

主品牌强者恒强 净利润增25% 维持评级

——燕京啤酒（000729）10年中报点评

2010年7月22日

强烈推荐/维持

燕京啤酒

财报点评

食品饮料行业分析师

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

事件:

7月22日燕京啤酒公布10年中报: 销售啤酒234 万千升, 加上受托经营企业共销售啤酒246 万千升, 同比增长5.13%; 实现主业总收入503544.35万元, 增长2.88%, 其中啤酒销售收入471481 万元, 占营业收入 93.63%; 归属母公司净利润39867.12万元, 扣除非经常性损益为37608.39万元, 同比分别增长2.88%、19.33%、25.2%和36.43%; 基本每股收益0.3294元(扣除为0.3107元), 每股净资产6.24元, 净资产收益率5.28%, 公司称“各项经济指标继续处于同行业领先水平”。分配预案: 未定。

表 1 公司分季度财务指标

指标	09Q1	09Q2	09 中期	09Q3	09Q4	09A	10Q1	10Q2	10 中期
营业总收入 (百万元)	1891.82	3002.67	4894.49	3390.69	1204.93	9490.12	2086.99	2948.45	5035.44
增长率 (%)	10.61	24.94	18.98	20.20	-8.15	15.08	10.32	-1.81	2.88
综合毛利率 (%)	35.09	41.20	38.84	43.36	33.70	39.80	37.75	45.14	42.08
期间费用率 (%)	21.43	17.06	18.75	20.33	18.05	19.22	24.62	17.24	20.30
营业利润率 (%)	2.58	12.38	8.59	11.22	1.46	8.63	2.39	16.55	10.69
净利润(百万元)	36.03	338.46	37448.88	311.02	66.80	75230.92	45.21	420.11	46532.65
增长率 (%)	44.77	25.70	27.31	30.59	682.76	39.10	25.48	24.13	24.26
每股盈利(元)	0.02	0.24	0.26	0.20	0.05	0.52	0.03	0.30	0.33
资产负债率 (%)	30.46	27.91	27.91	26.07	27.11	27.11	29.84	32.38	32.38
净资产收益率 (%)	0.35	4.14	4.49	3.38	0.86	8.79	0.42	4.93	5.35
总资产收益率 (%)	0.31	2.89	3.20	2.65	0.57	6.41	0.37	3.25	3.68

资料来源: 公司10中报, 东兴证券研究所

评论:

积极因素:

- **销量增长和结构调整导致收入和利润增长, 且利润增长快于收入增长, 增长质量提升** 1-6月公司啤酒销售234万千升, 加上受托经营企业共销售啤酒246万千升, 同比增长5.13%, 而同期全国啤酒产量仅增长4.77%, 加上产品结构调整继续深化, 中高档啤酒市场份额逐步提高, 使得净利润增长达到25.20%, 高于营业收入增长22.48个百分点, 毛利率也同比增长3.24个百分点, 达到42.08%, 盈利能力和增长质量显著提升。

- **燕啤提价不影响销量，四大品牌三个走强** 今年1月20日公司对在北京地区销售的10度清爽型燕京啤酒出厂价格提高10%左右，至6月底“燕京”牌啤酒销量147万千升，同比增长5.76%，做到了价升量增。就公司深入推进的“1+3”品牌发展战略——“燕京”、“漓泉”、“惠泉”、“雪鹿”四大品牌看，除惠泉啤酒销量下滑超过22%、净利润下滑20%以外，漓泉和雪鹿增长继续强势，销量同比分别增长25%和14.81%。四大品牌销量合计达225万千升，同比增长6.64%，占啤酒总销量的91.5%，对公司市场份额、规模及影响力的提升可谓举足轻重。
- **结构调整见效快，京外市场除福建外增长较好** 1-6月各区域市场不断深化公司既定的“市场结构、产品结构、产品结构”三大结构调整和区域市场整合的战略部署，相互之间积极学习成功的市场运作经验特别是漓泉啤酒的深度分销模式，效果明显，绝大多数区域市场发展势头较好，一些新兴市场更是出现了快速增长，如新疆、四川、山西等新兴市场分别实现销量4.1、5.5和3.8万千升，同比增长169.74%、92.3%和35.71%；其他区域中，除福建市场受暴雨低温等影响下滑两成外，广东、广西、内蒙分别实现销量19、50和31万千升，同比增长40.59%、25%和14.81%。

消极因素：

- **行业集中度提升，大区域性市场竞争更加激烈** 啤酒业近年历经快速增长，各大巨头分割垄断市场的做法越来越深入和到位，相互之间兵戎相见，各区域市场的势力范围正在形成，产品的消费者接受度、品牌影响力、营销战略战术、定价与利益分配机制等，往往成为决定胜负的关键。公司的几大主要市场北京、广西和内蒙拥有相对甚至绝对优势，而其他市场仅仅拥有相对甚至是局部优势，面临着如何进一步与竞争对手展开有效竞争的深层次和多元化挑战。
- **低温阴雨天气影响公司销售业绩** 上半年，全国大部分地区经历持续低温阴雨天气，对公司销售业绩产生明显负面影响，其间二季度营业总收入同比下降1.81%，受益于盈利能力和销售质量的提升，净利润同比增长24.26%。

业务展望：

- **7月气温回升，啤酒消费旺季开始启动** 二三季度本是啤酒消费旺季，上半年由于环境因素推迟启动时间，7月全国各地区气温不断攀升，啤酒消费进入高潮，上半年净利润同比增加24.26%，可预期下半年公司更好的业绩增长。
- **积极申报发行可转换公司债，有利于提升综合竞争力和品牌影响力** 公司坚持“大资本支撑大发展”战略思想，积极募集资金巩固北京传统市场和拓展外埠市场，为了满足生产经营活动的正常运行及扩充产能的要求，公司计划拟发行可转换债募集资金12亿元，投入位于北京、广东、江西、晋中和昆明的5大项目，项目投产后将新增产能60万千升，将大大提升公司综合市场竞争力和品牌影响力。
- **2015年计划达到800万吨啤酒销售目标为公司提供压力和动力，增长预期可持续看好** 公司已制定2015年全国销量800万吨目标，我们预计从中长期看公司对各区域市场的拓展与深化将持续发力，“市场、品牌和产品”三大结构调整的战略部署会一如既往，为实现这一目标而更加注重把握战略战术匹配和提高执行力，不断完善在全国市场的战略布局，特别是抓住西部大开发迈上新台阶这一机遇，在云南、新疆、四川、陕西、广西、内蒙等区域市场全速前进，进一步掌控市场和资源，实现更好更快发展。

盈利预测及投资建议

上半年持续低温阴雨天气推迟啤酒消费旺季启动时间明显影响公司啤酒销量，但销量、收入与净利润同比均有增长且增长质量在提升，说明公司经营管理在沿着内外兼修方向突破；下半年仍有一个季度的啤酒旺季，且气温不断升高，有助于业绩好于上半年。当然，我们预期公司在执行结构调整和区域市场整合战略的过程中将遇到更加激烈的同业竞争，近期不确定性可能多于我们此前的预期。综合考虑，我们小幅下调全年业绩，EPS从0.81元调降至0.77元，下调约0.04元或4.9%，与目前股价对应PE27倍；以啤酒企业常见的35倍PE或过去十年啤酒上市公司平均PE约38倍测算，股价可达27元至29元，与当前股价有36%至48%以上提升空间，故维持“强烈推荐”评级。

表 2 2010 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	应收账款较期初增加 144%	销量上升及结账方式导致月底时点金额暂时增加
2	应付股利较期初增加 25.6%	子公司尚未支付部分股利
3	短期借款较期初增加 30.8%	信用借款增加
4	应交税费较期初增加 208.8%	子科目增值税、消费税、所得税增加
5	长期借款较期初增加 1704.5%	长期信用借款增加
6	累计折旧较期初增加 59.9%	本期计提折旧

资料来源：公司 10 年中报，东兴证券研究所

表 3 公司 2010-2012 年业绩预测表

指标	08A	09A	10E	11E	12E
营业收入	8,246.48	9,490.12	10249.33	11479.25	13201.13
(+/-)	10.90%	15.08%	8.00%	12.00%	15.00%
经营利润 (EBIT)	493.43	818.66	972.56	1151.14	1456.20
(+/-)	-6.87%	65.91%	18.80%	18.36%	26.50%
净利润	540.84	752.31	934.37	1151.14	1456.20
(+/-)	12.60%	36.03%	24.20%	23.20%	26.50%
每股净收益 (元)	0.42	0.52	0.77	0.95	1.20

资料来源：东兴证券研究所

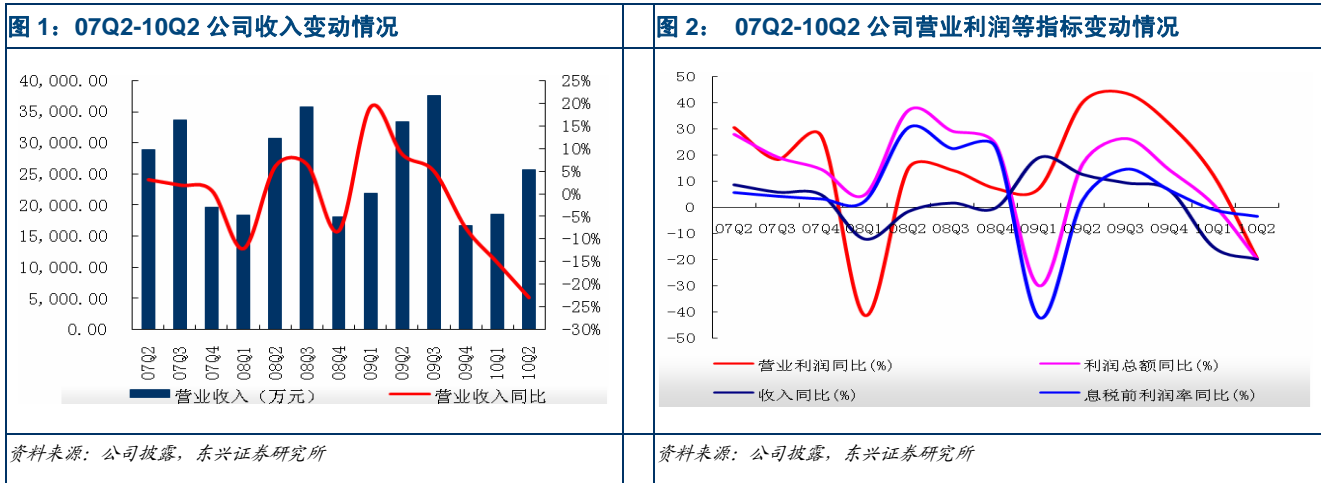
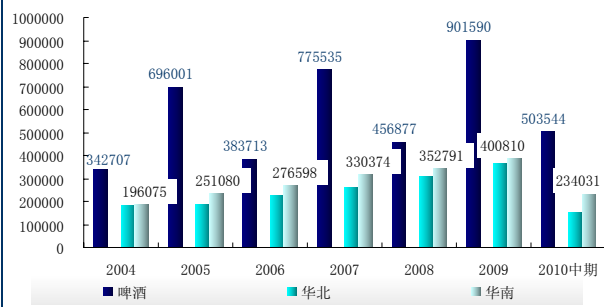
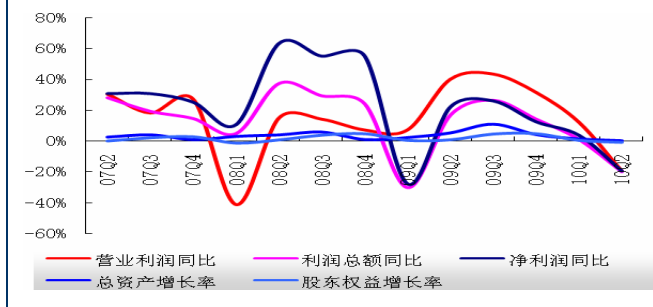


图 3：07Q2-10Q2 公司产品与地区收入结构变化情况



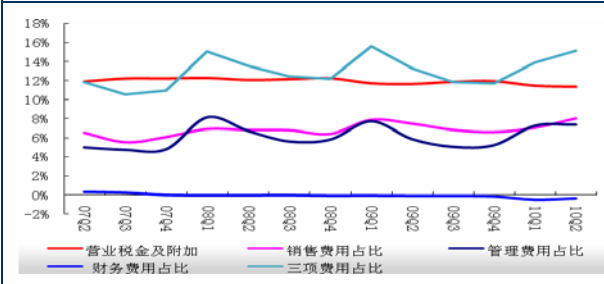
资料来源：公司披露，东兴证券研究所

图 4：07Q2-10Q2 公司成长能力变动情况



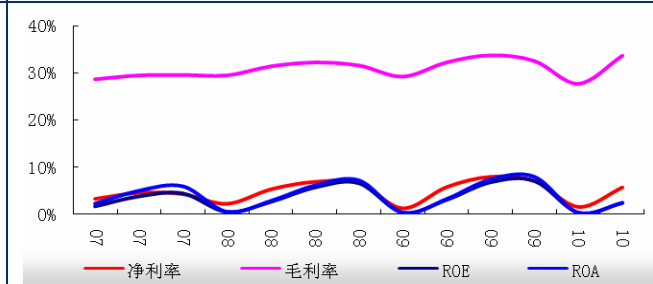
资料来源：公司披露，东兴证券研究所

图 5：07Q2-10Q2 公司税金及各项费用占比变化情况



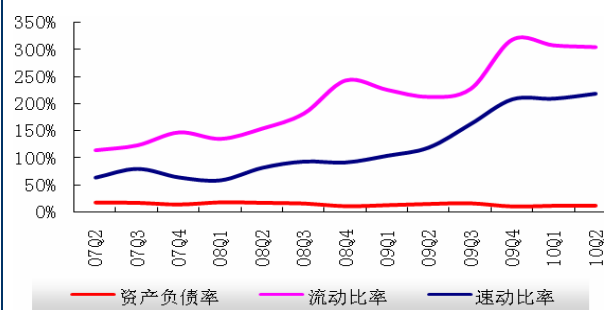
资料来源：公司披露，东兴证券研究所

图 6：07Q2-10Q2 公司盈利质量与盈利能力变动情况



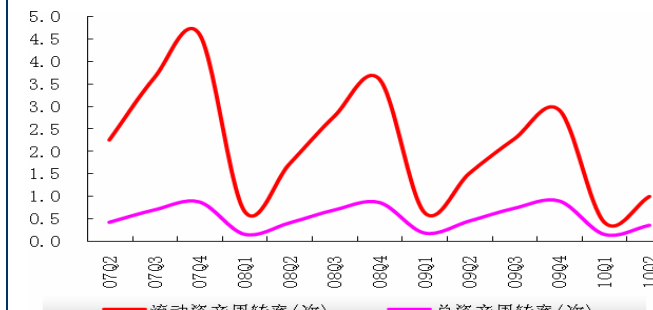
资料来源：公司披露，东兴证券研究所

图 7：07Q2-10Q2 公司资本结构与偿债能力变化情况



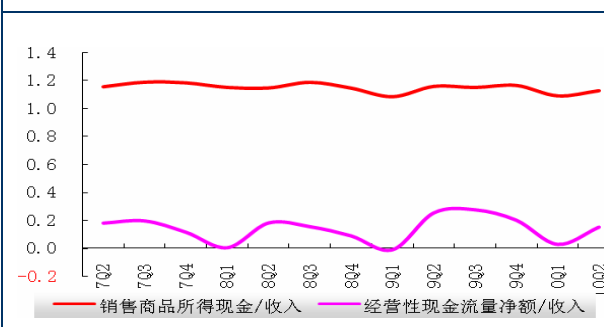
资料来源：公司披露，东兴证券研究所

图 8：07Q2-10Q2 公司运营能力变化情况



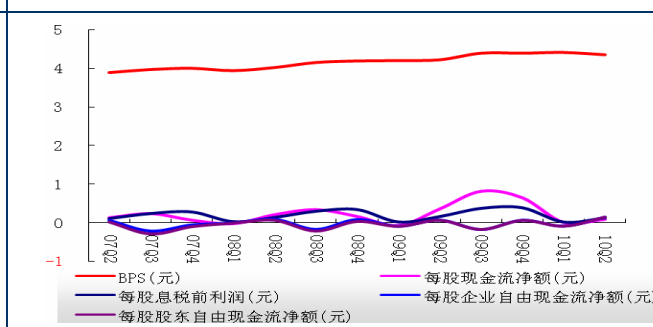
资料来源：公司披露，东兴证券研究所

图 9：07Q2-10Q2 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 10：07Q2-10Q2 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：今年以来公开发布报告一览

序号	报告名称	评级	时间
1	“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	1-13
2	继续推荐燕京啤酒的五大理由——燕京啤酒（000729）调研快报	推荐	1-19
3	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	1-19
4	09年增长近80% 维持“强推”——五粮液（000858）09年业绩快报点评	强烈推荐	2-2
5	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	2-8
6	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	2-11
7	食品饮料：1月涨价未超预期 2月继续看好	看好	2-22
8	稻谷收购价上调对食品饮料行业影响不大——发改委提高稻谷最低收购价政策点评	看好	2-22
9	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	2-23
10	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	2-23
11	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	2-24
12	增长质量提升 销售拐点将现——燕京啤酒（600573）09 年报点评	强烈推荐	2-25
13	四个法宝降压力 五大机遇迎拐点——燕京啤酒（600573）深度调研报告	强烈推荐	2-26
14	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	2-26
15	燕京啤酒驶入全面提速轨道 上调评级——燕京啤酒（000729）09 年报点评	强烈推荐	3-2
16	外资有望必得控股权 继续强推——水井坊（600779）股权转让公告点评	强烈推荐	3-2
17	第八周食用农产品价格降 1% 继续看好食品饮料-商务部 36 个大中城市价格监测一周数据点评	看好	3-4
18	洋河股份：全面攀高 势头正猛-洋河股份（0020304）09 年报点评	推荐	3-5
19	增长或再超预期 继续强推——金种子酒（600199）北京交流会快报	强烈推荐	3-8
20	农业受益更多 食品饮料等行业全年更可看好——十一届人大三次会议政府工作报告精神简评	看好	3-8
21	第九周食用农产品价格降 0.6% 继续看好食品饮料——商务部 36 个大中城市价格监测数据点评	看好	3-10
22	2 月食品 CPI 上涨 6.2% 略超预期 3 月可能回落——国家统计局 2 月份食品类价格数据点评	看好	3-12
23	皇氏乳业（002329）调研快报：水牛奶巨头 跳跃增长待来年	推荐	3-15
24	基础夯实 世博助力 维持强推——金枫酒业（600616）09 年报点评	强烈推荐	3-17
25	求变增强各方信心 维持强推评级——燕京啤酒（600573）调研快报	强烈推荐	3-18
26	中外合作提升长效积极效应——水井坊（600779）调研快报	强烈推荐	3-18
27	收入首破百亿 预收款剧增 3 倍达 43 亿 继续强推——五粮液（000858）09 年报点评	强烈推荐	3-18
28	“普京”提价见效 区域增长或超好 ——燕京啤酒（000729）22 日投资者交流会快报	强烈推荐	3-23
29	第 11 周食用农产品价格连降四周但降幅趋缓——商务部 36 个大中城市价格监测一周数据点评	看好	3-24
30	受益自养自宰 预期更可向好——黑牛食品（002299）09 年报点评	推荐	3-26
31	得利斯山东肉制品龙头纵横布局——得利斯（002330）09 年报点评	推荐	4-1
32	净利润增长 227% 争做省内第一品牌——金种子酒（600199）09 年报点评	强烈推荐	4-1
33	东兴证券研究所 2010 年联合调研系列之一：海西大消费品之圣农发展	强烈推荐	4-3
34	第 12 周食用农产品价格继续下降 西南干旱影响有限——商务部 36 个大中城市监测数据点评	看好	4-3
35	增发预案获通过 高管换届不换届 维持评级——金种子酒 10 年第一次临时股东会公告点评	强烈推荐	4-7
36	第 13 周食用农产品价格降幅扩大 猪价下跌将缓解——商务部 36 个大中城市监测数据点评	看好	4-8

37	第 14 周食用农产品价格连降七周 猪价跌幅收窄——商务部 36 个大中城市监测数据点评	看好	4-14
38	1 季度 CPI 食品类上涨 5.1% 啤酒等进入旺季——国家统计局一季度食品类价格数据点评	看好	4-16
39	近期猪价难大涨 若反弹对鸡肉是利好——关于近期猪肉价格走势的一些看法	看好	1-4
40	第 15 周农产品价格连降七周后首次回升 猪价止跌反弹——商务部 36 个大中城市监测数据点评	看好	4-22
41	第 16 周猪价环比连涨两周 五一节日因素可刺激消费增长——商务部 36 个大中城市价格监测点评	看好	4-29
42	鸡肉标杆企业 健康经济龙头——圣农发展（002299）深度报告	强烈推荐	5-4
43	第 17 周猪价环比连涨三周涨幅收窄 粮价或继续上扬——商务部 36 个大中城市价格监测数据点评	看好	5-5
44	4 月 CPI 食品类涨 5.9% 部分品种中线价值凸显——国家统计局 4 月食品类价格数据点评	看好	5-12
45	酱酒推迟上市 小幅下调盈利预测 维持评级——五粮液（000858）5 月 13 日北京交流会快报	强烈推荐	5-13
46	第 18 周菜价回落猪价略跌 粮价延续涨势——商务部 36 个大中城市价格监测数据点评	看好	5-13
47	第 19 周菜价连跌两周 粮价略涨 维持看好评级——商务部 36 个大中城市价格监测数据点评	看好	5-19
48	五粮液金种子酒等公司估值偏低 可考虑买入——食品饮料部分公司股价异动点评	强烈推荐	5-21
49	第 20 周菜价续跌 猪肉跌幅增大 维持看好评级——商务部 36 个大中城市价格监测数据点评	看好	5-26
50	功能糖巨人 健康经济功臣——保龄宝（002286）调研快报	强烈推荐	5-28
51	第 21 周菜肉降幅收窄 粮价上涨 0.2% 好看啤酒饮料——商务部 36 个大中城市价格监测数据点评	看好	6-3
52	“双蛋” 饮料销量猛增 调升盈利预测与评级——黑牛食品（002387）调研快报	强烈推荐	6-3
53	营养美食转型酒 健康经济新趋势——食品饮料 09 年报和 10 年一季报回望	看好	6-8
54	第 22 周菜价跌猪价升 行业四大看点 维持评级——商务部 36 个大中城市价格监测数据点评	看好	6-10
55	10 年中期业绩预增 152%-184% 维持评级——金种子酒（600199）10 年中期业绩预增公告点评	强烈推荐	6-18
56	第 23 周猪肉水产略涨 看好“世界杯”与健康饮食相关公司——商务部 36 个大中城市数据点评	看好	6-22
57	水灾损失冲减因素多 维持业绩预测与评级——圣农发展（002299）水灾受损公告点评	强烈推荐	6-22
58	第 24 周健康饮食、配料和中报预增公司值得关注——商务部 36 个大中城市价格监测数据点评	看好	6-25
59	鸡价低迷 暂调低预测与评级 长期继续看好——圣农发展（002299）中期业绩修正公告点评	推荐（调降）	7-9
60	玉米涨价吞噬利润 全年降压会有效 维持评级——圣农发展（002299）10 年中报点评	推荐（维持）	7-19
61	营销转型慢于产品创新 调低预测与评级——惠泉啤酒（600573）10 年中报点评	推荐（调降）	7-22

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。

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。