

燕京啤酒

经营业绩不佳，转股预期存疑：下调评级至中性

观点聚焦

投资建议

燕啤二季度销售盈利同比转跌，全年目标调降至同比收平。公司维持北京、广西、福建、内蒙基地份额，但西部市场拓展因总量有限对公司长期增长贡献料不明显，当前估值较基本面预期已显突兀，同时认为本届董事会在任期内考虑转股的可能性极小，故调降公司盈利预测、年末目标股价及投资评级至中性。

理由

二季度业绩转跌：预计二季度公司销量收入同比下跌中个位数，盈利和销售表现基本同步，天气和竞争力因素可以共同解释，全年目标调降至同比收平合理。

目标基地规模有限影响长期增长潜力：尽管目前来看燕京尚能稳住北京、广西、福建和内蒙基地份额，但新设基地多集中在云南、新疆等小规模市场，长期增长贡献料不明显。

转股猜想应该不会在本届董事会任期内考虑：本届董事会坚持独立发展的策略取向不变，因此即使存在远期转股可能，但短期内兑现该预期的可能性微乎其微。

盈利预测与估值

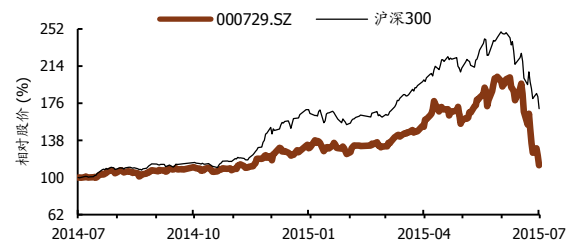
我们将 2015/1016 年销售收入分别下修 4% 和 7%、EPS 分别下修 12% 和 18%，并调降公司投资评级至中性。年末目标价下修 29% 至 8.68 元，对应当年市盈率 33 倍和 EV/EBITDA 12 倍。

风险

转股与购并整合如果超预期兑现将会支持股价向上。

下调至中性

股票代码	000729.SZ
评级	↓ 中性
最新收盘价	人民币 7.08
目标价	人民币 8.68
52 周最高价/最低价	人民币 13.26~6.23
总市值(亿)	人民币 199
30 日日均成交额(百万)	人民币 724.13
发行股数(百万)	2,810
其中：自由流通股(%)	41
30 日日均成交量(百万股)	69.09
主营行业	食品饮料



(人民币 百万)	2013A	2014A	2015E	2016E
营业收入	13,748	13,504	13,631	14,219
增速	5.5%	-1.8%	0.9%	4.3%
归属母公司净利润	681	726	732	771
增速	10.5%	6.7%	0.8%	5.3%
每股净利润	0.24	0.26	0.26	0.27
每股净资产	4.18	4.36	4.54	4.74
每股股利	0.08	0.08	0.08	0.08
每股经营现金流	1.10	0.43	0.61	0.62
市盈率	29.2	27.4	27.2	25.8
市净率	1.7	1.6	1.6	1.5
EV/EBITDA	11.7	11.5	11.1	10.3
股息收益率	1.1%	1.1%	1.1%	1.1%
平均总资产收益率	3.7%	3.8%	3.8%	3.9%
平均净资产收益率	6.3%	6.1%	5.9%	5.9%

资料来源：彭博资讯，公司信息，中金公司研究部

袁霏阳

分析员

feiyang.yuan@cicc.com.cn

SAC 执证编号：S0080511030012

SFC CE Ref: AIZ727



财务报表和主要财务比率

财务报表 (百万元)	2013A	2014A	2015E	2016E	主要财务比率	2013A	2014A	2015E	2016E
利润表					成长能力				
营业收入	13,748	13,504	13,631	14,219	营业收入	5.5%	-1.8%	0.9%	4.3%
营业成本	8,338	8,013	8,072	8,404	营业利润率	24.4%	12.1%	3.0%	7.2%
营业税金及附加	1,467	1,400	1,413	1,474	EBITDA	10.5%	2.3%	0.8%	4.7%
营业费用	1,754	1,739	1,772	1,848	净利润	10.5%	6.7%	0.8%	5.3%
管理费用	1,303	1,341	1,363	1,422	盈利能力				
财务费用	79	58	86	79	毛利率	39.4%	40.7%	40.8%	40.9%
其他	0	0	0	0	营业利润率	5.8%	6.6%	6.8%	7.0%
营业利润	801	897	924	991	EBITDA 利润率	13.0%	13.6%	13.6%	13.6%
营业外收支	215	152	140	130	净利润率	5.0%	5.4%	5.4%	5.4%
利润总额	1,016	1,049	1,064	1,121	偿债能力				
所得税	234	257	266	280	流动比率	1.07	1.17	1.28	1.39
少数股东损益	101	66	66	70	速动比率	0.39	0.42	0.52	0.63
归属母公司净利润	681	726	732	771	现金比率	0.27	0.32	0.43	0.53
EBITDA	1,792	1,834	1,849	1,936	资产负债率	31.5%	29.3%	28.6%	28.2%
资产负债表					净债务资本比率	净现金	净现金	净现金	净现金
货币资金	1,609	1,732	2,329	2,964	回报率分析				
应收账款及票据	321	245	247	258	总资产收益率	3.7%	3.8%	3.8%	3.9%
预付款项	239	183	185	192	净资产收益率	6.3%	6.1%	5.9%	5.9%
存货	4,050	4,081	4,112	4,280	每股指标				
其他流动资产	100	104	103	101	每股净利润 (元)	0.24	0.26	0.26	0.27
流动资产合计	6,319	6,345	6,975	7,795	每股净资产 (元)	4.18	4.36	4.54	4.74
固定资产及在建工程	11,104	11,046	11,048	11,023	每股股利 (元)	0.08	0.08	0.08	0.08
无形资产及其他长期资产	852	904	873	844	每股经营现金流 (元)	1.10	0.43	0.61	0.62
非流动资产合计	12,586	12,586	12,556	12,501	估值分析				
资产合计	18,905	18,931	19,532	20,296	市盈率	29.2	27.4	27.2	25.8
短期借款	1,315	1,591	1,591	1,591	市净率	1.7	1.6	1.6	1.5
应付账款及票据	3,567	3,157	3,179	3,300	EV/EBITDA	11.7	11.5	11.1	10.3
其他流动负债	998	688	693	720	股息收益率	1.1%	1.1%	1.1%	1.1%
流动负债合计	5,880	5,435	5,463	5,611					
应付长期债券	69	0	0	0					
非流动负债合计	84	117	117	117					
负债合计	5,965	5,552	5,580	5,728					
股东权益合计	11,741	12,252	12,759	13,305					
少数股东权益	1,200	1,127	1,193	1,263					
负债及股东权益合计	18,905	18,931	19,532	20,296					
现金流量表									
净利润	681	726	732	771					
折旧和摊销	820	867	829	855					
营运资本变动	1,363	-548	-6	-37					
其他	230	158	0	0					
经营活动现金流	3,093	1,203	1,707	1,739					
投资活动现金流入	1,005	1,041	0	0					
投资活动现金流出	2,447	1,916	800	800					
投资活动现金流	-1,603	-875	-800	-800					
股权融资	1,651	0	0	0					
银行借款	0	0	0	0					
其他	0	0	0	0					
筹资活动现金流	-1,253	-201	-311	-304					
汇率变动对现金的影响	0	0	0	0					
现金净增加额	238	127	597	635					

资料来源：公司数据，中金公司研究部

公司简介

北京燕京啤酒股份有限公司是中国最大啤酒生产企业之一。2013 年啤酒产销量中国排名第四，并进入世界啤酒产销量前八名。公司的产品在北京、内蒙古和广西都有极高的市场份额，目前致力于中国西部市场的开发。燕京啤酒被指定为“人民大会堂国宴特供酒”，公司是国内首家北京 2008 年奥运会啤酒赞助商。



图表 1：盈利预测调整

百万元	调整前	2015E 调整后	变动	调整前	2016E 调整后	变动
收入	14,191	13,631	-3.9%	15,291	14,219	-7.0%
毛利率	41.2%	40.8%	-0.5%	41.2%	40.9%	-0.3%
销售费用	1,845	1,772	-3.9%	1,957	1,848	-5.6%
销售费用率	13.0%	13.0%	0.0%	12.8%	13.0%	0.2%
管理费用	1,419	1,363	-3.9%	1,499	1,422	-5.1%
管理费用率	10.0%	10.0%	0.0%	9.8%	10.0%	0.2%
营业利润	1,041	934	-10.2%	1,195	1,001	-16.2%
营业利润率	7.3%	6.9%	-0.5%	7.8%	7.0%	-0.8%
所得税率	25.0%	25.0%	0.0%	25.0%	25.0%	0.0%
净利润	833	732	-12.1%	939	771	-17.9%
净利润率	5.9%	5.4%	-0.5%	6.1%	5.4%	-0.7%
每股收益(元)	0.30	0.26	-12.1%	0.33	0.27	-17.9%

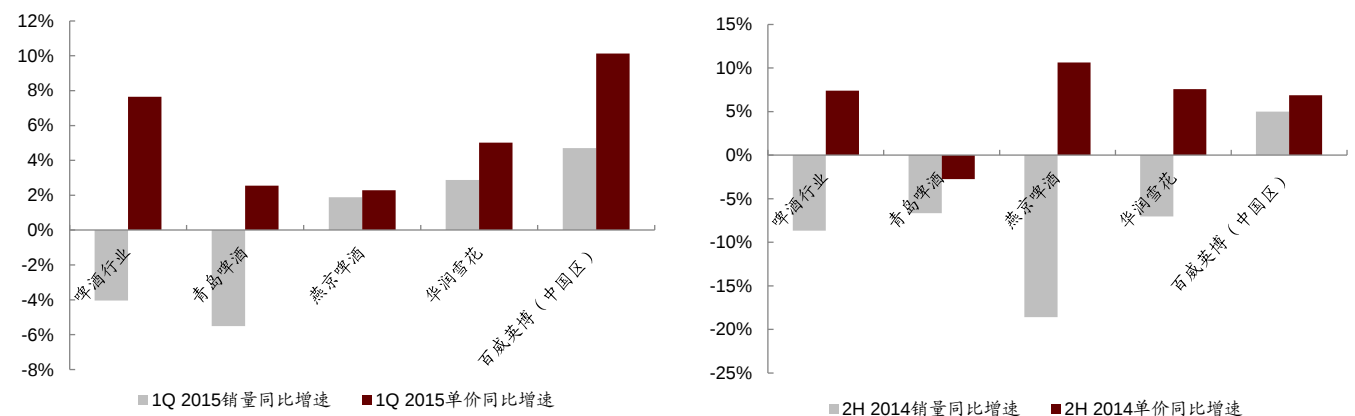
资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 2：DCF 估值

人民币：百万元	2014A	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
息税前利润	1,011	1,010	1,070	1,071	1,135	1,203	1,275	1,352	1,419	1,490	1,565	1,643
同比变化(%)		-0.1%	6.0%	0.0%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%
自由现金流	117	701	740	961	1,067	1,179	1,298	1,423	1,535	1,651	1,774	1,903
同比变化(%)		500.2%	5.4%	30.0%	11.0%	10.5%	10.1%	9.7%	7.8%	7.6%	7.4%	7.3%
期末增长率	3.0%											
加权资本成本	9.3%											
税后债务成本率	4.5%											
股本成本率	10.5%											
无风险回报率	3.5%											
风险补偿率	7.0%											
Beta 系数	1.0											
最优资本结构	20.0%											
自由现金流贴现值									8,588			
期末价值折现金额									13,972			
企业价值									22,560			
净现金(债务)									639			
权益价值									24,392			
										8.68		

资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 3：可比公司销量和单价变动



资料来源：公司数据，中金公司研究部

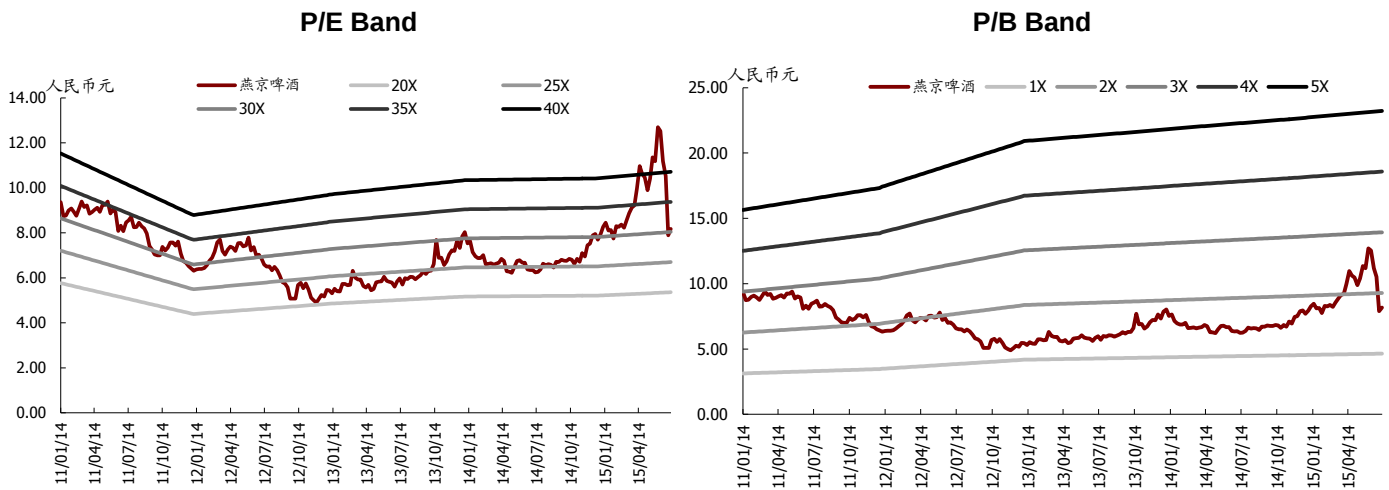


图表 4: 可比公司估值表

公司	代码	市值 2015/7/6 美元 百万元	市盈率		净资产收益率 (%)			分红收益率		EV/EBITDA	
			2015E	2016E	2014A	2015E	2016E	2015E	2016E	2015E	2016E
超日啤酒	2502 JP Equity	14,707	20.8	18.7	8.0	8.9	9.3	1.4	1.6	10.6	10.3
嘉士伯	CARLB DC Equity	13,823	17.2	15.2	7.9	9.1	9.4	1.6	1.8	10.3	9.6
喜力	HEIA NA Equity	43,294	19.6	17.6	12.3	14.8	15.0	1.8	2.0	10.8	10.2
百威英博	ABI BB Equity	192,176	21.8	20.7	18.2	16.5	16.7	3.0	3.2	14.3	13.4
麒麟饮料	2503 JP Equity	12,523	31.9	28.1	3.9	4.6	5.1	2.4	2.4	9.6	9.4
SAB米勒	SAB LN Equity	83,295	20.8	19.3	14.3	15.0	15.0	2.3	2.5	24.0	22.2
青岛啤酒A	600600 CH Equity	8,072	24.2	24.2	14.1	12.9	11.9	1.3	1.4	14.2	13.9
青岛啤酒H	168 HK Equity	8,279	23.9	23.8	14.1	12.9	11.9	1.3	1.4	14.5	13.7
燕京啤酒	000729 CH Equity	3,387	27.4	27.2	5.8	5.9	5.7	1.4	1.4	11.2	11.1
平均			23.1	21.6	10.9	11.2	11.1	1.8	2.0	13.3	12.6

资料来源: 万得资讯, 中金公司研究部

图表 5: 历史估值区间



资料来源: 万得资讯, 中金公司研究部



法律声明

一般声明

本报告由中国国际金融股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融股份有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中金公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。中金公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。中金公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告由受香港证券和期货委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。香港的投资者若有任何关于中金公司研究报告的问题请直接联系中国国际金融香港证券有限公司的销售交易代表。本报告作者的香港证监会中央编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）于新加坡向符合新加坡《证券期货法》及《财务顾问法》定义下的认可投资者及/或机构投资者提供。提供本报告于此类投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第 36 条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可向中金新加坡提出。本报告无意也不应，以直接或间接的方式，发送或传递给任何位于新加坡的其他人士。

本报告由受金融市场行为监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）于英国提供。本报告有关的投资和服务仅向符合《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19（5）条、38 条、47 条以及 49 条规定的人士提供。本报告并未打算提供给零售客户使用。在其他欧洲经济区国家，本报告向被其本国认定为专业投资者（或相当性质）的人士提供。

本报告将依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

特别声明

在法律许可的情况下，中金公司可能会持有本报告中提及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争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到中金公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

研究报告评级分布可从 <http://www.cicc.com.cn/CICC/chinese/operation/page4-4.htm> 获悉。

个股评级标准：“确信买入”（Conviction BUY）：分析员估测未来 6~12 个月，某个股的绝对收益在 30% 以上；绝对收益在 20% 以上的个股为“推荐”、在 -10%~20% 之间的为“中性”、在 -10% 以下的为“回避”；绝对收益在 -20% 以下“确信卖出”（Conviction SELL）。星号代表首次覆盖或者评级发生其它除上、下方向外的变更（如*确信卖出 - 纳入确信卖出、*回避 - 移出确信卖出、*推荐 - 移出确信买入、*确信买入 - 纳入确信买入）。

行业评级标准：“超配”，估测未来 6~12 个月某行业会跑赢大盘 10% 以上；“标配”，估测未来 6~12 个月某行业表现与大盘的关系在 -10% 与 10% 之间；“低配”，估测未来 6~12 个月某行业会跑输大盘 10% 以上。

本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

V150602

编辑：张莹



北京

中金公司

北京市建国门外大街1号
国贸写字楼2座28层
邮编: 100004
电话: (86-10) 6505-1166
传真: (86-10) 6505-1156

Singapore

China International Capital Corporation (Singapore) Pte. Limited

#39-04, 6 Battery Road,
Singapore 049909
Tel: (65) 6572-1999
Fax: (65) 6327-1278

上海

中金公司上海分公司

上海市浦东新区陆家嘴环路1233号
汇亚大厦32层
邮编: 200120
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 5888-8976

United Kingdom

China International Capital Corporation (UK) Limited

Level 25, 125 Old Broad Street
London EC2N 1AR, United Kingdom
Tel: (44-20) 7367-5718
Fax: (44-20) 7367-5719

香港

中国国际金融(香港)有限公司

香港中环港景街1号
国际金融中心第一期29楼
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

北京建国门外大街证券营业部

北京市建国门外大街甲6号
SK大厦1层
邮编: 100022
电话: (86-10) 8567-9238
传真: (86-10) 8567-9235

上海德丰路证券营业部

上海市奉贤区德丰路299弄1号
A座11楼1105室
邮编: 201400
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 6887-5123

南京汉中路证券营业部

南京市鼓楼区汉中路2号
亚太商务楼30层C区
邮编: 210005
电话: (86-25) 8316-8988
传真: (86-25) 8316-8397

厦门莲岳路证券营业部

厦门市思明区莲岳路1号
磐基中心商务楼4层
邮编: 361012
电话: (86-592) 515-7000
传真: (86-592) 511-5527

重庆洪湖西路证券营业部

重庆市北部新区洪湖西路9号
欧瑞蓝爵商务中心10层及欧瑞
蓝爵公馆1层
邮编: 401120
电话: (86-23) 6307-7088
传真: (86-23) 6739-6636

佛山季华五路证券营业部

佛山市禅城区季华五路2号
卓远商务大厦一座12层
邮编: 528000
电话: (86-757) 8290-3588
传真: (86-757) 8303-6299

宁波扬帆路证券营业部

宁波市高新区扬帆路999弄5号
11层
邮编: 315103
电话: (86-0574) 8907-7288
传真: (86-0574) 8907-7328

北京科学院南路证券营业部

北京市海淀区科学院南路2号
融科资讯中心A座6层
邮编: 100190
电话: (86-10) 8286-1086
传真: (86-10) 8286-1106

深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号
免税商务大厦裙楼201
邮编: 518048
电话: (86-755) 8832-2388
传真: (86-755) 8254-8243

广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号
粤海天河城大厦40层
邮编: 510620
电话: (86-20) 8396-3968
传真: (86-20) 8516-8198

武汉中南路证券营业部

武汉市武昌区中南路99号
保利广场写字楼43层4301-B
邮编: 430070
电话: (86-27) 8334-3099
传真: (86-27) 8359-0535

天津南京路证券营业部

天津市和平区南京路219号
天津环贸商务中心(天津中心)10层
邮编: 300051
电话: (86-22) 2317-6188
传真: (86-22) 2321-5079

云浮新兴东堤北路证券营业部

云浮市新兴县新城镇东堤北路温氏科技园服务
楼C1幢二楼
邮编: 527499
电话: (86-766) 2985-088
传真: (86-766) 2985-018

福州五四路证券营业部

福州市鼓楼区五四路128-1号恒力城办公楼
38层02-03室
邮编: 350001
电话: (86-591) 8625 3088
传真: (86-591) 8625 3050

上海淮海中路证券营业部

上海市淮海中路398号
邮编: 200020
电话: (86-21) 6386-1195
传真: (86-21) 6386-1180

杭州教工路证券营业部

杭州市教工路18号
世贸丽晶城欧美中心1层
邮编: 310012
电话: (86-571) 8849-8000
传真: (86-571) 8735-7743

成都滨江东路证券营业部

成都市锦江区滨江东路9号
香格里拉办公楼1层、16层
邮编: 610021
电话: (86-28) 8612-8188
传真: (86-28) 8444-7010

青岛香港中路证券营业部

青岛市市南区香港中路9号
香格里拉写字楼中心11层
邮编: 266071
电话: (86-532) 6670-6789
传真: (86-532) 6887-7018

大连港兴路证券营业部

大连市中山区港兴路6号
万达中心16层
邮编: 116001
电话: (86-411) 8237-2388
传真: (86-411) 8814-2933

长沙车站北路证券营业部

长沙市芙蓉区车站北路459号
证券大厦附楼三楼
邮编: 410001
电话: (86-731) 8878-7088
传真: (86-731) 8446-2455

