

## 燕京啤酒：驶入全面提速轨道 上调评级

2010年3月2日

强烈推荐/上调

燕京啤酒

财报点评

### ——燕京啤酒（000729）09年报点评

食品饮料行业分析师

**刘家伟** 010-66507309 Email: [liujw@dxzq.net.cn](mailto:liujw@dxzq.net.cn); MSN: ynynljw999@hotmail.com ; 执业证书编号: S148020712000046

**王昕** 010-66507312 Email: [wangxin@dxzq.net.cn](mailto:wangxin@dxzq.net.cn) MSN: wangxin200810@hotmail.com

#### 事件：

3月1日晚间公司发布09年报：全年共生产销售啤酒446 万千升，加上受托经营企业共生产销售啤酒467 万千升，同比增长11.78%和11.45%，营业收入、利润、净利润分别达到949012万元、92835万元和62749 万元，同比增长15.08%、44.63%和36.03%，继续保持了销售收入增速快于销量，利润增速快于销售收入的良好态势。分配方案：每10股派现金1.6元（含税）。

表 1 公司分季度财务指标

指标	08Q1	08Q2	08Q3	08Q4	09Q1	09Q2	09Q3	09Q4
营业收入（百万元）	1710.41	2403.35	2820.83	1311.89	1891.82	3002.67	3390.69	1204.93
增长率	16.42%	3.83%	8.10%	25.80%	10.61%	24.94%	20.20%	-8.15%
毛利率	33.45%	41.60%	40.04%	24.67%	35.09%	41.20%	43.36%	33.70%
期间费用率	20.72%	17.60%	17.14%	23.24%	21.43%	17.06%	20.33%	18.05%
营业利润率	1.88%	13.65%	9.93%	-11.20%	2.58%	12.38%	11.22%	1.46%
净利润（百万元）	24.89	269.26	238.15	8.53	36.03	338.46	311.02	66.80
增长率	14.71%	30.31%	0.77%	-70.23%	44.77%	25.70%	30.59%	682.76%
每股盈利（季度，元）	0.019	0.212	0.175	0.011	0.020	0.243	0.203	0.052
资产负债率	42.66%	43.56%	40.18%	30.37%	30.46%	27.91%	26.07%	27.11%
净资产收益率	0.38%	3.97%	3.39%	0.11%	0.44%	3.99%	3.59%	0.77%
总资产收益率	0.22%	2.24%	2.03%	0.07%	0.31%	2.87%	2.66%	0.56%

资料来源：公司09年报，东兴证券研究所

#### 评论：

##### 积极因素：

- **啤酒销量增速12%，明显快于行业约7%的平均水平，其中北京地区产销量连创新高，盈利水平提高。**09年公司啤酒销量同比增长12%，而受经济减速影响的全行业平均增速仅7%左右。北京市场占有率持续保持85%的水平，地区市场优势得到进一步巩固和加强，盈利水平明显提高。北京、广西、内蒙等主要市场增长速度加快，新兴市场开发进展顺利，啤酒销售进入了新一轮增长轨道。
- **外埠市场销量持续增长，09年重点地区增速加快。**公司09年外埠市场啤酒销量324万千升，同比增长12%，其中广西、内蒙、广东和湖南市场分别增长了9%、7%、55%和19%，达到86万千升、49万千升、31万千升和19万千升。

- **主要财务指标向好，毛利率提升约3个百分点。**09年公司啤酒毛利率40.44%（全部销售毛利率为39.8%），同比增长2.98%，其中四季度毛利率同比提高9.03个百分点，主要得益于原材料大麦采购成本的下降。三项费用占比19.2%，基本与上年持平，其中财务费用占比降低0.8个百分点至0.7%，销售费用和管理费用占比有所上升达10.7%和7.8%，同比上升0.6和0.4个百分点；销售净利率7.93%，较08年的6.56%增加1.37个百分点或20.87%。
- **品牌价值继续提升。**经北京名牌资产评估事务所评估，公司2009年品牌总价值为229.52亿元，其中“燕京”品牌价值达到157.49亿元，“漓泉”品牌价值33.24亿元，“惠泉”品牌价值25.90亿元，“雪鹿”品牌价值12.89亿元，与08年相比分别增加5.67亿元或2.53%、3.63亿元或2.36%、1.15亿元或3.58%、0.7亿元或2.78%、0.19亿元或1.5%。
- **所得税因取得高新技术企业资格而大幅下降。**报告期内，公司成功取得《高新技术企业证书》，母公司的所得税税率从25%降至15%，公司重点子公司也正在积极申办高新技术企业资格。这对公司业绩有积极影响，且对提升公司品牌、扩大公司影响力有积极正面影响。

#### 消极因素：

- 啤酒行业竞争激烈，未来盈利提升空间和市场突破面临一定压力。
- 原材料大麦价格波动对业绩影响较大。

#### 业务展望：

1. **公司董事会计划加大品牌、市场、产品三大调整力度，助推公司发展。**品牌方面继续推行“1+3”战略，加大整合燕京啤酒品牌的力度；贯彻“巩固优势市场，扩大优势市场，培育优势市场”的思路，进一步强化北京市场优势，整合湖南、山东、福建、两广地区等外埠市场，做到内外兼顾；拓展中高端市场，开发技术含量和附加值高又适合不同消费群体的新啤酒品种，从而拓宽啤酒开发思路和盈利空间。

2. **拟募资12亿扩建产能，有利于公司重点市场开发。**2010年公司计划销售啤酒500万千升，为了满足公司生产经营活动的正常运转及扩充产能的要求，公司拟发行可转债募集资金12亿，分别投入位于北京、广东、江西、晋中和昆明的5大项目和补充流动资金，此次募集资金对公司巩固北京传统优势市场和开发外埠市场具有积极作用，项目达产后将新增产能60万千升。

#### 盈利预测及投资建议

公司曾经在啤酒销量上连续十余年蝉联全国之冠，近年下滑至第四位，既有竞争对手扩张更快的因素，也有公司自身提速不足的原因。公司已制定2015年销售目标800万吨，相当于2010-2015年间每年新增66.6万吨或14.3%，为此，公司将发行可转债12亿元来确保资金到位，我们对此表示乐观。我们预计公司未来的主要增长区域在华南（如广东、广西）、东南（如福建、江西）、西南（如云南）和华北（如内蒙）等，华中和西北地区有可能贡献较小。

公司09年EPS0.52元，与我们预测的0.50元相差0.02元，符合预期，保守预计公司2010-2012年净利润均增长30%左右，不考虑可转债对股本扩张因素，EPS约0.81元、1.07元和1.40元，对应PE为25.7倍、19.5倍和14.9倍，按照目前啤酒行业平均35倍左右PE测算，对应目标价为28.36元、37.32元和48.91元，与当前价位还有36.21%、79.25%和134.9%左右提升空间，故调升评级至“强烈推荐”。

**表 2 燕京啤酒主品牌和子品牌价值变动情况（亿元）**

品牌	2008	2009	增减	增幅
燕京	153.86	157.49	3.63	2.36%
漓泉	32.09	33.24	1.15	3.58%
惠泉	25.2	25.9	0.7	2.78%
雪鹿	12.7	12.89	0.19	1.50%
合计	223.85	229.52	5.67	2.53%

资料来源：公司年报，东兴证券研究所

**表 3 燕京啤酒拟发行 12 亿元可转债投资项目**

项目名称	新增产能（万千升）	拟投资金额（万元）
北京燕京啤酒股份有限公司年产 10 万千升纯生啤酒技术改造项目	10	20,000
对广东燕京啤酒有限公司增资用于其年产 15 万千升啤酒三期工程	15	30,000
对江西燕京啤酒有限责任公司增资用于其扩建工程	5	8,000
投资设立北京燕京啤酒（晋中）有限公司用于其年产 20 万千升啤酒一期 10 万千升工程	10	25,000
合资设立燕京啤酒（昆明）有限公司用于其年产 40 万千升啤酒一期 20 万千升工程	20	30,000
补充流动资金	—	7000
合计	60	120,000

资料来源：公司年报，东兴证券研究所

**表 4 2009 年公司主要财务数据同比发生重大变化的情况及主要原因**

序号	指标变动情况	主要原因
1	资产总额较上年同期增加 2.06%	资本积累
2	货币资金较上年同期增加 8.65%	销售收入增加
3	应收账款较上年同期增加 58.35%	销量增加
4	存货较上年同期减少 3.00%	原材料价格较上年下降，公司减少储备量
5	长期股权投资较上年同期减少 9.40%	出售联营企业
6	在建工程较上年同期减少 19.77%	扩建技改项目完工
7	短期借款较上年同期减少 30.47%	归还银行贷款
8	长期借款较上年同期减少 90.22%	归还银行贷款
9	营业费用较上年同期增加 21.89%	加大中高档产品市场投入以及销量上升而增加销售费用
10	管理费用较上年同期增加 22.31%	销量上升导致人力成本增加
11	财务费用较上年同期减少 46.29%	归还银行贷款减少财务费用支出
12	所得税较上年同期增加 74.227%	企业利润增加
13	营业活动产生的现金流量净额增加 107.34%	销量增加，销售收入增长
14	投资活动产生的现金流量净额增加 44.76%	收回投资收益增加
15	筹资活动产生的现金流量净额增加 427.71%	偿还银行贷款以及去年受到增发融资款

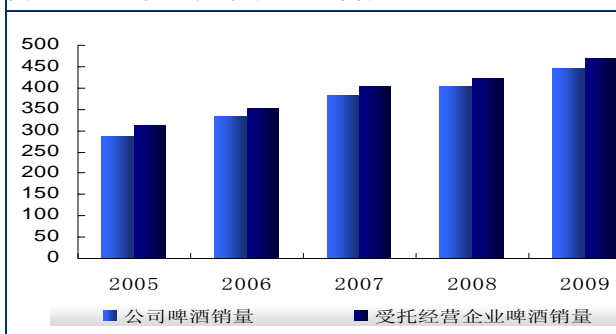
资料来源：公司 09 年报，东兴证券研究所

表 5 公司业绩预测表（百万元）

主要指标	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	8,246.48	9,490.12	11245.79	13213.80	15460.15
增长率	10.90%	15.08%	18.50%	17.50%	17.00%
净利润	540.84	752.31	980.64	1290.52	1691.09
增长率	12.60%	36.03%	30.35%	31.60%	31.04%
每股收益（元）	0.42	0.52	0.81	1.07	1.40
净资产收益率	8.18%	8.77%	9.65%	10.61%	11.67%

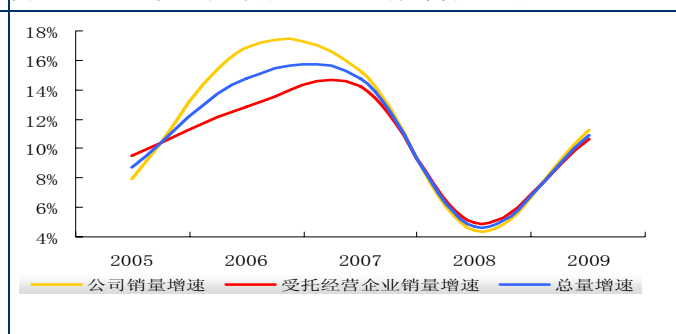
资料来源：公司年报，东兴证券研究所

图 1: 05-09 年公司和受托企业啤酒销量



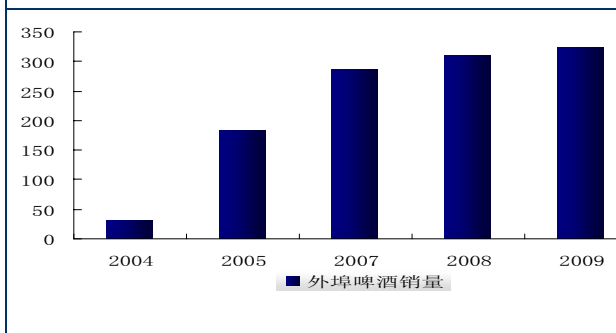
资料来源：公司年报，东兴证券整理。单位：万千升

图 2: 05-09 年公司、受托企业和总体啤酒产销增速



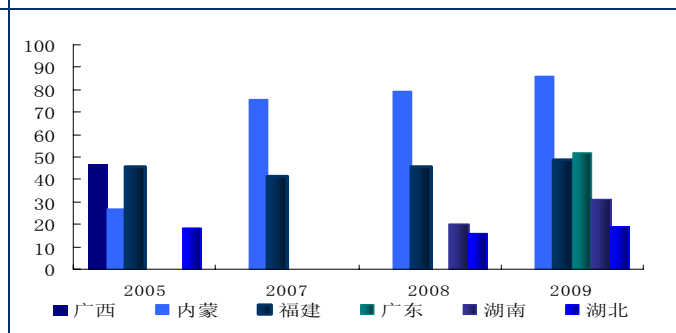
资料来源：公司年报，东兴证券整理。单位：%

图 3: 04-09 年公司外埠啤酒销量



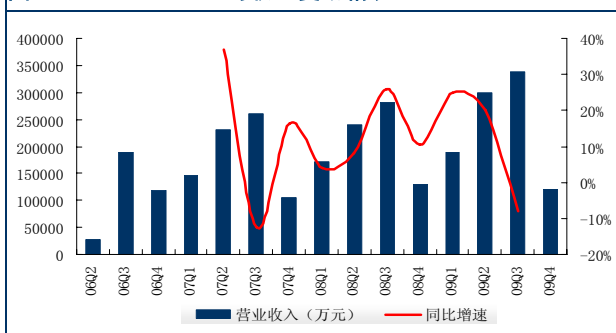
资料来源：公司年报，东兴证券整理

图 4: 05-09 年公司京外分地区啤酒销量



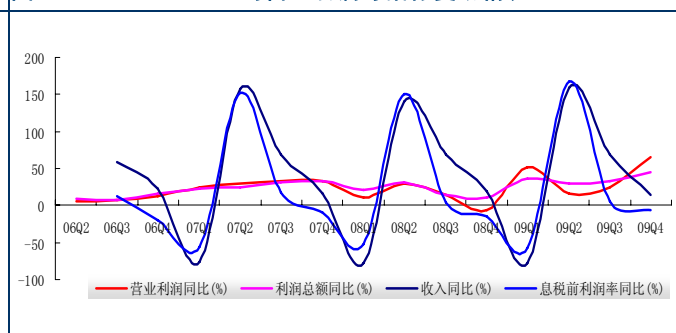
资料来源：公司年报，东兴证券整理

图 5: 06Q2-2009 公司收入变动情况

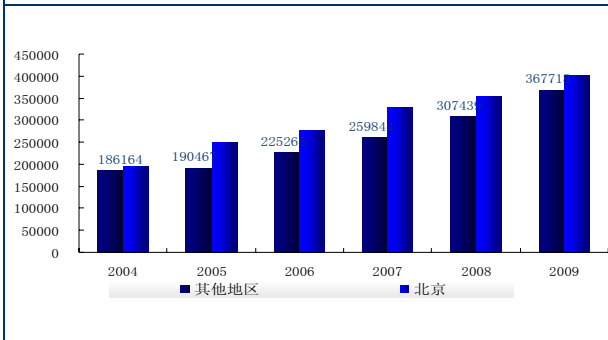


资料来源：公司披露，东兴证券研究所

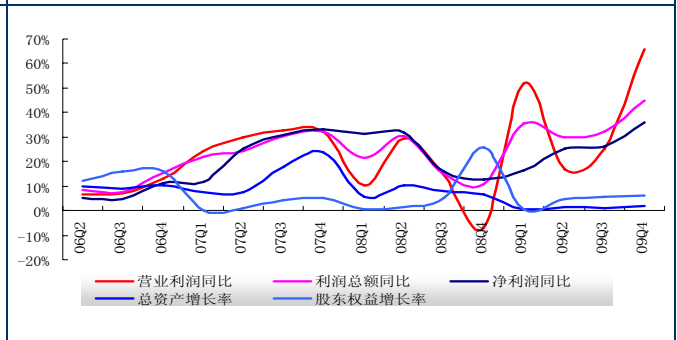
图 6: 06Q2-2009 公司营业利润等指标变动情况



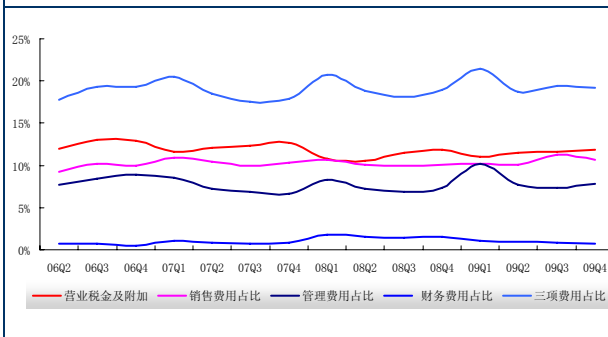
资料来源：公司披露，东兴证券研究所

**图 7：2004-2009 公司产品与地区收入结构变化情况**


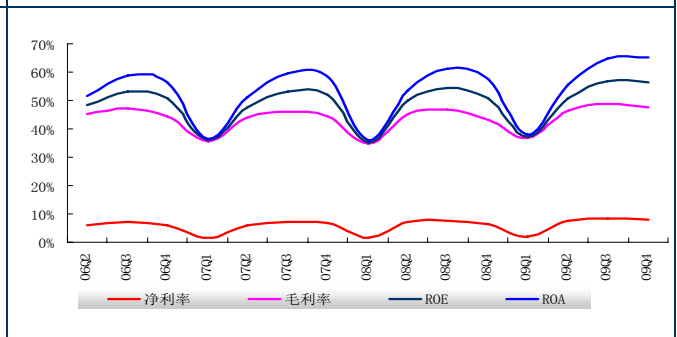
资料来源：公司披露，东兴证券研究所

**图 8：06Q2-2009 公司成长能力变动情况**


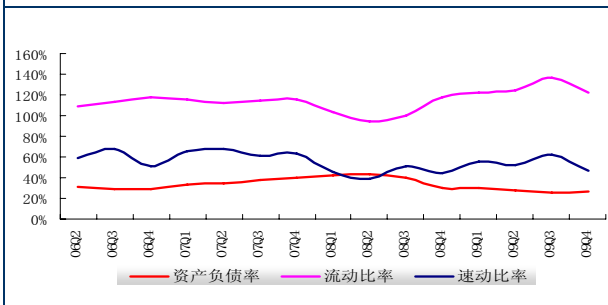
资料来源：公司披露，东兴证券研究所

**图 9：06Q2-2009 公司税金及各项费用占比变化情况**


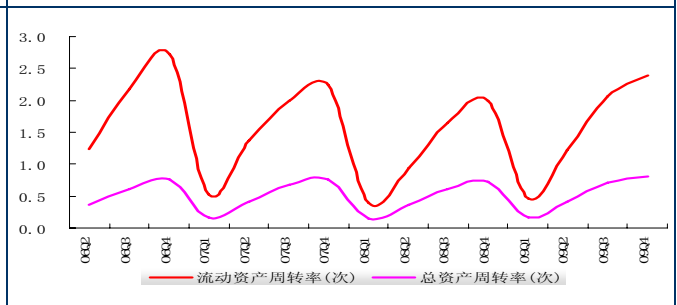
资料来源：公司披露，东兴证券研究所

**图 10：06Q2-2009 公司盈利质量与盈利能力变动情况**


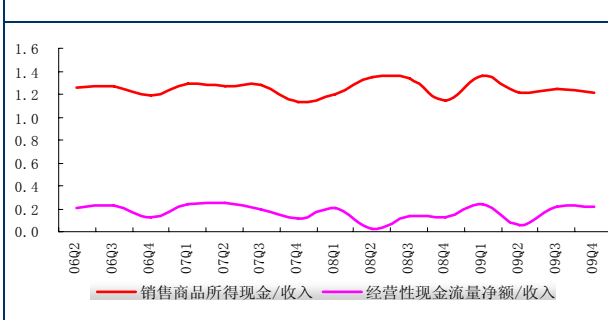
资料来源：公司披露，东兴证券研究所

**图 11：06Q2-2009 公司资本结构与偿债能力变化情况**


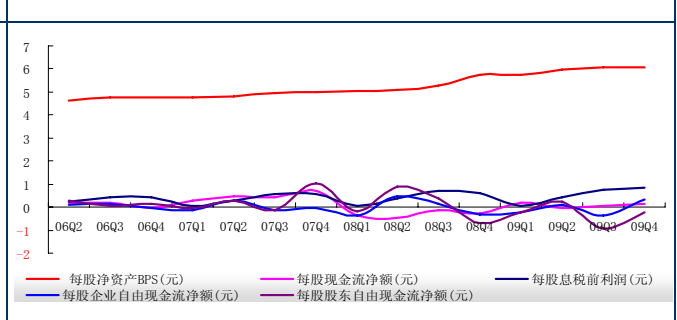
资料来源：公司披露，东兴证券研究所

**图 12：06Q2-2009 公司运营能力变化情况**


资料来源：公司披露，东兴证券研究所

**图 13：06Q2-2009 公司现金流变动情况**


资料来源：公司披露，东兴证券研究所

**图 14：06Q2-2009 公司每股财务指标变动情况**


资料来源：公司披露，东兴证券研究所

## 附：近期研究报告一览

研究报告	评级	时间
稳粮增收，统筹强基-关于中央农村工作会议的点评	看好	2010-1-01
“普京”涨价引发多重预期 首次推荐评级——1月12日媒体报道普通燕啤涨价点评	推荐	2010-1-13
播“种”正当时，涨声响起来-农林牧渔 1, 2月投资策略	看好	2010-1-15
继续推荐燕京啤酒的五大理由——燕京啤酒（000729）调研快报	推荐	2010-1-19
五粮液涨价 高增长因素增至六个——五粮液（000858）1月15日提价公告点评	强烈推荐	2010-1-19
自培增加提高毛利率，绿化工程推进加快-绿大地（002200）调研报告	推荐	2010-1-19
五粮液 09 年增长近 80% EPS0.856 元 维持“强推”——五粮液（000858）09 年业绩快报点评	强烈推荐	2010-2-02
净利润下降 27.34%，白酒种猪增发或是新机会——顺鑫农业（000860）09 年报点评	推荐	2010-2-02
干旱影响 09 业绩，工程助力 10 发展，长期高成长性不改-绿大地（002200）业绩修正点评	推荐	2010-2-03
安琪酵母：出口增速与业绩质量“双高”——安琪酵母（600298）09 年报点评	推荐	2010-2-08
种业农化展翅齐飞——丰乐种业（000713）年报点评	推荐	2010-2-10
玉米种子力挺公司增长——敦煌种业（600354）年报点评	推荐	2010-2-10
老窖股权激励：业内之先 骨干更受益——泸州老窖（000568）股权激励授权公告点评	推荐	2010-2-11
食品饮料：1月涨价未超预期 2月继续看好	看好	2010-2-22
稻谷收购价上调对食品饮料行业影响不大-发改委提高 2010 年稻谷最低收购价政策点评	看好	2010-2-22
中外大股东深入合作有望提升积极面-水井坊（600779）中外大股东二度深谈合作公告点评	强烈推荐	2010-2-23
内外兼得推动青啤净利润大增约八成——青岛啤酒（600600）业绩预增公告点评	推荐	2010-2-23
第七周食用农产品与生资价格小涨 ——商务部 36 个大中城市价格监测一周数据点评	看好	2010-2-24
惠泉啤酒：增长质量提升 销售拐点将现——惠泉啤酒（600573）09 年报点评	强烈推荐	2010-2-25
惠泉啤酒：四个法宝降压力 五大机遇迎拐点——惠泉啤酒（600573）深度调研报告	强烈推荐	2010-2-26
三全食品：09 年平稳增长 10 年可能提速——三全食品（002216）业绩快报点评	推荐	2010-2-26

## 分析师简介

## 刘家伟

经济学博士，食品饮料行业研究员，消费品行业研究小组负责人，2007 年加盟东兴证券研究所。

## 王昕

英国伯明翰大学经济学硕士，从事食品饮料和农林牧渔行业研究，2009 年加盟东兴证券研究所。

## 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。



## 免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，研究报告中所引用信息均来自公开资料，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。

本研究报告内容及观点仅供参考，不构成任何投资建议。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。

本研究报告版权仅为东兴证券股份有限公司研究所所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用发布，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。东兴证券股份有限公司保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

## 行业评级体系

公司投资评级：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

本报告体系采用沪深 300 指数为基准指数。