

食品饮料行业

报告原因: 年报点评

2010年3月2日

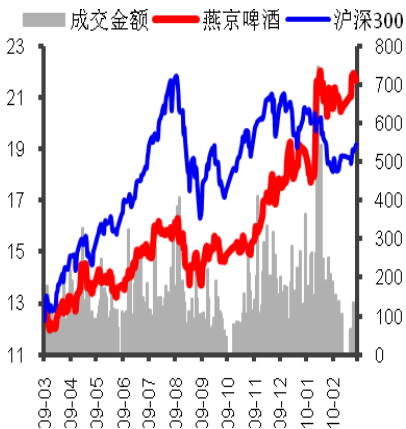
市场数据: 2010年3月1日

收盘价(元)	21.5
一年内最高/最低(元)	22.1/11.8
市净率	3.5
市盈率(2009)	41.3
流通A股市值(百万元)	10,835

基础数据: 2009年12月31日

每股收益(元)	0.52
营业收入(百万元)	9,490.12
净利润(百万元)	627.49
总股本/流通A股(百万)	1,210/503

公司近期市场表现(最近一年):



研究员: 张旭

执笔人: 罗胤

Tel: 010-82190365

Email: luoyin@sxzq.com

联系人

焦春成

0351-8686986

szzqyjfb@i618.com.cn

地址: 太原市府西街69号国贸中心A座28层

电话: 0351-8686986

山西证券股份有限公司

http://www.i618.com.cn

请务必阅读正文之后的特别声明部分

燕京啤酒 (000729)

外埠发展加速, 启动可转债融资

增持

维持评级

公司研究/点评报告

盈利预测:

单位: 百万元、元、%、倍

	营业收入	增长率	净利润	增长率	每股收益	销售利润率	净资产收益率	市盈率
2009A	9,490	15.1	627	36.0	0.52	7.9	8.7	41.3
2010E	11,000	15.9	870	38.7	0.72	9.5	10.8	29.9
2011E	12,755	16.0	1,021	17.3	0.84	9.6	11.2	25.5
2012E	14,797	16.0	1,173	14.9	0.97	9.5	11.4	22.2

注: “市盈率”是指目前股价除以各年业绩

投资要点:

● **业绩基本符合预期。**2009年公司共实现营业收入949,011.84万元,同比增长15.08%;营业利润81,865.54万元,同比增长65.91%;归属于上市公司股东净利润62,749.29万元,同比增长36.03%;每股收益0.52元。

● **整体增长良好, 外埠发展加速。**09年公司共生产销售啤酒446万千升,同比增长11.78%,增速远超7.09%的行业整体水平,增长态势良好。强势基地北京地区优势不断巩固,外埠市场发展呈现出加速趋势,全年累计销售啤酒324万千升,同比增长12%,比08年上升3.26个百分点。外埠地区的快速增长,一方面依赖于广西、内蒙等原有外埠优势地区的持续稳定增长,另一方面则得益于新兴市场的成熟与发展。

● **毛利率提升、税率下降助力业绩增长。**2009年,啤酒价格的大幅走低使得啤酒行业生产成本显著下降,公司毛利率水平表现出逐季提升态势,啤酒类产品毛利率比上年同期增长2.98个百分点,毛利率提升是公司营业利润增长高达65%的主要原因。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%,对公司业绩增长也起到一定推动作用。

● **启动可转债融资, 旨在升级与开拓。**公司再次启动融资计划,拟发行总额不超过人民币12亿元的可转换公司债券,用于北京、广东、江西、山西、广西等地的项目建设。从产品方案方面来看,此次产能扩张一方面着眼于东部地区的产品升级,着力发展高档纯生啤酒;另一方面则重在完善产品线,开拓中部地区市场。总体来讲,此次融资体现了公司对市场发展的坚定信心,也为进一步的市场拓展奠定了坚实基础。

● **投资建议:**啤酒价格走低的成本优势还将持续发挥作用,可转债的发行也将有助公司业绩释放,我们预计公司2010-2012年的EPS分别为0.72、0.84、0.97元,维持“增持”评级。

1. 业绩基本符合预期

2009 年度，公司共实现营业收入 949,011.84 万元，同比增长 15.08%；实现营业利润 81,865.54 万元，同比增长 65.91%；归属于母公司所有者净利润 62,749.29 万元，同比增长 36.03%；每股收益 0.52 元。业绩基本符合预期水平。

公司拟按 2009 年 12 月 31 日总股本 121,026.69 万股为基数，每 10 股派现金 1.6 元（含税），共分配 19,364.27 万元。

表 1：燕京啤酒单季利润表

单位：百万元	07Q3	07Q4	08Q1	08Q2	08Q3	08Q4	09Q1	09Q2	09Q3	09Q4
一、营业总收入	6,393	7,436	1,710	4,114	6,935	8,246	1,892	4,894	8,285	9,490
营业收入	6,393	7,436	1,710	4,114	6,935	8,246	1,892	4,894	8,285	9,490
二、营业总成本	5,833	6,918	1,678	3,753	6,294	7,784	1,843	4,473	7,484	8,672
营业成本	3,919	4,629	1,138	2,542	4,233	5,221	1,228	2,994	4,914	5,713
营业税金及附加	787	944	185	434	800	978	209	560	961	1,121
销售费用	635	767	181	413	687	831	193	495	930	1,013
管理费用	442	497	142	299	475	608	192	378	612	743
财务费用	48	64	31	65	98	127	21	44	65	68
资产减值损失	3	16	0	0	0	19	0	2	2	14
三、其他经营收益										
投资净收益	1	119	-1	-3	-3	307	-2	-9	-6	5
四、营业利润	560	530	32	360	640	493	49	421	801	819
加：营业外收入	17	67	11	14	22	166	9	62	73	125
减：营业外支出	10	19	2	7	9	18	3	5	10	15
五、利润总额	567	578	40	367	653	642	55	478	864	928
减：所得税	103	85	15	73	120	101	19	103	179	176
六、净利润	465	493	25	294	532	541	36	374	686	752
减：少数股东损益	785	837	40	395	846	796	117	561	1,213	1,248
归属于母公司所有者净利润	386	410	21	255	448	461	24	318	564	627
七、每股收益：	0.35	0.37	0.02	0.23	0.41	0.42	0.02	0.26	0.47	0.52
收入增长率(%)	24.91	17.87	16.42	8.72	8.46	10.90	10.61	18.98	19.48	15.08
毛利率(%)	38.70	37.75	33.45	38.21	38.96	36.68	35.09	38.84	40.69	39.80
营业利润率(%)	8.76	7.12	1.88	8.76	9.23	5.98	2.58	8.59	9.67	8.63
净利率(%)	7.27	6.63	1.46	7.15	7.68	6.56	1.90	7.65	8.27	7.93
销售费用率(%)	11.55	9.25	10.89	10.04	9.30	12.65	10.61	9.63	9.73	10.93
管理费用率(%)	6.91	6.69	8.29	7.27	6.85	7.37	10.17	7.73	7.39	7.83
归属于母公司净利润增长率(%)	18.09	14.71	38.29	19.93	18.45	15.74	34.14	21.59	20.69	18.96

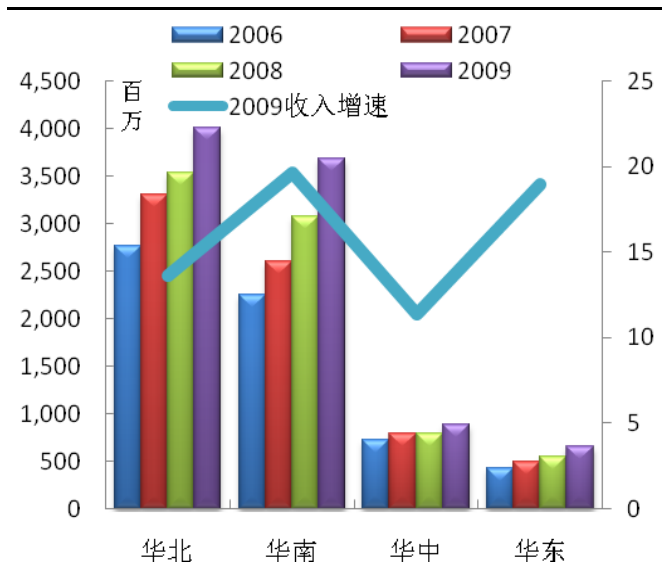
资料来源：公司公告 山西证券研究所

2. 整体增长良好，外埠发展加速

2009年度，公司共生产销售啤酒446万千升，同比增长11.78%，加上受托经营企业共生产销售啤酒467万千升，同比增长11.45%，增速远超7.09%的行业整体水平，增长态势良好。其中，强势基地北京地区优势不断巩固，销量同比增长13%，恢复至奥运前水平。同时，外埠市场发展呈现出加速趋势，全年累计销售啤酒324万千升，同比增长12%，比08年上升3.26个百分点。外埠地区的快速增长，一方面依赖于广西、内蒙等原有外埠优势地区的持续稳定增长，另一方面则得益于新兴市场的成熟与发展，在继续进行两广、山东市场整合的基础上，公司着力实施了湖南市场的整合，对整个湖南市场实行统一管理，成效显著，09年湖南市场增长速度高达20%以上，成为湖南市场销售量最大的公司；广东地区啤酒销量也达31万千升，同比增长55%；另外，公司09年新进入的山西、四川市场进展也较为顺利。

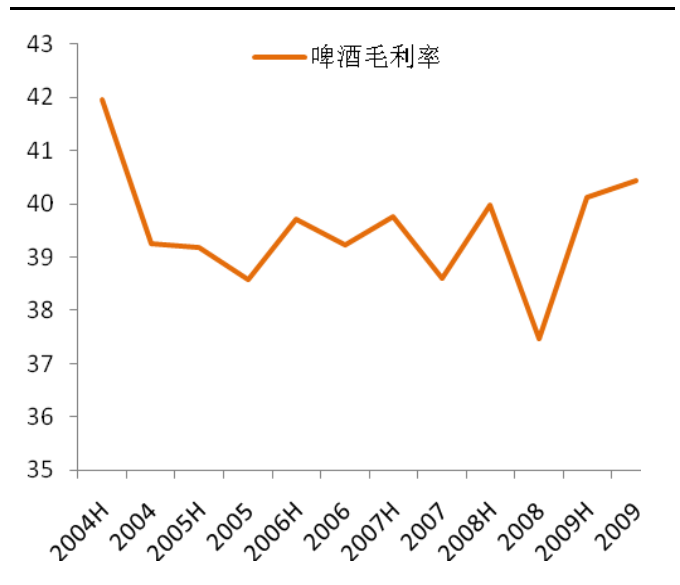
此外，09年公司的品牌与结构升级继续不断推进，“燕京”牌啤酒销量268万千升，同比增长19.64%，占到公司啤酒总销量的60%。在燕京主品牌拓展的同时，三大区域性品牌啤酒销量较上年明显增长。年内四大品牌产量合计414万千升，同比增长11.89%，占啤酒总销量的92.83%。受益产品结构升级，公司09年吨酒价格上升4.5%。2010年1月，公司对旗下北京地区10度清爽型啤酒的出厂价格进行上调，幅度在10%左右。提价与结构升级将推动公司2010年吨酒价格进一步提升。

图1：燕京啤酒近三年分地区销售情况



资料来源：公司公告 山西证券研究所

图2：燕京啤酒毛利率水平



资料来源：公司公告 山西证券研究所

3. 毛利率提升、税率下降助力业绩增长

2009年，啤酒价格的大幅走低使得啤酒行业生产成本显著下降，虽然前期库存高价啤酒使得公司成本下降优势显现时点有所推后，其毛利率水平仍呈现出逐季提升态势，啤酒类产品毛利率比上年同期增长 2.98 个百分点，毛利率提升是公司营业利润增长高达 65% 的重要原因。同时，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%，所得税率的下降也对公司业绩增长起到一定推动作用。此外，09 年公司取得企业发展资金、技术改造资金等政府补助 9,479.85 万元，可使公司每股收益提高 0.05 元。

4. 启动可转债融资，旨在升级与开拓

继 2002 年发行可转换公司债券、2008 年非公开发行股票后，公司再一次启动融资计划，拟发行总额不超过人民币 12 亿元、存续期限不超过 6 年、票面利率区间为 0.5%-2.0% 的可转换公司债券。相关募集资金拟用于北京、广东、江西、山西、广西等地的项目建设，从产品方案方面来看，此次产能扩张一方面着眼于东部地区的产品升级，发展高档纯生啤酒；另一方面则重在完善产品线，开拓中部地区市场。总体来讲，此次融资体现了公司对市场发展的坚定信心，也为进一步的销售增长奠定了坚实基础。此外，可转债的发行也将有益于公司的业绩释放。

表 2：燕京啤酒发行可转债募集资金投资项目

项目名称	产品方案			新增总产能 (万千升)	项目总投资 (万元)	拟使用募集 资金(万元)
	产品品种	产品包装	产品产能			
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	11°P 燕京 高档纯生 啤酒	620ml×12 瓶/纸箱	100,000 千升/年	10	20,000	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	11°P 燕京 高档纯生 啤酒	620ml×12 瓶/纸箱	150,000 千升/年	15	30,000	30,000
对江西燕京啤酒有限责任公 司增资用于其扩建工程	8° P 高档 燕京纯生 啤酒	600ml×12 瓶/纸箱	40,000 千 升/年	5	8,891	8,000
	8° P 普通 吉安啤酒	600ml×24 瓶/纸箱	10,000 千 升/年			
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	11° P 燕 京纯生啤 酒	580ml×12 瓶/纸箱	5,000 千 升/年	10	25,000	25,000
	11° P 燕 京鲜啤酒	580ml×12 瓶/纸箱	10,000 千 升/年			

	11° P 燕京精品啤酒	580ml×12 瓶/纸箱	5,000 千升/年			
	11° P 燕京普通啤酒	580ml×24 瓶/塑料箱	80,000 千升/年			
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	10° P 燕京精品鲜啤酒	600ml×12 瓶/纸箱	45,000 千升/年			
	10° P 燕京鲜啤酒	600ml×12 瓶/纸箱	40,000 千升/年	20	35,988.63	30,000
	10° P 燕京冰啤酒	600ml×12 瓶/纸箱	115,000 千升/年			
	补充流动资金					7,000
	合计			60	119,879.63	120,000

资料来源：山西证券研究所

5. 盈利预测

表 3：盈利预测表

单位：百万元	2009	2010E	2011E	2012E
一、营业总收入	9,490.12	10,999.65	12,755.23	14,797.27
营业收入	9,490.12	10,999.65	12,755.23	14,797.27
二、营业总成本	8,671.93	9,803.40	11,358.96	13,183.39
营业成本	5,712.95	6,470.51	7,532.39	8,759.01
营业税金及附加	1,120.65	1,275.96	1,466.85	1,686.89
销售费用	1,012.83	1,121.96	1,301.03	1,509.32
管理费用	743.50	824.97	956.64	1,109.80
财务费用	68.15	110.00	102.04	118.38
资产减值损失	13.86	0.00	0.00	0.00
三、其他经营收益	0.47	0.50	0.50	0.50
投资净收益	0.00	0.00	0.00	0.00
四、营业利润	0.47	0.50	0.50	0.50
加：营业外收入	818.66	1,196.75	1,396.77	1,614.38
减：营业外支出	125.06	80.00	80.00	80.00
五、利润总额	15.37	20.00	20.00	20.00
减：所得税	928.35	1,256.75	1,456.77	1,674.38
六、净利润	176.04	213.65	233.08	267.90
减：少数股东损益	752.31	1,043.10	1,223.69	1,406.48
归属于母公司所有者的净利润	124.82	173.05	203.01	233.33
七、每股收益：	627.49	870.05	1,020.68	1,173.14
净利润增长率(%)	0.52	0.72	0.84	0.97

资料来源：山西证券研究所

投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20% 以上
增持： 相对强于市场表现 5~20%
中性： 相对市场表现在-5%~+5%之间波动
减持： 相对弱于市场表现 5% 以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现
中性： 行业与整体市场表现基本持平
看淡： 行业弱于整体市场表现

免责声明：

本报告是基于山西证券股份有限公司研究所认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期，本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，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、复印件或复制品，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。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。