

分析师: 刘冉

执业证书编号: S0730516010001

liuran@ccnew.com 021-50588666-8036

收入增长提速, 但销售费用过高

——珠江啤酒 (002461) 季报点评

证券研究报告-季报点评

买入 (维持)

市场数据 (2018-05-15)

收盘价(元)	6.09
一年内最高/最低(元)	13.49/5.67
沪深300指数	3924.1
市净率(倍)	1.70
流通市值(亿元)	82.84

基础数据 (2018-3-31)

每股净资产(元)	7.20
每股经营现金流(元)	-0.09
毛利率(%)	33.26
净资产收益率-摊薄(%)	0.22
资产负债率(%)	29.42
总股本/流通股(万股)	110666.42/68015.88
B股/H股(万股)	0/0

个股相对沪深300指数表现



资料来源: 贝格数据, 中原证券

相关报告

1 《珠江啤酒 (002461) 公司深度分析: 内秀深养的啤酒“南天王”》 2018-04-27

联系人: 李琳琳

电话: 021-50588666-8045

传真: 021-50587779

地址: 上海浦东新区世纪大道1600号18楼

邮编: 200122

投资要点:

- 20181Q, 公司销售收入 7.17 亿元, 同比增长 7.66%, 较 2017 年全年增幅 6.24% 提升 1.42 个百分点。20181Q, 公司销售商品和服务流入现金 7.8 亿元, 同比增长 7.88%, 较 20171Q 提升 3.4 个百分点。通过当期收入和销售流入现金的相互印证, 我们认为: 2018 年 1 季度, 公司的销售增长真实, 并且有加速的迹象。
- 公司存货持续下降, 说明实际动销情况较好, 销售端呈现积极态势。
- 2018 年 1Q, 公司的营业成本 4.79 亿元, 同比增长 14.87%, 较 2017 的 8.27% 提升 6.6 个百分点, 较 20181Q 的营收增长超出 7.21 个百分点。营业成本增长不但超过同期收入增长, 而且相比 2017 年, 营业成本增长有加速趋势。2017 年第四季度时, 我们曾判断, 由于上游要素价格上涨的传递, 2018 年包括啤酒在内的食品饮料制造业的营业成本恐会大幅上升, 驱使行业毛利率下滑。我们认为, 从公司一季度的营业成本上涨情况来看, 公司 2018 年的盈利水平将低于 2017 年。
- 20181Q, 公司购买商品和服务流出资金 5.54 亿元, 同比下降 6.26%。当期购买商品和服务的现金流出与营业成本大体一致, 上年第一季度基数较高导致当期同比下降。
- 20181Q, 由于营业成本增加幅度远超过营业收入增长, 公司的销售毛利率较上年同期大幅下滑 4 个百分点, 仅录得 33.26%。
- 20181Q, 公司的期间费用率 20.77%, 同比下降 6.11 个百分点, 其中主因是当期利息收入大幅增加, 并计入财务费用, 导致费用率整体大降。20181Q, 公司的财务费用为 -0.69 亿元, 为利息收入, 增厚公司当期业绩 0.03 元, 属于非经营性业绩。

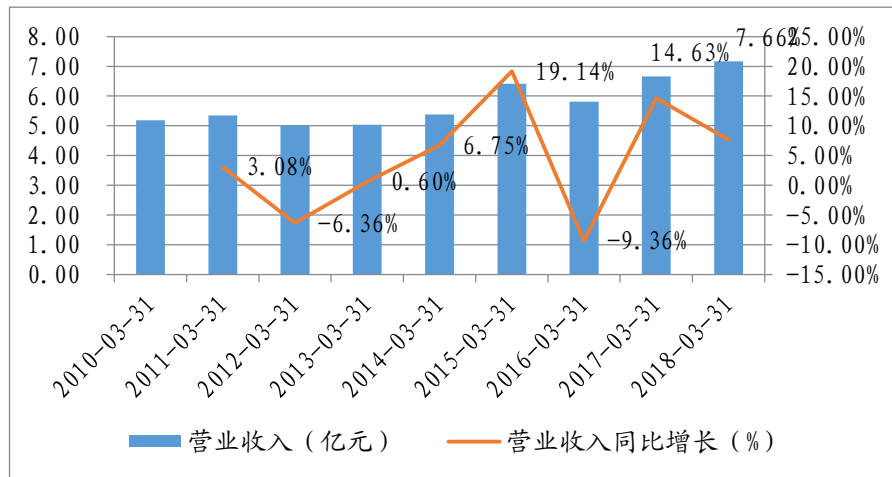
- 20181Q, 公司的销售费用大增。20181Q, 公司的销售费用为 1.28 亿元, 同比增 26.73%, 远远高于当期收入增长。我们认为, 公司深耕华南市场多年, 在当地的口碑价值巨大, 并且销售半径有限, 故销售费用过高超出情理。
- 20181Q, 公司的“与日常经营有关的政府补贴”计 0.16 亿元, 计入当期的“其他收益”项下, 影响了当期的营业利润及净利润, 增厚当期每股收益 0.007 元, 该项不属于经营性收益。
- 2018 年 1Q, 公司实现营业利润 0.27 亿元, 剔除上述 0.16 亿元的政府补贴, 公司当期营业利润为 0.11 亿元, 同比增长 4.5 倍。如果继而剔除财务费用中的利息收入, 公司当期的营业利润为-0.58 亿元。
- 我们维持对公司的盈利预测和投资评级。我们认为, 公司啤酒主业的基本面是良好的, 甚至在业内都是优秀的。但是, 我们对公司居高的非经常性损益持观望态度。我们预测: 除权之后, 公司 2018、2019、2020 年的 EPS 分别为 0.13、0.16、0.19 元, 分别同比增长 62.5%、23.1%和 18.8%。对应 5 月 15 日的收盘价 6.09 元, 公司 2018、2019、2020 年的 PE 分别为 46.85、38.06、32.05 倍, PEF 分别为 0.75、1.65 和 1.68 倍。我们维持对于公司的“买入”评级, 六个月内股票目标价 8 元。

风险提示: 公司的非经常性损益过大, 干扰主营业务的发展和关注度。

	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	3543.0	3763.6	4000.7	4291.5	4646.0
增长比率	0.7%	6.2%	6.3%	7.3%	8.3%
净利润(百万元)	113.9	185.4	290.2	351.2	418.4
增长比率	37.0%	62.8%	62.5%	23.1%	18.8%
每股收益(元)	0.05	0.08	0.13	0.16	0.19
市盈率(倍)	118.3	72.7	46.9	38.1	32.1

资料来源: 贝格数据, 中原证券

图 1: 20181Q 公司收入增长较好



资料来源: 中原证券 WIND 公司 2018 年一季报

图 2: 20181Q 公司营业成本大幅增加

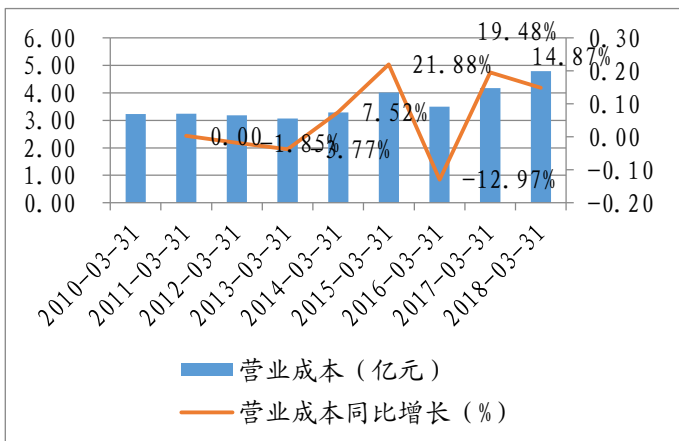
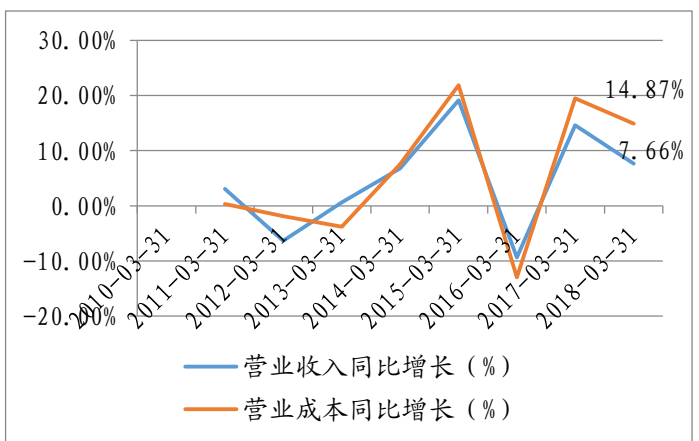
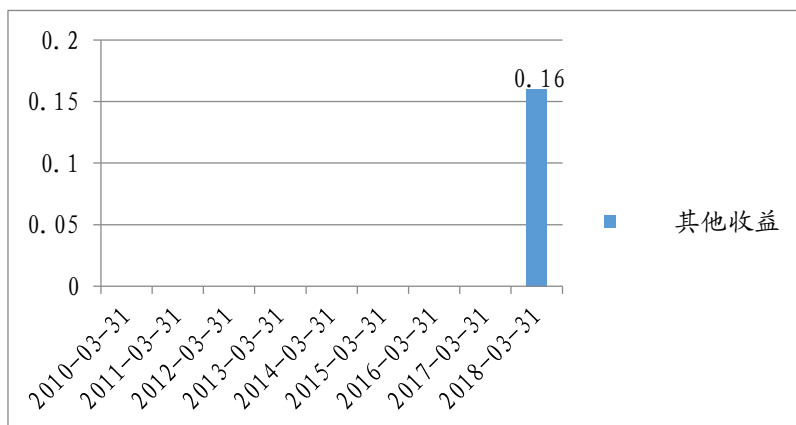


图 3: 20181Q 公司营业成本增幅超过营业收入



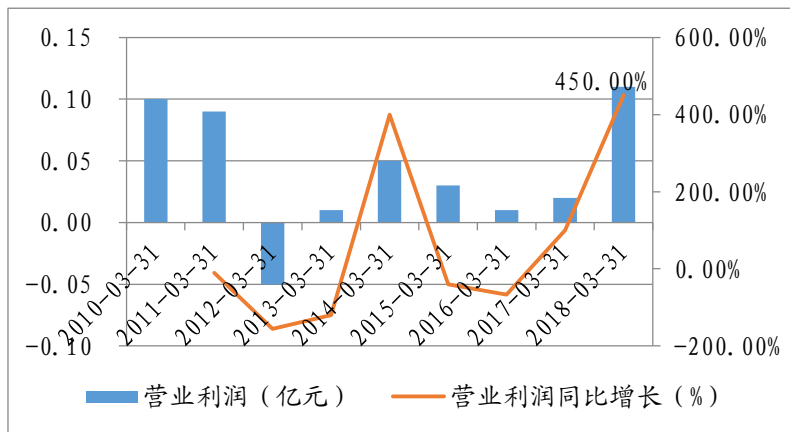
资料来源: 中原证券 WIND 公司 2018 年一季报

图 4: 20181Q 公司将政府补贴计入“其他收益”



资料来源: 中原证券 WIND 公司 2018 年一季报

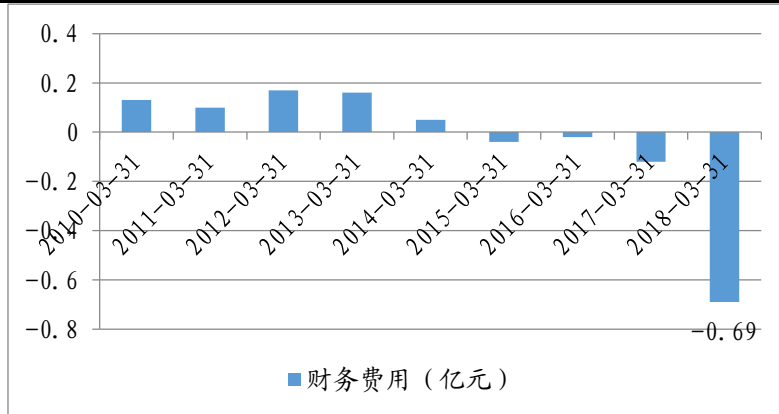
图 5：20181Q 公司营业利润增长 4.5 倍



资料来源：中原证券 WIND 公司 2018 年一季报

注：剔除政府补贴后，公司 20181Q 的营业利润为 0.11 亿元，同比增 4.5 倍。

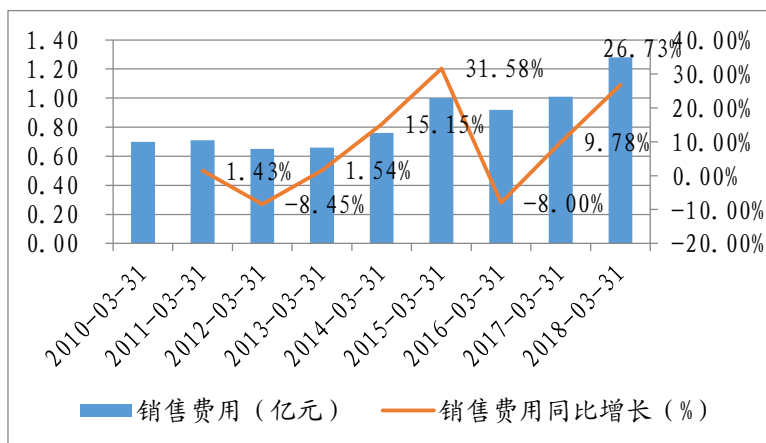
图 6：20181Q 公司的财务费用高达-0.69 亿元



资料来源：中原证券 WIND 公司 2018 年一季报

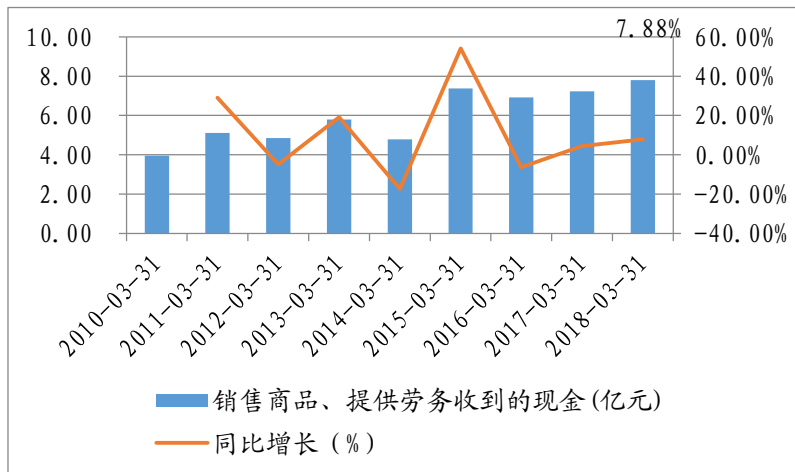
注：公司 20181Q 的财务费用为-0.69 亿元，由利息收入构成，增厚当期营业利润。

图 7：20181Q 公司销售费用大增 27%



资料来源：中原证券 WIND 公司 2018 年一季报

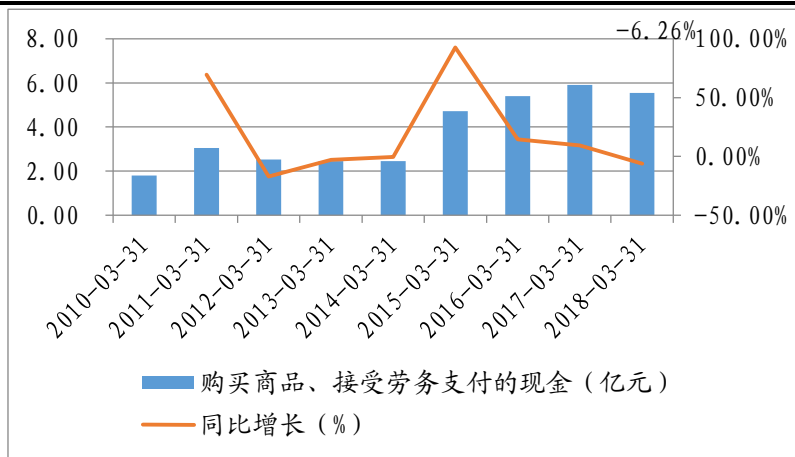
图 8: 20181Q 公司的销售商品流入现金



资料来源: 中原证券 WIND 公司 2018 年一季报

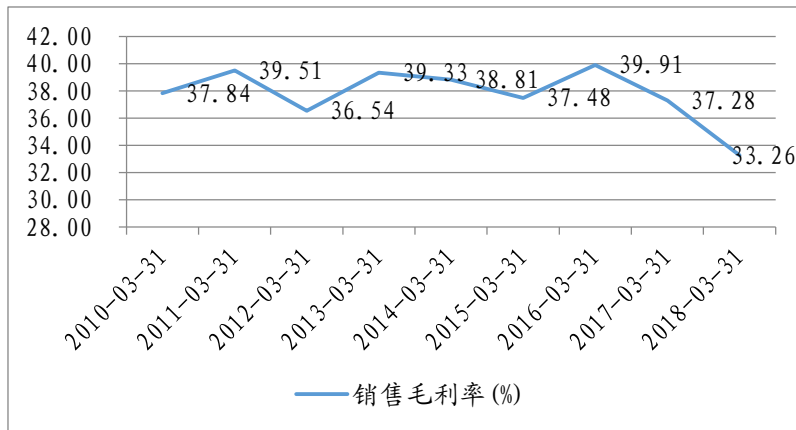
注: 20181Q 公司销售商品和服务流入现金及增长略高于当期营收, 印证了收入增长情况。

图 9: 20181Q 公司的采购支付现金



资料来源: 中原证券 WIND 公司 2018 年一季报

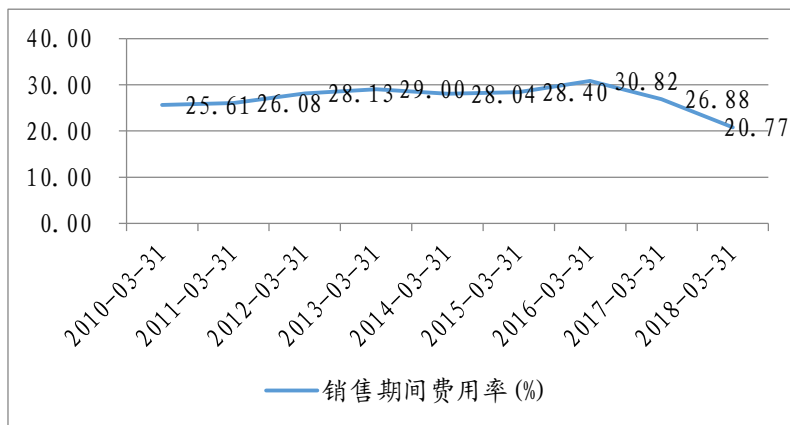
图 10: 20181Q 公司的销售毛利率同比大降 4 个百分点



资料来源: 中原证券 WIND 公司 2018 年一季报

注: 当期成本增加过大, 导致毛利率下滑。

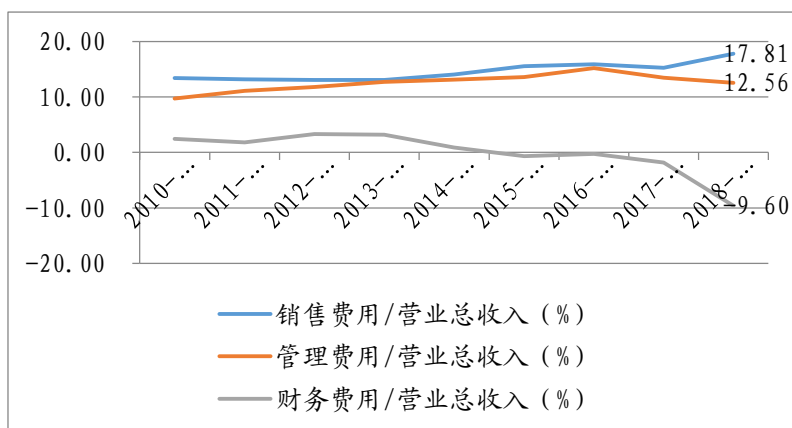
图 11: 20181Q 公司的期间费用率大降



资料来源: 中原证券 WIND 公司 2018 年一季报

注: 期间费用率大降 6 个百分点, 是由当期利息收入大增所致。

图 12: 20181Q 公司的三项费用率



资料来源: 中原证券 WIND 公司 2018 年一季报

财务报表预测和估值数据汇总

利润表	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	财务指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	3543.0	3763.6	4000.7	4291.5	4646.0	成长性					
减: 营业成本	2,115.4	2,290.1	2,400.4	2,532.0	2,694.7	营业收入增长率	0.7%	6.2%	6.3%	7.3%	8.3%
营业税费	347.7	378.4	412.1	454.9	501.8	营业利润增长率	-54.1%	767.6%	23.3%	25.9%	24.7%
销售费用	607.2	655.0	700.1	729.5	766.6	净利润增长率	37.0%	62.8%	56.6%	21.0%	19.1%
管理费用	396.1	435.2	448.1	489.2	534.3	EBITDA增长率	-6.8%	0.4%	129.8%	11.8%	13.1%
财务费用	-11.8	-175.9	-11.1	-44.3	-76.6	EBIT增长率	-60.5%	-154.7%	-3321.8%	15.5%	18.4%
资产减值损失	60.0	13.9	7.9	8.5	9.2	NOPLAT增长率	-59.8%	317.2%	316.2%	15.5%	16.9%
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	-4.0%	140.7%	24.7%	-9.9%	-12.9%
投资和汇兑收益	-	-	260.0	260.0	260.0	净资产增长率	4.2%	123.5%	30.7%	1.5%	1.7%
营业利润	28.3	245.9	303.2	381.7	476.1	利润率					
加: 营业外净收支	134.7	10.8	92.0	92.0	92.0	毛利率	40.3%	39.2%	40.0%	41.0%	42.0%
利润总额	163.1	256.7	395.2	473.7	568.1	营业利润率	0.8%	6.5%	7.6%	8.9%	10.2%
减: 所得税	35.7	58.7	90.9	108.9	136.4	净利润率	3.2%	4.9%	7.3%	8.2%	9.0%
净利润	113.9	185.4	290.2	351.2	418.4	EBITDA/营业收入	7.4%	7.0%	15.0%	15.7%	16.4%
EBIT/营业收入						EBIT/营业收入	0.5%	-0.2%	7.3%	7.9%	8.6%
资产负债表	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	运营效率					
货币资金	132.0	377.5	1,071.2	2,150.7	3,421.7	固定资产周转天数	375	334	307	279	247
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动营业资本周转天数	7	230	452	413	309
应收帐款	169.6	84.0	138.3	100.1	158.0	流动资产周转天数	189	430	648	631	603
应收票据	24.3	13.6	30.8	16.9	34.7	应收帐款周转天数	22	12	10	10	10
预付帐款	10.2	12.0	14.7	13.5	16.5	存货周转天数	64	56	48	41	35
存货	588.4	573.0	493.8	490.8	407.4	总资产周转天数	666	857	1,027	966	907
其他流动资产	1,162.3	5,839.5	5,765.0	4,765.0	4,000.0	投资资本周转天数	324	509	760	747	612
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资回报率					
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROE	3.2%	2.3%	2.8%	3.3%	3.9%
长期股权投资	-	-	80.0	160.0	240.0	ROA	1.9%	1.8%	2.6%	3.2%	3.6%
投资性房地产	9.6	10.0	10.0	10.0	10.0	ROIC	0.4%	1.7%	3.0%	2.8%	3.6%
固定资产	3,551.2	3,426.3	3,388.9	3,264.5	3,114.1	费用率					
在建工程	99.1	61.1	-	-	-	销售费用率	17.1%	17.4%	17.5%	17.0%	16.5%
无形资产	556.3	545.2	534.5	523.8	513.0	管理费用率	11.2%	11.6%	11.2%	11.4%	11.5%
其他非流动资产	311.8	362.2	0.3	0.1	-	财务费用率	-0.3%	-4.7%	-0.3%	-1.0%	-1.6%
资产总额	6,614.9	11,304.5	11,527.6	11,495.4	11,915.4	三费/营业收入	28.0%	24.3%	28.4%	27.4%	26.4%
短期债务	-	272.5	-	-	-	偿债能力					
应付帐款	1,140.2	1,193.4	784.6	481.4	866.0	资产负债率	45.9%	29.3%	9.4%	7.8%	9.5%
应付票据	311.8	379.3	287.5	345.5	253.4	负债权益比	85.0%	41.4%	10.3%	8.4%	10.5%
其他流动负债	376.1	268.6	6.2	65.3	12.1	流动比率	1.14	3.26	6.97	8.45	7.10
长期借款	-	-	-	-	-	速动比率	0.82	2.99	6.51	7.90	6.74
其他非流动负债	1,211.1	1,198.6	-	-	-	利息保障倍数	-1.41	0.05	-26.40	-7.62	-5.21
负债总额	3,039.2	3,312.3	1,078.3	892.2	1,131.4	分红指标					
少数股东权益	44.6	45.5	59.6	73.1	86.5	DPS(元)	0.02	0.05	0.08	0.10	0.11
股本	680.2	1,106.7	2,213.3	2,213.3	2,213.3	分红比率	35.8%	59.7%	60.0%	60.0%	60.0%
留存收益	2,850.9	6,840.0	8,176.3	8,316.8	8,484.2	股息收益率	0.3%	0.8%	1.3%	1.6%	1.9%
股东权益	3,575.6	7,992.2	10,449.2	10,603.2	10,784.0	业绩和估值指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
现金流量表	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	EPS(元)	0.05	0.08	0.13	0.16	0.19
净利润	127.4	198.0	290.2	351.2	418.4	BVPS(元)	1.60	3.59	4.69	4.76	4.83
加: 折旧和摊销	244.3	270.9	309.2	335.2	361.2	PE(X)	118.3	72.7	46.4	38.4	32.2
资产减值准备	60.0	13.9	-	-	-	PB(X)	3.8	1.7	1.3	1.3	1.3
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	P/FCF	55.6	-3.4	-7.3	10.6	8.9
财务费用	0.7	1.0	-11.1	-44.3	-76.6	P/S	3.8	3.6	3.4	3.1	2.9
投资收益	-	-	-260.0	-260.0	-260.0	EV/EBITDA	14.3	24.1	20.7	16.9	13.3
少数股东损益	13.5	12.7	14.1	13.5	13.4	CAGR(%)	42.0%	29.7%	62.5%	23.1%	18.8%
营运资金的变动	-23.5	-4,790.9	-1,520.0	870.3	1,009.1	PEG	2.8	2.5	0.8	1.7	1.7
经营活动产生现金流量	1,022.3	494.7	-1,177.6	1,265.9	1,465.4	ROIC/WACC	0.0	0.2	0.3	0.3	0.3
投资活动产生现金流量	-904.5	-4,737.5	-20.0	-20.0	-20.0	REP	31.5	5.1	4.7	5.1	4.0
融资活动产生现金流量	-45.3	4,488.2	1,891.4	-166.4	-174.4						

资料来源: 贝格数据, 中原证券

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；
同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅-10%至10%之间；
弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；
增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；
观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；
卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券分析师执业资格，本人任职符合监管机构相关合规要求。本人基于认真审慎的职业态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑，独立、客观的制作本报告。本报告准确的反映了本人的研究观点，本人对报告内容和观点负责，保证报告信息来源合法合规。

重要声明

中原证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告由中原证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证所含的信息不会发生任何变更。本报告中的推测、预测、评估、建议均为报告发布日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收益可能会波动，过往的业绩表现也不应当作为未来证券或投资标的表现的依据和担保。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告所含观点和建议并未考虑投资者的具体投资目标、财务状况以及特殊需求，任何时候不应视为对特定投资者关于特定证券或投资标的的推荐。

本报告具有专业性，仅供专业投资者和合格投资者参考。根据《证券期货投资者适当性管理办法》相关规定，本报告作为资讯类服务属于低风险（R1）等级，普通投资者应在投资顾问指导下谨慎使用。

本报告版权归本公司所有，未经本公司书面授权，任何机构、个人不得刊载、转发本报告或本报告任何部分，不得以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的刊载、转发，本公司不承担任何刊载、转发责任。获得本公司书面授权的刊载、转发、引用，须在本公司允许的范围内使用，并注明报告出处、发布人、发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下简称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为其发送行为负责，提醒通过该种途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过该种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

特别声明

在合法合规的前提下，本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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问等各种服务。本公司资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或者建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到潜在的利益冲突，勿将本报告作为投资或者其他决定的唯一信赖依据。