

燕京啤酒 (000729)

买入/维持评级

股价: RMB19.58

分析师

洪婷  
SAC 执业证书编号:S1000510120012  
(021)6849 8639  
hongting@mail.htlhc.com.cn

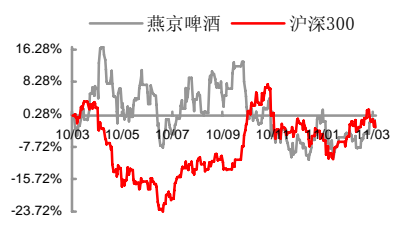
蒋小东  
SAC 执业证书编号:S1000510120031  
(021)6849 8615  
jiangxiaodong@mail.htlhc.com.cn  
逄海燕  
SAC 执业证书编号:S1000510120030  
(021)6849 8615  
luhy@mail.htlhc.com.cn

相关研究

基础数据

总股本 (百万股)	1,210
流通 A 股 (百万股)	1,210
流通 B 股 (百万股)	0
可转债 (百万元)	
流通 A 股市值 (百万元)	23,697

最近 52 周股价走势图



资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

三大调整推升业绩, 可转债转股带来安全边际

—燕京啤酒 2010 年报点评

- 燕京啤酒 2010 年实现营业收入 102.98 亿元,同比增长 8.52%,归属于母公司的净利润为 7.70 亿元,同比增长 22.69%,实现每股收益 0.64 元,基本符合我们之前 0.65 元的盈利预测。
- 销量增速好于行业, 品牌及产品结构提升帮助公司毛利率保持稳定增长。公司 2010 年啤酒总销量为 503 万吨 (含托管), 同比增长 7.7%, 而啤酒行业销量的同比增速为 6.28%, 公司销售增速超过行业, 公司在北京市外市场特别是新市场的快速增长推升销售增速, 广东省销量增长 32%; 新疆市场增长 206%。公司 2010 年毛利率为 41.33%, 较 2009 年略升 1.5 个百分点, 品牌及产品结构的提升推动公司吨酒价格上升 1%, 燕京啤酒占总比超过 60%; “1+3” 品牌占比超过 90%。
- 三大调整将继续推升公司 2011 年销量并保持盈利能力稳定。公司 2010 年开始的产品结构、品牌结构和市场结构的三大调整实现 2010 年业绩的稳定增长。我们认为 2011 年 3 大调整将继续推升公司业绩, 一方面公司 2010 年收购的河南月山、内蒙金川将增加公司今年总销量, 同比在大西南地区的销售扩张继续, 预计今年总销量增速将超过 10%。另一方面虽然由于进口大麦芽价格的提升(进口啤麦价格已超 300 美元/吨), 今年公司吨酒成本将上升; 但是公司也将通过提价 (年初北京地区普啤提价 18%) 和产品结构的提升部分转嫁成本上升压力, 实现毛利率的稳定。
- 1 季度销售增长好于去年, 可转债转股价格带来安全边际, 估值偏低维持买入。据我们了解公司今年 1-2 月的销售情况较好, 增速超去年同期并好于行业平均水平, 同时公司未来 5 年将实现至少 300 万吨的增量, 我们预计 2011-2013 年 EPS 分别为 0.85、1.13 和 1.48 元, 相对于目前的股价 2011 年的 PE 为 23 倍, 估值较低。同时公司可转债今年 4 月将进入转股期, 发行时确定的初始转股价在 21.86 元, 高于目前股价, 有较高的安全边际, 同时为实现顺利转股, 公司也有较强释放业绩的动力, 2011 年业绩增速可期。我们认为 5、6 月份啤酒销售旺季将是投资该公司的较好时机, 维持买入评级。
- 风险提示: 极端气候影响啤酒销量, 大麦芽价格增幅高于预期。

经营预测与估值	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	10298.4	12168.0	13857.0	15636.0
(+/-%)	8.5	18.2	13.9	12.8
归属母公司净利润(百万元)	769.9	1025.0	1370.0	1795.0
(+/-%)	22.7	33.2	33.6	31.1
EPS(元)	0.64	0.85	1.13	1.48
P/E(倍)	30.8	23.6	17.7	13.5

资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
<b>流动资产</b>	5078	6846	6910	8027	<b>营业收入</b>	10298	12168	13857	15636
现金	1516	1825	1386	2021	营业成本	6042	7019	7835	8584
应收账款	75	213	235	260	营业税金及附加	1178	1411	1594	1798
其他应收款	70	149	169	197	营业费用	1212	1338	1455	1595
预付账款	431	689	619	666	管理费用	829	913	970	1016
存货	2983	3046	3449	3694	财务费用	46	50	50	50
其他流动资产	3	924	1053	1188	资产减值损失	8	0	0	0
<b>非流动资产</b>	9593	6807	6203	5566	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	199	0	0	0	投资净收益	1	0	0	0
固定资产	7476	5865	5196	4487	<b>营业利润</b>	984	1436	1953	2593
无形资产	711	816	921	1010	营业外收入	126	125	125	125
其他非流动资产	1207	127	86	69	营业外支出	22	20	20	20
<b>资产总计</b>	14671	13653	13114	13593	<b>利润总额</b>	1088	1541	2058	2698
<b>流动负债</b>	4110	6252	4066	2387	所得税	220	308	412	540
短期借款	1621	4313	2067	214	净利润	868	1233	1646	2158
应付账款	803	803	874	926	少数股东损益	98	207	277	363
其他流动负债	1686	1137	1126	1246	归属母公司净利润	770	1025	1370	1795
<b>非流动负债</b>	1052	151	151	151	EBITDA	1823	2312	2853	3509
长期借款	150	150	150	150	EPS (元)	0.64	0.85	1.13	1.48
其他非流动负	902	1	1	1					
<b>负债合计</b>	5162	6403	4217	2538	<b>主要财务比率</b>				
少数股东权益	1334	1541	1818	2181	<b>会计年度</b>	<b>2010</b>	<b>2011E</b>	<b>2012E</b>	<b>2013E</b>
股本	1210	1210	1210	1210	<b>成长能力</b>				
资本公积	3896	494	494	494	营业收入	8.5%	18.2%	13.9%	12.8%
留存收益	3068	4094	5463	7259	营业利润	20.2%	45.9%	36.0%	32.8%
归属母公司股	8175	5798	7168	8963	归属母公司净利润	22.7%	33.2%	33.6%	31.1%
<b>负债和股东权</b>	14671	13743	13204	13683	<b>获利能力</b>				
					毛利率(%)	41.3%	42.3%	43.5%	45.1%
					净利率(%)	7.5%	8.4%	9.9%	7.5%
					ROE(%)	9.4%	17.7%	19.1%	20.0%
					ROIC(%)	7.8%	12.0%	16.5%	22.5%
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率(%)	35.2%	46.6%	31.9%	18.5%
					净负债比率(%)	113.93%	69.70%	52.56%	14.5%
					流动比率	1.24	1.09	1.70	3.36
					速动比率	0.51	0.61	0.85	1.82
					<b>营运能力</b>				
					总资产周转率	0.78	0.86	1.04	1.17
					应收账款周转率	99	85	62	63
					应付账款周转率	8.91	8.75	9.35	9.54
					<b>每股指标(元)</b>				
					每股收益(最新摊)	0.64	0.85	1.13	1.48
					每股经营现金流	1.33	0.10	1.74	2.29
					每股净资产(最新)	6.75	4.79	5.92	7.41
					<b>估值比率</b>				
					P/E	31.44	23.60	17.67	13.48
					P/B	2.96	4.17	3.38	2.70
					EV/EBITDA	14	11	9	7

数据来源: 华泰联合证券研究所



**华泰联合证券评级标准:**

时间段 报告发布之日起 6 个月内  
基准市场指数 沪深 300 (以下简称基准)

**股票评级**

买 入 股价超越基准 20%以上  
增 持 股价超越基准 10%-20%  
中 性 股价相对基准波动在  $\pm 10\%$  之间  
减 持 股价弱于基准 10%-20%  
卖 出 股价弱于基准 20%以上

**行业评级**

增 持 行业股票指数超越基准  
中 性 行业股票指数基本与基准持平  
减 持 行业股票指数明显弱于基准

**免责声明**

本研究报告仅供华泰联合证券有限责任公司(以下简称“华泰联合证券”)客户内部交流使用。本报告是基于我们认为可靠且已公开的信息,我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更。我们会适时更新我们的研究,但可能会因某些规定而无法做到。

本报告所载信息均为个人观点,并不构成所涉及证券的个人投资建议,也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。某些交易,包括牵涉期货、期权及其它衍生工具的交易,有很大的风险,可能并不适合所有投资者。

华泰联合证券是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。我公司可能会持有报告中提及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、财务顾问或金融产品等相关服务。

我们的研究报告主要以电子版形式分发,间或也会辅以印刷品形式分发。我们向所有客户同时分发电子版研究报告。

©版权所有 2011 年 华泰联合证券有限责任公司研究所

未经书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何形式复制、转发或公开传播。如欲引用或转载本文内容,务必联络华泰联合证券研究所客户服务部,并需注明出处为华泰联合证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

**深圳**

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 25 层  
邮政编码: 518048  
电 话: 86 755 8249 3932  
传 真: 86 755 8249 2062  
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn

**上海**

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 45 层  
邮政编码: 200120  
电 话: 86 21 5010 6028  
传 真: 86 21 6849 8501  
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn