

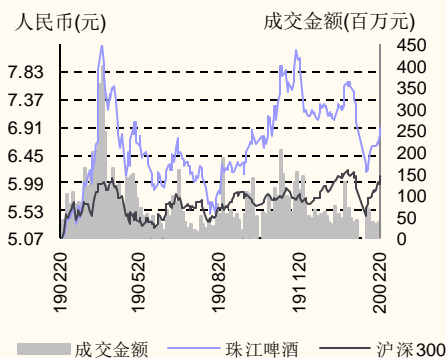
珠江啤酒 (002461.SZ) 买入 (维持评级)

公司点评

市场价格 (人民币): 6.91 元

市场数据 (人民币)

总股本(亿股)	22.13
已上市流通 A 股(亿股)	13.60
总市值(亿元)	152.94
年内股价最高最低(元)	7.50/6.16
沪深 300 指数	4145
中小板综	10705



相关报告

1. 《华南优势地位巩固，产品结构升级持续-珠江啤酒深度报告》，2019.11.26

卢周伟 联系人
luzhouwei@gjzq.com.cn

寇星 联系人
kouxing@gjzq.com.cn

刘宸倩 分析师 SAC 执业编号: S1130519110005
liuchencian@gjzq.com.cn

业绩符合预期，盈利能力持续优化

公司基本情况 (人民币)

项目	2017	2018	2019E	2020E	2021E
摊薄每股收益(元)	0.17	0.17	0.22	0.25	0.28
每股净资产(元)	7.18	3.71	3.84	4.00	4.19
每股经营性现金流(元)	0.45	0.19	0.28	0.41	0.47
市盈率(倍)	70	27	31	28	25
净利润增长率(%)	62.75%	97.68%	35.44%	10.10%	14.17%
净资产收益率(%)	2.33%	4.46%	5.83%	6.18%	6.73%
总股本(百万股)	1,106.66	2,213.33	2,213.33	2,213.33	2,213.33

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

■ 珠江啤酒发布业绩快报，公司 2019 年实现营业收入 42.44 亿元，同比 +5.06%；归母净利润 4.96 亿元，同比 +35.23%；每股收益 0.22 元。

经营分析

- **收入稳健增长，结构升级带动量价齐升：**公司全年收入增长 5.06%，实现了稳中有进的成长，预计公司收入增长核心仍由啤酒业务带动，大概率实现量价齐升。从销量来看，预计公司啤酒销量全年实现同比微增，其中珠江纯生和拉罐产品增长最为明显，推动产品结构持续优化，促使公司产品不断向中高端价值链延伸；从吨价来看，预计公司啤酒吨价提升 3-5%，超过 3200 元。预计公司啤酒文化产业等其他业务也实现了可观增长，“双主业”携手助力公司实现高质量发展。
- **啤酒业务盈利能力不断提升，净利率创新高：**公司全年实现归母净利润 4.96 亿元，同比增长 35.23%，对应净利率 11.7%，较去年同期提升 2.29pct，处近几年高位。预计公司运营水平和智能水平持续提升，其中吨啤酒三大费用率大概率同比下降，生产环节从采购、能耗到运输全面优化；同时公司通过多项智能系统提升管理运作效率，提高风险管控能力。长期来看，公司坚持提质增效成果显著，通过深化营销改革、坚持科技创新发展、提高管理效益等措施盈利能力不断提升。
- **盈利改善仍未结束，期待双主业携手发展：**公司作为区域性龙头啤酒企业，在区域渠道拓展和产品升级层面仍具备潜力，产品端预计纯生占比将进一步提升，同时公司已经储备了 0 度系列的升级产品，量价齐升的趋势仍将延续；渠道端逐步将零售端优势向餐饮端延伸，丰富应用场景；另外公司不断改善省外薄弱市场的盈利能力，做精做细市场。我们长期看好在行业结构升级的大趋势以及公司提质增效的大方向下啤酒主业盈利能力持续提升，实现啤酒酿造产业和啤酒文化产业双主业携手发展，强化公司行业竞争力。

盈利预测

■ 我们预计公司 19-21 年的收入分别为 42.44/44.07/47.21 亿元，同比增长 5.1%/3.8%/7.1%，受疫情影响我们调低了公司 20 和 21 年收入，调整后的收入分别较之前下降 6.6%和 8.3%；归母净利润分别为 4.96/5.46/6.24 亿元，同比增长 35.4%/10.1%/14.2%；EPS 分别为 0.22 元/0.25 元/0.28 元；对应 PE 为 31X/28X/25X；扣除 42 亿元地产估值，当前股价对应的 PE 分别为 26X/24X/21X，维持“买入”评级。

风险提示

■ 限售股解禁、原材料价格上涨、募投项目建设不达预期

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营业务收入	3,543	3,764	4,039	4,244	4,407	4,721
增长率		6.2%	7.3%	5.1%	3.8%	7.1%
主营业务成本	-2,115	-2,290	-2,401	-2,357	-2,396	-2,540
%销售收入	59.7%	60.8%	59.4%	55.5%	54.4%	53.8%
毛利	1,428	1,474	1,638	1,887	2,011	2,181
%销售收入	40.3%	39.2%	40.6%	44.5%	45.6%	46.2%
营业税金及附加	-348	-378	-390	-393	-408	-437
%销售收入	9.8%	10.1%	9.7%	9.3%	9.3%	9.3%
营业费用	-607	-655	-704	-734	-758	-793
%销售收入	17.1%	17.4%	17.4%	17.3%	17.2%	16.8%
管理费用	-396	-435	-460	-420	-419	-425
%销售收入	11.2%	11.6%	11.4%	9.9%	9.5%	9.0%
息税前利润 (EBIT)	77	5	84	340	426	526
%销售收入	2.2%	0.1%	2.1%	8.0%	9.7%	11.2%
财务费用	12	176	245	210	185	180
%销售收入	-0.3%	-4.7%	-6.1%	-4.9%	-4.2%	-3.8%
资产减值损失	-60	-14	-19	-10	-10	-10
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0	0
%税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	28	246	462	620	681	776
营业利润率	0.8%	6.5%	11.4%	14.6%	15.5%	16.4%
营业外收支	135	11	3	5	5	5
税前利润	163	257	465	625	686	781
利润率	4.6%	6.8%	11.5%	14.7%	15.6%	16.6%
所得税	-36	-59	-86	-116	-127	-145
所得税率	21.9%	22.9%	18.4%	18.5%	18.5%	18.5%
净利润	127	198	379	509	559	637
少数股东损益	13	13	13	13	13	13
归属于母公司的净利润	114	185	366	496	546	624
净利率	3.2%	4.9%	9.1%	11.7%	12.4%	13.2%

现金流量表 (人民币百万元)

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	127	198	379	509	559	637
少数股东损益	13	13	13	13	13	13
非现金支出	304	285	285	264	267	265
非经营收益	-212	-50	-303	-10	45	65
营运资金变动	803	62	68	-143	29	71
经营活动现金净流	1,022	495	430	621	900	1,038
资本开支	-334	-225	-89	-1,855	-65	-35
投资	-571	-4,624	1,653	1,790	-150	-100
其他	0	111	277	0	0	0
投资活动现金净流	-904	-4,738	1,842	-65	-215	-135
股权募资	0	4,297	0	14	14	14
债权募资	-1	271	679	-158	-342	-410
其他	-45	-79	-130	-221	-281	-296
筹资活动现金净流	-45	4,488	549	-365	-610	-693
现金净流量	73	245	2,820	192	76	210

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	132	377	3,198	3,389	3,465	3,676
应收账款	194	98	25	38	38	39
存货	588	573	501	529	525	536
其他流动资产	1,173	5,852	4,191	2,469	2,619	2,720
流动资产	2,087	6,900	7,914	6,425	6,647	6,971
%总资产	31.5%	61.0%	64.9%	52.2%	53.8%	55.9%
长期投资	10	10	9	9	9	9
固定资产	3,650	3,487	3,362	3,081	2,915	2,722
%总资产	55.2%	30.8%	27.6%	25.0%	23.6%	21.8%
无形资产	557	546	524	2,411	2,389	2,367
非流动资产	4,528	4,405	4,279	5,889	5,717	5,508
%总资产	68.5%	39.0%	35.1%	47.8%	46.2%	44.1%
资产总计	6,615	11,304	12,193	12,314	12,364	12,479
短期借款	0	272	960	803	461	50
应付款项	1,507	1,633	1,551	1,501	1,510	1,567
其他流动负债	321	208	237	255	270	297
流动负债	1,828	2,114	2,748	2,576	2,274	1,960
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	1,211	1,199	1,179	1,170	1,170	1,170
负债	3,039	3,312	3,927	3,746	3,444	3,130
普通股股东权益	3,531	7,947	8,220	8,509	8,848	9,265
少数股东权益	45	45	46	59	72	85
负债股东权益合计	6,615	11,304	12,193	12,314	12,364	12,479

比率分析

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
每股指标						
每股收益	0.167	0.167	0.166	0.224	0.247	0.282
每股净资产	5.191	7.181	3.714	3.844	3.998	4.186
每股经营现金净流	1.503	0.447	0.194	0.280	0.407	0.469
每股股利	0.060	0.100	0.100	0.100	0.100	0.100
回报率						
净资产收益率	3.23%	2.33%	4.46%	5.83%	6.18%	6.73%
总资产收益率	1.72%	1.64%	3.01%	4.04%	4.43%	5.02%
投入资本收益率	1.67%	0.05%	0.74%	2.96%	3.70%	4.56%
增长率						
主营业务收入增长率	0.74%	6.23%	7.33%	5.07%	3.84%	7.13%
EBIT增长率	106.76%	-93.63%	1625.84%	303.55%	25.46%	23.45%
净利润增长率	36.96%	62.75%	97.68%	35.44%	10.10%	14.17%
总资产增长率	2.00%	70.90%	7.86%	0.93%	0.36%	0.92%
资产管理能力						
应收账款周转天数	21.7	11.7	4.2	2.0	1.9	1.8
存货周转天数	108.9	92.6	81.6	82.0	80.0	77.0
应付账款周转天数	125.7	91.3	70.8	70.0	68.0	65.0
固定资产周转天数	365.8	332.3	294.3	250.8	219.5	185.3
偿债能力						
净负债/股东权益	-3.69%	-1.31%	-27.07%	-30.19%	-33.68%	-38.77%
EBIT利息保障倍数	-6.5	0.0	-0.3	-1.6	-2.3	-2.9
资产负债率	45.95%	29.30%	32.21%	30.32%	27.66%	24.81%

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	1	5
增持	0	0	1	2	7
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	2.00	1.67	1.58

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2019-11-26	买入	7.17	9.50~9.50

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持



投资评级的说明：

- 买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
- 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
- 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
- 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明:

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视作出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海	北京	深圳
电话：021-60753903	电话：010-66216979	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	传真：010-66216793	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100053	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 7 楼	地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层	地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号 时代金融中心 7GH