西南证券股份有限公司
SOUTHWEST SECURITIES CO.,LTD.

公司研究报告 • 季报点评

2010 年 4 月 20 日

增持 （首次）

目标价：23.0 元

燕京啤酒（000729）：量价齐升

研究员

王剑辉
执业证号：S1250200010075
电话：010-57631093
邮箱：wjhui@swsc.com.cn

黄仕川
执业证号：S1250109101224
电话：023-63725713
邮箱：hsc@swsc.com.cn

股价市场表现

相关研究

《啤酒花（600090）：花落又花开》……2010/04/01

《啤酒行业：寻找新的利润增长点》……2010/03/22

《重庆啤酒（600132）：疫苗研究顺利、啤酒主业稳定》……2010/03/15

公司今日发布 2010 年一季报，报告期内公司实现营业收入 208699 万元，同比增长了 10.32%；实现营业利润 4995 万元，同比增长了 2.21%；实现归属母公司所有者净利润 3075 万元，同比增长 26.54%，每股收益为 0.0254 元，每股经营活动现金流净额 0.40 元。

- **销量增速快于行业增速；**一季度公司加上受托经营管理企业在内，共销售啤酒 94 万千升，同比增速 11.9%；而一季度全行业啤酒产量增速仅 6.5%，公司销量增速明显快于行业增速。公司去年市场开拓成效显著，广东湖南等新市场与北京老等根据地齐头并进，能够保证公司销量快速增长的持续性。
- **销售费用增加短期拉低净利率；**公司一季度销售毛利率达到 37.8%，高于去年同期水平；但由于广告费用等增长，销售费用同比增加 57.62%，导致公司净利润率下降；预计广告费用增加带来的效益将在第二季度开始产生，净利润率将逐步回升。
- **吨酒价格上升、成本压力较小；**一季度公司吨酒价格达到 2220 元/吨，较 2009 年的 2032 元增长 9.3%。吨酒价格上升在于公司旗下产品议价能力强，且公司于 1 月份开始对北京地区 10 度清爽型燕京牌啤酒提价 14%。另一方面，由于去年啤酒大麦价格有大幅下降，公司在消费去年库存使得上半年成本压力不会太大。
- **可转债融资获批助规模扩张。**公司公开发行可转换公司债券事宜已获国资委批复，拟定融资规模不超过 12 亿元，涉及北京燕京、广东燕京等啤酒技改项目，有望新增啤酒产能 60 万千升，以弥补公司目前市场扩大而产能紧张的局面，有助于公司长期业务的发展。
- **盈利预测和投资建议：**我们预计 2010 年公司啤酒销量约为 500 万千升，单价上升而毛利率将进一步提高，盈利增速继续快于行业平均水平，预测 2010-2012 年公司业绩为 0.77、0.88 和 1.00 元；在当前市场水平下，具有一定估值优势，给予公司 30 倍 PE，目标价格 23.10 元，当前股价为 21.06 元，距离目标价还有约 10%的空间，给予“增持”评级。

财务和估值数据摘要

单位:百万元	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	7436.22	8246.48	9490.12	10714.34	12107.21	13681.15
增长率(%)	17.87%	10.90%	15.08%	12.90%	13.00%	13.00%
归属母公司股东净利润	409.66	461.28	627.49	926.95	1064.20	1218.23
增长率(%)	33.19%	12.60%	36.03%	47.72%	14.81%	14.47%
每股收益(EPS)	0.338	0.381	0.518	0.766	0.879	1.007
销售毛利率	37.75%	36.68%	39.80%	41.00%	41.00%	41.00%
销售净利率	6.63%	6.56%	7.93%	10.37%	10.54%	10.68%
净资产收益率(ROE)	7.44%	6.66%	8.53%	11.62%	12.25%	12.82%
投入资本回报率(ROIC)	7.62%	10.18%	9.90%	11.52%	12.74%	16.91%

报表预测

利润表	2009A	2010E	2011E	2012E	资产负债表	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	9490	10714	12107	13681	货币资金	900	1520	3822	4688
减: 营业成本	5713	6321	7143	8072	应收和预付款项	438	1169	647	1405
营业税金及附加	1121	1265	1430	1616	存货	2430	3031	3140	3833
营业费用	1013	1109	1254	1417	长期股权投资	67	67	67	67
管理费用	743	782	884	999	固定资产和在建工程	7204	6363	5482	4561
财务费用	68	38	5	-30	无形资产和开发支出	663	594	524	454
资产减值损失	14	10	10	10	**资产总计**	11702	12742	13681	15007
营业利润	819	1188	1382	1599	短期借款	1205	1205	1205	1205
加: 其他非经营损益	110	119	119	119	应付和预收款项	1739	1976	1992	2262
利润总额	928	1307	1501	1718	长期借款	9	9	9	9
减: 所得税	176	196	225	258	其他负债	107	107	107	107
净利润	752	1111	1276	1461	**负债合计**	3060	3297	3313	3583
减: 少数股东损益	125	184	212	242	股本	1210	1210	1210	1210
归属母公司股东净利润	627	927	1064	1218	资本公积	3653	3653	3653	3653
现金流量表	**2009A**	**2010E**	**2011E**	**2012E**	留存收益	2492	3111	3822	4636
经营性现金净流量	2060	1263	2958	1538	**归属母公司股东权益**	7355	7974	8685	9499
投资性现金净流量	-891	-298	-298	-298	少数股东权益	1287	1471	1683	1925
筹资性现金净流量	-1004	-345	-358	-373	**股东权益合计**	8642	9446	10368	11424
现金流量净额	164	620	2302	866	负债和股东权益合计	11702	12742	13681	15007

西南证券投资评级说明

西南证券公司评级体系：买入、增持、中性、回避

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上

增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间

中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间

回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下

西南证券行业评级体系：强于大市、跟随大市、弱于大市

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上

跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间

弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

免责声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。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提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。本报告版权归西南证券所有，未经书面许可，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。

西南证券研究发展中心

北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 4 层

邮编：100140

电话：（010）88092288-3507、3217

邮箱：market@swsc.com.cn

网址：http://yf.swsc.com.cn/