

珠江啤酒（002461）：主营业务稳步增长，期待国企改革红利

审慎推荐（首次）

食品饮料行业—啤酒

当前股价：15.86元

报告日期：2015年3月31日

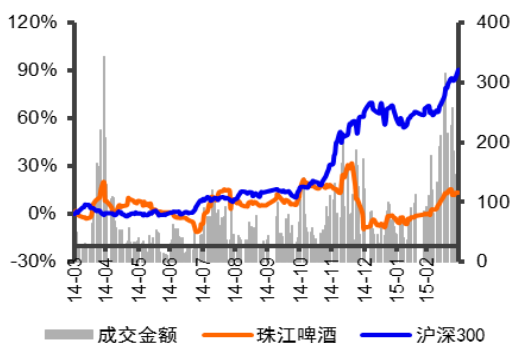
主要财务指标（单位：亿元）

	2013A	2014A	2015E	2016E
营业收入	33.49	35.24	38.72	41.83
(+/-)	-3.62%	5.21%	9.89%	8.03%
营业利润	0.34	0.65	1.22	1.97
(+/-)	60.11%	92.43%	88.25%	61.88%
归属母公司净利润	0.41	0.60	0.99	1.48
(+/-)	-19.08%	46.45%	64.19%	49.66%
EPS（元）	0.06	0.09	0.15	0.22
市盈率	262	179	109	73

公司基本情况（最新）

总股本/已流通股（万股）	68,016/68,016
流通市值（亿元）	107.87
每股净资产（元）	4.89
资产负债率（%）	46.49

股价表现（最近一年）



食品饮料行业研究员：万蓉

执业证书编号：S1050511020001

电话：021-51793716

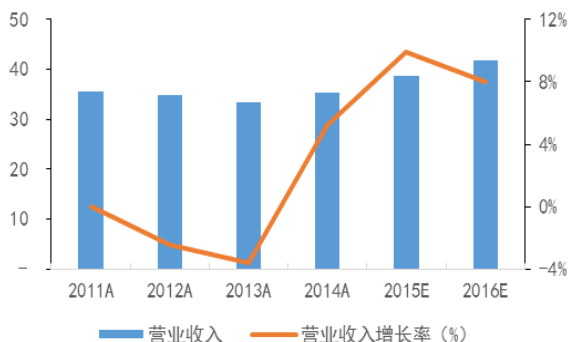
邮箱：wanrong@cfsc.com.cn

事件描述：公司于3月30日晚间披露2014年年报。公司去年实现营业收入35.23亿元，同比增长5.21%；实现归属于母公司所有者的净利润6039.45万元，同比增长46.45%；平均每股收益0.09元。另外，公司拟向全体股东每10股派发现金红利0.30元（含税）。

评论：

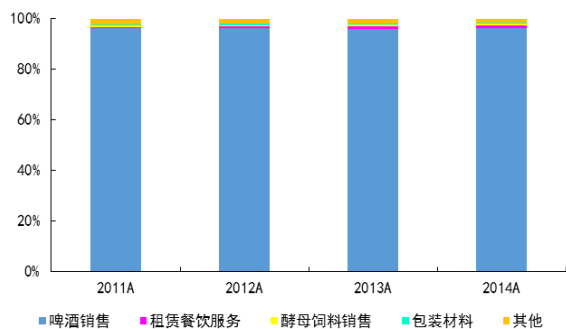
- **销售质量稳中有升，毛利率略有下滑：**报告期内公司全年完成啤酒销量117万吨，同比增长5.0%；营业收入同比增长5.2%；营业成本同比增长7.8%，综合毛利率较同期下降1.44个百分点至40.64%，除了酵母销售毛利率维持在100%，其他各项业务毛利率均略有下滑。
- **营销改革稳步推进，产品结构优化转型：**（1）市场销售方面，公司稳步推进营销改革，完善以业绩为导向的经销商考评机制，充分调动经销商积极参与市场竞争的主观能动性，市场驾驭能力明显提高；（2）品牌建设方面，公司整合线上和线下资源，加强珠江纯生、珠江0度、珠江啤酒三大品类的品牌管理和推广，积极推进产品升级，提升高档啤酒占比；（3）项目建设方面，推进湛江、湖南、梅州、广西、南沙五大项目建设，9月底湛江新增易拉罐线项目投产，其他项目正按计划有序推进；（4）第三产业方面，积极配合海珠环岛轻轨的建设、举办世界杯啤酒之夜、国际美食节等活动，全年实现营业收入4394万元，同比增长5.99%；利润总额2072万元，同比增长91.84%。公司正按照“南固、北上、西进、东拓”的方针，在巩固华南市场龙头地位的基础上向相关市场适度扩张，兼顾规模扩张和效益提升。

图表 1：公司近年营业收入



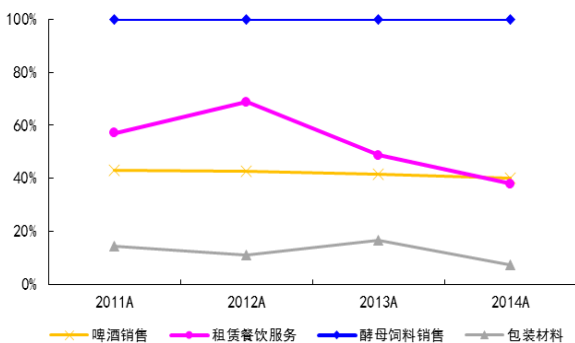
资料来源：公司公告、华鑫证券研发部

图表 2：公司近年各项业务收入占比



资料来源：公司公告、华鑫证券研发部

图表 3：公司近年各项业务毛利率



资料来源：公司公告、华鑫证券研发部

- **期间费用率下降，净利润大幅增加：**报告期内，公司主营业务没有发生变化，销售/管理费用率基本与2013年持平。受益于财务费用大幅下降，在行业增速放缓的背景下，净利润大幅增长46.45%。公司财务费用下降原因是公司偿还了短期借款，利息支出减少。财务费用由2013年的6606.7万元下降至2014年247.4万元，同比下降96.26%。
- **国企改革预期有望引爆公司改革红利：**公司是国有企业，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。随着广州市领导层的调整，最大障碍因素现在得到消除，落实新一轮升级版的国资改革，已经开始加快节奏。广州市国有资产规模巨大，因此推动国有企业改革备受市场瞩目，方案落地有望令本地上市国企从改革中大幅受益。
- **盈利预测与投资评级：**预计公司2015-2016年每股收益分别为0.15元和0.22元，对应于上个交易日收盘价15.86元，市盈率分别为109倍和73倍，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“审慎推荐”的投资评级。
- **风险提示：**1) 广东区域市场竞争加大；2) 大麦价格大幅波动；3) 食品安全风险；4) 广州总部厂区搬迁影响产能

盈利预测

单位: 万元	2012A	2013A	2014A	2015E	2016E
营业收入	347,483.23	334,914.28	352,377.68	387,225.61	418,331.47
减: 营业成本	197,890.61	193,980.59	209,154.84	224,590.85	237,612.28
营业税金及附加	33,796.10	32,156.06	33,550.72	37,173.66	40,159.82
销售费用	57,370.43	53,901.99	58,652.85	65,053.90	69,443.02
管理费用	49,500.62	44,404.70	43,868.64	47,241.52	50,199.78
财务费用	6,565.01	6,606.72	247.37	387.23	418.33
资产减值损失	267.45	520.93	423.77	580.84	753.00
加: 公允价值变动净收益	-	-	-	-	-
投资净收益	10.04	23.83	-	-	-
影响营业利润的其他科目	-	-	-	-	-
营业利润	2,103.06	3,367.12	6,479.50	12,197.61	19,745.25
加: 营业外收入	7,384.01	3,065.58	13,272.62	3,000.00	3,000.00
减: 营业外支出	1,278.06	377.75	10,880.07	-	-
其中: 非流动资产处置净损失	1,207.11	18.22	75.70	-	-
影响利润总额的其他项目	-	-	-	-	-
利润总额	8,209.01	6,054.95	8,872.05	15,197.61	22,745.25
减: 所得税	2,835.55	1,409.07	1,897.42	3,799.40	5,686.31
净利润	5,373.46	4,645.87	6,974.63	11,398.21	17,058.93
少数股东损益	277.35	522.11	935.18	1,481.77	2,217.66
归属于母公司所有者的净利润	5,096.12	4,123.77	6,039.45	9,916.44	14,841.27
基本每股收益(元)	0.07	0.06	0.09	0.15	0.22
稀释每股收益(元)	0.07	0.06	0.09	0.15	0.22
总股本(万股)	68,016.18	68,016.18	68,016.18	68,016.18	68,016.18

资料来源: 公司公告、华鑫证券研发部

研究员简介

万蓉：英国赫尔大学，商业管理硕士

主要研究和跟踪领域：食品饮料、商业

华鑫证券有限公司投资评级说明

股票的投资评级说明：

	投资建议	预期个股相对沪深 300 指数涨幅
1	推荐	>15%
2	审慎推荐	5%—15%
3	中性	(-) 5%— (+) 5%
4	减持	(-) 15%— (-) 5%
5	回避	< (-) 15%

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准。

行业的投资评级说明：

	投资建议	预期行业相对沪深 300 指数涨幅
1	增持	明显强于沪深 300 指数
2	中性	基本与沪深 300 指数持平
3	减持	明显弱于沪深 300 指数

以报告日后的6个月内，行业相对于沪深300指数的涨跌幅为标准。

免责声明

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究发展部及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，投资者据此做出的任何投资决策与本公司无关。本报告仅向特定客户传送，未经华鑫证券研究发展部授权许可，任何机构和个人不得以任何形式复制和发布。

华鑫证券有限责任公司

研究发展部

地址：上海市徐汇区肇嘉浜路 750 号

邮编：200030

电话：(+86 21) 64339000

网址：<http://www.cfsc.com.cn>