



燕京啤酒 (000729):

吨酒利润显著提升, 进入稳定增长周期

食品饮料-啤酒

维持评级: 增持

分析师

刘金沪

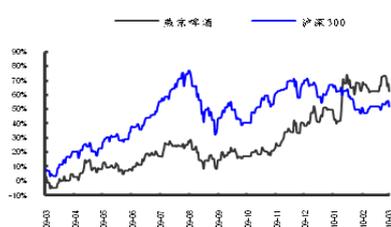
电话: 0755-83704943

邮件: liujh01@ghzq.com.cn

分析师申明:

分析师在此申明, 本报告所表述的所有观点准确反映了分析师对上述行业、公司或其证券的看法。此外, 分析师薪酬的任何部分不曾与, 不与, 也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

相对沪深300表现



市场数据

2010.03.04

当前价格 (元)	20.39
52周价格区间 (元)	11.8 - 22.1
总市值 (百万)	24677
流通市值 (百万)	10276
总股本 (万股)	121027
流通股 (万股)	50396
日均成交额 (百万)	157.11
近一月换手 (%)	15.92

财务数据

FYE

毛利率	39.8%
净利率	6.6%
净资产收益率	8.5%
总资产收益率	6.4%
资产负债率	27.1%
现金分红收益率	0.8%
市盈率	53.5
市净率	3.6

事件

3月2日, 燕京啤酒公布2009年年报: 基本每股收益0.52元, 每股净资产6.08元, 净资产收益率8.53%, 加权平均净资产收益率8.77%, 营业收入94.9亿元, 归属于母公司所有者净利润6.27亿元, 归属于母公司股东权益73.55亿元。

结合公司实际经营状况和产能扩张、技术提升需求, 公司拟发行不超过12亿元人民币可转债, 募集资金对北京、广东、晋中、江西和昆明5地的项目进行相应的投入, 可新增60万吨产能, 并补充一些流动资金。

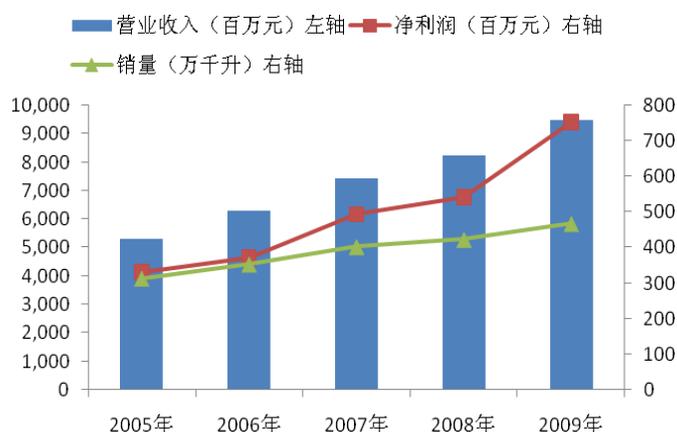
点评

产销规模稳步扩张, 利润水平提升迅速

2009年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%, 远高于7%的行业平均增速。此外公司在世界啤酒业地位进一步上升, 2008年销量排名全球第8。全年实现营业收入949012万元, 同比增长15.08%; 实现净利润62749万元, 同比增长36.03%, 继续保持了销售收入增长快于销量增长速度, 利润的增长快于销售收入增长速度的良好态势。

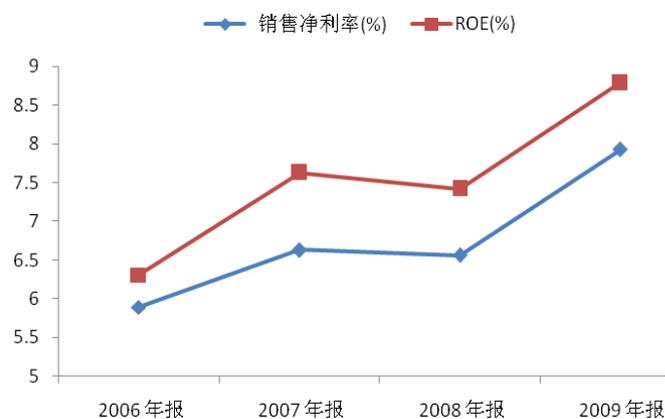
随着主品牌和第二品牌的销售比重逐渐扩大，产品整体档次得到提升，公司开始享受全国布局初步完成后精工细作产生的协同效应。最近4年来公司逐步走出世纪之初啤酒业烽火连天造成的行业性效益下滑，净利润率和ROE稳步提升，2009年均达到了新高，特别是ROE水平接近9%，开始显现出一线公司应有的盈利能力。

图1 公司近年来产销量、收入利润全线稳步增长



资料来源：公司公告、国海证券研究所

图2 盈利能力2009年创出近年来新高

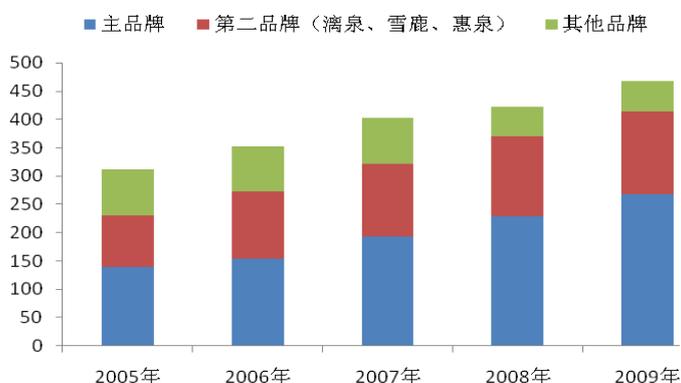


资料来源：公司公告、国海证券研究所

主品牌和强势市场贡献度不断加大，市场整合效果明显

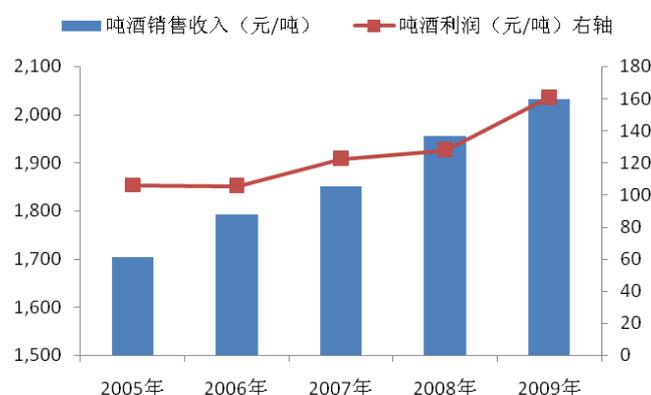
2009年公司继续实施“品牌、市场、产品”三大结构调整，大力推进和加强品牌建设，利用品牌结构调整深化产品结构调整，同时不断深化市场结构调整和区域市场整合，提高区域市场竞争力和产品盈利能力。品牌战略上继续推进“1+3”战略，“燕京”全国性主品牌地位不断强化，品牌价值达到157.49亿元，销量268万千升，同比增长19.64%，占总销量的60%。在主品牌拓展的同时，漓泉、惠泉、雪鹿3个区域优势品牌也不断成长，三大区域性品牌啤酒销量较上年度进一步增长。年内四大品牌产量合计414万千升，同比增长11.89%，占总销量的92.83%。品牌整合集中度大大提高，吨酒价格上升约4%，在啤麦等成本走低带动下吨酒利润大幅增长，09年高达161元，同比增长25.7%。

图3 “1+3”品牌所占比重不断上升



资料来源：公司公告、国海证券研究所

图4 吨酒近年来盈利能力提高显著



资料来源：公司公告、国海证券研究所

公司在北京市场的综合优势得到了强化，市场份额继续保持压倒性优势，2010年1月公司对在北京地区销售的10度清爽型啤酒的价格提价约14%，可以认为是核心品牌产生溢价的一个标志；在外埠市场，公司延续了一贯的异地稳健扩张战略，全国整合也在进一步推进，湖南、山东、福建、两广地区区域整合效果十分明显，产销量、销售收入、经济效益快速增长。其中广东推广广西市场的成功运作经验，利用广西市场的管理优势、人才优势，在广东市场顺势而为，继续加大市场进入力度，2009年在广东啤酒市场增长乏力的情况下，继续保持了强劲增长。山东市场也通过市场结构调整、区域市场整合，顺利推进品牌结构调整和产品结构调整，效果明显。

随着品牌力逐渐增强，公司也加大了高端产品的投入，适应了各地消费者的需求，无醇、纯生等高档产品的占比稳步提高，冰纯、party听啤等新品也受到了年轻消费者的欢迎。我们预计，在品牌和结构双重优化的持续作用下，公司的吨酒利润水平会继续稳步提升。

盈利预测及投资建议

主要假设：

- 1、2010年公司共实现产销量513万千升，同比增长9.8%，其中燕京主品牌308万千升，增长15%；
- 2、2010年吨酒价格2174元，同比增长7%；
- 3、预计啤麦和铝价格将继续低位徘徊，主要原料成本压力减轻，公司整体毛利率40.3%；
- 4、主营业务税金和销售费用率等参照09年水平，考虑到规模效益提升略有降低；此外，公司09年成功取得《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相关资格。这将对公司业绩有积极影响，假设整体所得税率17%。

表1：2006-2011年实际盈利及预测表（单位：百万元）

	实际				预测	
	2006	2007	2008	2009	2010	2011
销售收入	6,309	7,436	8,246	9,490	11,154	12,994
销售成本	3,876	4,629	5,221	5,713	6,659	7,666
毛利	2,432	2,807	3,025	3,777	4,495	5,327
毛利率	38.6%	37.7%	36.7%	39.8%	40.3%	41.0%
期间费用	1,218	1,329	1,566	1,824	2,060	2,350
期间费用率	19.3%	17.9%	19.0%	19.2%	18.5%	18.1%
营业利润	401	530	493	819	1,140	1,493
营业利润率	6.4%	7.1%	6.0%	8.6%	10.2%	11.5%
税前利润	437	578	642	928	1,250	1,603
所得税	66	85	101	176	212	273
归属上市公司股东的净利润	308	410	461	627	882	1,131
净利润率	4.9%	5.5%	5.6%	6.6%	7.9%	8.7%
摊薄EPS	0.25	0.34	0.38	0.52	0.73	0.93
P/E		60.2	53.5	39.3	28.0	21.8

资料来源：国海证券研究所

基于目前的股本规模，10、11年的EPS分别为0.73元和0.93元，2010年市盈率在28倍，目前估值较为合理，有足够的安全边际。我们看好我国消费升级过程中啤酒行业洗牌结束后龙头公司的机会，它们可享有基于市场份额和吨酒价格的双重提升效应，公司在品牌、规模、产能布局等方面已有的综合优势将确保分享这一果实，2009年报数据清晰显示已经进入到稳步增长的上升阶段，维持其“增持”评级。

国海证券投资评级标准

行业投资评级

强于大市：相对沪深300指数涨幅10%以上；

中性：相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间；

弱于大市：相对沪深300指数跌幅10%以上。

股票投资评级

买入：相对沪深300指数涨幅20%以上；

增持：相对沪深300指数涨幅介于10%~20%之间；

中性：相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深300指数跌幅10%以上。

免责声明

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归国海证券所有。