



报告日期: 2011年3月2日

燕京啤酒 (000729): 产能扩张加速, 发展势头良好

市场数据		2011年3月2日	
当前价格(元)	19.04		
52周价格区间(元)	17.80-23.88		
总股本(万股)	121026.70		
流通股(万股)	52095.00		
第一大股东	北京燕京啤酒有限公司		
持股比例	56.48%		

■ 投资要点:

财务数据摘要				
单位: 百万	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	9490	10345	11914	13774
同比(%)	15%	9%	15%	16%
归属母公司净利润	627	778	907	1097
同比(%)	36%	24%	17%	21%
毛利率(%)	39.8%	39.8%	39.6%	39.8%
每股收益(元)	0.52	0.64	0.75	0.91
P/E	37	30	25	21
P/B	3.13	2.90	2.66	2.41

- ◆ 总体产能扩张加快, 全国布局迈出新步伐。公司计划十二五期间新增产能 300 万吨, 预计 2015 年底燕京啤酒产能可达到 800 万吨, 1/3 将来自并购。公司亦看好未来西部市场, 目前公司已在四川、云南、新疆建厂。随着兼并收购速度的加快, 以及 2010 年的低基数效应, 公司未来啤酒销量增速不会低于 6%。
- ◆ 外延式扩张带来产能增速加快。公司一直奉行收购优质公司的策略, 不盲目扩张, 在收购标的的选择上首先考虑的是质量, 其次是产能。预计公司 2011 年的产能扩张将达到 100 万吨, 销量和收入增速将快于 2010 年。
- ◆ 啤酒大麦价格略有上涨, 但对业绩影响不大。另外, 燕京啤酒价格相对行业及可比公司较低, 较低的基数决定了其长期存在更大的提价空间。对于提价, 公司一直奉行提价到终端的原则, 必须保证终端销售价格提升, 以保证经销商有利可图, 稳定销售渠道。
- ◆ 投资建议: 预计公司未来 3 年 EPS 分别为 0.64 元、0.75 元、0.91 元, 对应 PE 分别为 30 倍、25 倍、21 倍。公司股价有明显的安全边际, 4 月份可转债进入转股期, 目前股价尚在转股价之下。另外伴随啤酒销售旺季逐步来临, 配合业绩提升和估值修复, 股价存在较大上行空间, 给予公司“推荐”评级。

华龙证券研究中心

联系人: 谢雯婷

执业证书编号: S0230110040001

电话: 0931-8836765

邮箱: xwt8312@126.com

研究员: 文育高

执业证书编号: S0230205110423

公司目前是中国最大的啤酒制造企业之一，产品销售遍布全国各省市，并且形成了北京、广西、内蒙、福建和湖北等优势销售区域，公司啤酒的产销规模 and 市场份额已处于国内啤酒行业的领先地位。公司的主要竞争对手是青岛啤酒和华润雪花啤酒。公司主营业务是啤酒、矿泉水、啤酒原料、饲料、酵母、塑料箱的制造和销售，其中啤酒业务占主营收入比例约 97%。

1、总体产能扩张加快，全国布局迈出新步伐。公司计划十二五期间新增产能 300 万吨，预计 2015 年底燕京啤酒产能可达到 800 万吨，其中 1/3 将来自并购。内延式扩张方面，公司已通过 2010 年发行可转债募集资金 11.3 亿元进行 60 万吨新增啤酒厂能扩张，目前都已投产。外延式扩张方面，2010 年公司完成两笔收购：河南月山啤酒（2010 年 8 月以 2.27 亿元全资收购河南月山啤酒。收购完成后，燕京在河南市场拥有了 40 万吨的生产基地）和内蒙古金川啤酒（2010 年底以 1.5 亿元收购了内蒙古金川啤酒 96% 股权。收购完成后，燕京在内蒙古拥有 9 个啤酒工厂，占据当地 70% 以上的市场份额）。河南是众多啤酒厂商争夺的焦点之地，是全国仅次于山东的第二大啤酒消费大省。从市场布局来说，河南是燕京相对空白市场及实现南北贯通的重要，入主河南后，则实现其销售版图南北相连，东西互通，连点成片。公司选择河南市场既可暂时避开和青岛啤酒的直接竞争，又能巩固北京优势市场。另外，公司亦看好未来西部市场，目前公司已在四川、云南、新疆建厂。随着兼并收购速度的加快，以及 2010 年的低基数效应，公司未来啤酒销量增速不会低于 6%。

2、外延式扩张带来产能增速加快。公司一直奉行的策略是收购优质公司，不盲目扩张，在收购标的的选择上首先考虑的是质量，其次才是产能。近期收购的月山啤酒、金川啤酒在当地皆有良好的口碑与市场。考虑到收购的产能（月山啤酒、金川啤酒）约 40 万吨，再加上募集资金新建的 60 万吨产能，预计公司 2011 年的产能扩张将达到 100 万吨，销量和收入增速将快于 2010 年。

3、惠泉啤酒的销售恢复带来福建市场业绩增加。目前广西漓泉管理层已转至惠泉啤酒，期待漓泉管理层利用其成熟的理念与模式，为福建市场开辟出一条理想的销售模式，带动公司 2011 年惠泉啤酒在福建市场的销售反弹，从而带动公司 2011 年在福建市场的业绩大幅增长。

4、啤酒大麦价格略有上涨，但是对业绩影响不大。预计明年大麦价格将略有上涨，长期来看大麦价格相对稳定，且燕京的成本承受能力和产品议价能力较强，近年来并未因大麦价格上涨而影响利润，因此大麦价格上涨对燕京啤酒的业绩影响不大。另外，燕京啤酒在北京地区主导产品近期已进行提价，预期公司其它地区也将相继提价。燕京啤酒实行聚焦策略，只有在像北京、广西、内蒙这样取得 80% 以上的市场份额的地区实行提价，由于牢固掌控终端市场，则提价对销量影响较小。如果市场份额低于 30%，那么提价则会带来销量的大幅下降。另外，

燕京吨酒价格相对行业以及可比公司较低，较低的基数决定了其长期存在更大的提价空间。对于提价，公司一直奉行提价到终端的原则，必须保证终端销售价格提升，以保证经销商有利可图，稳定销售渠道。

5、本次可转债募集资金将用于以下项目，均用于应对因销售持续增长而带来的产能不足的问题。

(1) 拟投资 20,000 万元用于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，提升生产能力，解决产能不足的问题；(2) 拟投资 30,000 万元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；(3) 拟投资 8,000 万元对江西燕京啤酒有限责任公司增资用于其扩建工程；(4) 拟投资 25,000 万元设立北京燕京啤酒（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；(5) 拟投资 30,000 万元设立燕京啤酒（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。

盈利预测:

基本假设:

- (1) 2010-2012 年啤酒销售额增速分别为 6%、10%、10%
- (2) 2010-2012 年吨酒价格分别上涨 4%、6%、6%
- (3) 2010-2012 年啤酒销售毛利率分别为 40.33%、40%、40%
- (4) 暂不考虑可转债转股后股本稀释的影响

投资建议:

根据我们的调研情况，对公司 2010-2012 年业绩进行测算，预计公司未来 3 年 EPS 分别为 0.64 元、0.75 元、0.91 元，对应 PE 分别为 30 倍、25 倍、21 倍。看好公司未来产能加速扩张带来业绩提升，并逐步向全国布局迈进。公司股价有明显的安全边际，4 月份可转债进入转股期，目前股价尚在转股价之下。另外伴随啤酒销售旺季逐步来临，配合业绩提升和估值修复，股价存在较大上行空间，给予公司“推荐”评级。

风险提示:

- 1、啤酒的销售旺季集中在夏秋两季，异常天气可能引起销量的波动。
- 2、国际市场啤酒大麦价格剧烈波动。

表 1: 公司分业务收入预测

单位: 百万元		2009A	2010E	2011E	2012E
啤酒	销售收入	9015.90	9941.58	11591.88	13516.13
	吨酒价格(元/吨)	2022.00	2102.88	2229.05	2362.80
	啤酒销量(万吨)	446.00	472.76	520.04	572.04
	销售成本	5369.50	5931.83	6955.13	8109.68
	销售利润	3646.40	4009.75	4636.75	5406.45
	销售毛利率	40.44%	40.33%	40.00%	40.00%
	收入占比	95%	96.10%	97.29%	98.13%
	毛利占比	97%	97.35%	98.15%	98.73%
其他	销售收入	474.22	403.09	322.47	257.98
	销售成本	343.45	294.00	235.20	188.25
	销售利润	130.77	109.09	87.27	69.73
	销售毛利率	27.58%	27.06%	27.06%	27.03%
	收入占比	5.00%	3.90%	2.71%	1.87%
	毛利占比	3.46%	2.65%	1.85%	1.27%
合计	销售收入	9490.12	10344.66	11914.35	13774.10
	销售成本	5712.95	6225.83	7190.33	8297.93
	毛利	3777.17	4118.83	4724.02	5476.18
	销售毛利率	39.80%	39.82%	39.65%	39.76%

资料来源: 华龙证券

附：财务预测表

资产负债表				单位:百万元				利润表				单位:百万元			
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	
流动资产	3910	5170	6853	8675	营业收入	9490	10345	11914	13774	营业收入	9490	10345	11914	13774	
现金	1042	1654	2798	4002	营业成本	5713	6230	7190	8298	营业税金及附加	1121	1221	1394	1598	
应收账款	108	168	176	202	营业费用	1013	1062	1230	1425	管理费用	743	798	907	1046	
其他应收款	71	134	138	146	财务费用	68	49	19	-33	资产减值损失	14	14	16	15	
预付账款	225	533	605	678	公允价值变动收益	0	0	0	0	投资净收益	0	12	12	12	
存货	2430	2636	3084	3586	营业利润	819	984	1171	1438	营业外收入	125	130	135	140	
其他流动资产	34	45	52	62	营业外支出	15	15	16	16	利润总额	928	1099	1290	1562	
非流动资产	7945	7439	6883	6342	所得税	176	169	206	252	净利润	752	930	1084	1309	
长期投资	67	81	71	71	少数股东损益	125	152	177	212	归属母公司净利润	627	778	907	1097	
固定资产	6851	6405	5867	5277	EBITDA	1519	1665	1835	2056	EPS (元)	0.52	0.64	0.75	0.91	
无形资产	613	707	808	908	主要财务比率					会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	
其他非流动资产	415	245	138	86	成长能力					营业收入	15.1%	9.0%	15.2%	15.6%	
资产总计	11856	12609	13737	15018	营业利润	65.9%	20.2%	19.0%	22.8%	归属于母公司净利润	36.0%	23.9%	16.6%	21.0%	
流动负债	3188	3220	3495	3738	获利能力					毛利率(%)	39.8%	39.8%	39.6%	39.8%	
短期借款	1205	1383	1418	1430	净利率(%)	6.6%	7.5%	7.6%	8.0%	净利率(%)	6.6%	7.5%	7.6%	8.0%	
应付账款	553	670	785	910	ROE(%)	8.5%	9.8%	10.5%	11.5%	ROIC(%)	8.1%	9.6%	11.3%	13.6%	
其他流动负债	1430	1168	1291	1398	偿债能力					资产负债率(%)	27.1%	25.6%	25.2%	24.1%	
非流动负债	25	11	-27	-117	净负债比率(%)	40.57%	45.81%	43.45%	38.96%	流动比率	1.23	1.61	1.96	2.32	
长期借款	9	11	-27	-117	速动比率	0.46	0.79	1.08	1.36	营运能力					
其他非流动负债	17	-0	0	0	总资产周转率	0.81	0.85	0.90	0.96	应收账款周转率	67	61	56	59	
负债合计	3214	3231	3468	3621	应付账款周转率	9.43	10.19	9.88	9.79	每股指标 (元)					
少数股东权益	1287	1439	1617	1829	每股收益	0.52	0.64	0.75	0.91	每股经营现金流	1.70	0.64	1.18	1.28	
股本	1210	1210	1210	1210	每股净资产	6.08	6.56	7.15	7.91						
资本公积	3653	3653	3653	3653											
留存收益	2492	3076	3789	4705											
归属母公司股东权	7355	7939	8652	9568											
负债和股东权益	11856	12609	13737	15018											
现金流量表	单位:百万元														
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E											
经营活动现金流	2059	780	1424	1555	毛利润率(%)	39.8%	39.8%	39.6%	39.8%						
净利润	752	930	1084	1309	净利率(%)	6.6%	7.5%	7.6%	8.0%						
折旧摊销	632	632	645	651	ROE(%)	8.5%	9.8%	10.5%	11.5%						
财务费用	68	49	19	-33	ROIC(%)	8.1%	9.6%	11.3%	13.6%						
投资损失	-0	-12	-12	-12	偿债能力										
营运资金变动	577	-800	-325	-366	资产负债率(%)	27.1%	25.6%	25.2%	24.1%						
其他经营现金流	30	-19	13	6	净负债比率(%)	40.57%	45.81%	43.45%	38.96%						
投资活动现金流	-891	-108	-93	-103	流动比率	1.23	1.61	1.96	2.32						
资本支出	904	0	0	0	速动比率	0.46	0.79	1.08	1.36						
长期投资	4	11	-9	1	营运能力										
其他投资现金流	17	-96	-102	-103	总资产周转率	0.81	0.85	0.90	0.96						
筹资活动现金流	-1004	-60	-187	-248	应收账款周转率	67	61	56	59						
短期借款	-528	178	36	12	应付账款周转率	9.43	10.19	9.88	9.79						
长期借款	-81	2	-38	-89	每股指标 (元)										
普通股增加	0	0	0	0	每股收益	0.52	0.64	0.75	0.91						
资本公积增加	-14	0	0	0	每股经营现金流	1.70	0.64	1.18	1.28						
其他筹资现金流	-381	-240	-185	-170	每股净资产	6.08	6.56	7.15	7.91						
现金净增加额	164	612	1144	1204											

投资评级说明:**华龙证券公司投资评级说明:**

推 荐:预期未来 6 个月内股票价格上涨幅度超过大盘在 10%以上;

谨慎推荐:预期未来 6 个月内股票价格上涨幅度超过大盘在 5%以上;

中 性:预期未来 6 个月内股票价格变动幅度相对大盘的波动幅度在-10%-10%;

回 避:预期未来 6 个月内股票价格下跌幅度超过大盘在 10%以上。

华龙证券行业投资评级说明:

推 荐:预期未来 6 个月内行业指数上涨幅度超过大盘在 10%以上;

中 性:预期未来 6 个月内行业指数变动幅度相对大盘的波动幅度在-10%-10%;

回 避:预期未来 6 个月内行业指数下跌幅度超过大盘在 10%以上;

本报告是华龙证券研究中心的研究员通过深入研究,对公司的投资价值做出的评判,谨代表华龙证券研究中心的观点,投资者需根据情况自行判断,我们对投资者的投资行为不负任何责任。华龙证券研究中心无报告更新的义务,如果报告中的具体情况发生了变化,我们将不会另行通知。本报告版权属华龙证券有限责任公司及其研究中心所有。未经许可,严禁以任何方式将本报告全部或部分翻印和传播。

This report is issued by China-dragon Securities R & D Center and based on information obtained from sources believed to be reliable but is not guaranteed as being accurate, nor is it a complete statement or summary of the securities, markets or developments referred to in the report. The report should not be regarded by recipients as a substitute for the exercise of their own judgments. Any opinions expressed in this report are subject to change without notice and China-dragon Securities R & D Center is not under any obligation to upgrade or keep current the information contained herein. All rights reserved. No part of this report may be reproduced or distributed in any manner without the written permission of China-dragon Securities Co. Ltd.