

公司评级

谨慎推荐（首次）

公司基本情况

总股本（万股）	121027
流通股本（万股）	52095
总市值（亿元）	235
流通市值（亿元）	101

公司股价走势图



相关报告

《通胀&升级 酒香四溢》

2010年12月28日

《行业估值略显压力 白酒涨价预期持续—食品饮料4季度投资策略》

2010年10月8日

《白酒业绩喜人 旺季消费将启—食品饮料9月投资策略》

2010年9月1日

《看好中端白酒和功能保健食品—食品饮料行业2010年中期投资策略》

2010年7月12日

研发部

冉伶俐

SAC 执业证书编号：S1340510120003

联系电话：010-68858132

Email: ranlingli@cnpsec.com

低成本外延扩张加速
——燕京啤酒（000729）年报点评
事件：

公司发布2010年年报。

点评：

- **年报业绩。**2010年，公司营业收入102.98亿元，同比增长8.52%；归属于上市公司股东的净利润7.7亿元，同比增长22.69%；基本每股收益0.64元。其中，第四季度，净利润5800万元，EPS0.05元。2010年分配预案：每10股派现2元。
- **销量增速快于行业，市占率提升。**2010年，公司共生产销售啤酒503万千升（含托管企业），同比增长7.71%，快于国内啤酒行业6.28%的增速。公司市场占有率上升至11.22%。分地区看，增速较快的省份有四川（73.58%）、广东（32.26%）、新疆（206%）和山西（20%）。
- **成本甜蜜期已过，第四季度毛利率已回落。**公司大麦采购一年一次（9月-12月采购），大麦占成本比重20%，采购进口大麦和国产大麦的比为4:6。公司2010年净利润增速较快主要是由于2009年采购大麦的低成本使啤酒毛利率提升了1.72个百分点，达42.16%。2010年度第四季度进口大麦采购价格涨幅在50%以上，国产大麦涨幅在20%-30%。所以公司的成本甜蜜期已过，我们也看到公司第四季度的毛利率环比下降了7个百分点。
- **“1+3”品牌发展战略提升品牌结构。**“1+3”品牌发展战略着力提升“燕京”主品牌在公司全国市场上的影响力和主导作用，实现了“燕京”、“漓泉”、“惠泉”、“雪鹿”四大品牌集中度稳步提高。2010年，四大品牌的集中度已经达到了90%，其中燕京品牌占60%以上。

	2009A	2010A	2011E	2012E
营业收入	9,490	10,298	12,496	14,351
(+/-)	15.08%	8.52%	21.34%	14.85%
营业利润	819	984	1,244	1,589
(+/-)	65.91%	20.21%	26.46%	27.69%
归属于母公司的净利润	627	770	979	1,230
(+/-)	36.03%	22.69%	27.14%	25.63%
每股收益（元）	0.52	0.64	0.81	1.02
市盈率（倍）	37	31	24	19

- **公司已形成了以北京为核心，辐射全国的市场格局，品牌价值持续提升。**公司目前拥有北京、广西、内蒙古、福建、湖北五大优势竞争区，特别是在北京、广西、内蒙古三个市场上有绝对的优势地位。2010年燕京品牌价值168.33亿元，漓泉品牌价值36.90亿元，惠泉品牌价值26.72亿元，雪鹿品牌价值13.28亿元。十一五期间，公司这4个品牌的品牌价值从152亿元增长到245.23亿元，增长61%，2010年同比增长6.84%。
- **今年业绩关注量的扩张和淡季提价。**公司去年可转债募集项目今年投产将新增60万吨产能，公司去年新收购两家公司产能约40万吨，这样公司今年产能将新增100万吨。今年1月中旬起普通装10度燕京清爽和燕京本生出厂价每瓶上涨16%至18%。
- **可转债进入转股期，刺激业绩释放。**公司可转债4月15日进入转股期，转股价格为21.86元/股，大股东配售占比56.47%。公司目前股价19.43元，低于转股价，我们认为公司有动力释放业绩。
- **盈利预测和评级。**我们预计公司2011和2012年的EPS分别为0.81元和1.02。以最新收盘价19.43元计算，对应的PE分别为24X和19X，给予公司“谨慎推荐”的评级。
- **风险提示。**(1) 大麦价格上涨幅度超预期；(2) 异常气候的不利影响。

图表 1: 公司可转债募投项目

项目名称	新增啤酒产能 (万千升)
北京燕京啤酒股份有限公司年产10万千升纯生啤酒技术	10
对广东燕京啤酒有限公司增资用于其年产15万千升啤酒三期项目	15
对江西燕京啤酒有限责任公司增资用于其扩建工程	5
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	10
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	20

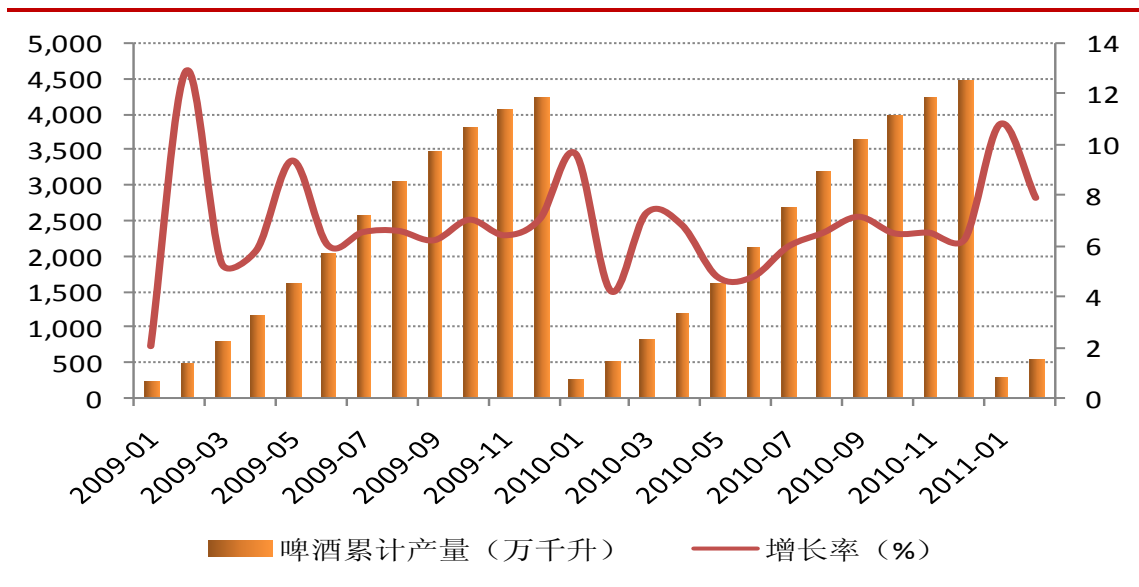
数据来源: 公司网站, 中邮证券研发部

图表 2: 公司对外收购 (2010 年)

	日期	收购标的	收购价格 (亿元)	持股比例	收购产能 (万吨)
燕京啤酒	Aug-10	河南月山	2.27	90%	25
	Dec-10	内蒙金川	1.5	96%	10

数据来源: 公司公告, 中邮证券研发部

图表 3: 全国啤酒产量



数据来源: 公司网站, 中邮证券研发部

图表 4：公司盈利预测表

单位：万元	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
营业收入	824,648	949,012	1,029,839	1,249,600	1,435,125
增长率	10.90%	15.08%	8.52%	21.34%	14.85%
减：营业税金及附加	97,796	112,065	117,822	143,704	165,039
销售费用	83,091	101,283	121,213	137,456	157,864
管理费用	60,790	74,350	82,909	99,968	114,810
财务费用	12,688	6,815	4,611	5,623	6,458
期间费用率	18.99%	19.22%	20.27%	19.45%	19.45%
资产减值损失	1,873	1,386	759	0	0
加：公允价值变动净收益	0	0	0	0	0
投资净收益	3,074	47	57	0	0
营业利润	49,343	81,866	98,410	124,449	158,904
增长率 (%)	-6.87%	65.91%	20.21%	26.46%	27.69%
加：营业外收入	16,636	12,506	12,598	10,000	10,000
减：营业外支出	1,790	1,537	2,219	0	0
利润总额	64,189	92,835	108,790	134,449	168,904
增长率 (%)	10.97%	44.63%	17.19%	23.59%	25.63%
利润率 (%)	7.78%	9.78%	10.56%	10.76%	11.77%
减：所得税费用	10,104	17,604	21,965	26,890	33,781
实际税负比率 (%)	15.74%	18.96%	20.19%	20.00%	20.00%
净利润	54,084	75,231	86,825	107,559	135,123
归属母公司所有者的净利润	46,128	62,749	76,987	97,879	122,962
增长率	12.60%	36.03%	22.69%	27.14%	25.63%
净利润率 (%)	6.56%	7.93%	8.43%	8.61%	9.42%
少数股东损益	7,956	12,482	9,838	9,680	12,161
总股本 (万股)	121,027	121,027	121,027	121,027	121,027
每股收益 (元)	0.38	0.52	0.64	0.81	1.02

数据来源：公司网站，中邮证券研发部

中邮证券投资评级标准

股票投资评级标准：

- 推荐： 预计未来 6 个月内，股票涨幅高于沪深 300 指数 20% 以上；
谨慎推荐： 预计未来 6 个月内，股票涨幅高于沪深 300 指数 10%—20%；
中性： 预计未来 6 个月内，股票涨幅介于沪深 300 指数-10%—10%之间；
回避： 预计未来 6 个月内，股票涨幅低于沪深 300 指数 10% 以上；

行业投资评级标准：

- 强于大市： 预计未来 6 个月内，行业指数涨幅高于沪深 300 指数 5% 以上；
中性： 预计未来 6 个月内，行业指数涨幅介于沪深 300 指数-5%—5%之间；
弱于大市： 预计未来 6 个月内，行业指数涨幅低于沪深 300 指数 5% 以上；

分析师声明

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券有限责任公司不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券有限责任公司可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮证券有限责任公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

本报告旨在发送给中邮证券有限责任公司的特定客户及其他专业人士。报告版权仅为中邮证券有限责任公司所有，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，需注明出处为中邮证券有限责任公司研发部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

中邮证券有限责任公司对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司（以下简称“公司”）是经中国证券监督管理委员会批准设立，注册地及公司总部设在西安，目前主要从事证券经纪、证券自营、证券投资咨询、证券投资基金销售业务的一家正处于稳健成长中的证券公司。公司股东为：中国邮政集团公司、北京市邮政公司、中国集邮总公司、西安市财政局、西安市莲湖区财政局、西安市阎良区财政局，公司注册资本金为 5.6 亿元人民币。

公司的前身“西安华弘证券经纪有限责任公司”成立于 2002 年，从事单一经纪业务。2006 年 4 月，公司完成了第一次增资扩股，引进中国邮政集团公司、北京市邮政公司、中国集邮总公司三家股东；2009 年 3 月，公司新增证券自营和证券投资咨询业务资格，完成了由单一业务范围向多元化经营的突破；2009 年 10 月，经中国证监会和国家工商总局审批同意后，公司在西安市工商局办理了登记注册手续，正式更名为“中邮证券有限责任公司”；2009 年 10 月 21 日，西安市工商局为公司换发了新的《经营证券业务许可证》；2010 年 11 月，公司取得证券投资基金销售业务资格，使得公司经营业务种类更趋多元化。

公司现下设四个证券营业部，分别为西安南大街证券营业部、西安电子二路证券营业部、阎良人民路证券营业部和北京西直门北大街证券营业部。公司现有员工 200 余名，保有客户数量 5 万余人，管理客户资产逾 50 亿元。

业务简介

■ 证券经纪业务

公司经中国证监会批准，开展证券经纪业务。业务内容包括：证券的代理买卖；代理证券的还本付息、分红派息；证券代保管、鉴证；代理登记开户；

公司为投资者提供现场、自助终端、电话、互联网、手机等多种委托通道。公司开展网上交易业务已经中国证券监督管理委员会核准。

公司全面实行客户交易资金第三方存管。目前存管银行有：中国工商银行、中国建设银行、中国银行、民生银行、兴业银行、招商银行、北京银行、华夏银行。

■ 证券自营业务

公司经中国证监会批准，开展证券自营业务。使用自有资金和依法筹集的资金，以公司的名义开设证券账户买卖依法公开发行或中国证监会认可的其他有价证券的自营业务。自营业务内容包括权益类投资和固定收益类投资。

■ 证券投资咨询业务

公司经中国证监会批准开展证券投资咨询业务。为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议。