合带动平均销售单价提升4.5%。
- 预期2010年, 公司销量同比增长12%达到500万千升, 公司约需要资金12亿元, 拟通过发行可转债募集资金。

评级面临的主要风险

- 天气等因素对啤酒行业消费量产生影响。

估值

- 我们小幅上调2010-11年每股收益预测0.67、0.82元至0.72、0.89元, 增加2012年每股收益预测1.08元, 基于27倍2011年预测市盈率, 调整目标价格由20.00元至24.00元人民币, 维持买入评级不变。

图表 1. 投资摘要

年结日: 12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
销售收入(人民币 百万)	8,246	9,490	10,998	12,757	14,734
变动(%)	11	15	16	16	15
净利润(人民币 百万)	461	627	873	1,079	1,310
全面摊薄每股收益(人民币)	0.38	0.52	0.72	0.89	1.08
变动(%)	12.6	36.0	39.1	23.7	21.4
先前预测每股收益(港币)	-	-	0.67	0.82	-
调整幅度(%)	-	-	7.6	8.8	-
全面摊薄市盈率(倍)	56.4	41.5	29.8	24.1	19.9
每股现金流量(人民币)	0.55	1.75	0.91	1.38	1.55
价格/每股现金流量(倍)	38.9	12.3	23.6	15.6	13.9
企业价值/息税折旧前利润(倍)	23.7	17.9	14.7	12.9	11.4
每股股息(人民币)	0.15	0.16	0.28	0.36	0.43
股息率(%)	0.7	0.7	1.3	1.7	2.0

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

中银国际研究可在彭博BOCR <GO>, firstcall.com, Multex.com 以及中银国际研究网站(www.bociresearch.com.)上获取

买入(BUY)指预计该行业(股份)在未来6个月中股价相对有关基准指数的升幅多于10%; 卖出(SELL)指预计该行业(股份)在未来6个月中的股价相对上述指数的降幅多于10%。未有评级(NR)。持有(HOLD)则指预计该行业(股份)在未来6个月中的股价相对上述指数在上下10%区间内波动

09 年业绩符合预期

09 年，公司收入和净利润分别同比增长 15.1% 和 36.1%，摊薄每股收益 0.52 元，略高于我们之前预测 0.51 元。其中 09 年第 4 季度，公司实现每股收益 0.05 元，毛利率提升、费用率下降是主要因素。

图表 2. 2009 年度业绩摘要

(人民币 百万元)	2008 年	2009 年	同比增长 (%)
主营业务收入	8,246	9,490	15.1
主营业务成本	(5,221)	(5,713)	9.4
主营业务税金	(978)	(1,121)	14.6
主营业务利润	2,047	2,657	29.8
销售费用	(831)	(1,013)	21.9
管理费用	(608)	(743)	22.3
财务费用	(127)	(68)	(46.3)
资产减值损失	(19)	(14)	(26.0)
投资收益	31	0	(98.5)
营业利润	493	819	65.9
营业外收入	166	125	(24.8)
营业外支出	(18)	(15)	(14.1)
利润总额	642	929	44.7
所得税	(101)	(176)	74.2
少数股东损益	(80)	(125)	56.9
净利润	461	628	36.1
主要比率 (%)			
毛利率	36.7	39.8	
息税前利润率	7.4	9.5	
净利润率	5.6	6.6	

资料来源：公司数据

销量继续保持快速增长

09 年，啤酒行业产量同比增速约 7%，公司销量增速远超行业增速。09 年，公司实现销量 446 万千升，同比增长 11.8%，加上受托企业后实现销量 467 万千升，同比增长 11.5%。公司继续巩固优势市场，不断提高市场占有率。外埠市场啤酒销量达 324 万千升，同比增长 12%，其中广西市场销量 86 万千升，同比增长 9%，内蒙古市场销量 49 万千升，同比增长 7%。公司在广东市场上通过创新营销，在地区销量整体下滑的背景下，销量达到 31 万千升，同比增长 55%，湖南市场销量同比增长 19% 达到 19 万千升。

预期 2010 年，公司销量同比增长 12% 达到 500 万千升，公司约需要资金 12 亿元，拟通过发行可转债募集资金，募投项目除北京地区纯生 10 万千升技改项目，其余均在外埠区域布局。

图表 3. 可转债募集资金项目

项目名称	新增产能 (万吨)	投资额 (万元)
北京燕京年产 10 万千升纯生技术改造	10	20,000
广东燕京年产 15 万千升啤酒三期	15	30,000
江西燕京增资扩建	5	8,000
北京燕京（晋中）公司年产 20 万千升一期	10	25,000
合资设立燕京（昆明）公司年产 40 万千升一期	20	30,000
补充流动资金	-	7,000
合计	60	120,000

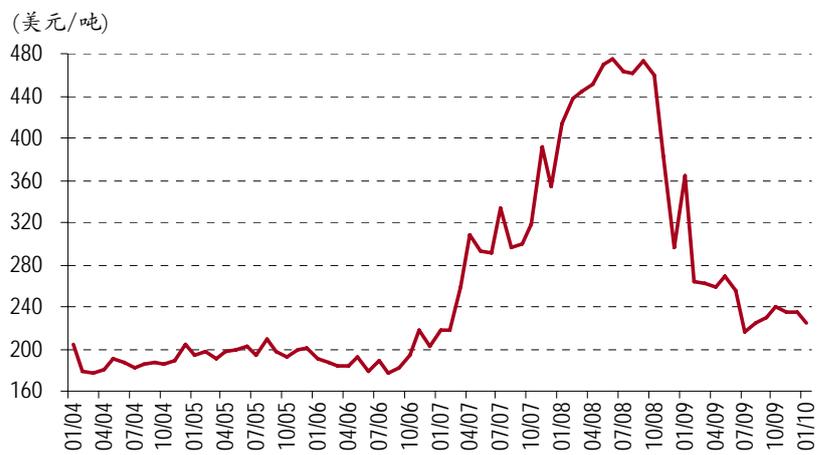
资料来源：公司数据

继续产品结构整合

公司继续推行“1+3”品牌整合。公司加快外埠子公司品牌结构调整，退出竞争力弱的地方小品牌。09年“燕京+漓泉、惠泉、雪鹿”啤酒销量414万千升，同比增长11.9%，占总销量比例约92.8%，其中“燕京”牌啤酒销量达到268万千升，同比增长19.6%，高于总销量增速。品牌整合和带动平均销售均价提升约4.5%。

成本下降推动毛利率提升

09年，公司总毛利率为39.8%，同比上升3.1个百分点，其中09年下半年公司总毛利率为40.8%，同比上升5.6个百分点。麦芽占总成本比例15-20%左右，中国进口大麦价格由480-490美金/吨下滑到近期220-230美金/吨，公司成本下降一部分转化为毛利率提升，预期2010年公司仍受益成本下降。

图表 3. 进口大麦价格


资料来源：国家统计局

第 4 季度销售费用率开始下降

09 年前三季度，公司销售费用率达到 11.2%，第 4 季度销售费用率 6.9%，同比下降 4 个百分点，预计 09 年前三季度销售费用率较高或是公司所得税收规划需要，2010 年费用率仍有下降余地。

09 年，管理费用同比增长 22.3%，高于收入增速，管理费用率同比上升 0.4 个百分点达到 7.8%，主要因为新增子公司增加影响。

母公司所得税优惠

公司已经被列为北京市 09 年第三批拟认定高新技术企业名单并已进入公示期，预计执行将从第 4 季度开始。根据国家相关规定，公司在获得高新技术企业认定资格后母公司执行的所得税税率将从目前的 25% 下调为 15%。

盈利预测与估值

假设 2010-12 年公司啤酒销量增速分别为 12%、11%、10%，通过产品结构调整将平均价格增速维持在 5%、4%、5%，上调 2010-11 年每股收益预测 0.67、0.82 元至 0.72、0.89 元，增加 2012 年每股收益预测 1.08 元，基于 27 倍 2011 年预测市盈率，目标价格由 20.00 元上调至 24.00 元人民币，维持**买入评级**不变。

损益表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
销售收入	8,246	9,490	10,998	12,757	14,734
销售成本	(6,199)	(6,834)	(7,907)	(9,159)	(10,564)
经营费用	(862)	(1,124)	(1,228)	(1,485)	(1,786)
息税折旧前利润	1,185	1,532	1,862	2,112	2,383
折旧及摊销	(577)	(632)	(675)	(675)	645
经营利润(息税前利润)	608	900	1,188	1,467	1,739
净利息收入(费用)	(127)	(68)	(33)	(26)	(29)
其他收益/(损失)	160	96	41	37	38
税前利润	642	928	1,196	1,478	1,747
所得税	(101)	(176)	(179)	(222)	(262)
少数股东权益	(80)	(125)	(143)	(177)	(175)
净利润	461	627	873	1,079	1,310
核心净利润	461	627	873	1,079	1,310
每股收益(人民币)	0.38	0.52	0.72	0.89	1.08
核心每股收益(人民币)	0.38	0.52	0.72	0.89	1.08
每股股息(人民币)	0.15	0.16	0.28	0.36	0.43
收入增长(%)	11	15	16	16	15
息税前利润增长(%)	2	48	32	24	19
息税折旧前利润增长(%)	3	29	22	13	13
每股收益增长(%)	13	36	39	24	21
核心每股收益增长(%)	13	36	39	24	21

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

资产负债表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
现金及现金等价物	871	1,042	1,134	1,366	1,588
应收帐款	73	67	77	83	89
库存	2,505	2,430	3,171	3,672	4,234
其他流动资产	660	438	568	659	761
流动资产总计	4,110	3,977	4,950	5,779	6,671
固定资产	6,406	6,851	6,544	6,540	6,991
无形资产	551	613	613	613	613
其他长期资产	1,101	1,028	1,084	1,327	1,329
长期资产总计	7,507	7,879	7,629	7,866	8,320
总资产	11,617	11,856	12,578	13,646	14,991
应付帐款	658	553	833	964	1,112
短期债务	1,733	1,205	1,000	900	900
其他流动负债	1,047	1,446	1,427	1,637	1,872
流动负债总计	3,438	3,205	3,260	3,501	3,885
长期借款	90	9	9	9	9
其他长期负债	0	0	0	0	0
股本	1,210	1,210	1,210	1,210	1,210
储备	5,713	6,145	6,669	7,316	8,102
股东权益	6,923	7,355	7,879	8,527	9,312
少数股东权益	1,166	1,287	1,430	1,608	1,783
总负债及权益	11,617	11,856	12,578	13,646	14,988
每股帐面价值(人民币)	5.72	6.08	6.51	7.05	7.69
每股有形资产(人民币)	5.27	5.57	6.00	6.54	7.19
每股净负债/(现金)(人民币)	0.79	0.14	(0.10)	(0.38)	(0.56)

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

现金流量表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
税前利润	642	928	1,196	1,478	1,747
折旧与摊销	577	632	675	645	645
净利息费用	127	68	33	26	29
运营资本变动	(544)	665	(610)	(251)	(281)
税金	(101)	(176)	(179)	(222)	(262)
其他经营现金流	(31)	0	(10)	(6)	(7)
经营活动产生的现金流	670	2,117	1,103	1,671	1,871
购买固定资产净值	(1,470)	(1,004)	(424)	(882)	(1,096)
投资减少/增加	30	7	0	0	0
其他投资现金流	43	0	0	0	1
投资活动产生的现金流	(1,397)	(996)	(424)	(882)	(1,095)
净增权益	1,110	0	0	0	0
净增债务	(127)	(68)	(33)	(26)	(29)
支付股息	(182)	(194)	(349)	(432)	(524)
其他融资现金流	(447)	(689)	(205)	(100)	0
融资活动产生的现金流	354	(951)	(587)	(557)	(553)
现金变动	(373)	170	92	232	222
期初现金	1,244	871	1,042	1,134	1,366
公司自由现金流	(1,327)	1,040	679	789	776
权益自由现金流	(1,301)	364	441	663	746

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

主要比率

年结日: 12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
盈利能力(%)					
息税折旧前利润率	14.4	16.1	16.9	16.6	16.2
息税前利润率	7.4	9.5	10.8	11.5	11.8
税前利润率	7.8	9.8	10.9	11.6	11.9
净利率	5.6	6.6	7.9	8.5	8.9
流动性(倍)					
流动比率	1.2	1.2	1.5	1.7	1.7
利息覆盖率	4.8	13.2	36.0	57.5	59.0
净权益负债率(%)	11.8	2.0	净现金	净现金	净现金
速动比率	0.5	0.5	0.5	0.6	0.6
估值(倍)					
市盈率	56.4	41.5	29.8	24.1	19.9
核心业务市盈率	56.4	41.5	29.8	24.1	19.9
目标价对应核心业务市盈率	63.0	46.3	33.3	26.9	22.2
市净率	3.8	3.5	3.3	3.1	2.8
价格/现金流	38.9	12.3	23.6	15.6	13.9
企业价值/息税折旧前利润	23.7	17.9	14.7	12.9	11.4
周转率					
存货周转天数	129.4	131.8	129.3	129.3	97.9
应收帐款周转天数	3.2	2.7	2.4	2.3	2.1
应付帐款周转天数	27.4	23.3	23.0	25.7	25.7
回报率(%)					
股息支付率	39.4	30.9	40.0	40.0	40.0
净资产收益率	7.4	8.8	11.5	13.2	14.7
资产收益率	4.6	6.2	8.3	9.5	10.3
已运用资本收益率	6.4	9.1	11.8	13.7	15.1

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

披露声明

本报告准确表述了分析员的个人观点。每位分析员声明，不论个人或他/她的有联系者都没有担任该分析员在本报告内评论的上市法团的高级人员，也不拥有与该上市法团有关的任何财务权益。本报告涉及的上市法团或其它第三方都没有或同意向分析员或中银国际集团提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。中银国际集团的成员个别及共同地确认：(i)他们不拥有相等于或高于上市法团市场资本值的 1%的财务权益；(ii)他们不涉及有关上市法团证券的做市活动；(iii)他们的雇员或其有联系的个人都没有担任有关上市法团的高级人员；及(iv) 他们与有关上市法团之间在过去 12 个月内不存在投资银行业务关系。

本披露声明是根据《香港证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则》第十六段的要求发出，资料已经按照 2010 年 2 月 26 日的情况更新。中银国际控股有限公司已经获得香港证券及期货事务监察委员会批准，豁免批露中国银行集团在本报告潜在的利益。

免责声明

本报告是机密的，只有收件人才能使用。

本报告并非针对或打算在违反任何法律或规则的情况，或导致中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司(统称“中银国际集团”)须要受制于任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域的注册或牌照规定，向任何在这些地方的公民或居民或存在的机构准备或发表。未经中银国际集团事先书面明文批准下，收件人不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予任何其它人。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际集团的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的邀请，亦并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况、特殊需要或个别人士。本报告中提及的投资产品未必适合所有投资者。任何人收到或阅读本报告均须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括投资人的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求财务顾问的意见。本报告中发表看法、描述或提及的任何投资产品或策略，其可行性将取决于投资者的自身情况及目标。投资者须在采取或执行该投资(无论与否修改)之前咨询独立专业顾问。中银国际集团不一定采取任何行动，确保本报告涉及的证券适合个别投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，而收件人不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际集团从相信可靠的来源取得或达到，但中银国际集团不能保证它们的准确性或完整性。除法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。收件人不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。中银国际集团可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。这些报告反映分析员在编写报告时不同的设想、见解及分析方法。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接(包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接)的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

中银国际集团在法律许可的情况下，可参与或投资本报告涉及的股票的发行人的金融交易，向有关发行人提供或建议服务，及/或持有其证券或期权或进行证券或期权交易。中银国际集团在法律允许下，可于发报材料前使用于本报告中所载资料或意见或他们所根据的研究或分析。中银国际集团及编写本报告的分析员(“分析员”)可能与本报告涉及的任何或所有公司(“上市法团”)之间存在相关关系、财务权益或商务关系。详情请参阅《披露声明》部份。

本报告所载的资料、意见及推测只是反映中银国际集团在本报告所载日期的判断，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或任何保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人咨询的建议。

本报告在中国境内由中银国际证券有限责任公司准备及发表；在中国境外由中银国际研究有限公司准备，分别由中银国际研究有限公司及中银国际证券有限公司在香港发送，由中银国际(新加坡)有限公司(BOC International (Singapore) Pte. Ltd.)在新加坡发送。

在没有影响上述免责声明的情况下，如果阁下是根据新加坡 Financial Advisers Act (FAA) 之 Financial Advisers Regulation (FAR) (第 110 章) 之 Regulation 2 定义下的“合格投资者”或“专业投资者”，BOC International (Singapore) Pte. Ltd. 仍将(1)因为 FAR 之 Regulation 34 而获豁免按 FAA 第 27 条之强制规定作出任何推荐须有合理基础；(2)因为 FAR 之 Regulation 35 而获豁免按 FAA 第 36 条之强制规定披露其在本报告中提及的任何证券(包括收购或出售)之利益，或其联系人或关联人士之利益。

中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司 2010 版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 2867 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 2867 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
金融大街 28 号
盈泰中心 2 号楼 2 层
邮编: 100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

英国伦敦嘉能街 90 号
EC4N 6HA
电话: (4420) 7022 8888
传真: (4420) 7022 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371