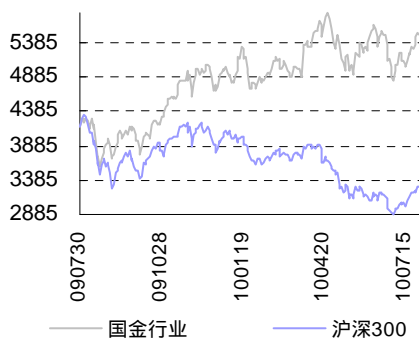


目标价格(人民币): 4.35-4.85元
 询价价格(人民币): 3.91-4.60元
 长期竞争力评级: 等于行业均值

市场数据(人民币)

发行 A 股上限(百万股)	70.00
总股本(百万股)	610.16
国金啤酒指数	5498.15
沪深 300 指数	2877.98
中小板指数	5912.11



昔日啤酒华南虎, 东山再起扩版图

公司基本情况(人民币)

项目	2008	2009	2010E	2011E	2012E
摊薄每股收益(元)	0.098	0.140	0.167	0.188	0.208
每股净资产(元)	4.48	4.62	4.75	4.63	4.71
每股经营性现金流(元)	0.43	0.69	0.59	0.52	0.55
市盈率(倍)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
行业优化市盈率(倍)	40.54	70.83	70.83	70.83	70.83
净利润增长率(%)	-71.67%	42.84%	32.45%	12.55%	10.61%
净资产收益率(%)	2.20%	3.04%	3.51%	4.06%	4.41%
总股本(百万股)	610.16	610.16	680.16	680.16	680.16

来源: 公司年报、国金证券研究所

基本结论、价值评估与投资建议

- 公司近年来业务颇受挑战, 但对公司未来发展不宜过度悲观。
 - 尽管珠啤作为广东省龙头企业近两年在本省份额遭遇连续下降, 但我们认为对公司未来发展不宜过度悲观。目前公司经营情况正逐渐向好, 09 年以来公司采取了一系列措施调整战略和营销布局, 其改革成果今年将有所体现。
- 中国啤酒行业正逐渐向全国龙头企业集中, 区域性龙头挑战和机遇并存:
 - 国内啤酒行业的集中度不断提高, 整体竞争力显著增强。国内四强 09 年在中国的占有率达到 57%。中国的啤酒业在未来 3-5 年内逐渐向寡头垄断迈进, 行业内的持续整合将是必然趋势。
 - 面对强势品牌集中度的不断提升, 区域性啤酒只能靠做大做强才能获得未来竞争的“入场券”。做大做强的关键: 一要靠自身的创新与改革; 二要借助资本的力量。
- 珠江啤酒的挑战:
 - 守卫广东本土市场将是关乎珠啤生死存亡的关键, 公司一系列营销改革的效果如何有待市场的检验。广东市场份额提升能否提升并保持 50% 左右是判断公司未来业绩的关键点。
 - 对新市场的拓展, 我们持谨慎态度, 相对看好广西市场的布局。
- 募投项目合理, 但资金保证可能会有问题: 公司本次募集资金主要用于在湖南、广西两地各 20 万升产能的扩张, 以满足两地产品的持续供给, 同时使公司的版图向华中地区推进, 并增强对西南和东盟市场的辐射。
- 盈利预测与估值: 我们预计珠江啤酒 10-12 年实现销售额 31.14、34.21 和 38.13 亿元, 同比增长 10.1%、9.9% 和 11.5%; 实现净利润 1.14、1.28 和 1.41 亿元, 同比增长 32.5%、12.5%、10.6%, 对应 EPS 为 0.167、0.188、0.208 元。参照主要啤酒上市企业估值, 我们建议珠江啤酒按照 10 年 26 倍-29 倍 PE 进行估值, 合理估值区间是 4.35 元-4.85 元, 建议下浮 5%-10% 为询价区间 (3.91 元-4.60 元)。
- 风险提示: 销售具有一定区域性; 核心市场面对竞争对手的冲击

陈钢

分析师 SAC 执业编号: S1130209030281
 (8621)61038215
 cheng@gjzq.com.cn

内容目录

一、广州珠江啤酒——来自啤酒业的老牌劲旅	4
二、行业加速洗牌，区域龙头面临机遇与挑战	6
行业增速放缓，国际啤酒巨头持续布局中国市场	6
国内啤酒行业趋向集中，竞争格局明朗化	7
消费结构升级，中高档产品消费比重上升	9
三、国内啤酒技术的领先者，无奈四面楚歌，贵族没落	10
广东市场—公司的战略腹地，背腹受敌，岌岌可危。	10
广西和湖南—珠啤在广东省外打造的两道防御工事	12
对公司业务未来的判断	14
四、募集项目分析	15
湖南项目	15
广西项目	16
五、盈利预测	16
盈利预测关键假设	16
六、估值及投资建议	17
附录：三张报表预测摘要	18

图表目录

图表 1：近三年珠江啤酒广东省份额遭遇下滑	4
图表 2：2009 年中国啤酒行业格局	4
图表 3：生产模式以集中酿造，分开酿造为主	5
图表 4：2009 年销售收入地区结构	5
图表 5：销售收入近三年出现明显下滑	5
图表 6：毛利率近三年则触底反弹	5
图表 7：公司股权结构	6
图表 8：我国啤酒产量增速放缓	6
图表 9：未来中国的人均啤酒消费量提升空间较大	6
图表 10：外资巨头参与中国市场	7
图表 11：国内行业集中度不断提高	7
图表 12：美国啤酒市场占有率	8
图表 13：日本啤酒市场占有率	8
图表 14：法国啤酒市场占有率	8
图表 15：比利时啤酒市场占有率	8
图表 16：中国啤酒格局图（颜色标注为地区第一品牌）	9
图表 17：国内啤酒吨酒价格持续走高	10

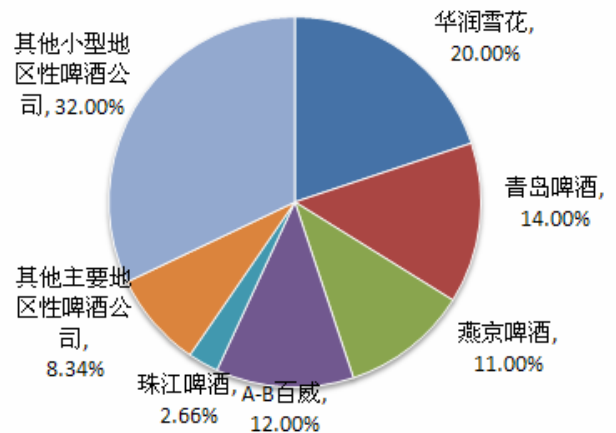
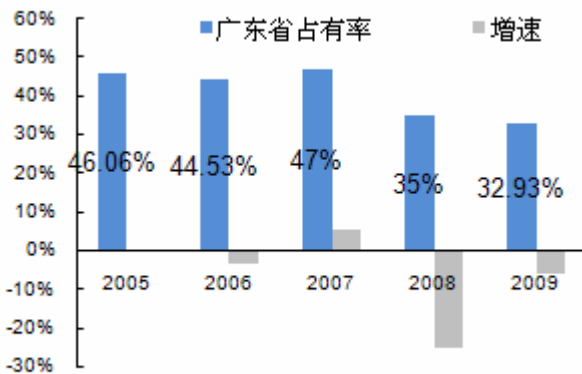
图表 18：龙头企业吨酒价格对比	10
图表 19：广东省珠啤王者地位正不断受到挑战	11
图表 20：广东省啤酒单月产量及增速	11
图表 21：广东省目前产能布局	11
图表 22：深圳市场竞争格局	12
图表 23：汕头市场竞争格局	12
图表 24：2009 年广西省啤酒竞争格局	13
图表 25：2009 年湖南省啤酒竞争格局	13
图表 26：广西省单月产量与增速	14
图表 27：湖南省单月产量与增速	14
图表 28：三省啤酒产量及增速	14
图表 29：啤酒行业上市公司毛利水平对比	15
图表 30：大麦进口价格趋势图	15
图表 31：募投项目基本情况	15
图表 32：湖南省目前产能布局	16
图表 33：广西省目前产能布局	16
图表 34：相对估值比较	17

一、广州珠江啤酒——来自啤酒业的老牌劲旅

- 公司的第一股东为广州珠江啤酒集团有限公司，其前身为广州珠江啤酒厂，成立于 1985 年，在 90 年代初期，销量一度跃居行业第二。而后随着几个啤酒巨头的迅速崛起，行业竞争日益激烈。02 年公司引入国际啤酒巨头英博集团，进行改制上市并帮助珠江啤酒打造具有影响力的国际品牌。
- **据守广东市场，近年来颇受挑战。**作为一支啤酒业的老牌劲旅，公司一直占据着广东市场的龙头地位，但是随着近几年竞争对手的激烈进攻，珠江啤酒的市场份额逐年下降：07 年广东省市场占有率为 47%，09 年下滑至 32.93%。尽管今年来市场份额下滑较大，公司在华南地区的消费者中仍有着较高的品牌知名度和忠诚度。
- **作为第二集团领军企业，与第一集团差距越拉越大。**公司的 09 年营业收入是 28.27 亿元，在行业中排名第六，行业前三名企业青岛啤酒、华润雪花、燕京啤酒去年的收入分别是 180.26 亿、166.12 亿和 94.90 亿元，由于公司品牌具有区域性限制，因此收入与行业前列的企业差距较大，市场份额目前仅为 2.66%。
- 领先的行业技术是公司的核心竞争力。公司在行业内率先研制出纯生啤酒，成功运用“上面酵母”和“下面酵母”两种不同的酵母和工艺，研制出代表国际先进水平的含活性酵母的白啤酒。

图表1：近三年珠江啤酒广东省份额遭遇下滑

图表2：2009 年中国啤酒行业格局



来源：国金证券研究所

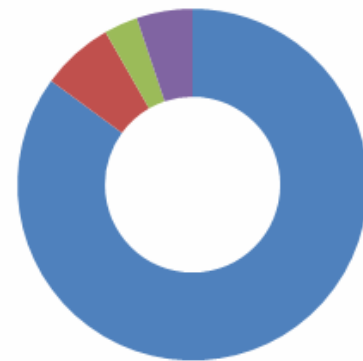
- **生产模式以“集中酿造、分散包装”为主。**目前本公司具有 180 万千升啤酒酿造能力，190 万千升灌装能力；其中纯生啤酒生产能力为 50 万千升。公司根据地理区域、销售半径和消费者特点，将啤酒酿造集中在公司本部及湛江珠啤进行，专用槽车将啤酒液运往各分装子公司进行灌装，并对外销售，以确保珠江啤酒的质量稳定、一致。
- 公司销售收入主要来自华南地区（特别是广东地区），近三年华南地区贡献公司收入都在 85%以上。广东地区是珠江啤酒最重要的“粮仓”，其重要性就如同北京市场之于燕京。
- **公司近三年销售收入出现明显下滑：**2008 年受宏观环境、竞争激烈等不利因素的影响，销售额下降 14.28%，2009 年在华南地区大范围推行不含瓶销售，因此销售收入比上年下降 13.16%。
- **收益与不含瓶销售模式的推广和原材料成本的下降，公司近年来毛利率触底反弹。**2008 年为增加酒瓶回收率，5 月开始对部分啤酒采用不含瓶销售模式，该部分啤酒销售成本与销售收入均不包括酒瓶价值，由此降低了单位营业成本，啤酒业务毛利率保持稳定增长。2009 年由于麦芽等原材料成本大幅度下降，同时公司大范围推广不含瓶销售模式，啤酒业务毛利率出现显著上升。

图表3：生产模式以集中酿造，分开酿造为主

厂区	类型	生产能力（万千升 /年）	
		酿造	灌装
本部厂区	酿造+灌装	150	85
湛江珠啤	酿造+灌装	20	20
阳江珠啤	灌装		5
新丰珠啤	灌装		5
海丰珠啤	灌装		10
梅州珠啤	灌装		5
汕头珠啤	灌装		10
从化珠啤	灌装		10
东莞珠啤	灌装		20
中山珠啤	灌装		10
河北珠啤	酿造+灌装	10	10
合计		180	190

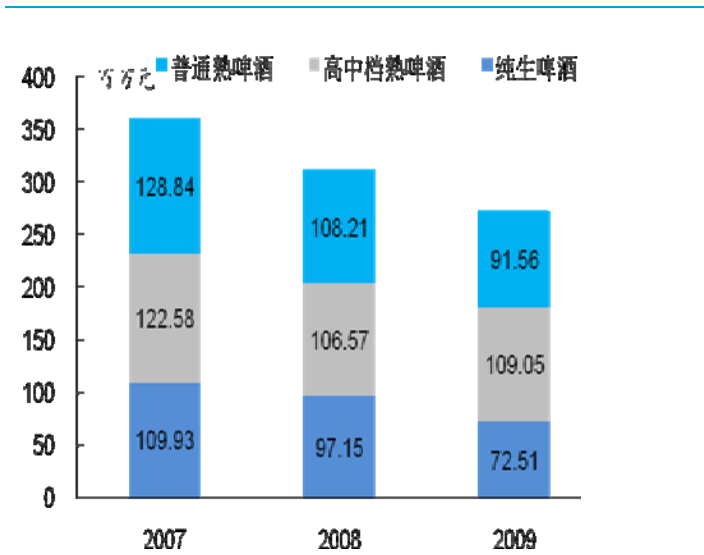
来源：国金证券研究所

图表4：2009年销售收入地区结构



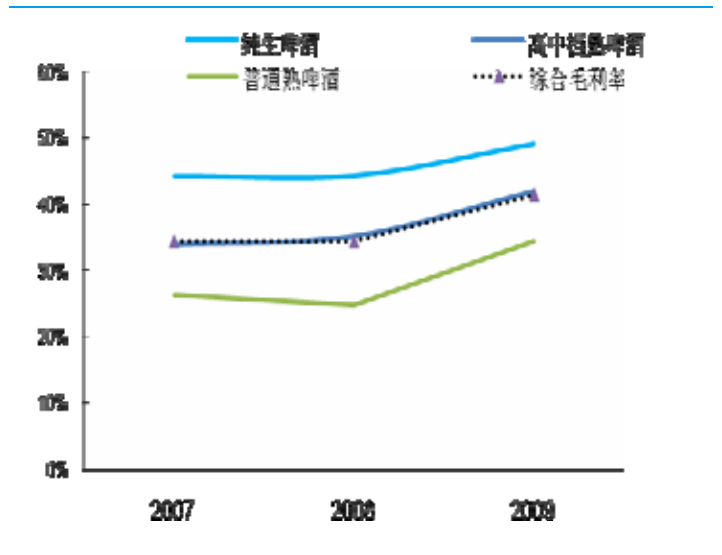
■ 华南地区 ■ 华中地区
■ 华北地区 ■ 其他地区

图表5：销售收入近三年出现明显下滑



来源：国金证券研究所

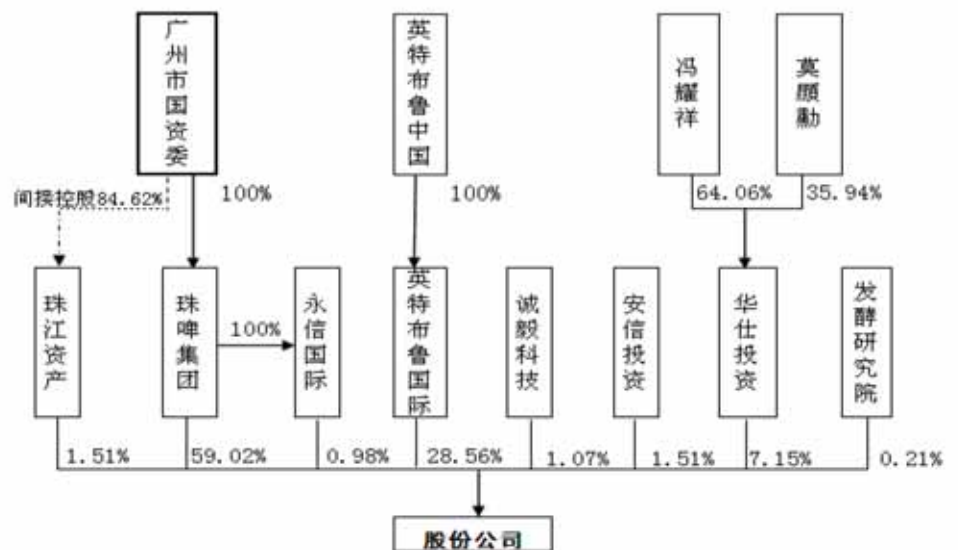
图表6：毛利率近三年则触底反弹



中外合资企业，国际啤酒巨头英博集团为第二股东

公司股权相对集中，为外资股比例高于 25%的外商投资股份有限公司。第一大股东为珠江啤酒集团，作为国家股股东拥有绝对控股权。公司的股权结构图如下所示：

图表7：公司股权结构



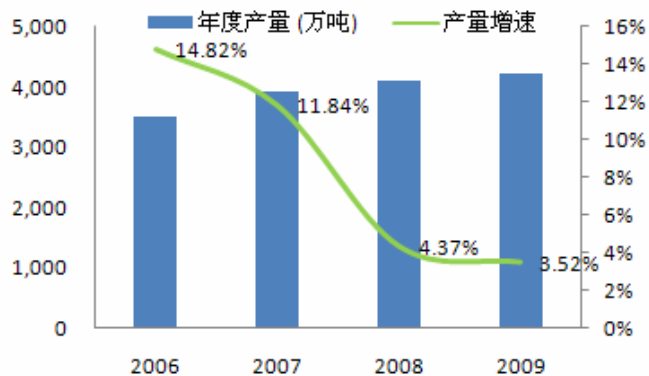
来源：国金证券研究所 公司招股书、

二、行业加速洗牌，区域龙头面临机遇与挑战

行业增速放缓，国际啤酒巨头持续布局中国市场

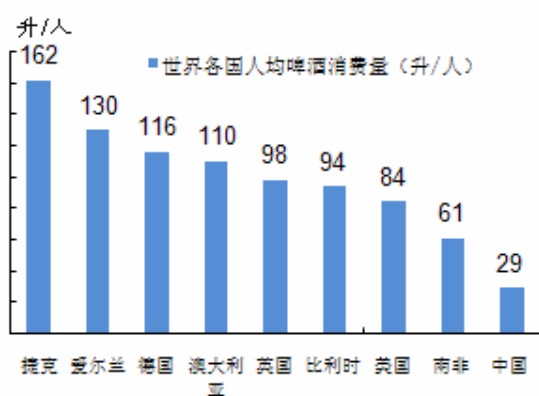
- 中国啤酒行业经历高速成长后，已进入平稳增长期。我国过去近 30 年啤酒年产量复合增长率达到 16.69%，自 2002 年以来我国已经连续八年成为世界最大的啤酒生产和消费国。从过去 10 年、5 年、3 年的视角看，我国啤酒产量的复合增速分别为 7.88%、9.30% 和 7.61%，呈现持续稳定的增长态势，我们预计行业未来增速将维持在 5% 左右。
- 与发达国家人均消费水平相比，中国人均啤酒消费量仍有较大的提升空间。国内巨大的市场空间也吸引了外资巨头纷纷来中国掘金。

图表8：我国啤酒产量增速放缓



来源：国金证券研究所

图表9：未来中国的人均啤酒消费量提升空间较大



- 美国、德国和日本等国家近几年啤酒产量增速缓慢，国际巨头将注意力转入中国市场，自 2001 年起，国际啤酒巨头掀起了新一轮的投资热潮，随着最近嘉士伯成与重庆啤酒集团签订的股权转让协议，嘉士伯成为重庆啤酒的第一大股东，国外的啤酒巨头正逐渐有幕后走向台前。
- 虽然表面看起来，中国啤酒品牌仍是被中国本土企业所控制，但外资也通过各种合资和控股的手段分享着中国啤酒市场高速发展带来的收益。至今行业前十名的企业中只有燕京和金星未被外资巨头染指，其它均有外资控股或完全参股。

- 中国酿酒工业“十一五”规划提出争取到 2015 年形成 2-3 个世界上有影响力的国际品牌。我们认为行业前 3（华润、青啤、燕京）若能持续保持行业稳固地位，其成为世界上有影响力的品牌指日可待。但值得注意的是，世界啤酒巨头，也加快了它们在中国的全面布局。我们预测未来十年兼并收购还会持续上演。二三线的品牌以及区域性品牌在未来 3-5 年内将受到国内三巨头甚至是国际巨头的挑战和冲击。

图表10：外资巨头参与中国市场

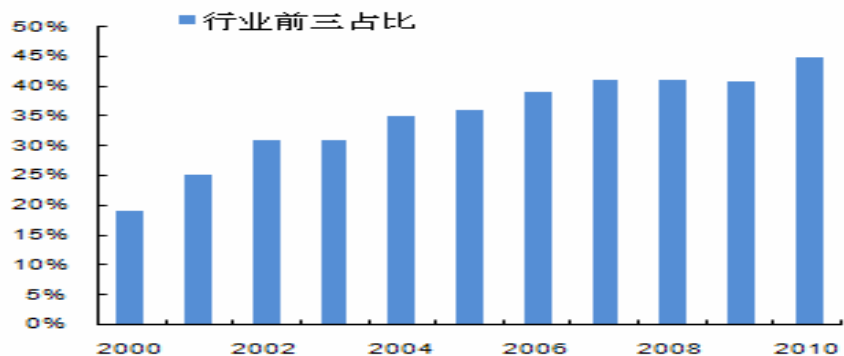
公司	2009 年产量（万吨）	销售区域	关键品牌	参股外资	参股比例
华润雪花	840	全国性	雪花、蓝剑、黑狮、行吟阁等	SAB Miller	49.00%
青岛啤酒	591	全国性	青岛、山水等	朝日	19.74%
燕京啤酒	467	全国性	燕京、惠泉、漓泉等	-	-
河南金星	193	地区性	金星、蓝马等	-	-
重庆啤酒	174	地区性	山城、国人、大梁山、天目湖等	嘉士伯	29.25%
哈尔滨啤酒	146	地区性	哈尔滨啤酒	AB-英博	100.00%
雪津啤酒	119	地区性	雪津	AB-英博	100.00%
珠江啤酒	114	地区性	珠江	AB-英博	28.56%
金威啤酒	80	地区性	金威	喜力	21.43%
大富豪	50	地区性	大富豪	喜力	40.00%
金龙泉	49	地区性	金龙泉	AB-英博	60%

来源：国金证券研究所

国内啤酒行业趋向集中，竞争格局明朗化

- 近几年，随着国内啤酒巨头的迅速崛起，它们在中国啤酒市场中的份额逐年递增，通过产能扩张或是并购当地区域性品牌，在国内扩张它们的版图，外资企业中，A-B 百威这几年通过参股和兼并国内企业，也在分享着啤酒业成长带来的收益。原先“窝里斗”的局面也将逐渐转换成全球性的对抗。中国的啤酒业将逐步向寡头垄断迈进，未来 5-10 年内，中国啤酒市场各大巨头的市场总份额也将到达 80%。

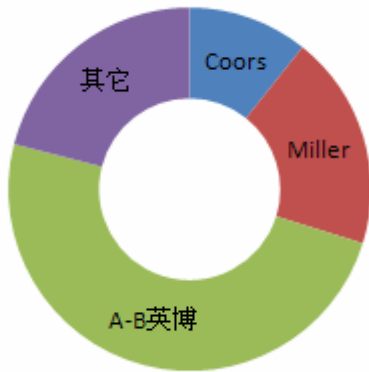
图表11：国内行业集中度不断提高



来源：国金证券研究所

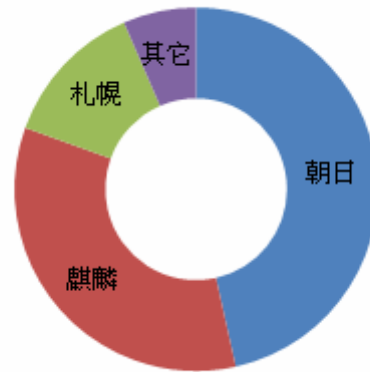
- 目前，欧美及日本等世界主要发达国家的啤酒业集中度比较高，它们本国的几个啤酒巨头占据着市场的绝大多数份额，从中国这几年的趋势看，我国行业的集中度逐年递增，而且近几年，随着 A-B 英博的合并，它们在中国的啤酒市场份额中也占据了重要的一席之地。

图表12：美国啤酒市场占有率

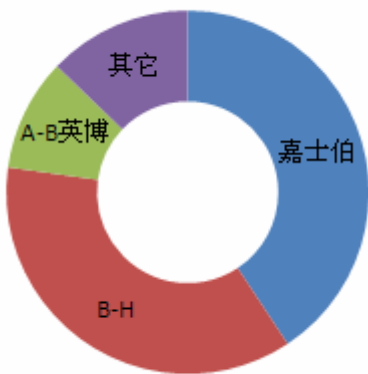


来源：国金证券研究所

图表13：日本啤酒市场占有率

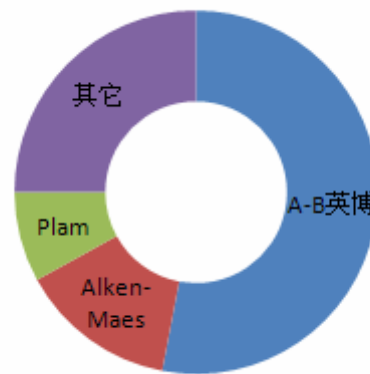


图表14：法国啤酒市场占有率



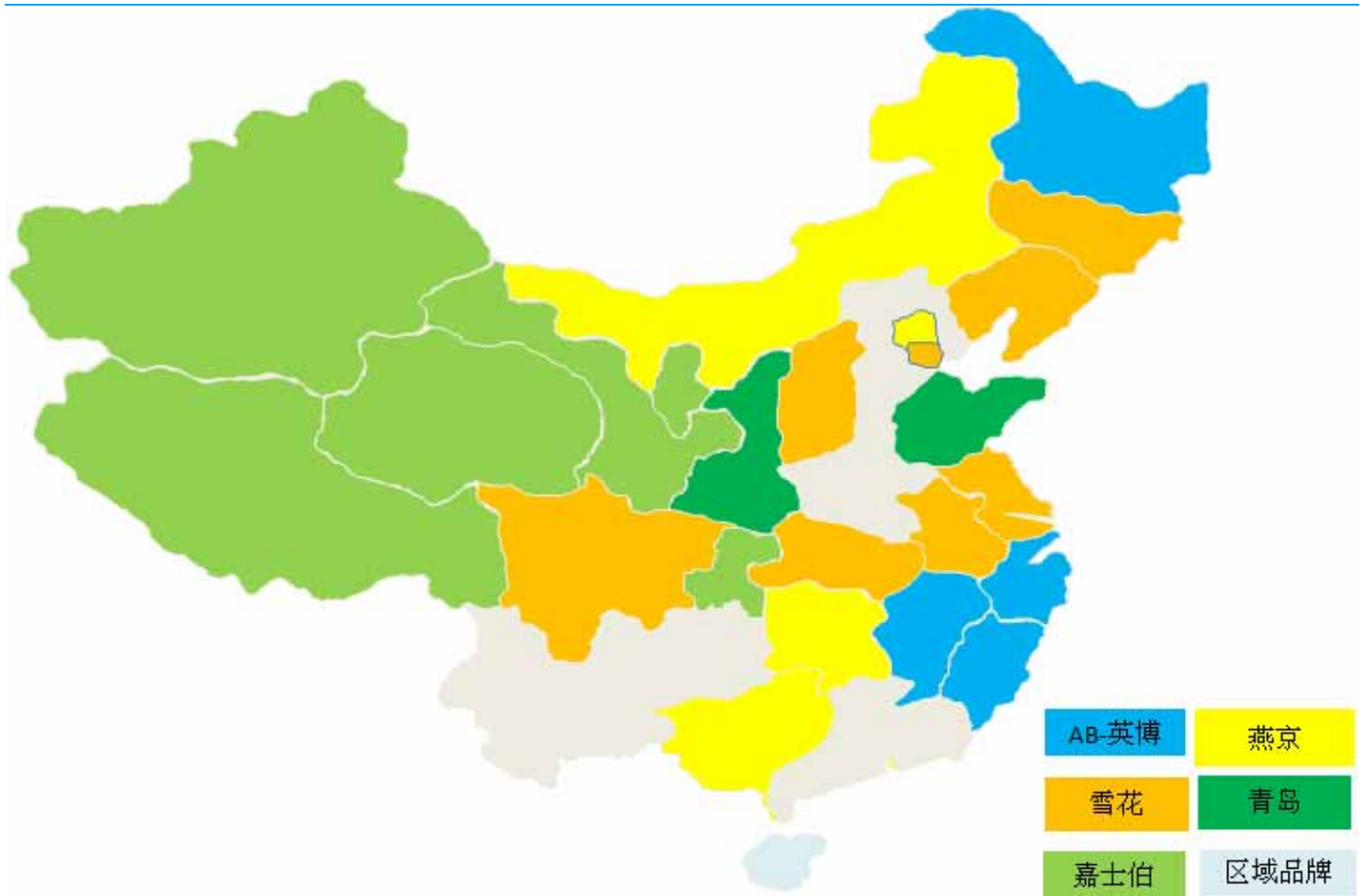
来源：国金证券研究所

图表15：比利时啤酒市场占有率



- 通常我们一般认为：啤酒行业如果市场占有率在 10%以下，利润将被高费用（销售成本、市场开发成本）所侵蚀；市场占有率在 30%-50%之间，每增长 5 个百分点，利润增长 100%；当市场占有率超过 50%，每增长 5 个点，利润将增长 200%。啤酒行业关注点不在于量的绝对增长，而是销量增长如何驱动地区市场占有率的提升。因此，决定啤酒行业高利润的动力来自于它的优势区域的占有率上。目前，国内的华润雪花、青岛啤酒和燕京啤酒各自的势力范围初步圈定，跑马圈地后的精耕细作，将成为它们未来 3-5 年内发展的重点。
- 各大巨头还要面临的一个课题是：在强化突出自己主品牌的同时，如何把收购兼并的品牌和市场的平稳过渡发展为自己稳固的利润增长源。
- 我目前国内三大巨头以及 A-B 英博除了拥有自己的优势区域之外，在一些省份例如：福建、湖南、湖北和浙江等地区也各自展开着混战，它们像是战国时期的群雄逐鹿一般在划分着各自的势力范围。这些“混战”地区最终究竟谁主沉浮，将决定未来它们之间份额的变化，以及中国啤酒行业未来的格局。

图表16：中国啤酒格局图（颜色标注为地区第一品牌）



来源：国金证券研究所

消费结构升级，中高档产品消费比重上升

■ 国际方面：

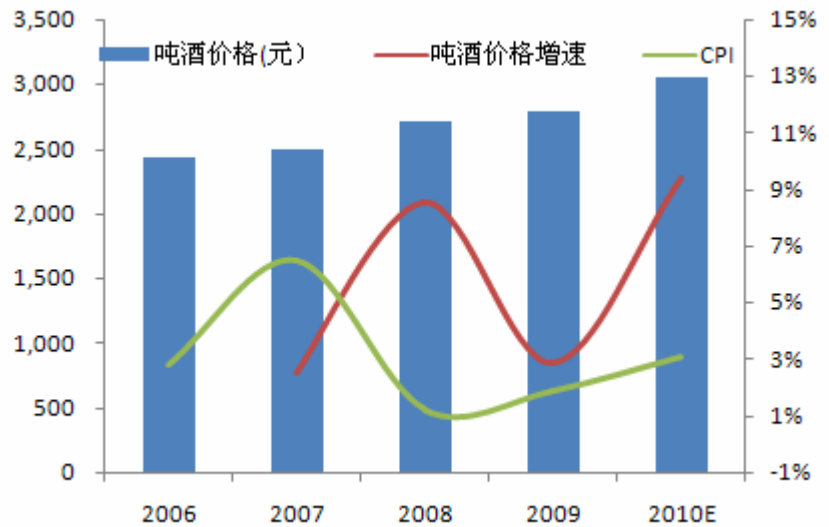
- 啤酒是目前世界上消费量最大的酒类饮料。据统计，截止 2007 年，全球啤酒消费量已实现连续 27 年增长。2010 年最新统计数据显示，当前世界啤酒年产量为 1.8 亿千升，世界人均年啤酒消费量约为 30 升。
- 随着经济的发展，对啤酒的消费不但在量上有突破，消费结构也不断升级。国际上追求新鲜、健康、营养的消费潮流导致口味新鲜、纯正、醇厚的纯生啤酒和中高档熟啤酒的市场份额正在快速上升，尤其是纯生啤酒在日本的市场份额高达 95%，占绝对优势地位，而在啤酒故乡德国的纯生啤酒产销量也占到全部啤酒产销量的 50%。

■ 国内方面：

- 消费结构升级的浪潮促进啤酒行业产品结构优化：2008 年，我国人均 GDP 超过 3000 美元，按照国际经验，人均 GDP 超过 1000 美元之后，将触发社会消费结构的升级。伴随居民消费升级浪潮的到来，对啤酒新鲜度、口味、品质的要求不断提高，促使我国啤酒的品种结构不断优化。
- 自 2002 年以来，我国啤酒消费价格一直保持增长，由 2002 年的 2050 元/吨上涨为 2009 年的 2789 元/吨，复合年均增长率达 4.62%，远远超过同时期物价上涨指数，说明除去通胀因素和原材料价格的变动，价格还是逐年递增的。

- 销售单价的提高标志着口味纯正和新鲜度高的纯生啤酒及中高档熟啤酒的市场份额不断扩大，2004 年全国的纯生啤酒总产量为 100 万千升，2006 年已增长到近 150 万千升，接近全国啤酒销售总量的 5%，三年复合增长率达到 22.47%，远高于行业的平均增长率。因此未来纯生啤酒和高中档熟啤酒的市场前景十分广阔。
- 从国内主要啤酒厂商的销售情况来看，啤酒价格近几年呈现稳步上升趋势。受 08 年金融危机影响，个别公司销售价格有所下降，但全国平均价格稳步上升。同时，相对于其它国家和地区，国内啤酒价格还有很大提升空间。目前我国的啤酒销售价格仅相当于台湾、日本等地销售价格的 1/3-1/5，价格提升空间巨大。

图表17：国内啤酒吨酒价格持续走高



来源：国金证券研究所

图表18：龙头企业吨酒价格对比

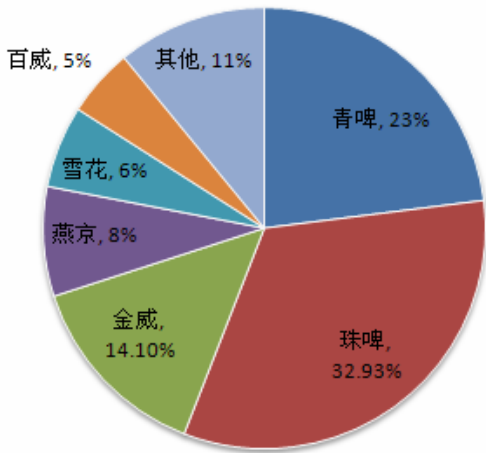
企业名称	2009 年度		2008 年度		2007 年度		2006 年度
	吨酒价格(元)	增速	吨酒价格(元)	增速	吨酒价格(元)	增速	2006 年
青岛啤酒集团有限公司	3050.1	5.02%	2,904	4.87%	2,769	7.95%	2565
华润雪花啤有限公司	1977.7	-2.05%	2,019	17.94%	1,712	4.06%	1645
北京燕京啤酒集团有限公司	2032.31	4.01%	1,954	5.11%	1,859	3.85%	1790
广州珠江啤酒股份有限公司	2395.83	-9.37%	2,643.48	-0.51%	2,656.99	5.99%	2507
全国合计	2789.81	2.84%	2,713	8.50%	2,500	2.48%	2440

来源：国金证券研究所

三、国内啤酒技术的领先者，无奈四面楚歌，贵族没落
广东市场—公司的战略腹地，背腹受敌，岌岌可危。

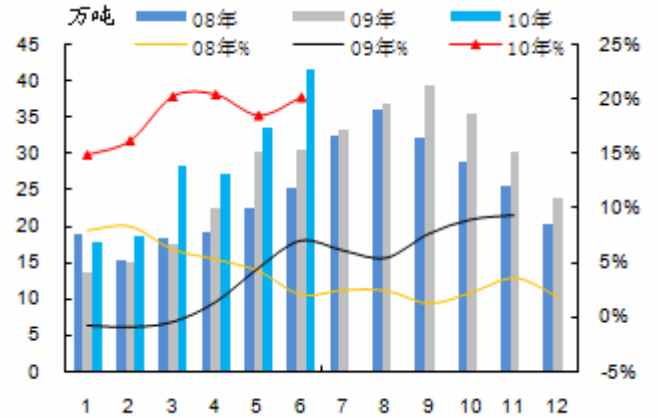
- 公司近几年在广东的市场份额在逐年下滑，确是不争的事实。广东省的啤酒产量在全国各省之中排名第三，仅次于山东和河南。08 年受金融危机影响增速下降较大，之后逐渐反弹，保持高速增长。
- 公司目前仍是占据着广东省的头把交椅。但是，可以看到，排在后面的几个国内巨头，近几年一直在虎视眈眈地注视着广东这块肥地。它们利用资本优势不断扩大产能、构建营销渠道，不断挑战着珠江啤酒的市场份额，并且卓有成效。

图表19：广东省珠啤王者地位正不断受到挑战



来源：国金证券研究所

图表20：广东省啤酒单月产量及增速



图表21：广东省目前产能布局



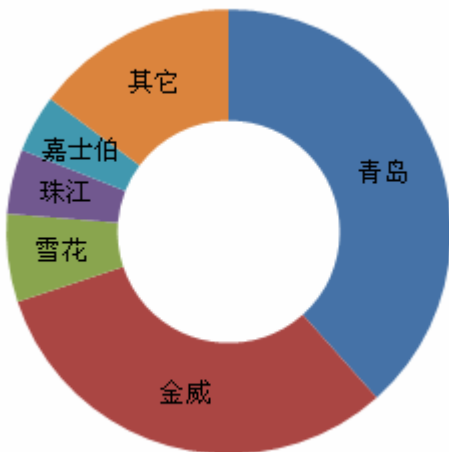
来源：国金证券研究所

- 在广东省的细分区域中，广州是珠三角的核心城市。公司在本市的 12 度大瓶珠江和 10 度珠江纯生，被称为当地的“雌雄双剑”，是其最凌

厉的武器。但公司其余的产品，则表现得较为疲软，给了竞争对手可乘之机。特别是在中低端方面，青岛的山水攻势凌厉、东莞的雪花和佛山的燕京也对这个地区造成包夹之势，中低端市场成为外来品牌的突破口。

- 除了广州，粤西地区也是公司的强势地区，主要包括湛江、茂名、阳江、云浮和肇庆等地。毕竟湛江拥有公司 20 万吨的产能。粤西的经济地位在广东的经济格局中的地位日益突出。可是近两年，由于燕京、青啤加强攻势，珠啤在粤西绝对老大的地位开始动摇。目前燕京在粤西的份额与珠江只差 15 个百分点，而且青岛和雪花的攻势已经逐渐向这边渗透，珠江的中低品牌在这边正面临着巨大的威胁。
- 深圳是广东省的另一重要区域，人口 1300 万，开放程度高，经济发达，啤酒容量大。珠江在这边的优势一直不大，此地曾经是另一“地头蛇”金威的天下，但是随着青啤 97 年在此建厂，经过几年持续的投入，目前已经成了这里的新的主人。
- 佛山、中山和东莞这三个地区，珠啤面对众多强势品牌的夹击，市场份额也在逐渐下滑。
- 汕头是粤东重要的啤酒市场。公司在本地的份额暂居第一。市场份额小于 30%，并不具备绝对的话语权，并且在餐饮的份额方面还略低于青岛啤酒，青啤正在逐渐赶起着它的份额。
- 综合分析不难看出，珠江啤酒这两年下滑的原因在于其营销手段与几个啤酒巨头相比处于下风，由于缺乏足够、有效的资本来拓展渠道和返酒让利，使得终端和经销商纷纷转投其它巨头的怀抱。过惯了闲适生活的珠啤，面对强敌暴风骤雨般的夹击，处境的确有些尴尬。此外，公司的中低端品牌是其薄弱环节，也是外来巨头的突破口，毕竟中国啤酒的中低端市场占到了 70% 的大份额，如果这一块处理不好，珠江啤酒在广东的第一把交椅也迟早要让位。

图表22：深圳市场竞争格局



图表23：汕头市场竞争格局



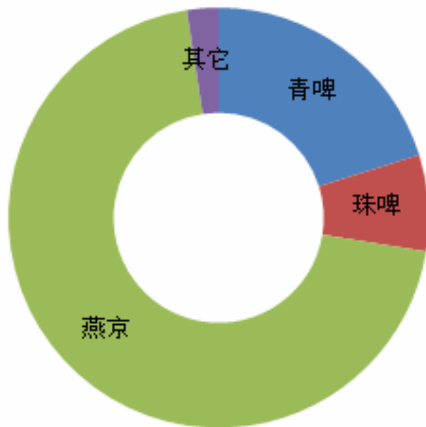
来源：国金证券研究所

广西和湖南—珠啤在广东省外打造的两道防御工事

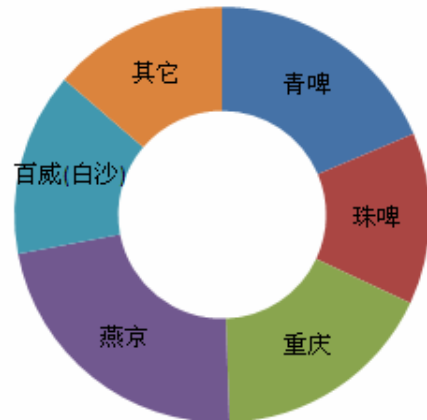
- 08 年上市的失败，制约公司的扩张布局。如果坐以待毙死守广东市场，珠啤必将被外来巨头兼并瓦解。只有走出去，才是存活发展之道。今后广东、广西和湖南将形成战略意义上的“铁三角”，但真正“铁三角”的形成还需假以时日，就目前来讲形势并不明朗。

- 广西目前是燕京的天下，其兼并的漓江啤酒在当地拥有绝对优势。广西省 06、07 年增速高达 30%，而后逐渐回落，目前增速基本维持在 10%左右。由于燕京在广西占有绝对优势，短期内，难以撼动其位置，青岛啤酒占有约 20%的份额，珠江啤酒只能在稳定住已有份额的情况下，慢慢推进。不过，珠啤在广西还是有一定市场基础的，尤其是珠江纯生在广西的知名度较高。以前，珠啤做广西市场的时候，都要从广东运过去，一旦南宁建厂完毕后，就可以真正做到“销地产”，这样不仅节省成本，而且南宁基地由于所处当地工业园区，享受开发区的税收优惠，可以进一步增强公司的竞争力。预计基地建成投产后，公司在未来两年内利润将出现一定程度的增长，但市场份额增长有限。
- 湖南目前是混战区，各巨头正在此地地盘激烈争夺，虽然燕京份额最大，但是优势并不明显。湖南省啤酒产量增速从 08 年后开始回升并趋于平稳。目前该省处于“军阀混战时期”。即使是区域内份额第一的燕京啤酒，其它品牌跟它的差距并不大。珠江啤酒目前的市场份额处于第一、二梯队的临界点。该省的最大特点就是市场容量还未达到饱和，这相比于产能已经过剩的广东市场来说，对珠啤是一个机遇。去年全省的啤酒销量中有 30%来自于广东市场，这就为珠啤今后产能的投产提供了销路。其次，湖南省的人均啤酒消费量很低，不足全国人均消费的一半，究其原因在于白酒主宰了当地人的消费习惯，而这种习惯在短期内难以改变，随着未来各啤酒商竞争的白热化，一旦啤酒消费理念得到提升，人们习惯发生转变，本地区的啤酒销量将出现高速增长。这也是公司绝地反击最有利的机会，毕竟相比于广西市场，公司在该省的战略优势相对明显。另外，湖南的啤酒均价相比其他地区较高，基本在 3 元以上，较高的利润回报将会带给公司一定的资金支持和积累，用于打通当地的营销渠道和开拓市场。总之，湖南是公司除广东省外的第二战略腹地，绝地反击的号角也将会从这里吹响。

图表24：2009 年广西省啤酒竞争格局

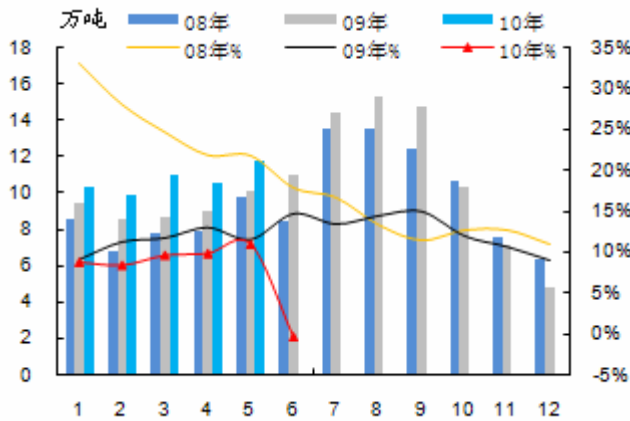


图表25：2009 年湖南省啤酒竞争格局

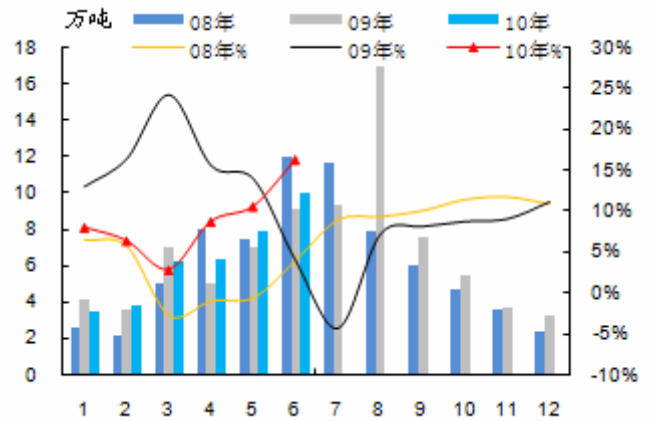


来源：国金证券研究所

图表26：广西省单月产量与增速

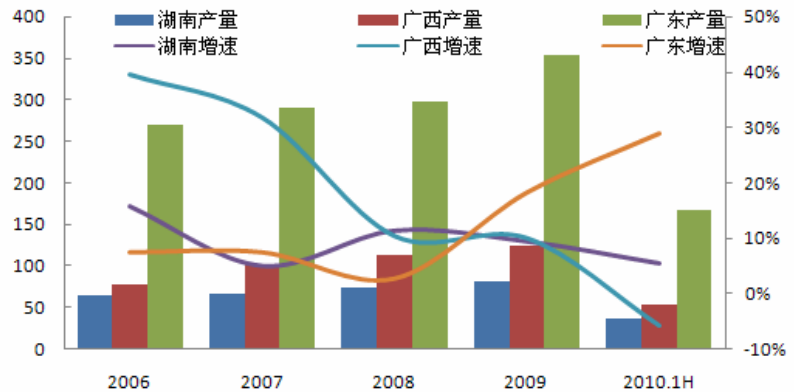


图表27：湖南省单月产量与增速



来源：国金证券研究所

图表28：三省啤酒产量及增速

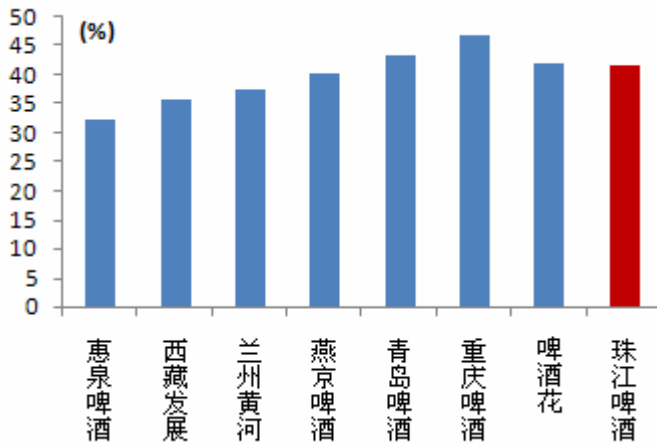


来源：国金证券研究所

对公司业务的判断

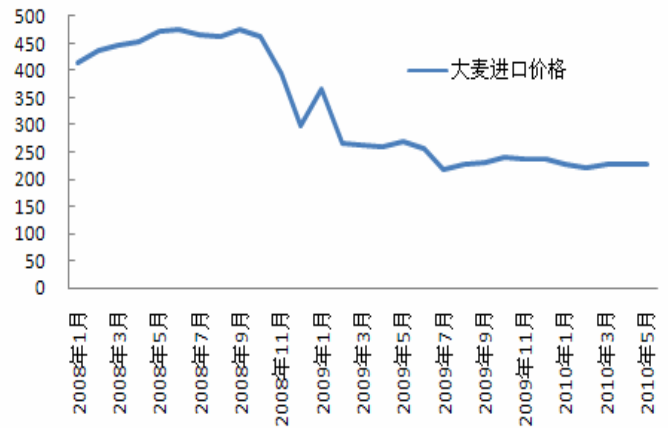
- 我们认为如果公司通过本次上市资金募集成功，通过广西和湖南两个据点可以增加公司的产量。未来一年，我们可以看出，只要公司量做上去了，利润率水平还是应该可以维持比较高的。上市同时也可以增强公司的品牌效应，公司广东的竞争依然很激烈，公司还要接受来自各个巨头的挑战。啤酒这个行业是对资本要求非常高的行业，公司未来基本不会改变目前行业内的竞争格局，也许与其他企业合作或是投入到巨头的怀抱将是未来一个不错的选择，毕竟珠江啤酒也只是兼并整合浪潮中的一朵浪花。
- 根据目前的毛利率水平，公司在同行业名列前茅。2009年，公司毛利率为41.4%，在行业排名第四，略低于青啤、重庆啤酒和啤酒花。从09年开始公司的毛利率增速提升显著。一方面，公司采取提价和改善品种结构的措施，提高了吨酒单价，近几年公司的结构不断优化，纯生和高中档熟啤的总份额逐年递增。另一方面，加强了成本控制。公司在保证产品质量的前提下改进生产工艺，增加国产优质啤酒大麦麦芽用量，并结合啤酒消费低度化的趋势，采取降低麦芽单耗，使用玉米淀粉替代大米，降低吨酒水耗、能耗等措施，有效地控制了生产成本的上升。
- 从08年开始，进口大麦价格逐渐回落，进入2010年，大麦价格基本趋于稳定，成本方面的风险因素下降。未来公司利润率的提升主要还是要看中高档酒的销量情况，如果销量回升，那么将出现收入利润双增长的局面。

图表29：啤酒行业上市公司毛利水平对比



来源：国金证券研究所

图表30：大麦进口价格趋势图



四、募集项目分析

- 公司考虑到国内啤酒市场需求增长的有利形势，和湖南、湖北两省的啤酒增长潜力，确定本次两个募集资金投资项目均为新建啤酒生产工程项目，地点选择在本公司已经有相当市场基础的湖南和广西。
- 根据本公司在当地的歷史销售情况，产品选用本公司畅销的品种，包括纯生啤酒为核心的中高档啤酒。立足广东，深度开发华南市场，重点拓展华中市场，也是本公司将区域龙头企业逐步打造成全国啤酒行业强势企业的重要战略步骤之一。
- 目前，广东、广西和湖南三省还没有企业的市场份额占有绝对优势，但各省都有啤酒巨头的产能布局，未来珠江啤酒能否巩固住自己在广东的份额，逐渐拿下这块领地，恢复往日霸主地位，同时能在广西和湖南的份额上取得突破，关键要在精耕细作上下文章，营销手段还是需要改进。

图表31：募投项目基本情况

	投资项目	投资总额	年销售收入	年税后利润	投资回收期
1	湖南珠啤年产20万 升啤酒工程项目	54,166	47,758	5,713	6.72年
2	广西珠啤年产20万 升啤酒工程项目	52,512	47,633	5,441	6.77年
	合计	106,678	95,391	11,154	

来源：国金证券研究所

湖南项目

- 两个募集资金投资项目实施后，将成为公司新的利润增长点。一方面大幅度降低本公司啤酒运输和酒瓶回收成本，提高供应当地市场啤酒的新鲜度，保证本公司啤酒一贯的优良品质，有利于扩大本公司产品在当地及周边市场的份额；同时有效缓解了公司本部的生产压力，有助于本公司在广东市场的深度开发。

图表32：湖南省目前产能布局



来源：国金证券研究所

广西项目

图表33：广西省目前产能布局



来源：国金证券研究所

- 湖南处于公司走出华南向外拓展的重要战略位置，在湖南建厂可以辐射湖北、江西等市场，对珠江啤酒巩固和进一步拓展华中地区市场有着重要的意义。公司通过本项目的建设，除了增强公司产品在广西的影响力外，还进一步辐射云南、贵州等大西南地区市场，对珠江啤酒巩固和进一步拓展北部湾、泛珠三角有着重大的促进作用。

五、盈利预测

盈利预测关键假设

- 我们认为公司虽然近三年出现负增长，但公司 09 年以来进行的一系列营销改革富有成效，因此未来成长性还是有所保障，预计未来三年增长应能保持在 8%-12%左右。
- 我们判断公司在广东的市场份额在未来几年应能有所提升，同时产品结构得到进一步优化，其净利润增速有望超过销售收入增速，未来三年增长应能保持在 10%-16%。
- 综合以上假设及分析，我们预计珠江啤酒 10-12 年实现销售额 31.14、34.21 和 38.13 亿元，同比增长 10.1%、9.9%和 11.5%；实现净利润 1.14、1.28 和 1.41 亿元，同比增长 32.5%、12.5%、10.6%，对应 EPS 为 0.167、0.188、0.208 元。

六、估值及投资建议

- 目前 A 股啤酒类主要上市公司 10 年平均 PE 为 29.3 倍（剔除重庆啤酒），我们建议珠江啤酒按照 10 年 29 倍 PE 进行估值，合理估值区间是 4.35 元-4.85 元。
- 风险提示：
 - 由于公司主要销售区域集中在广东省，目前制造业内迁的趋势将减少外来务工人员，从而对广东省啤酒消费市场带来较大的冲击。
 - 全国各强势品牌对华南地区的积极布局，也将对珠江啤酒的经营业绩产生较大的压力。

图表34：相对估值比较

公司	10年预测PE	动态PB	动态PS	总市值(百万元)
青岛啤酒	28.62	5.48	2.54	46,608.91
燕京啤酒	29.00	3.29	2.58	24,870.99
惠泉啤酒	30.37	2.68	2.96	2,917.50
重庆啤酒	73.14	15.95	7.68	17,437.48
均值*	29.33	3.82	2.69	/

来源：国金证券研究所 均值计算剔除重庆啤酒

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
主营业务收入	3,733	3,227	2,828	3,114	3,421	3,813
增长率		-13.6%	-12.4%	10.1%	9.9%	11.5%
主营业务成本	-2,449	-2,107	-1,664	-1,827	-2,003	-2,231
% 销售收入	65.6%	65.3%	58.8%	58.7%	58.5%	58.5%
毛利	1,284	1,120	1,164	1,287	1,419	1,582
% 销售收入	34.4%	34.7%	41.2%	41.3%	41.5%	41.5%
营业税金及附加	-316	-282	-270	-296	-325	-362
% 销售收入	8.5%	8.7%	9.6%	9.5%	9.5%	9.5%
营业费用	-371	-408	-409	-461	-513	-572
% 销售收入	9.9%	12.7%	14.5%	14.8%	15.0%	15.0%
管理费用	-300	-316	-305	-327	-376	-419
% 销售收入	8.0%	9.8%	10.8%	10.5%	11.0%	11.0%
息税前利润 (EBIT)	297	113	179	203	204	228
% 销售收入	8.0%	3.5%	6.3%	6.5%	6.0%	6.0%
财务费用	-48	-57	-54	-56	-39	-43
% 销售收入	1.3%	1.8%	1.9%	1.8%	1.1%	1.1%
资产减值损失	-16	-10	-13	-3	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	1	0	0	0	0	0
% 税前利润	0.5%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	234	47	112	144	165	185
营业利润率	6.3%	1.5%	4.0%	4.6%	4.8%	4.9%
营业外收支	6	23	0	3	3	3
税前利润	240	70	113	147	168	188
利润率	6.4%	2.2%	4.0%	4.7%	4.9%	4.9%
所得税	-9	-9	-24	-34	-40	-47
所得税率	3.8%	12.4%	21.5%	23.0%	24.0%	25.0%
净利润	231	61	88	114	128	141
少数股东损益	19	1	3	0	0	0
归属于母公司的净利润	212	60	86	114	128	141
净利率	5.7%	1.9%	3.0%	3.6%	3.7%	3.7%

现金流量表 (人民币百万元)

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	0	0	0	114	128	141
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	0	0	0	211	222	237
非经营收益	0	0	0	107	41	45
营运资金变动	0	0	0	-33	-36	-47
经营活动现金净流	414	261	422	399	355	375
资本开支	-285	-503	-145	-260	-261	-288
投资	-212	51	0	-1	0	0
其他	4	2	0	0	0	0
投资活动现金净流	-493	-449	-145	-261	-261	-288
股权募资	406	0	0	301	-124	0
债权募资	-19	115	-244	-343	74	48
其他	-136	-79	-59	-60	-44	-136
筹资活动现金净流	251	36	-303	-102	-94	-88
现金净流量	172	-152	-26	36	0	0

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
货币资金	393	240	214	250	250	250
应收款项	578	402	439	440	483	539
存货	509	561	509	551	604	672
其他流动资产	76	47	37	39	42	47
流动资产	1,555	1,251	1,199	1,279	1,379	1,508
% 总资产	32.7%	25.9%	25.5%	26.8%	28.0%	29.5%
长期投资	0	0	0	1	0	0
固定资产	2,468	2,874	2,796	2,849	2,892	2,946
% 总资产	52.0%	59.5%	59.6%	59.6%	58.8%	57.7%
无形资产	685	658	647	647	647	647
非流动资产	3,194	3,583	3,494	3,499	3,541	3,595
% 总资产	67.3%	74.1%	74.5%	73.2%	72.0%	70.5%
资产总计	4,749	4,834	4,693	4,778	4,920	5,103
短期借款	1,113	1,430	1,188	862	936	984
应付款项	626	570	549	562	618	688
其他流动负债	90	53	89	90	187	198
流动负债	1,828	2,053	1,827	1,514	1,740	1,870
长期贷款	218	15	13	13	13	13
其他长期负债	13	15	16	0	0	0
负债	2,060	2,083	1,856	1,527	1,753	1,883
普通股股东权益	2,673	2,733	2,818	3,233	3,148	3,201
少数股东权益	17	18	19	4	4	4
负债股东权益合计	4,749	4,834	4,693	4,764	4,906	5,089

比率分析

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
每股指标						
每股收益	0.347	0.098	0.140	0.167	0.188	0.208
每股净资产	4.380	4.479	4.619	4.753	4.629	4.707
每股经营现金净流	0.679	0.428	0.691	0.586	0.522	0.552
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.000	0.130	0.130
回报率						
净资产收益率	7.92%	2.20%	3.04%	3.51%	4.06%	4.41%
总资产收益率	4.46%	1.24%	1.83%	2.38%	2.60%	2.78%
投入资本收益率	7.10%	2.37%	3.49%	3.80%	3.78%	4.07%
增长率						
主营业务收入增长率	10.50%	-13.55%	-12.38%	10.13%	9.86%	11.45%
EBIT增长率	21.09%	-61.83%	58.25%	13.25%	0.51%	11.79%
净利润增长率	23.31%	-71.67%	42.84%	32.45%	12.55%	10.61%
总资产增长率	37.26%	1.78%	-2.91%	1.82%	2.97%	3.72%
资产管理能力						
应收账款周转天数	20.1	24.6	35.7	35.0	35.0	35.0
存货周转天数	71.8	92.7	117.3	110.0	110.0	110.0
应付账款周转天数	59.2	74.7	88.1	80.0	80.0	80.0
固定资产周转天数	223.0	270.0	352.3	320.1	290.1	259.6
偿债能力						
净负债/股东权益	34.90%	43.79%	34.79%	19.31%	22.16%	23.30%
EBIT利息保障倍数	6.1	2.0	3.3	3.6	5.3	5.4
资产负债率	43.37%	43.09%	39.55%	32.05%	35.74%	37.01%

定价区间的说明：

上市定价：预期该股票上市当日均价区间；
目标价格：预期未来 6 - 12 个月内该股票目标价格区间；
询价价格：建议询价对象申报的询价价格区间。

长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

强买：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 20%以上；
买入：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 10% - 20%；
持有：预期未来 6 - 12 个月内变动幅度在 -10% - 10%；
减持：预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 10% - 20%；
卖出：预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 20%以上。

特别声明：

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，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，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。

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惟一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向任何人作出邀请。国金证券未有采取行动以确保于此报告中所指的证券适合个别的投资者。国金证券建议客户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。国金证券及其关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息、所载资料或意见。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载的观点并不代表国金证券的立场，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

上海

电话：(8621)-61038311

传真：(8621)-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：200011

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹
国际大厦 7 楼**北京**

电话：(8610)-66215599-8832

传真：(8610)-61038200

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100032

地址：中国北京西城区金融街 27 号
投资广场 B 座 4 层**深圳**

电话：(86755)-82805115

传真：(86755)-61038200

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区金田路 3037 号
金中环商务大厦 2805 室