

# 燕京啤酒 (000729)

## 产品结构快速升级，成本压力持续上升

**中性 (维持)**

**现价: 19.98 元**

### 主要数据

行业	食品、饮料
公司网址	www.yanjing.com.cn
大股东/持股	北京燕京啤酒有限公司/56.48%
实际控制人/持股	顺义区人民政府/41.56%
总股本(百万股)	1,210
流通 A 股(百万股)	521
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值(亿元)	239.15
流通 A 股市值(亿元)	102.94
每股净资产(元)	6.5
资产负债率(%)	34.7

### 行情走势图



### 相关研究报告

《燕京啤酒 (000729) 中报点评 - 1H10 业绩低于市场预期、下调 10 年盈利预测，维持“中性”评级》 2010 年 7 月 21 日

《食品饮料行业季报 (2010Q3) - 遥望均贫富，近忧成本升》 2010 年 7 月 9 日

### 研究员

文献 **CFA 食品饮料高级研究员**  
S1060209040123  
0755-22627143  
wenxian@pasc.com.cn

丁芸洁 **联络人**  
S1060110040054  
0755-22625697  
dingyunjie640@pingan.com.cn

## 投资要点

### ■ 1-3Q10 净利同比增长 26%，低于市场预期

1-3Q10，燕京啤酒营收、归属母公司股东净利分别增长 8.1% 和 26%，EPS0.59 元；第 3 季度营收、归属母公司股东净利分别增长 15.6% 和 27.3%，EPS0.26 元，符合我们预期，但低于市场预期。

### ■ 主力市场增长不力拖累销量增速慢于行业

1-3Q10，燕京销量增长 4.6%，低于全国啤酒产量 7.2% 的增速。主要是受部分主要市场销量增速拖累，如北京市场上半年无增长，第三季度也仅增长 6%，福建惠泉上半年销量下降 20%。我们预计，燕京 4 季度销量增速仍将是个位数。

### ■ “燕京”主品牌占比上升，预计成本压力持续上升

3Q10，“燕京”主品牌销量同比增长了 17%，其他品牌大幅下降了 16%。10 年 1-3 季度“燕京”主品牌占比也从 09 年 1-3 季度的 59.6% 上升至 62.6%。由于主品牌价位高，这推动了公司均价和毛利率上升。此背景下，燕京三季度毛利率同比下降 0.7 个百分点表明，与其他啤酒企业一样，燕京成本压力正在上升。实际上，国际大麦价格自今年 6 月以来持续上涨了约 30%，我们预计燕京成本压力将持续上升。

### ■ 维持业绩预测和“中性”评级

维持 10-12 年预测 EPS 至 0.6、0.68 和 0.77 元。以 10 月 27 日 19.98 元收盘价计算，燕京 10-12 年动态 PE 分别为 33、29 和 26 倍，估值贵于青岛啤酒和我们跟踪的其他食品饮料重点公司，维持“中性”评级。

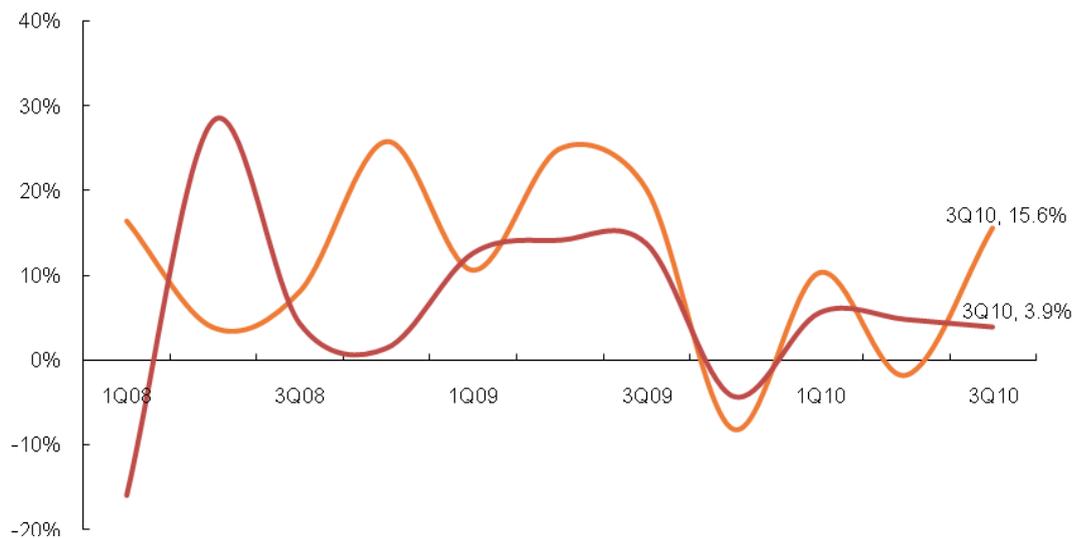
	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
主营收入 (百万元)	8,246.5	9,490.1	10,031.1	11,220.7	12,553.8
YoY (%)	10.9	15.1	5.7	11.9	11.9
净利润 (百万元)	461.3	627.5	731.1	823.3	929.8
YoY (%)	12.6	36.0	16.5	12.6	12.9
毛利率 (%)	36.7	39.8	40.1	40.2	40.3
净利率 (%)	5.6	6.6	8.7	8.8	8.9
ROE (%)	6.7	8.5	9.73	10.46	11.19
EPS (摊薄/元)	0.4	0.5	0.60	0.68	0.77
P/E (倍)	51.8	38.1	33.1	29.4	26.0
P/B (倍)	3.5	3.3	3.2	3.0	2.8

图表 1 三季度报快读

	3Q09	3Q10	QoQ	1-3Q09	1-3Q10	YoY	
营业收入	3,391	3,921	15.6%	8,285	8,956	8.1%	3Q10均价升11%，销量升约4%。均价上升是因为主品牌燕京销量增长17%，占比上升
营业成本	1,921	2,257	17.5%	4,914	5,174	5.3%	
毛利率	43.4%	42.4%	-0.9%	40.7%	42.2%	1.5%	高档产品占比上升是毛利率升高主因，3Q09年原材料成本基数可能较低
毛利	1,470	1,664	13.2%	3,371	3,782	12.2%	
营业税金及附加	401	436	8.9%	961	995	3.5%	
销售费用	434	495	13.8%	930	1,106	19.0%	
管理费用	234	270	15.4%	612	660	7.8%	
财务费用	21	9	-58.1%	65	29	-55.2%	
资产减值损失	0	0	0.0%	2	0	-100.0%	
公允价值变动收益	0	0	0.0%	0	0	0.0%	
投资收益	0	0	-100.0%	-1	0	100.0%	
营业利润	380	454	19.4%	801	992	23.9%	
营业利润率	11.2%	11.6%	0.4%	9.7%	11.1%	1.4%	
营业外收入	12	5	-57.0%	73	39	-46.5%	
营业外支出	5	6	9.2%	10	8	-17.7%	
利润总额	387	453	17.2%	864	1,023	18.4%	
所得税	76	91	20.4%	179	196	9.5%	
所得税率	19.9%	20.1%	0.2%	22.3%	19.7%	-2.6%	
少数股东损益	65	49	-24.5%	121	116	-4.4%	
归属于母公司净利润	246	313	27.3%	564	712	26.1%	
净利率	9.2%	9.2%	0.1%	8.3%	9.2%	1.0%	
EPS	0.20	0.26	27.3%	0.47	0.59	26.1%	我们预计2010年EPS0.6元

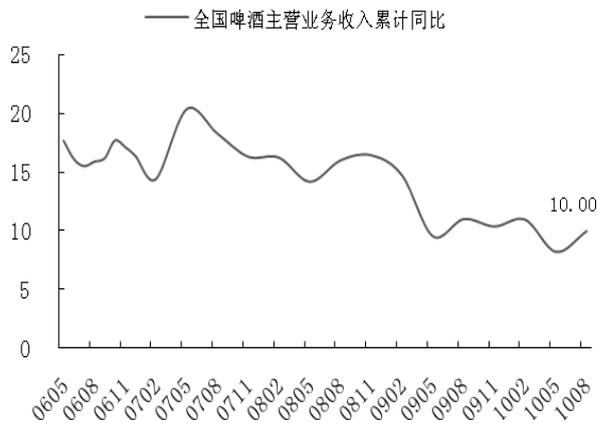
资料来源：公司公告、平安证券研究所、Wind

图表 2 3Q10营收增长15.6%，销量增长3.9%



资料来源：公司公告、平安证券研究所

图表 3 规模以上啤酒企业1-8月营收增长10%



图表 4 规模以上啤酒企业1-8月产量增长7.2%



备注：全国啤酒累计营收增速累计月份为1-8月

资料来源：公司公告、平安证券研究所

资料来源：公司公告、平安证券研究所

图表 5 食品饮料重点公司估值对比

股票名称	股票代码	股票价格（元） 10月27日	EPS（元/股）			PE（倍）			评级
			2009	10E	11E	2009	10E	11E	
双汇发展	000895	49.48	1.50	1.88	2.24	32.9	26.3	22.1	强烈推荐
山西汾酒	600809	64.96	0.82	1.25	1.85	79.2	52.2	35.1	强烈推荐
张裕 A	000869	110.12	2.14	2.60	3.26	51.5	42.3	33.8	强烈推荐
张裕 B	200869	87.24	2.14	2.60	3.26	40.8	33.5	26.7	
贵州茅台	600519	168.15	4.57	5.75	6.81	36.8	29.3	24.7	强烈推荐
五粮液	000858	35.95	0.85	1.20	1.54	42.1	29.9	23.3	推荐
泸州老窖	000568	39.98	1.20	1.45	1.65	33.3	27.6	24.3	推荐
青岛啤酒	600600	36.34	0.93	1.20	1.43	39.2	30.3	25.3	推荐
燕京啤酒	000729	19.98	0.52	0.60	0.68	38.5	33.1	29.4	中性
伊利股份	600887	37.79	0.81	0.94	1.13	46.6	40.4	33.6	推荐
均值						44.1	34.5	27.8	

资料来源：平安证券研究所、WIND

附注：财务报表

损益表 (百万元, 元/股)					现金流量表 (百万元)				
	2009A	2010E	2011E	2012E		2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	9,490	10,031	11,221	12,554	净利润	752	877	987	1,115
YoY	15.1%	5.7%	11.9%	11.9%	折旧摊销	632	661	665	660
营业成本	5,713	6,005	6,706	7,492	营运资金投资	571	-460	-246	-80
毛利率	39.8%	40.1%	40.2%	40.3%	经营活动现金净流量	2,059	1,152	1,505	1,787
营业税金及附加	1,121	1,253	1,401	1,566	资本开支	-926	-706	-607	-657
股权激励费用	0	0	0	0	投资活动现金净流量	-891	-705	-607	-657
销售费用	1,013	1,013	1,133	1,268	债务融资	-689	0	0	0
管理费用	743	743	832	930	股权融资	-194	-194	-226	-412
财务费用	68	47	39	25	支付红利	-1,004	-241	-264	-437
投资净收益	0	0	0	0	融资活动现金净流量	164	206	634	693
营业利润	819	971	1,111	1,272	当年现金净流量	752	877	987	1,115
加：营业外收入	125	125	125	125					
减：营业外支出	15	15	15	15	资产负债表 (百万元)				
利润总额	928	1,080	1,220	1,382	货币资金	1,042	1,248	1,882	2,575
减：所得税	176	204	233	267	应收款项	142	187	192	213
净利润	752	877	987	1,115	预付款项	225	598	500	533
减：少数股东损益	125	145	164	185	存货	2,430	2,629	3,002	3,274
归属母公司所有者净利	627	731	823	930	其他流动资产	71	91	94	104
YoY	7.9%	8.7%	8.8%	8.9%	流动资产合计	3,910	4,753	5,671	6,699
销售净利率	36.0%	16.5%	12.6%	12.9%	长期股权投资	67	67	67	67
EPS (当年股本)	0.52	0.60	0.68	0.77	固定资产	7,203	7,248	7,191	7,188
EPS (最新股本摊薄)	0.52	0.60	0.68	0.77	无形资产	613	613	611	611
					其他非流动资产	63	62	62	62
重要指标速览					非流动资产合计	7,945	7,990	7,931	7,928
	2009A	2010E	2011E	2010E	资产总计	11,856	12,743	13,602	14,627
估值					短期借款	1,205	1,205	1,205	1,205
PE	38.5	33.1	29.4	26.0	应付款项	577	753	796	862
PEG	2.8	1.9	1.6	1.4	预收款项	278	312	281	358
PB	3.3	3.2	3.0	2.8	应付股利	24	250	436	489
PS	2.5	2.4	2.2	1.9	其他流动负债	1,104	1,098	1,183	1,363
EV/EBITDA	0.8%	0.9%	1.7%	1.9%	流动负债合计	3,188	3,618	3,901	4,277
股息收益率					长期借款	9	9	9	9
经营回报率	8.8%	9.7%	10.5%	11.2%	应付债券	0	0	0	0
ROE	5.9%	6.5%	6.9%	7.3%	其他非流动负债	17	17	17	17
ROA					非流动负债合计	25	25	25	25
资本结构及偿债能力	27.1%	28.6%	28.9%	29.4%	负债合计	3,214	3,643	3,927	4,302
资产负债率	46.4%	58.7%	68.4%	80.1%	归属母公司所有者权益	7,355	7,667	8,079	8,544
速动比率					其中：实收资本	1,210	1,210	1,210	1,210
运营效率	2.3	2.4	2.4	2.4	少数股东权益	1,287	1,432	1,596	1,781
存货周转率	2.4	2.3	2.2	2.0	股东权益合计	8,642	9,100	9,675	10,325
流动资产周转率	1.3	1.4	1.6	1.7	负债及股东权益总计	11,856	12,743	13,602	14,627
固定资产周转率	38.5	33.1	29.4	26.0					

## 平安证券综合研究所投资评级：

### 股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在  $\pm 10\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

### 行业投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 10%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%至 10%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在  $\pm 5\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

### 风险提示：

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

### 免责条款：

此报告旨在发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能尽依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司 2010 版权所有。保留一切权利。

## 中国平安 PINGAN

### 平安证券综合研究所

地址：深圳市福田区金田路大中华国际交易广场 8 层

邮编：518048

电话：4008866338

传真：(0755) 8244 9257