

区域龙头借力纯生进行突围

——珠江啤酒（002461）新股分析报告——

合理价格：4.40-5.20

内容摘要：

- 品牌优势与技术优势——中国第一瓶纯生啤酒。**长期以来珠江啤酒以其卓越的品质和良好的声誉拥有稳定的消费群体和极高的品牌忠诚度。珠江啤酒生产出第一瓶中国纯生啤酒，目前纯生已成为国内高端啤酒的代表。目前我国纯生啤酒占啤酒总产量不足5%，与国际水平相差甚远。中国酿酒工业协会2015年规划：“大力发展纯生啤酒，争取2015年纯生啤酒占啤酒总产量达到20%以上”，纯生啤酒在国内市场大有可为，近年珠江纯生啤酒产量在20万吨左右，经占国内纯生啤酒市场10%的份额。
- 规模和渠道优势——广东区域市场龙头。**公司在华南地区拥有较高的知名度，华南地区的销售收入占比达85%左右，其是又以广东市场为主，2009年广东市场占有率为32%；公司在广东的龙头地位来源于公司对广东市场灌装地点和营销网络建设。凭借良好的品牌声誉和卓越的产品品质，公司经过在华南核心市场的长期布局，已经构建了从代理经销商到零售终端的营销网络，形成一套完善的销售模式。
- 产品结构优良——高中低档的金字塔结构。**公司目标已形成较为完善的高中低档产品结构体系，产品划分为纯生系列、高中档熟啤系列和普通档熟啤三类。2009年公司纯生啤酒产量比重为15.6%，整个高中档收入占比达到66.5%。其中纯生啤酒售价是普通啤酒的2.2倍，毛利率高出普通熟啤42%。金字塔式的产品结构对应市场风险的能力更强，有助纯生啤酒产量还有提升空间，对利润贡献度有望提升。
- 估计与定价：二级市场合理价格4.40~5.20元。**预计2010-2012年公司营业收入能够达到31.1亿元、34.2亿元和38.3亿元；公司融资后股本为6.8亿股，对应2010-2012年每股收益为0.157元、0.205元和0.260元。按照行业内可比公司估值水平，除去重庆啤酒、啤酒花和西藏发展等异常情况外，2010年PE为32.8倍。由于行业增速放缓，公司主要销售区竞争异常激烈，面临国际国内对手的双重竞争，综合考虑给予公司相对于2010年28-33倍PE，对应的二级市场价格约为4.40元~5.20元。

百万元	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	3227.3	2827.8	3107.8	3418.6	3828.8
增长率	-13.6%	-12.4%	9.9%	10.0%	12.0%
归属于母公司净利润	60	85.7	107	139.6	176.9
增长率	-71.7%	42.8%	24.9%	30.5%	26.7%
EPS	0.088	0.126	0.157	0.205	0.260

研究员

王剑辉
 执业证号：S1250200010075
 电话：010-57631186
 邮箱：wjhui@swsc.com.cn

黄仕川
 执业证号：S1250109101224
 电话：023-63725713
 邮箱：hsc@swsc.com.cn

珠江啤酒上市资料

发行前总股本（万股）	61016.2
本次发行（万股）	7000
发行后总股本（万股）	68016.20
2009年每股收益（发行前）	0.14元
每股净资产（发行前）	4.62元
毛利率	41.15%
流动比率	0.66
速动比率	0.38
应收账款周转率	10.21
资产负债率	39.55%
净资产收益率	38.49%

相关研究

- 燕京啤酒（000729）：成本控制保利润增长，全年业绩增长无虞 10/07/22
- 啤酒花（600090）：花落花又开 2010/04/01
- 啤酒行业：寻找新的利润增长点 2010/07/14
- 重庆啤酒（600132）：疫苗研究顺利、啤酒主业稳定 10/03/16

一、投资要点

要点简述

1. 品牌优势与技术优势——中国第一瓶纯生啤酒。长期以来珠江啤酒以其卓越的品质和良好的声誉拥有稳定的消费群体和极高的品牌忠诚度。珠江啤酒生产出第一瓶中国纯生啤酒，目前纯生已成为国内高端啤酒的代表。目前我国纯生啤酒占啤酒总产量不足5%，与国际水平相差甚远。中国酿酒工业协会2015年规划：“大力发展纯生啤酒，争取2015年纯生啤酒占啤酒总产量达到20%以上”，纯生啤酒在国内市场大有可为，近年珠江纯生啤酒产量在20万吨左右，经占国内纯生啤酒市场10%的份额。

2. 规模和渠道优势——广东区域市场龙头。公司在华南地区拥有较高的知名度，华南地区的销售收入占比达85%左右，其是又以广东市场为主，2009年广东市场占有率为32%；公司在广东的龙头地位来源于公司对广东市场灌装地点和营销网络建设。凭借良好的品牌声誉和卓越的产品品质，公司经过在华南核心市场的长期布局，已经构建了从代理经销商到零售终端的营销网络，形成一套完善的销售模式。

3. 产品结构优良——高中低档的金字塔结构。公司目标已形成较为完善的高中低档产品结构体系，产品划分为纯生系列、高中档熟啤系列和普通档熟啤三类。2009年公司纯生啤酒产量比重为15.6%，整个高中档收入占比达到66.5%。其中纯生啤酒售价是普通啤酒的2.2倍，毛利率高出普通熟啤42%。金字塔氏的产品结构对应市场风险的能力更强，有助纯生啤酒产量还有提升空间，对利润贡献度有望提升。

主要假设

- 公司通过成本控制，在行业增速稳定的情况下，基本维持现有产品的毛利率；
- 公司在募集之后，产能呈间断性的逐步释放，市场占有率得到巩固和提高。

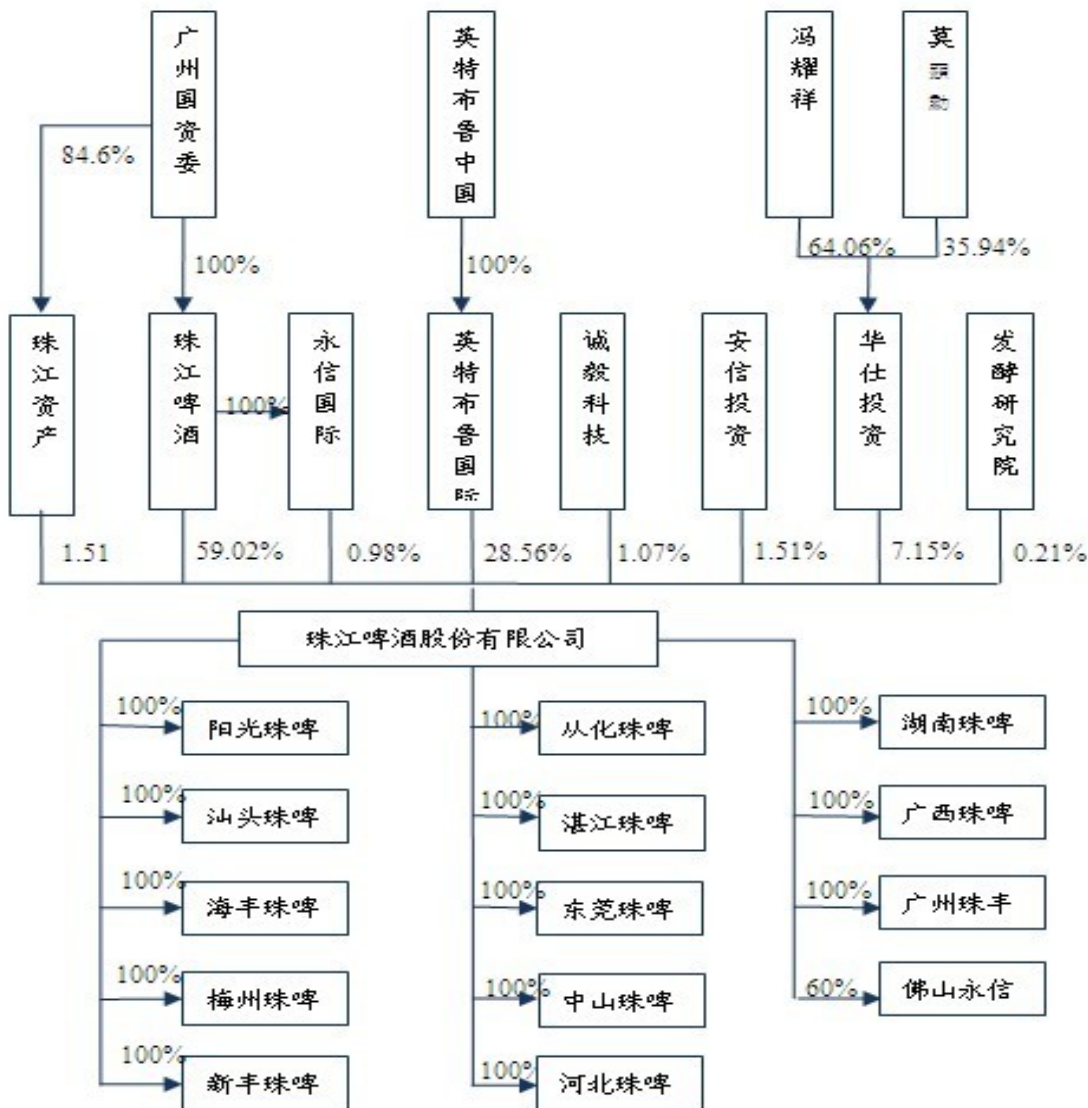
主要风险

- 行业风险：啤酒行业增速放缓
- 公司经营风险：原材料价格上涨、市场份额继续缩小、盈利能力不能有效提高

二、公司基本情况

公司由珠江啤酒集团、英特布鲁国际、华仕投资等发起设立，广州市国资委为实际控制人，IPO 之前控股比例为 60%；第二大股东为全球最大啤酒企业英博集团控股子公司英特布鲁国际，控股比例为 28.56%。公司目前主要业务为啤酒的生产和销售，拥有中国最大的啤酒酿造中心，其中“珠江牌”为中国驰名商标。

图 1：公司股权结构及控制企业结构图



数据来源：公司公告、西南证券研发中心

公司目前拥有 14 家控股子公司，其中，湛江、河北、广西、湖南珠啤均从事啤酒酿造、灌装和销售；梅州、新丰、阳江、汕头、海丰、从化、东莞、中山珠啤均从事啤酒灌装和销售；广州珠丰、佛山永信分别从事包装箱和标签纸、啤酒瓶盖的生产。公司产能共计 180 万吨，灌装能力 190 万吨，其中 85% 以上的市场集中于华南地区。

表 1: 子公司财务数据及主营业务

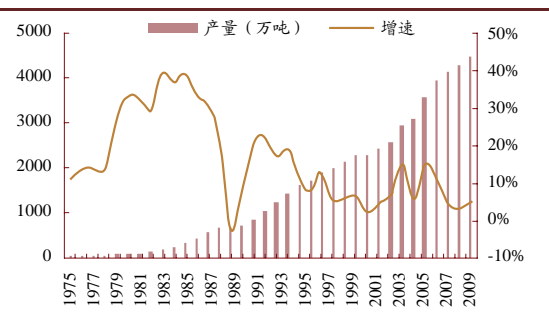
序号	公司名称	所在地区	2009 年 (单位: 万元)			备注
			总资产	净资产	净利润	
1	广州珠丰	广东广州	15358.7	11357.9	572.6	啤酒包装箱和标签纸生产、销售
2	从化珠啤	广东广州	15505.4	6231.4	276.2	啤酒灌装、销售
3	佛山永信	广东佛山	5424.4	4662.7	663.0	啤酒瓶盖生产、销售
4	阳江珠啤	广东阳江	3539.6	1484.5	207.3	啤酒灌装、销售
5	海丰珠啤	广东海丰	7887.1	3606.3	135.8	啤酒灌装、销售
6	新丰珠啤	广东新丰	5658.6	1042.7	176.7	啤酒灌装、销售
7	梅州珠啤	广东梅州	4377.4	576.4	-188.4	啤酒灌装、销售
8	汕头珠啤	广东汕头	13103.0	3247.1	261.9	啤酒灌装、销售
9	东莞珠啤	广东东莞	29846.7	6314.0	376.2	啤酒灌装、销售
10	湛江珠啤	广东湛江	60976.4	12517.9	-1132.3	啤酒酿造和灌装、销售
11	中山珠啤	广东中山	20753.3	3849.6	213.1	啤酒灌装、销售
12	广西珠啤	广西南宁	4053.4	2813.5	-123.9	啤酒酿造和灌装、销售, 建设中、未投产
13	湖南珠啤	湖南浏阳	4223.6	2736.3	-163.3	啤酒酿造和灌装、销售, 建设中、未投产
14	河北珠啤	河北鹿泉	29694.6	3132.5	-2058.2	啤酒酿造和灌装、销售

数据来源: 公司公告、西南证券研发中心

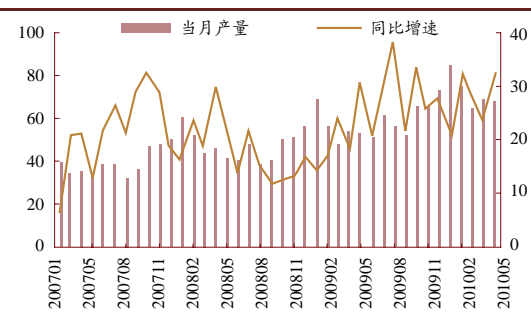
三、业务分析

(一) 行业现状: 渐近成熟期、集中度高、外资渗透

渐近成熟期: 国内啤酒行业已经历了从起步、发展、快速增长等阶段。从历年啤酒销量增速来看, 目前已渐近成熟期。1971-1975 年间, 年均产量增速 11%, 1975-1980 年均增速 21.8%, 1981-1985 年达到峰值 35.9%, 处于快速增长的高峰期。而后增速开始波动下行, 1991-1995 年均增速 17%, 1996-2000 年均增速 7.3%, 2001-2005 年均增速 7.7%, 预计 2006-2010 年间预计平均增速 6.1%。2010 年上半年, 啤酒产量同比增速仅为 4.77%, 预计全年增速在 5% 左右。成熟期的重要特征是市场销量保持低速稳定增长, 而企业之间的竞争更趋激烈。

图 2: 啤酒行业年度产量及同比增速


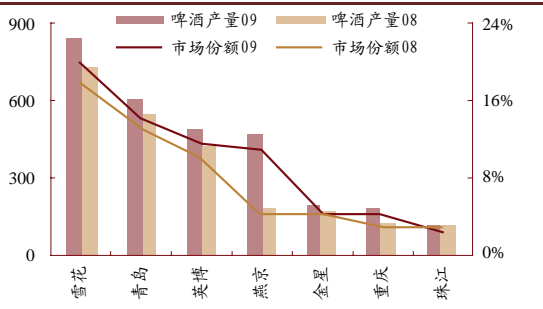
数据来源: WIND、西南证券研发中心

图 3: 啤酒行业月度产量及同比增速


数据来源: WIND、西南证券研发中心

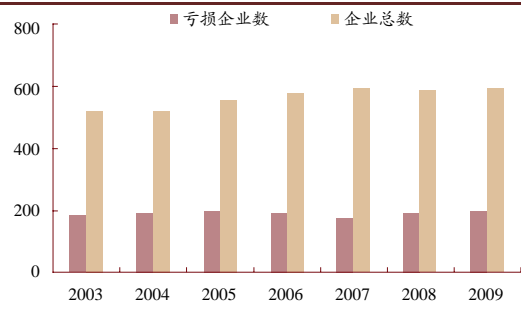
集中度提高: 近年大型啤酒企业纷纷通过扩张, 吞食和收编内业小型企业。2009年, 七大啤酒企业占据了68%的市场份额, 较去年提高11个百分点。随着成熟期的到来, 行业集中度将继续提高。现在, 以华润雪花、青岛啤酒和北京燕京啤酒作为国内啤酒企业的第一梯队, 市场合计占有率在45%以上。而作为国内第二梯队的金星啤酒、重庆啤酒、珠江啤酒等将面临更加严酷的竞争环境, 国内国际啤酒企业双面夹击。近年啤酒企业的数量基本保持不变, 而近两年亏损企业的数量有所增加, 预计后期行业集中度将提高。

图4: 主要啤酒企业市场份额



数据来源: WIND, 西南证券研发中心

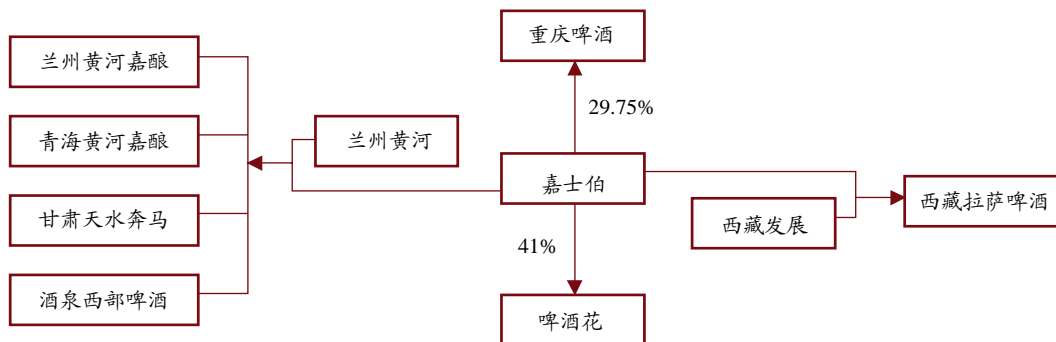
图5: 啤酒企业数量及亏损数



数据来源: WIND, 西南证券研发中心

外资加快进入: 近年外资啤酒企业借助资本市场力量, 完成国内啤酒企业控制权的转移, 并保留和利用原有的啤酒销售渠道。目前, 嘉士伯已控股新疆啤酒企业啤酒花, 参股重庆啤酒, 并与西藏拉萨、兰州黄河等企业合资办厂。外资的进入同样加剧了行业竞争, 而珠江啤酒同样拥用外资啤酒血统, 其发起人之一英特布鲁国际的实际控制人为全球最大啤酒企业英博集团。

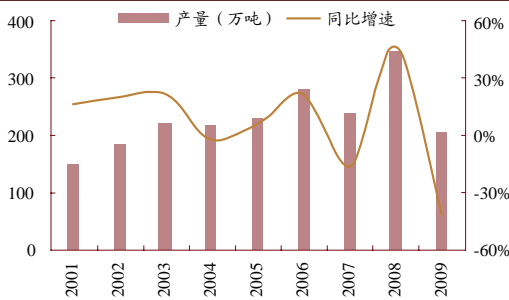
图6: 嘉士伯啤酒的西部版图



数据来源: WIND, 西南证券研发中心

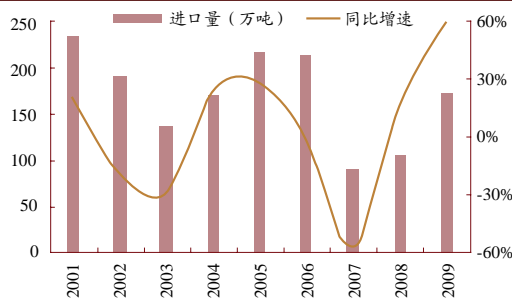
降低成本空间有限: 啤酒行业技术含量偏低, 自动化水平高。大麦和啤酒花约占生产成本的比例在20%左右, 包装材料占50%左右, 其它为能源、制造费用等。大型啤酒企业都拥有完善的灌装、运输、包装、销售等部门或公司, 而影响因素较大的是啤酒大麦和麦芽的采购价格。国内大麦总产量在120-350万吨范围, 历年大麦进口比重保持20%-60%的范围, 较大的进口比例增加了国内啤酒企业成本控制难度。此外, 目前行业平均生产状况是单位啤酒产量取水约为6.5m³/千升, 耗电82Kw/千升, 耗标煤70Kg/千升, 不排除能源价格上涨对生产成本产生影响。

图 7: 国内啤酒大麦产量及增速



数据来源: WIND、西南证券研发中心

图 8: 啤酒大麦进口数量及增速



数据来源: WIND、西南证券研发中心

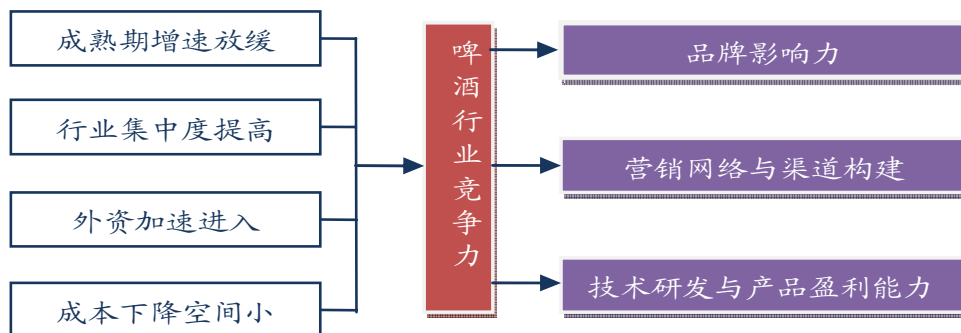
(二) 行业竞争点: 品牌构建、营销与渠道、研发与产品盈利

目前, 啤酒行业同质化竞争已经比较严重, 行业的竞争点或行业的壁垒已与大众消费品行业类似, 主要在于品牌和营销渠道构建、技术研发与产品盈利能力之上。

首先, 在产品同质化比较严重的时候, 产品竞争从传统的价格竞争向品牌竞争转变, 而品牌的形成则是来源于较长期时间内消费者对产品的认同与忠诚, 需要较长时间的积累;

其次, 为快速消费品, 营销网络的构建十分重要, 行业内通过直销或经销等手段加强对产品的销售力度, 随着目前啤酒销售半径的逐步扩大和异地建厂的增加, 市场的争夺更加激烈, 营销网络和营销手段更显重要。

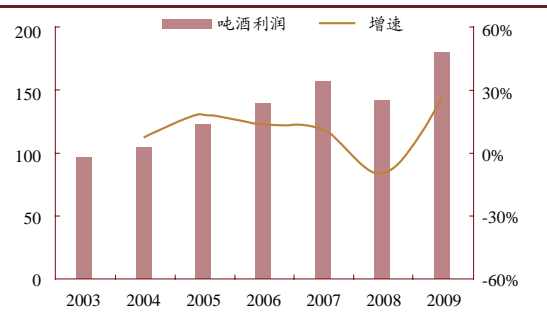
图 9: 啤酒企业核心竞争力



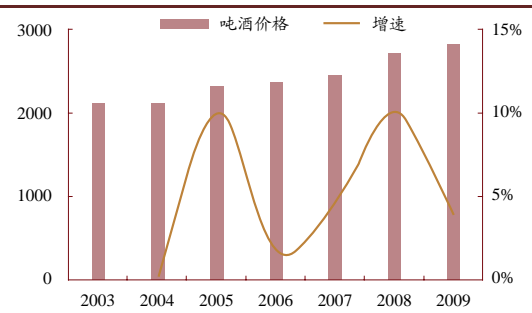
数据来源: 西南证券研发中心

再者, 啤酒行业目前最核心的竞争点还包括产品盈利能力的提高, 重点在于产品结构的调整, 增加中高端的销售比例。在微利时代, 产品结构的调整, 才是行业新的利润增长点。而以青岛啤酒的中高端产品价格为例, 平均售价超过 4000 元/吨, 是行业平均的两倍。

外资啤酒企业在国内取得的成功表明高端产品具备较大市场。国内高端啤酒市场以嘉士伯、百威等国外品牌为主, 而国内高端品牌仍处发展起步阶段。同时, 高端啤酒的推出是与技术研发息息相关, 目前纯生啤酒的销售价格普遍高于普通熟啤, 而完全掌握其生产技术的企业为数不多。

图 10: 近年行业平均吨酒利润 (元/吨)


数据来源: WIND、西南证券研发中心

图 11: 近年行业平均吨酒价格 (元/吨)


数据来源: WIND、西南证券研发中心

(三) 公司的竞争优势

1. 品牌优势与技术优势——中国第一瓶纯生啤酒

公司拥有的“珠江牌”为中国驰名商标，珠江啤酒被评为中国名牌产品，在国内啤酒市场中享有“南有珠江”的美誉。长期以来珠江啤酒以其卓越的品质和良好的声誉拥有稳定的消费群体和极高的品牌忠诚度，现在又通过赞助中国男篮，凸显品牌的运动特色，增强了对体育爱好者的吸引力，品牌影响力日益扩大。同时，公司一直以来高度重视啤酒生产技术研发能力，拥有国家级企业技术中心和博士后科研工作站，公司的多项生产技术处于国际领先水平。其中，公司创新研发的“快速发酵工艺”，将发酵期缩短为 12 天，远低于行业平均 25 天的平均水平。

表 2: 公司主要生产技术及水平

主要生产技术	所处水平
无菌纯生啤酒生产控制技术	国际领先
啤酒快速发酵工艺技术	国际领先
高效糖化工艺技术	国际领先
啤酒错流膜过滤技术	国际领先
高浓酿造技术	国际先进
啤酒菌种生物育种技术	国际先进
麦汁间歇煮沸技术	国际先进
膜振动过滤技术	国内领先
复合糖浆在啤酒酿造中的应用技术	国内领先
麦汁煮沸系统热能回收技术	国内领先

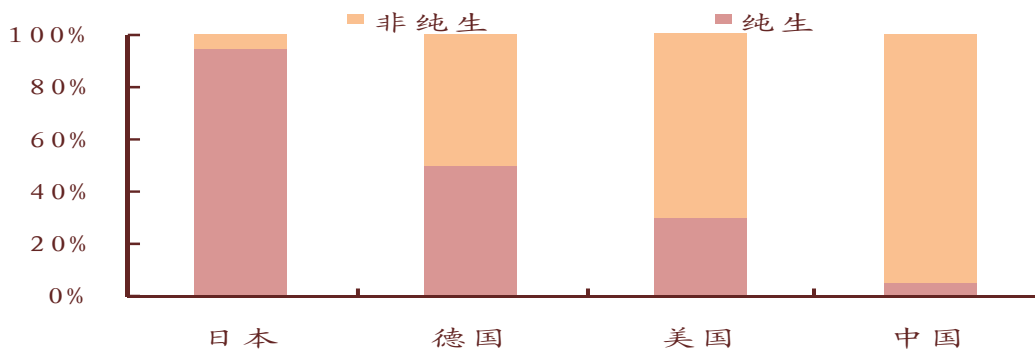
数据来源: 公司公告、西南证券研发中心

图 12: 珠江纯生是中国第一瓶纯生啤酒


数据来源: 公司网站

品牌优势和技术优势使公司成为纯生啤酒的先驱者。珠江啤酒生产出第一瓶中国纯生啤酒，进军中国高端啤酒市场，公司董事长方贵权被誉为“中国纯生之父”。目前纯生啤酒的毛利率高出市场普通啤酒毛利率 40% 以上，成为国内高端啤酒的代表。公司在纯生啤酒上的技术优势和品牌优势为公司保持高毛利，扩大高端市场份额起决定性作用。

图 13: 各国纯生啤酒占比情况



数据来源: 公司公告, 西南证券研发中心

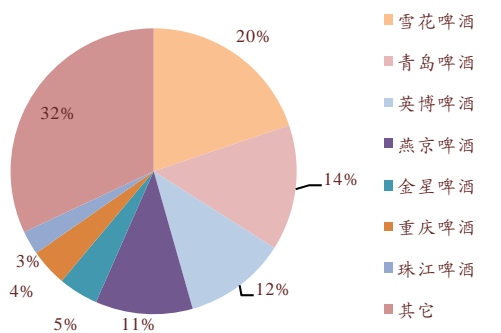
目前, 我们纯生啤酒占啤酒总产量不足 5%, 与国际水平相差甚远。中国酿酒工业协会 2015 年规划: “大力发展纯生啤酒, 争取 2015 年纯生啤酒占啤酒总产量达到 20% 以上”, 纯生啤酒在国内市场大有可为, 近年珠江纯生啤酒产量在 20 万吨左右, 经占国内纯生啤酒市场 10% 的份额。

目前, 珠江啤酒集团在全国共有六条纯生啤酒生产线, 产能达 50 万吨。5 月, 在国家科技部“十一五”项目子课题“优质纯生啤酒品质控制体系应用与研究项目鉴定会”上, 集团参与完成的“优质纯生啤酒品质控制体系应用与研究”项目通过国家验收, 我国首个纯生啤酒示范生产基地正式落户珠啤, 珠江啤酒在纯生啤酒技术的新突破, 印证了其在行业的技术领先地位。

2. 规模和渠道优势——广东区域市场龙头

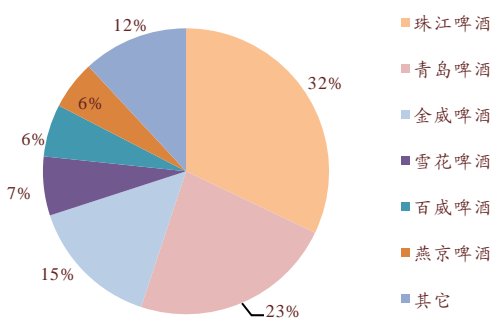
珠江啤酒 2009 年在国内啤酒企业中产量排名第七, 收入预计排名第六, 与青岛啤酒、燕京啤酒、华润雪花、重庆啤酒、金星啤酒、雪津啤酒皆达到 100 万吨以上的产销量。按照销售收入来计算, 公司 2009 年全国市场占有率约为 3%, 相对 2005 年 4.8% 的份额有所下降; 公司 2009 年产销量为 114 万吨, 为近五年最低值, 销售收入同比增长 5%。

图 14: 2009 年中国啤酒市场品牌份额



数据来源: 西南证券研发中心

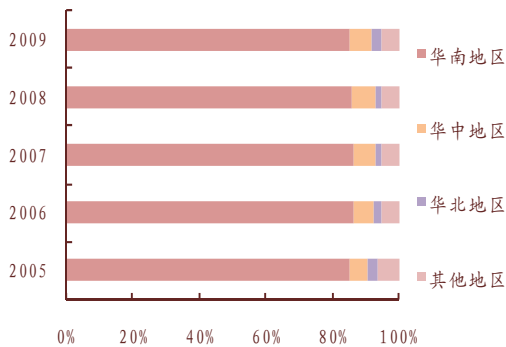
图 15: 2009 年广东啤酒市场品牌份额



数据来源: 西南证券研发中心

公司在华南地区拥有较高的知名度, 华南地区的销售收入占比达 85% 左右, 其是又以广东市场为主; 2009 年, 公司广东市场占有率约为 32%, 较 2005 年 46% 的占有率大幅下滑, 主要缘于国内其它啤酒巨头对广东市场的蚕食。

图 16: 珠江啤酒销售收入地区构成 (亿元)



数据来源: 西南证券研发中心

图 17: 珠啤广东地区配套生产、灌装及销售点



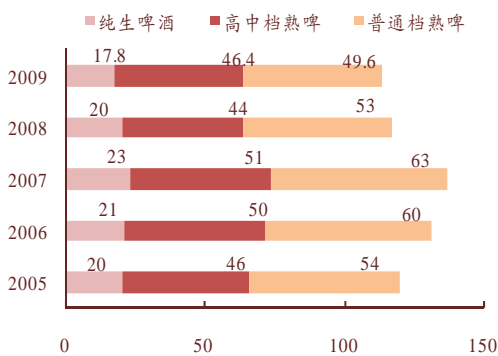
数据来源: 公司公告、西南证券研发中心

公司在广东的龙头地位来源于公司对广东市场灌装地点和营销网络建设。凭借良好的品牌声誉和卓越的产品品质,公司经过在华南核心市场的长期布局,已经构建了从代理经销商到零售终端的营销网络,形成一套完善的销售模式。一季度,公司啤酒销量同比增长 8.19%,其中纯生啤酒同比增长 23.48%,8 个销售大区在第一季度实现了两位数以上的增长,20 个销售大区在 3 月份实现了两位数的增长,明显高于行业平均水平。

3. 产品结构优良——高中低档的金字塔结构

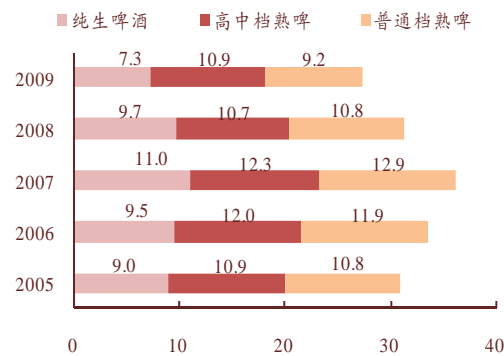
公司目标已形成较为完善的高中低档产品结构体系,产品划分为纯生系列、高中档熟啤系列和普通档熟啤三类。2009 年公司纯生啤酒产量比重为 15.6%,而对收入的贡献占到了 26.5%;普通熟啤产量比重 43.6%,收入贡献仅为 33.5%,整个高中档收入占比达到 66.5%。

图 18: 珠江啤酒产品产量 (万吨)



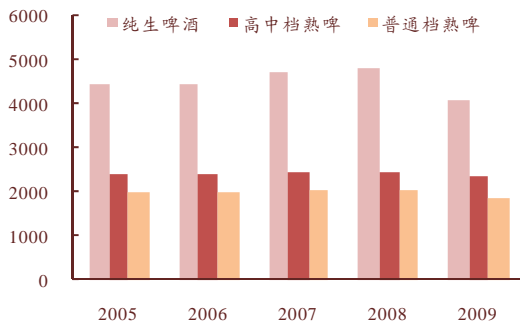
数据来源: 西南证券研发中心

图 19: 珠江啤酒销售收入 (亿元)

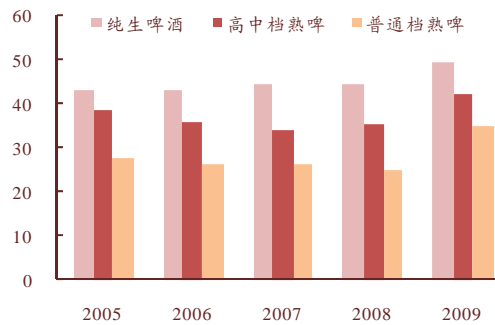


数据来源: 公司公告、西南证券研发中心

各档次啤酒的销售价格存在较大差异,高档啤酒的价格与毛利率都显著高于中低档啤酒。2009 年,纯生啤酒、高中档熟啤和普通熟啤的每吨销售均价分别为 4081 元、2349 元和 1847 元,纯生啤酒售价是普通啤酒的 2.2 倍。三者的毛利率分别为 49.1%、42.0%和 34.5%,纯生啤酒毛利率高出普通熟啤 42%。金字塔式的产品结构对应市场风险的能力更强,有助纯生啤酒产量还有提升空间,对利润贡献度有望提升。

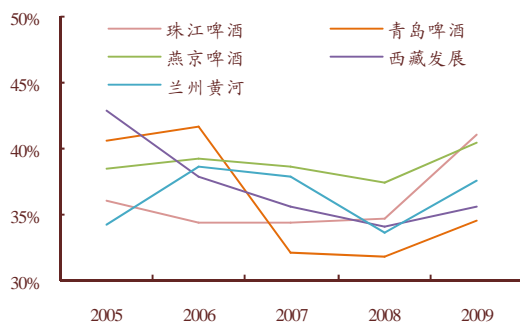
图 20: 珠江啤酒销售价格 (元/吨)


数据来源: 西南证券研发中心

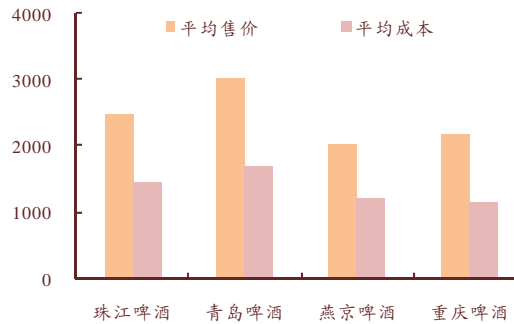
图 21: 珠江啤酒产品毛利率 (%)


数据来源: 西南证券研发中心

由于产品结构上的优势, 使公司啤酒吨平均售价为 2486 元, 分别高出燕京啤酒和重庆啤酒 23% 和 13.6%, 在毛利率方面近年也保持着较高水平, 2009 年仅次于重庆啤酒。

图 22: 啤酒上市公司销售毛利率


数据来源: 公司公告、西南证券研发中心

图 23: 啤酒上市公司销售平均价格 (元/吨)


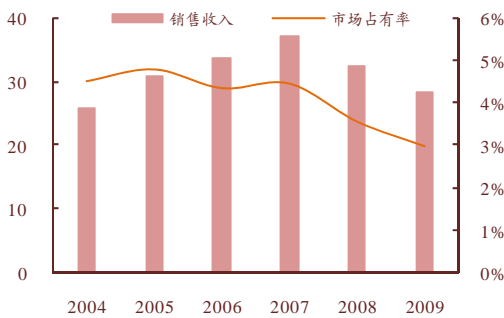
数据来源: 公司公告、WIND, 西南证券研发中心

(四) 公司的经营风险

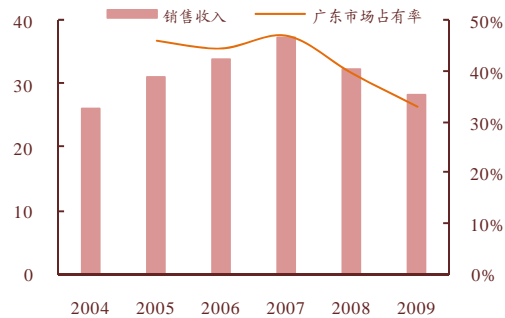
1. 竞争对手逼近, 市场份额下滑

珠江啤酒以华南区域为根据地, 对外扩张的步伐一直很谨慎。而啤酒行业的竞争越来越激烈, 以青島、燕京、雪花等为代表积极进行市场开拓, 使得公司在全国的市场份额呈现下滑趋势, 市场占有率从 2005 年的 4.8% 下降至 2009 年的 3.2%, 下降了 1.6 个百分点; 广东市场是导致市场份额下降的主要原因, 公司市场占有率从 2005 年的 46.06% 下降至去年的 32.9%;

广东市场份额的下降给公司带来较大冲击, 短短数年间青島啤酒在广东市场的销量激增至 80 万吨, 金威、雪花、百威等也紧随其后。面对残酷竞争, 公司必须加大市场份额的保卫力度。

图 24: 珠江啤酒全国市场占有率


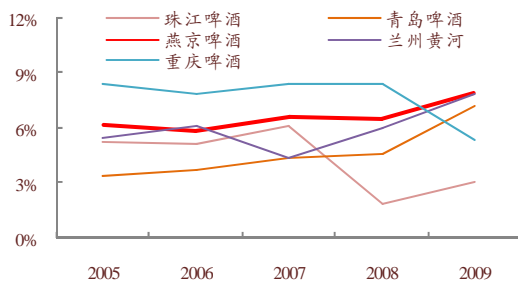
数据来源: 公司公告, 西南证券研发中心

图 25: 珠江啤酒广东市场占有率


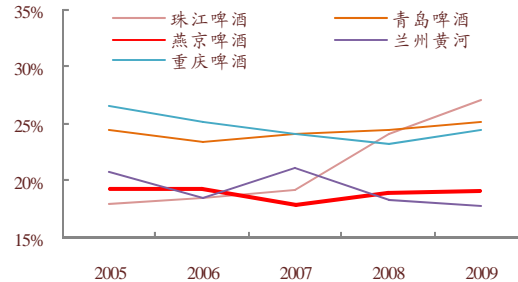
数据来源: 公司公告, WIND, 西南证券研发中心

2. 盈利能力走弱、税收优惠即将到期

与行业内上市公司相比,公司盈利能力差,净利率水平较低,2009年公司净利率仅为3.1%,而同期青岛、燕京、西藏发展、兰州黄河、重庆啤酒的净利率分别为7.2%、7.9%、24.4%、7.9%和5.4%,净利率较低的原因在于公司的三项费用率一直居高不下,近三年公司三项费用率一直呈现上涨状态。2009年三费率为27.2%,高出上述公司2-10个百分点。

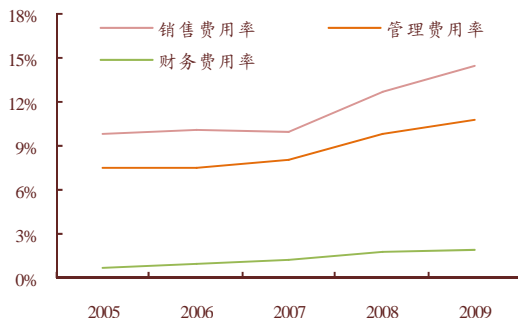
图 26: 啤酒上市公司净利润比较


数据来源: 公司公告, 西南证券研发中心

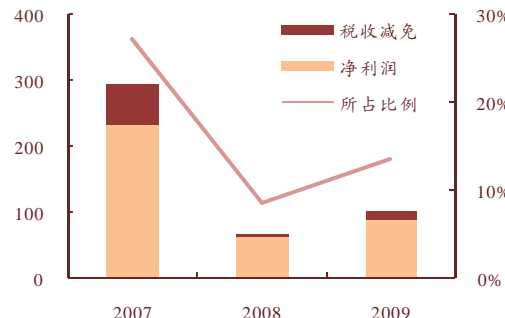
图 27: 啤酒上市公司三项费用率比较


数据来源: 公司公告, WIND, 西南证券研发中心

同时,公司所享受的所得税优惠政策将于2010年到期;因企业被认定为高新技术产业,2011年将适用15%的税率,而后如果没有其它优惠政策,则将会适用25%的所得税税率,将目前有较大幅度的提高。

图 28: 公司三项费用率逐年递增


数据来源: 公司公告, 西南证券研发中心

图 29: 公司所享受的税收优惠


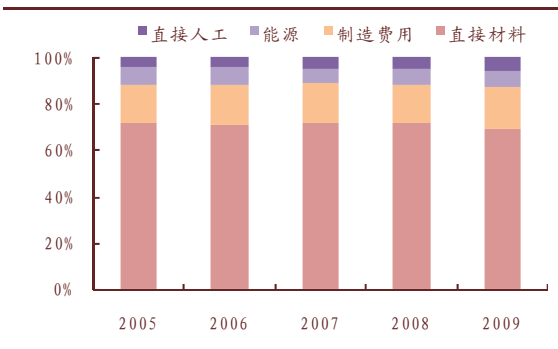
数据来源: 公司公告, 西南证券研发中心

3. 区域集中度过高，抗风险能力较弱，2008 年遭遇滑铁卢

公司属于区域性啤酒企业，对广东市场的依赖较大，一量广东地区经济发生波动，对公司业绩将带来巨大影响。公司在应对风险过程中，需要既注重本地市场的维护，防止占有率下降，又要积极突围，扩大区外市场比例。

多重原因导致 2008 年公司净利润大幅下降。2008 年公司销售收入下降 13.4%，净利润降幅高达 73.4%，经历了公司经营历史上的滑铁卢。首先，金融危机是沿海经济受到较大冲击，经济形势严峻，大员人口回流，使啤酒消费人群减少，加之异常天气原因，广东地区啤酒产量增速放缓。二者，公司原材料成本上涨较快，麦芽价格平均上涨 30.49%；三者，竞争对手的穷追猛打，使公司市场份额大幅下滑（从 47.04% 下滑至 39.54%）；四是公司销售费用、财务费用增加，同时税收优惠减少；五是公司经历了 2007 年大规模的扩张、收购与改造，资金紧张制约公司发展。上述原因中，系统性风险因素影响较小，而公司市场份额的丢失和成本上升是出现 2008 年净利下降主因。

图 30: 公司产品生产成本构成



数据来源：公司公告、西南证券研发中心

图 31: 2008 年公司成本上升

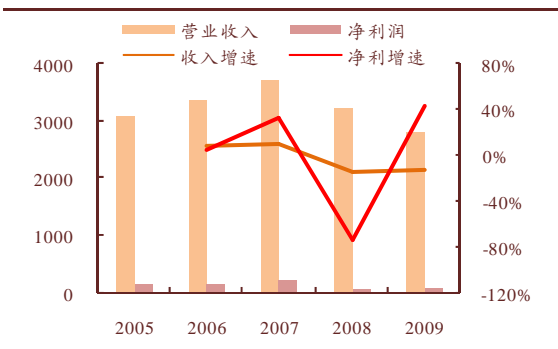


数据来源：公司公告、西南证券研发中心

四、财务分析

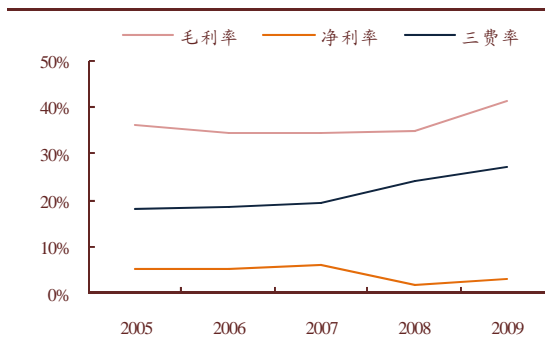
公司近两年收入呈现下降趋势，但净利润有较大回升，2009 年在收入下滑 12.4% 的背景下，实现净利润 44% 的增长。预计随着公司营销力度的加大，收入有望回升，净利有望实现较快增长。公司产品的毛利率略有上升，但由于三费率的上升，使净利率水平较低，2009 年略有回复，后期有望继续提高。

图 32: 公司 2009 收入下滑而利润上升



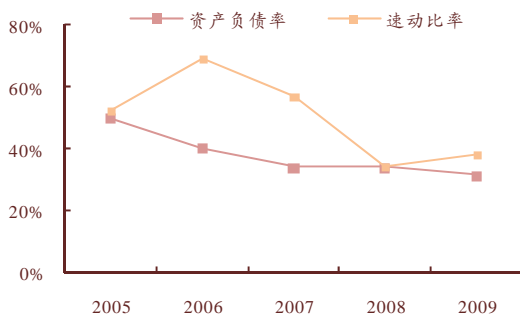
数据来源：公司公告、西南证券研发中心

图 33: 公司近年毛利率、净利率与三费率

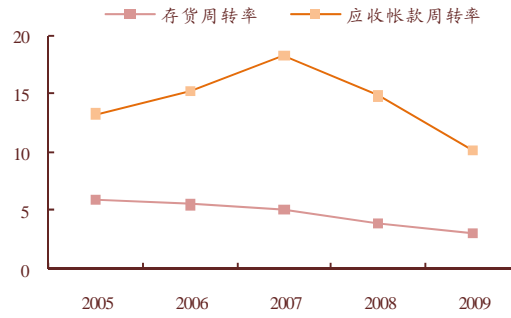


数据来源：公司公告、西南证券研发中心

公司资产负债率较 2006 年有较大的下降，但速动比率也呈现下降趋势，存货周转率和应收帐款周转率都连续下降，由于近年公司面临的市场竞争环境更加激烈，应收帐款的比重有所提高，短期偿债能力下降。2010 年，公司已连续发行两期短期融资债券共计 10 亿元，融资需求迫切。

图 34: 公司资产负债率与速动比率


数据来源：公司公告、西南证券研发中心

图 35: 公司存货周转率与应收帐款周转率


数据来源：公司公告、西南证券研发中心

五、募投项目

本公司现有啤酒生产能力为 180 万千升，本次湖南、广西两个啤酒生产募集资金投资项目全部投产后，可新增啤酒生产能力 40 万千升，占公司啤酒生产能力的 18%。两项目已经当地政府和环保局、国家环保局核准通过。公司欲通过新项目的建设，增强在大西南地区市场的辐射能力，巩固华南市场。

表 3: 募集资金投资项目及预期收益率

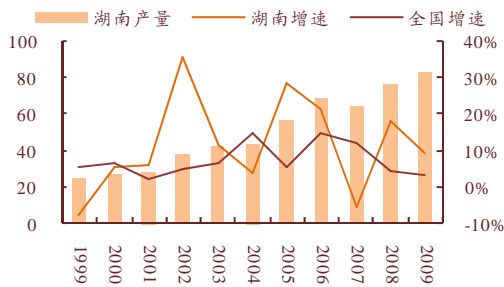
序号	投资项目	投资总额	达产后年收入	年税后利润	投资收益率	回本年限
1	湖南珠江年产 20 万千升啤酒工程项目	54166	47758	5713	10.5%	6.72
2	广西珠江年产 20 万千升啤酒工程项目	52512	47633	5441	11.4%	6.77
	合计	106678	95391	11154	22.0%	

数据来源：公司公告、西南证券研发中心

在两地投资啤酒生产项目，主要优势在于：

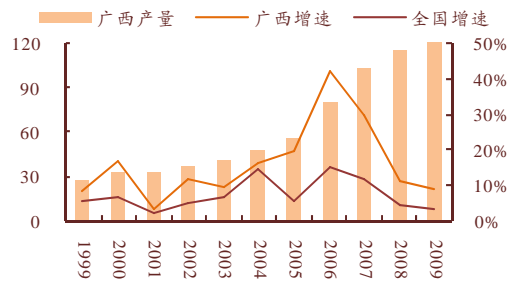
1. 湖南、广西市场增速快于全国平均水平。近年湖南广西两地啤酒产量增速都明显高于全国平均水平，2009 年分别高于全国平均水平 6.0 和 5.7 个百分点。

图 36: 湖南啤酒产量增速快于全国



数据来源: 公司公告, 西南证券研发中心

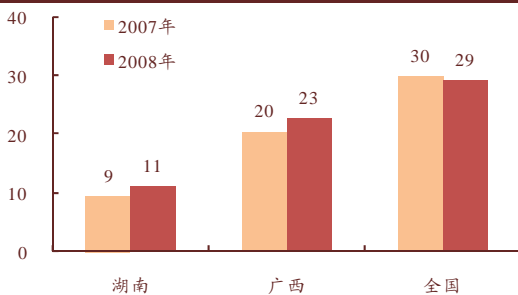
图 37: 广西啤酒产量增速快于全国



数据来源: 公司公告, 西南证券研发中心

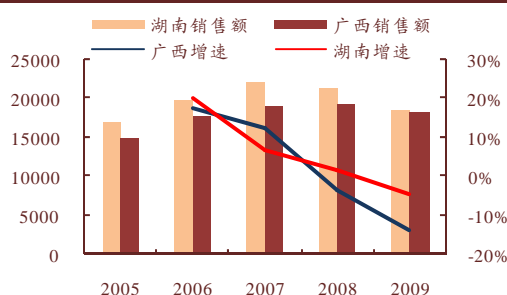
2. 湖南、广西两地人均消费量低于全国平均水平, 增长空间大。2008 年全国人均啤酒消费量为 29 升, 而湖南和广西地区仅为 11 升和 23 升, 相比之下还有较大增长空间, 市场的快速增长能够得以保持。

图 38: 湖南与广西人均啤酒消费量低于全国



数据来源: 公司公告, 西南证券研发中心

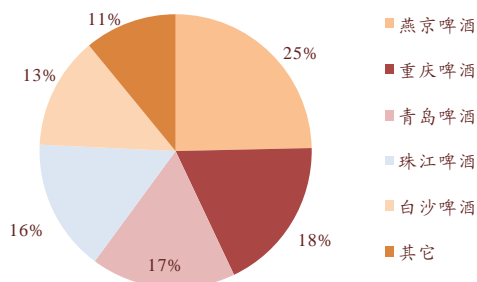
图 39: 公司在湖南与广西销售额



数据来源: 公司公告, 西南证券研发中心

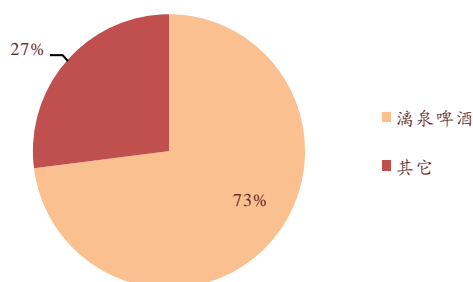
3. 公司在两地具有一定竞争优势。湖南市场上竞争对手较多, 但市场份额差距并不大, 公司公告显示 2007 年公司在湖南市场上有 16% 的占有率和较高的市场声誉, 与第二、第三名的重庆啤酒、青岛啤酒较为接近, 一量新厂达产, 就具备超越的条件。广西市场以燕京啤酒的漓泉啤酒为主要市场占有者, 它在广西市场拥有 70% 的占有率, 鲜有竞争对手, 公司认为项目建设对于拓展东盟市场有积极意义。2009 年公司在两的销售收入分别为 18371.56 万元、18290.25 万元, 合计占公司全年总收入的 12.95%。

图 40: 湖南啤酒市场占有率 (2007 年)



数据来源: 公司公告, 西南证券研发中心

图 41: 广西啤酒市场占有率 (2007 年)



数据来源: 公司公告, 西南证券研发中心

虽然两项目仅使公司产能增长 18%，但对于公司广西、湖南以及整个华南市场的巩固，对东盟市场的开拓都更具积极意义，在整个行业内，投资项目的预计回报率较好。公司也希望利用此次资金募集，借力纯生品牌，实现华南市场的突围和反攻。

六、盈利预测和投资建议

虽然啤酒行业增速相对前期有所放缓，但上半年广东地区啤酒产量仍同比增长 16.4%，公司在广东地区拥有 30% 以上的市场占有率，预计业绩也将随行业增长而增长。预计 2010-2012 年公司营业收入能够达到 31.1 亿元、34.2 亿元和 38.3 亿元；公司融资后股本为 6.8 亿股，对应 2010-2012 每股收益为 0.157 元、0.205 元和 0.260 元。

按照行业内可比公司估值水平，除去重庆啤酒、啤酒花和西藏发展等异常情况外，2009 年行业平均 PE 为 41.4 倍、2010 年 PE 为 32.8 倍。由于行业增速放缓，公司主要销售区竞争异常激烈，面临国际国内对手的双重竞争，综合考虑给予公司相对于 2010 年 28-33 倍 PE，对应的估值区间约为 4.40 元-5.20 元。

表 4: 可比上市公司估值比较

股票代码	股票简称	最新价格	毛利率	净利率	EPS (元/股)		PE (倍)	
			(09 年)	(09 年)	09 年	10 年	09 年	10 年
600132	重庆啤酒	36.28	46.2%	8.0%	0.37	0.49	98.1	73.7
600090	啤酒花	8.18	40.3%	0.5%	0.01	0.07	584.3	125.8
000929	兰州黄河	8.56	34.4%	3.6%	0.16	0.60	52.2	14.3
600573	惠泉啤酒	11.58	32.5%	7.0%	0.31	0.28	37.4	41.4
000729	燕京啤酒	20.69	39.8%	6.6%	0.52	0.73	39.8	28.3
600600	青岛啤酒	34.63	42.9%	7.0%	0.95	1.21	36.3	28.7
000752	西藏发展	10.62	36.0%	7.8%	0.11	0.13	98.6	81.7
	算术平均值		38.89%	5.79%	--	--	41.4	32.8
	珠江啤酒		41.15%	3.12%	--	--	--	--

数据来源: WIND, 公司公告。*注: 收盘价取自 2010 年 7 月 28 日。09 年 PE 去掉异常情况的重庆啤酒、啤酒花和西藏发展, 10 年 PE 去掉异常情况的重庆啤酒、啤酒花和兰州黄河、西藏发展;

表 5: 公司利润表预测

利润表预测	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	3733.2	3227.3	2827.8	3107.8	3418.6	3828.8
减: 营业成本	2449.2	2107.3	1664.0	1839.8	2023.8	2266.7
营业税金及附加	316.5	282.3	270.3	297.1	326.8	366.0
营业费用	370.9	408.4	409.2	450.6	492.3	536.0
管理费用	299.7	316.0	304.9	335.0	362.4	382.9
财务费用	48.4	56.6	54.0	46.4	31.3	21.3
资产减值损失	15.8	9.6	12.9	12.8	12.8	12.8
营业利润	233.8	47.1	112.5	126.1	169.3	243.2
利润总额	239.8	70.0	112.5	126.1	169.3	243.2
减: 所得税	9.1	8.7	24.2	15.8	25.4	60.8
净利润	230.7	61.3	88.3	110.4	143.9	182.4
减: 少数股东损益	19.0	1.3	2.7	3.3	4.3	5.5
归属母公司股东净利润	211.7	60.0	85.7	107.0	139.6	176.9

数据来源: WIND, 西南证券研发中心

西南证券投资评级说明

西南证券公司评级体系：买入、增持、中性、回避

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20% 以上

增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10% 与 20% 之间

中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间

回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 -10% 以下

西南证券行业评级体系：强于大市、跟随大市、弱于大市

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5% 以上

跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数 -5% 与 5% 之间

弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数 -5% 以下

免责声明

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。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。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。本报告版权归西南证券所有，未经书面许可，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。

西南证券研究发展中心

北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 层

邮编：100140

电话：(010) 57631232/1230

邮箱：market@swsc.com.cn

网址：<http://yf.swsc.com.cn/>