



广东国企改革之珠江啤酒:持续关注并购价值

2014. 08. 14

赵巧敏(高级分析师)

电话: 020-88836120

邮箱: zhaogm@gzgzhs.com.cn

执业编号: A1310514080001

谨慎推荐(评级)

现价: 15.20 元

目标价: 17.50 元

食品饮料行业

投资要点:

● 国企改革预期下, 珠江啤酒存在并购价值。

珠江啤酒(002461)是以啤酒业为主体的国有企业, 公司的控股股东为广州珠江啤酒集团有限公司, 持股比例为 51.94%, 实际控制人为广州市国资委。外资股东英特布鲁国际(百威英博)持有 25.62% 股权。

在广东国企改革预期下, 珠江啤酒存在进一步并购预期。珠江啤酒按照 2014 年 8 月 12 日收盘价计算, 对应 2014 年 PS 约 2.77 倍。公司二级市场目前仍明显低于 2013 年华润收购金威和嘉士伯收购重啤的收购估值。

● 2014 年啤酒行业景气度提速。

收入端, 14 年世界杯年将贡献销量增速, 这在以往三届世界杯年都有体现。

毛利率端, 2014 年进口大麦相比于 2013 年价格下降较为明显, 截止 6 月下旬进口大麦价格为 295.89 美元/吨比 2013 年末下降 14.9%。

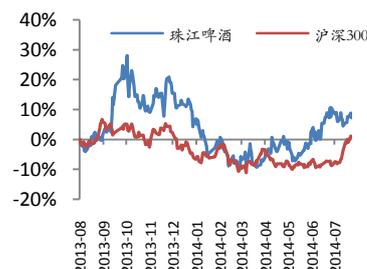
长期来看, 我国是世界第一啤酒消费大国, 但人均啤酒消费量 2012 年仅为 36 升/年, 相对日本的 50 升/年仍有近 4 成的提升空间, 我国人均啤酒消费量有望继续上行。

● 盈利预测

我们预计公司 2014-15 年收入增速 8.2%、5.3%, 净利润同比增速为 19.7%、16.9%, EPS 分别为 0.07、0.08 元。公司未来的看点在于国企改革预期下的并购价值, 给予公司“谨慎推荐”评级, 目标价 17.50 元(对应 2014 年 3.2 倍 PS)。

● 风险提示: 广东区域市场竞争激励加大、食品安全风险。

股价走势



股价表现

涨跌 (%)	1M	3M	6M
珠江啤酒	12.1	4.0	23.7
食品饮料	10.5	10.6	5.0
沪深 300	8.6	10.0	2.8

基本资料

总市值	103.36 亿元
总股本	6.8 亿元
流通股比例	100%
资产负债率	42.21%
大股东	广州珠江啤酒集团有限公司
大股东持股比例	51.94%

珠江啤酒财务预测简表

主要财务指标	2012	2013	2014E	2015E
营业收入(百万元)	3,474.8	3,349.1	3,722.5	3,920.3
同比	-2.5%	-3.6%	8.2%	5.3%
净利润(百万元)	51.0	46.5	64.0	74.7
同比	1.5%	-8.8%	19.7%	16.9%
ROE	1.6%	1.3%	1.8%	2.0%
每股收益(元)	0.07	0.06	0.07	0.08

相关报告

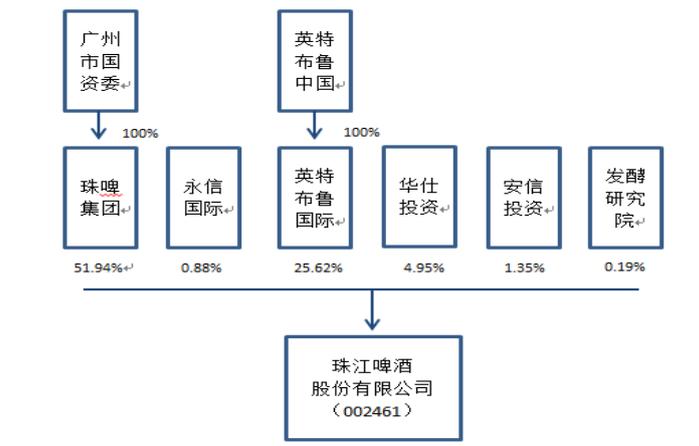


1. 国资控股的区域啤酒龙头

1.1 珠江啤酒为广州国资委控股、百威英博参股的上市公司

珠江啤酒（002461）是由珠啤集团联合英特布鲁国际、华仕投资、珠江资产、诚毅科技、安信投资、发酵研究院以现金出资，以发起设立方式于2002年12月25日成立的股份有限公司，2010年8月在深交所上市。公司目前的控股股东为广州珠江啤酒集团有限公司，持股比例为51.94%，实际控制人为广州市国资委。外资股东 INTERBREW INVESTMENT INTERNATIONAL HOLDING LIMITED（英特布鲁国际）持有25.62%股权。

图 1. 珠江啤酒（002461）股权结构（2014 年一季度报）



资料来源：广证恒生

1.2 区域市场竞争激烈，费用率上升导致公司盈利能力下降

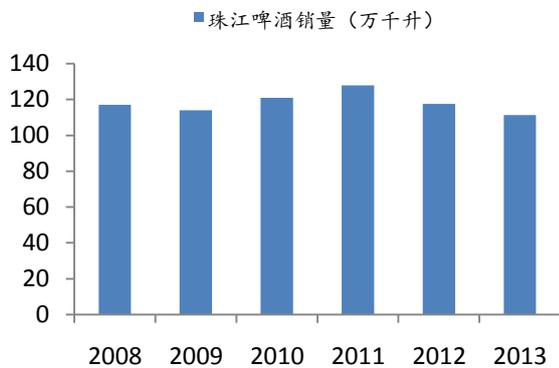
截止2014年8月，公司啤酒产能约220万千升/年。2010-2013年公司啤酒销量120.86、127.91、117.47、111.4万千升。

近几年来，公司啤酒整体销量基本围绕着120万千升附近波动；2010-2013年公司营业收入分别为30.53、35.63、34.75、33.49亿元，净利润0.91、0.50、0.54、0.46亿元，毛利率分别为40.90%、43.15%、43.05%和42.08%，净利率分别为2.99%、1.40%、1.55%和1.38%。2014年第一季度公司实现营业收入5.38亿元，净利润666.58万元，净利率为1.24%。

公司综合毛利率在产品结构升级、纯生占比提升的背景下稳步上升，从34.4%（2007）升至42.1%（2013）；但由于广东啤酒市场竞争激烈且人工成本上涨，公司净利率出现下降趋势，由5.28%（2007）降至1.38%（2013）。

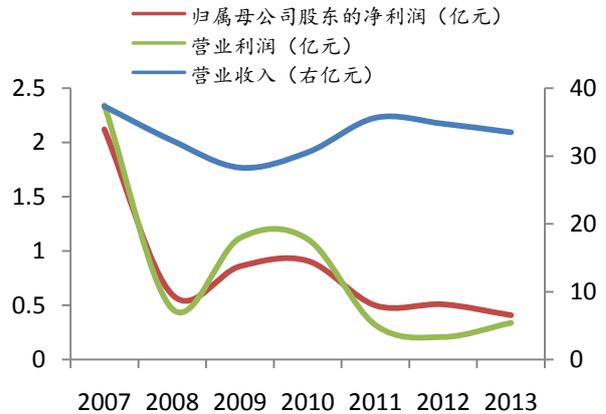


图 2. 公司啤酒销量维持在 120 万千升上下



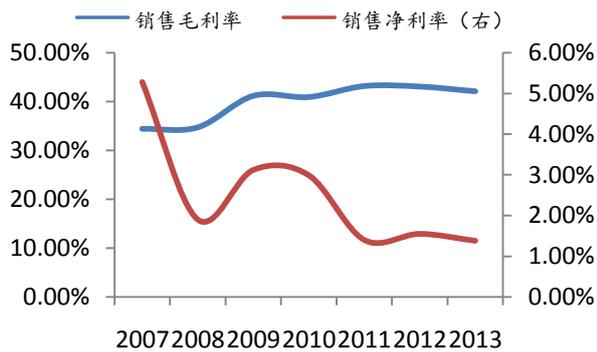
资料来源: WIND、广证恒生

图 3. 收入维持 30-35 亿规模、盈利能力有所下滑



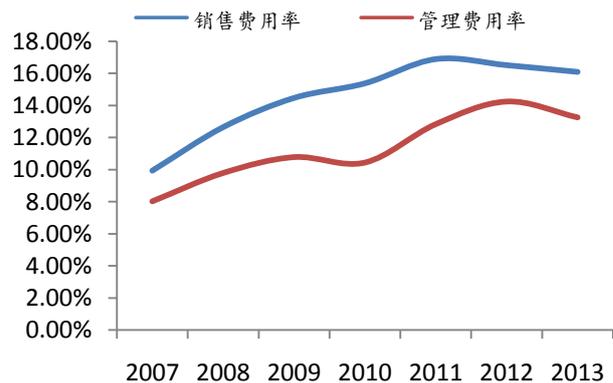
资料来源: WIND、广证恒生

图 3. 公司毛利率呈现上升、但净利率下降



资料来源: WIND、广证恒生

图 4. 2011 年之后公司费用率开始下降



资料来源: WIND、广证恒生

2. 国企改革预期下, 珠江啤酒存在并购价值

珠江啤酒作为广州国资委下属企业, 在国企改革推进过程中, 存在并购预期。

中国啤酒市场总量巨大, 属于全球少数仍在正增长的啤酒区域市场, 且国内啤酒相对国际市场提价的空间仍然巨大; 与此同时, 国内啤酒剩余可收购资产稀缺。因此产业资本特别是国际啤酒巨头对国内啤酒企业仍有很强的收购动力。

在 2013 年发生的两个业内重大并购案例中, 产业资本给出的收购价格出现明显的溢价情况。

(1) 华润创业 (0291.HK) 对金威啤酒 (0124.HK) 的收购报价达到 53.8 亿元, 对应 2012 年 17 亿元的主营收入, PS 约为 3.2 倍。

(2) 嘉士伯对重庆啤酒 (600132.SH) 的要约收购报价高达 20 元/股, 要约价折合成重庆啤酒市值达到 97 亿元左右, PS 约为 3.1 倍。



珠江啤酒按照 2014 年 8 月 12 日收盘价计算，对应 2014 年 PS 约 2.77 倍。目前公司二级市场 PS 仍明显低于 2013 年两起案例的收购估值。

表 1：2013 年以来两起啤酒行业收购案例概览

公告日	公司	收购方	收购资产	收购价	3月6日市值	12年主营业务收入	收购价折算每股价格	收购价对应 PE	收购价对应 PS	收购的吨产能价格
2013.2.5	金威啤酒 (0124.HK)	雪花	7 个工厂 共计约 150 万吨 产能	53.8 亿	55 亿	17 亿	3.2 元/股 (公告前一交易日股价 3.33 元)	12 年中报亏损、11 年 EPS 对应 PE=160 倍	3.2	约 3600 元
2013.3.5	重庆啤酒 (600132)	嘉士伯	重庆啤酒 20% 股权	29.31 亿 (30% 的股权)	96.8 亿	30.9 亿	20 元/股 (公告前一交易日股价 15.94 元)	PE=50 倍 (预计 12 年 EPS0.4 元)	3.1	

资料来源：广证恒生

表 2. 国内啤酒行业集中度不断提升

	产销量							2013Q3	年均复合增速
	2007	2008	2009	2010	2011	2012			
雪花	694	726	837	928	1024	1126	1026 (E)	10.20%	
青島	505	538	591	635	715	787	753	9.30%	
百威英博 (中国)	419	453	489	518	560	575	545	6.50%	
燕京	402	422	467	503	551	540	491	6.10%	
嘉士伯 (中国)	94	102	110	119	129	140	160 (E)	8.30%	
全国	3931	4103	4236	4483	4899	4902	4095	4.50%	
CR4	51.40%	52.10%	56.30%	57.60%	58.20%	63.90%	68.74%		
CR5	53.80%	54.60%	58.90%	60.30%	60.80%	66.80%	72.65%		

资料来源：WIND、广证恒生

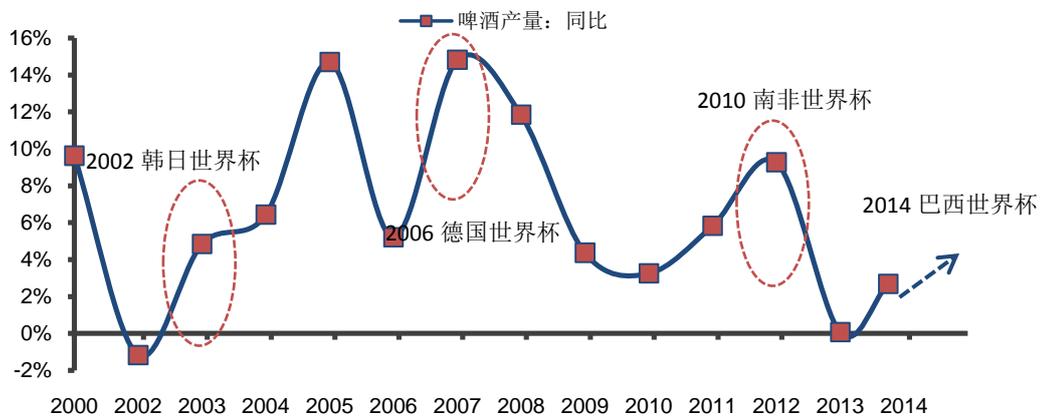
3. 2014 年啤酒景气度上升

3.1 世界杯年有望刺激 14 年啤酒消费

观察历史数据，在过去三个世界杯年度，当年啤酒产销量同比增速相比于上个年度都有不同程度的提升。其中，2002 韩日世界杯产量增速提升 6 个百分点，2006 德国世界杯提升 9.6 个百分点，2010 南非世界杯提升 2.6 个百分点。



图 5. 世界杯年国内啤酒产销量增速均较上年有不同程度上升

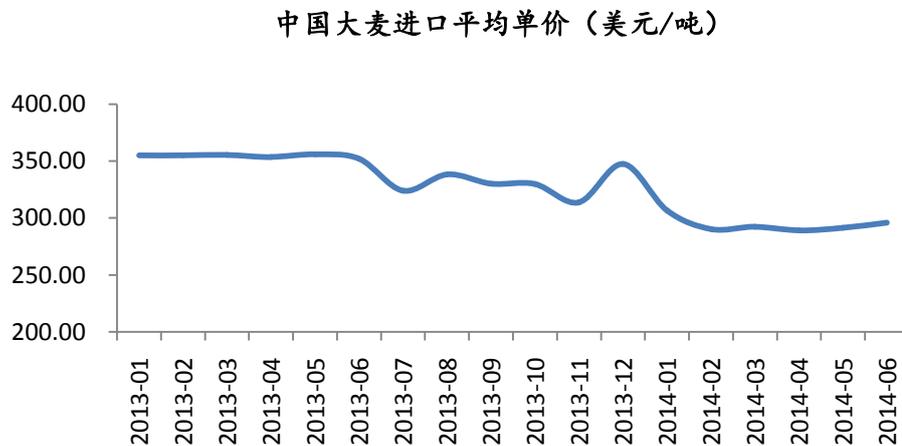


资料来源: WIND、广证恒生

3.2 进口大麦价格下降, 预计 14 年行业毛利率将出现上升

2014 年进口大麦相比于 2013 年价格下降较为明显, 截止 6 月下旬进口大麦价格为 295.89 美元/吨比 2013 年末下降 14.9%, 年内低位出现在 4 月, 为 289.23 美元/吨。

图 6. 今年以来中国大麦进口平均单价下降 14.9%

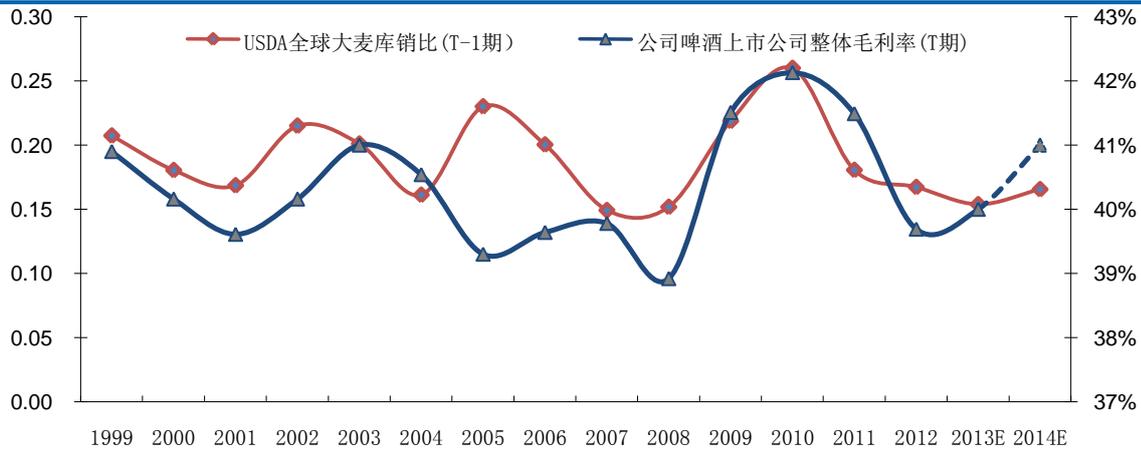


资料来源: WIND、广证恒生

根据 USDA 发布的供需报告, 2013 年全球大麦库销比预计达到 16.6%较 12 年上升 1.4 个百分点, 预计 14 年全球大麦价格趋于稳定或略有下行, 这将有利于啤酒制造业成本下降和毛利率回升。(根据广证恒生测算 1998 年至今“全球大麦库销比(T-1 期)”与“国内啤酒上市公司整体毛利率 (T 期)”的相关系数达到 0.54)。



图 7. USDA 全球大麦 2013 年库销比较 12 年出现回升，预计 14 年啤酒公司毛利率回升



资料来源：WIND、广证恒生

3.3 我国人均啤酒消费量有望继续上行。

我国是世界第一啤酒消费大国，但人均啤酒消费量 2012 年仅为 36 升/年，相对日本的 50 升/年仍有近 4 成的提升空间，更不论德国 98 升/年、美国 77 升/年、巴西 68 升/年和南非 62 升/年。未来，国内啤酒饮品化、酒类消费低度化的趋势下，中国人均啤酒消费量有望继续上行。



廣證恒生
GUANGZHENG HANG SENG

广证恒生：

地址：广州市天河区珠江西路5号广州国际金融中心63楼

电话：020-88836132, 020-88836133

邮编：510623

股票评级标准：

强烈推荐：6个月内相对强于市场表现15%以上；

谨慎推荐：6个月内相对强于市场表现5%—15%；

中性：6个月内相对市场表现在-5%—5%之间波动；

回避：6个月内相对弱于市场表现5%以上。

分析师承诺：

本报告作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰、准确地反映了作者的研究观点。在作者所知情的范围内，公司与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

重要声明及风险提示：

我公司具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供广州广证恒生证券研究所有限公司的客户使用。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证我公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，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询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。我公司已根据法律法规要求与控股股东（广州证券有限责任公司）各部门及分支机构之间建立合理必要的信息隔离墙制度，有效隔离内幕信息和敏感信息。在此前提下，投资者阅读本报告时，我公司及其关联机构可能已经持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，或者可能正在为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。法律法规政策许可的情况下，我公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开前已经通过其他渠道独立使用或了解其中的信息。本报告版权归广州广证恒生证券研究所有限公司所有。未获得广州广证恒生证券研究所有限公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“广州广证恒生证券研究所有限公司”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

市场有风险，投资需谨慎。