

日期: 2010 年 7 月 28 日

行业: 啤酒行业



滕文飞

021-53519888*1969

tengwenfei@sigchina.com

执业证书编号: S08700210070004

IPO 报价区间 RMB 4.04~4.85 元
上市合理定价 RMB 5.37~6.46 元

基本数据 (IPO)

发行数量不超过 (百万股)	70.00
发行后总股本 (百万股)	680.00
发行数量占发行后总股本	10.00%
发行方式	网下询价配售 20% 网上定价发行 80%
保荐机构	广州证券

主要股东 (IPO 前)

广州珠江啤酒集团有限公司	59.02%
英特布鲁国际	28.56%

收入结构 (Y09)

啤酒收入	96.59%
------	--------

报告编号: TWF10-NSP04

首次报告时间: 2010 年 7 月 28 日

华南地区啤酒行业龙头

■ 投资要点:

华南地区啤酒行业龙头

公司是华南地区啤酒行业龙头企业, 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, 为公司业务规模的扩张打下了良好的基础。公司一直处于国内啤酒行业第一集团, 广东市场占有率维持在 30% 以上。

品牌和区域优势

公司一直非常重视实施名牌战略, “珠江牌” 啤酒商标被认定为中国驰名商标, 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。公司产品的销售地区广东省是华南地区的核心市场, 也是我国最富活力的啤酒市场之一, 其市场容量高, 发展潜力大, 全省啤酒产销量近几年都稳占全国各地销量排名的前三位。

募投项目继续扩大产能

此次 IPO 募投的两个项目均为产能扩张项目, 建成后将新增 40 万千升产能, 拟投资总额为 106,678 万元。两个项目分别位于湖南和广西, 随着公司在当地的营销网络不断完善, 珠江啤酒的市场份额将逐年攀升, 新市场的开拓将为公司增加新的盈利增长点。

定价结论

综合考虑同行业上市公司估值及近期上市中小板公司估值, 谨慎得出该股合理价格为 5.37~6.46 元。从近期上市的中小板股票来看, 截至 7 月 27 日的发行价相对于最新市场价格的平均折扣率为 27.14%。综合考虑公司基本面、同行业上市公司的估值以及近期新上市股票估值情况, 我们选取一二级市场 25% 的折让, 建议询价区间为 4.04-4.85 元, 对应的 2009 年市盈率区间为 30.15-36.20 倍。

■ 数据预测与估值:

至 12 月 31 日 (¥.百万元)	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	3227.25	2827.81	2867.26	3383.12	3903.35
年增长率 (%)	-13.55	8.84	10.50	17.99	15.38
归属于母公司的净利润	62.68	90.99	106.31	139.38	192.98
年增长率 (%)	-71.67	6.11	23.31	31.10	38.45
(发行后摊薄) 每股收益 (元)	0.092	0.134	0.156	0.205	0.284

数据来源: 公司招股意向书; 上海证券研究所整理

一、行业背景

发行人的行业分类

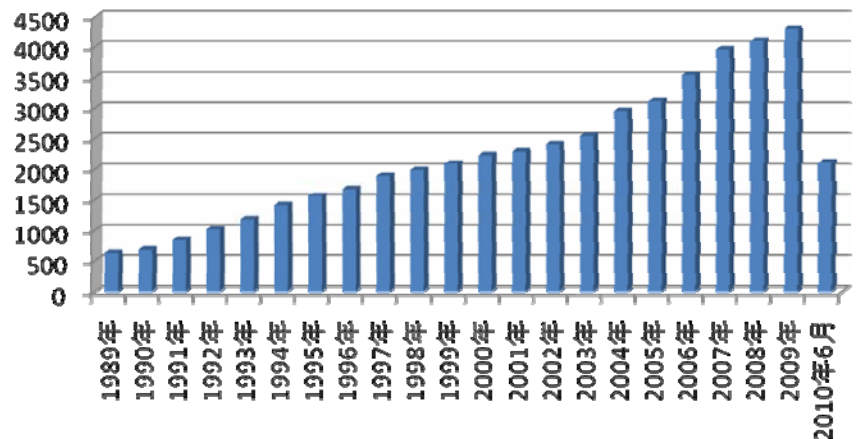
珠江啤酒公司所属行业为饮料制造业，具体为啤酒的生产和销售。公司是中国制造业 500 强企业之一，也是全国知名的啤酒制造企业，拥有中国最大的啤酒酿造中心，“珠江牌”啤酒商标被认定为中国驰名商标。公司销售收入在全国啤酒行业中排名第六，纳税总额在同行业排名第三。

行业成长前景

从国际上来看，啤酒是目前世界上消费量最大的酒类饮料。根据对世界主要国家啤酒销量的统计，全球啤酒销量连续 27 年增长。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。在产品结构上，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%，占据绝对优势地位，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%。在行业集中度上，国际上成熟的啤酒行业发展趋势是行业集中度高，前几大啤酒公司垄断市场。其中，美国的啤酒行业集团化和生产规模化趋势最为明显，2006 年美国啤酒总产量的 96% 由前三大啤酒集团占据。我国是世界上经济增长最快的国家之一，人均 GDP 和居民可支配收入的持续快速增长催生了啤酒行业高速发展。从改革开放以来，我国啤酒行业经历了一个持续高速的成长时期，从 1978 年的 40 万千升到 2009 年的 4,294.23 万千升，我国过去近 30 年啤酒年销量复合增长率达到了 16.69%。自 2002 年以来已经连续八年成为世界最大的啤酒生产和消费国。未来 5-10 年，我国啤酒行业仍将保持较快的增速，行业集中度有望进一步提高。

图 1 中国啤酒产量增长图

■ 啤酒(万千升)



资料来源：中国统计数据应用系统；上海证券研究所整理

产业竞争结构

作为快速消费品的啤酒行业景气度不断提高，正面临历史性的发展机遇。啤酒按生产方式，可分为鲜啤酒、熟啤酒和纯生啤酒。纯生啤酒由于其新鲜度和口感优势占据了世界啤酒消费大国的主要市场份额，虽然目前我国纯生啤酒产销量占全部啤酒总量还不到 5%，但增长迅速，自 1997 年珠江啤酒公司率先研制纯生啤酒投放市场以来，至今全国纯生啤酒年产量已接近 150 万千升。公司产品的销售地区广东省是华南地区的核心市场，也是我国最富活力的啤酒市场之一，其市场容量高，发展潜力大，全省啤酒产销量近几年都稳占全国各地销量排名的前三位。受益于广东省经济的持续高速增长，近五年广东啤酒行业每年的啤酒产量增长率均超过 10%，2007 年全省啤酒产量达 327.62 万千升，占全国总量约 8.33%，比 2006 年增长 9.46%。我国啤酒行业内主要企业包括珠江啤酒、青岛啤酒、燕京啤酒、华润雪花、重庆啤酒、金星啤酒、雪津啤酒等七家产销量在 100 万千升以上企业，上述企业 2006 年、2007 年、2008 年产量分别达到 1,910、2,222、2,305 万千升，分别占当年全国啤酒总产量 54.36%、56.53%、56.18%。公司啤酒销售收入位居全行业第六名。根据中国酿酒工业协会的统计数据，2006 年、2007 年、2008 年全国啤酒行业销售总收入分别约为 779.4 亿元、838.7 亿元、911.8 亿元，珠江啤酒公司同期销售收入分别为 33.8 亿元、37.3 亿元、32.3 亿元，占当年啤酒行业销售收入的比重分别为 4.34%、4.45%、3.53%。

表 1 啤酒行业主要企业及市场份额

排名	企业名称	2008 年度		2007 年度		2006 年度	
		销售收入 (万元)	产量 (千升)	销售收入 (万元)	产量 (千升)	销售收入 (万元)	产量 (千升)
1	青岛啤酒集团有限公司	1577062	5432294	1398562	5056234	1171530	4566556
2	华润雪花啤酒(中国)有限公司	1471956	7298649	1198449	7004857	870250	5289398
3	北京燕京啤酒集团有限公司	1167177	4223125	1038393	4008602	913628	3530880
4	河南金星啤酒集团有限公司	416568	1852258	407501	1762736	343077	1658945
5	重庆啤酒(集团)有限责任公司	323818	1766304	312189	1801524	294512	1732824
6	广州珠江啤酒股份有限公司	311931	1189100	361351	1367800	334110	1332800
7	英博雪津啤酒有限公司	303589	1296904	277157	1217802	224860	1017872

资料来源：公司招股意向书

公司竞争优势

国内领先的技术优势

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。研发的“快速发酵工艺”、“高效糖化技术”、“高浓酿造技术”、“啤酒有害菌监控技术”等 20 多项技术填补了国内空白，奠定了珠江啤酒在我国同行业中的技术领先地位。此外，公司还参加了《啤酒》、《啤酒分析方法》、《啤酒大麦》、《饮料酒分类》、《啤酒企业良好操作规范》五个国家标准修订和审核工作，为推动行业技术进步作出了积极的贡献。

国际先进的新产品开发能力

公司借助行业内领先的技术优势，结合市场需求和消费者口味的变化，相继成功研发珠江纯生啤酒、无醇啤酒、含活性酵母白啤酒、上面发酵啤酒等多个具有国际先进水平的新产品，缩短了我国啤酒产品与国际先进水平的差距。由珠江啤酒公司在国内率先研制成功的纯生啤酒，以其无菌化卫生生产、健康纯正和富含营养的特点取得了极大的成功，推动了我国啤酒业的全面技术革新；近年来，公司成功运用“下面酵母”和“上面酵母”两种完全不同的酵母和工艺研制生产出代表国际最先进技术水平的含活性酵母白啤酒，成为中国唯一能成功生产白啤酒的企业。

品牌优势

从啤酒行业的竞争态势来看，当前啤酒市场竞争已经进入品牌竞争的时代，未来企业品牌发展战略将成为决定其成败的关键因素之一。公司一直非常重视实施名牌战略，“珠江牌”啤酒商标被认定为

中国驰名商标，珠江啤酒被评为中国名牌产品，早已成为全国著名啤酒品牌之一，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。

市场优势

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，为公司业务规模的扩张打下了良好的基础。同时公司已经成功将这套模式应用到华南周边市场的开拓，目前公司在湖南、广西等地营销网络不断完善，珠江啤酒的市场份额随之逐年攀升。公司一直属于国内啤酒行业中的第一集团，珠江牌啤酒具有良好的市场基础，拥有健全的营销体系，市场优势明显。

人才优势

公司拥有大量啤酒行业的资深人才，董事长方贵权先生、总经理廖加宁女士被中国酿酒工业协会评为“中国酿酒大师”，占全国啤酒行业“中国酿酒大师”的三分之一；拥有高级酿酒师 9 人，国家级啤酒高级品酒师 6 人，啤酒酿造高级技师 32 人；公司拥有高级专业技术人才 39 人，技术力量雄厚。公司管理层长期任职于公司，凝聚力较强，并具备丰富的行业管理经验，确保了公司在技术和管理上的优势地位。

二、公司分析及募集资金投向

公司历史沿革及股本结构

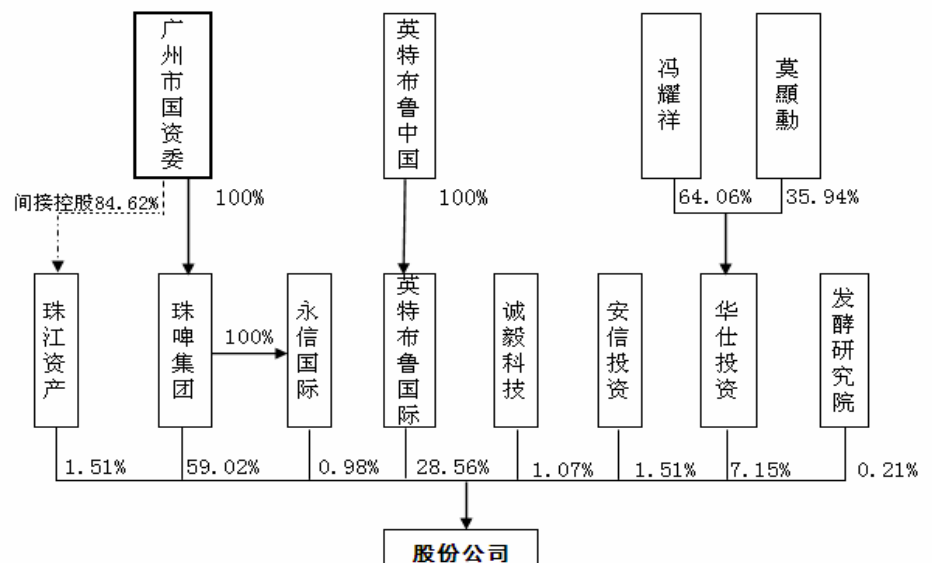
公司由珠啤集团以经评估、核准的与啤酒业务相关的经营性净资产出资，英特布鲁国际、华仕投资、珠江资产、诚毅科技、安信投资、发酵研究院等六家发起人以现金出资，按照 65% 的比例折股，以发起方式设立的股份有限公司。历经两次增资扩股后，形成由珠啤集团持股 59.02%、英特布鲁国际持股 28.56%、华仕投资持股 7.15% 的股权结构。珠啤集团为公司实际控制人，其为广州市国资委直属的国有独资公司，广东省和广州市大型企业集团，国家统计局公布的 2006 年度中国最大 1000 家企业集团之一。珠啤集团目前直接持有公司 59.017% 的股权，通过全资子公司永信国际间接持有 0.983% 的股权，为公司控股股东。

表 2 本次发行前、后的公司股本结构

股东名称	发行前		发行后	
	股本	比例	股本	比例
	(万股)	(%)	(万股)	(%)
珠啤集团 (SS)	360,097,003.00	59.02	353,295,165.00	51.94
英特布鲁国际 (外资股)	174,246,665.00	28.56	174,246,665.00	25.62
华仕投资	43,636,300.00	7.15	43,636,300.00	6.42
珠江资产 (SLS)	9,190,900.00	1.51	9,017,294.00	1.33
安信投资	9,190,900.00	1.51	9,190,900.00	1.35
诚毅科技	6,500,000.00	1.07	6,500,000.00	0.96
发酵研究院 (SLS)	1,300,000.00	0.21	1,275,444.00	0.19
永信国际 (外资股)	6,000,000.00	0.98	6,000,000.00	0.88
公开发行股份			70,000,000.00	10.29
全国社会保障基金理事会 (SS)			7,000,000.00	1.03
总股本	610,161,768.00	100	680,161,768.00	100

资料来源：公司招股意向书

图 2 珠江啤酒公司发行前股权结构



资料来源：公司招股意向书；上海证券研究所整理

■ 主业简况及收入利润结构

主业为啤酒的生产及销售

公司主要产品是啤酒，属于日常快速消费品。公司的啤酒生产主要采用“集中酿造、分散包装”运营模式，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，再通过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。公司采用以销定产的方式，根据市场需求、产成品库存量等因素确定各期生产计划，确保产品新鲜度和生产系统高效运作。公司 2007 年、2008 年和 2009 年的营业收入分别为 37.33 亿元、32.27 亿元和 28.28 亿元，受经济危机影响，营业收入连续 3 年下滑。公司啤酒销售收入占主营业务收入 96% 以上，华南地区依然是目前公司产品的主要销售区域。

图 3 珠江啤酒近年来收入及净利润增长

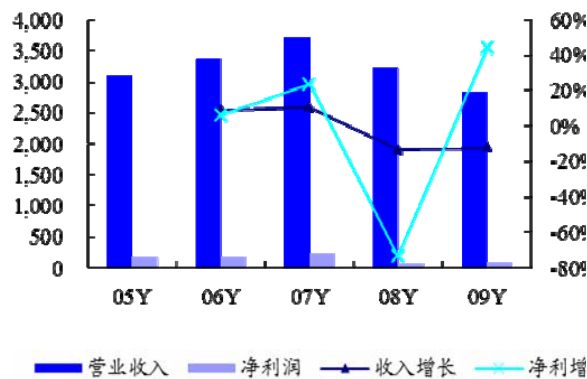
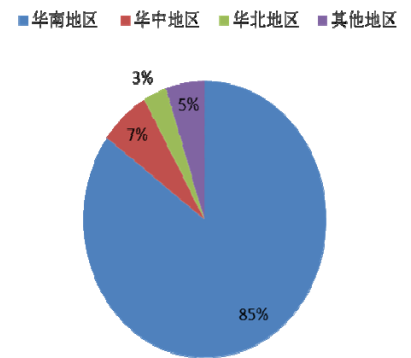


图 4 珠江啤酒分地区收入结构 (2009 年)



资料来源：公司招股意向书；上海证券研究所整理

■ 募资项目

募资项目对公司的未来发展提供助力

本次 IPO 计划实施两个项目（见下表），拟投资总额为 106,678 万元。此次 IPO 募投的两个项目均为产能扩张项目，对于公司未来持续发展有利。

表 3 珠江集团 IPO 项目概况(万元)

投资项目	投资总额	生产期	新增营业收入	新增净利润
湖南珠啤年产 20 万千升啤酒工程项目	54,166.00	900.00	47,758.00	5,713.00
广西珠啤年产 20 万千升啤酒工程项目	52,512.00	900.00	47,633.00	5,441.00
合计	106,678.00	1,800.00	95,391.00	11,154.00

资料来源：公司招股意向书等；上海证券研究所整理

(一) 湖南珠啤年产 20 万千升啤酒工程项目

项目拟投资 54,166 万元在湖南省浏阳市生物医药园区建设年产 20 万千升啤酒工程。项目产品目标市场为湖南省内市场，同时辐射江西、湖北等周边市场。公司在湖南建厂可以彻底改变此不利状况，

一方面能够节省大量的运费和仓储成本。另一方面，在湖南建厂通过就近回收啤酒瓶，可以提高啤酒瓶的使用效率，降低产品包装物成本，有利于整体经济效益的提高。项目建设期约需一年半，达产后，年销售收入 47,758 万元，年税后利润 5,713 万元，投资利润率 12.71%。

（二）广西珠啤年产 20 万千升啤酒工程项目

项目拟投资 52,512 万元在广西壮族自治区南宁市东盟经济园区建设年产 20 万千升啤酒工程。项目产品目标市场为广西自治区内市场，同时辐射中国西南部地区以及东盟市场。随着经济增长，广西居民可支配收入的不断增长，对啤酒消费的营养和健康要求提高，促进了啤酒产品的消费升级，纯生啤酒及口味纯正的中高档熟啤酒的市场份额正稳步上升。由于公司在纯生啤酒、中高档熟啤酒的生产技术处于国内同行业领先水平，并根据广西市场对纯生啤酒等中高档啤酒的增长需求，本次募集资金投资项目提高纯生啤酒等中高档啤酒的产量，项目的投产将迅速确立公司在当地市场中高档产品细分市场的绝对优势。项目计划建设期为一年半，项目达产后，年销售收入 47,633 万元，年税后利润 5,441 万元，投资利润率 12.59%。

三、财务状况和盈利预测

07、08、09 年，珠江啤酒公司综合毛利率分别为 34.39%、34.70%、41.15%；净利率分别为 6.18%、1.90%、3.12%。公司毛利率水平呈稳步上升趋势，其中由于进口啤酒大麦等主要原材料价格大幅下降，导致 2009 年度啤酒业务的毛利率上升明显。与同行业上市公司相比，公司近三年的毛利率均高于惠泉啤酒，但略低于青岛啤酒、燕京啤酒等公司。形成上述现象的原因是公司主要选用进口啤酒大麦和麦芽生产啤酒，近 2 年进口啤酒大麦和麦芽的降价对公司的毛利率影响很大。

图 5 珠江啤酒综合毛利率

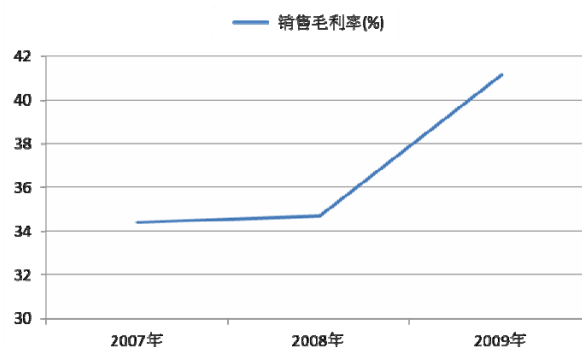
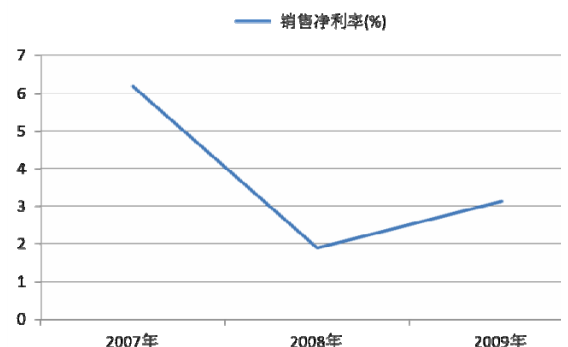


图 6 珠江啤酒净利率



资料来源：公司招股意向书；Wind 资讯；上海证券研究所整理

■ 业绩预测

随着公司纯生啤酒产能的扩大以及国内啤酒产业的景气度持续回升，我们预计公司未来两年将保持较为快速的增长势头，初步预计2010-2012年归于母公司的净利润将实现年递增23.31%、31.10%、38.45%；稀释后每股收益为0.156元、0.205元、0.284元。

表4 珠江啤酒分业务收入预测

分业务收入结构预测						
产品	项目	2008年	2009年	2010年	2011年	2012年
纯生啤酒	产能(万千升)	40.00	50.00	50.00	70.00	80.00
	产量(万千升)	20.27	17.41	17.50	24.50	32.00
	销量(万千升)	20.30	17.77	17.50	24.50	32.00
	产销率(%)	100.15	102.07	100.00	100.00	100.00
	销售收入(万元)	97151.33	72513.63	74982.50	107075.00	142650.13
熟啤酒	销售价格(元/千升)	4785.78	4080.68	4284.71	4370.41	4457.82
	产能(万千升)	130.00	130.00	130.00	150.00	160.00
	产量(万千升)	98.64	96.25	97.50	105.00	112.00
	销量(万千升)	96.97	96.00	96.53	103.95	110.88
	产销率(%)	98.31	99.74	99.00	99.00	99.00
合计	销售收入(万元)	214780.04	200611.12	201708.29	219396.56	234023.00
	销售价格(元/千升)	2214.90	2089.70	2089.70	2110.60	2110.60
	产能(万千升)	170.00	180.00	180.00	220.00	240.00
	产量(万千升)	118.91	113.66	115.00	129.50	144.00
	销量(万千升)	117.27	113.77	113.85	128.21	142.56
合计	产销率(%)	98.62	100.10	99.00	99.00	99.00
	销售收入(万元)	311931.42	273124.75	276690.79	326471.56	376673.12

数据来源：公司招股意向书 上海证券研究所整理

四、风险因素

行业竞争激烈风险

近年来随着国民经济的快速发展和国家促进消费政策的出台，市场容量的不断扩大，促使国内大型啤酒生产企业通过技术改造、新建扩建项目等途径扩大企业规模，产能持续上升，同时良好的市场前景吸引了大型国际啤酒企业以各种方式加快进入中国市场，加剧了啤酒行业的竞争，导致国内啤酒行业的竞争逐渐从区域性、众多中小企业之间的价格竞争向全国性、大企业之间的品牌竞争和资本竞争转变。由于市场容量上升趋势，啤酒行业竞争形势日趋激烈，公司的市场份额也有所下降，因此公司虽然拥有技术领先优势和卓越的产品质量，

具有较高的品牌知名度，消费者也对公司产品有较强的忠诚度，但未来与国际、国内大型啤酒企业竞争仍将面临一定的风险。

市场相对集中的风险

公司啤酒销售市场区域主要集中在华南市场，2009 年度在华南市场实现的销售额占公司总销售额的比例为 84.89%，尽管公司通过完善全国营销网络，依托技术优势开发适应当地消费者口味的产品，有效地增强了珠江啤酒在其他地区的影响力，使公司在华中等地销售额稳步提高，公司在华南以外市场销售额 2007 年度为 49,859.74 万元，但占同期销售额的比例仍然较小。虽然 2009 年金融危机影响减弱，广东省啤酒市场出现复苏的势头，但是如果公司不能继续有效拓展华南地区以外市场，将对公司的生产经营活动产生不利影响。

主要原料依赖进口的风险

啤酒生产的主要原料是大麦麦芽，公司生产过程中麦芽约占酿造总成本的 30%。麦芽是由啤酒大麦发芽而成，公司大量使用进口啤酒大麦制造的麦芽，2007 年度公司使用的进口大麦和麦芽占大麦和麦芽总采购额 70.64%，2009 年公司通过改进工艺增加了国产大麦和麦芽，但进口大麦和麦芽比例仍然达到 33.40%，因此公司啤酒生产成本直接受国际啤酒大麦市场的影响，如果进口啤酒大麦主要产地因自然灾害而出现减产或发生其他影响国际啤酒大麦市场供应的不确定情况，将对公司生产经营产生不利影响，啤酒大麦麦芽的价格波动对公司啤酒成本产生较大影响。

五、估值及定价分析

国内同类公司的比较

目前在 A 股上市的公司中，与公司主营业务及规模最为相近的有青岛啤酒、燕京啤酒、重庆啤酒、惠泉啤酒等。剔除极端波动的因素后，同类股目前的平均 PE 估值 10 年为 31.01 倍，我们注意到啤酒行业类公司的溢价较多，高于 A 股市场水平，同时中小成长型公司也大抵在这一高水平附近，故在此主要参照 A 股估值体系定价。我们认为公司市值应低于青岛啤酒、燕京啤酒，与重庆啤酒相当。

表 5 国内可比公司估值情况

证券代码	证券简称	股价	每股收益（元/股）				市盈率（倍）			
			2008A	2009A	2010E	2011E	2008A	2009A	2010E	2011E
000729	燕京啤酒	20.69	0.42	0.52	0.69	0.78	49.26	39.79	29.99	26.53
600600	青岛啤酒	34.63	0.53	0.95	1.23	1.48	65.34	36.45	28.15	23.40

600132	重庆啤酒	36.28	0.34	0.37	0.43	0.49	106.71	98.05	84.37	74.04
600573	惠泉啤酒	11.58	0.27	0.31	0.33	0.38	42.89	37.35	35.09	30.47
平均值			0.39	0.54	0.67	0.78	66.05	52.91	44.40	38.61

数据来源: Wind 资讯; 股价以 7 月 27 日收盘价计

表 6 近期上市中小板股票的市况

证券代码	证券简称	首发 PE 摊薄	首日涨跌幅%	累计溢价率%	每股收益 (元/股)			市盈率 (倍)			市净率 (倍)
					2009A	2010E	2011E	2009A	2010E	2011E	
002445.SZ	中南重工	34.18	7.18	0.85	0.55	0.68	0.84	62.15	50.26	40.69	2.76
002446.SZ	盛路通信	46.53	17.56	11.78	0.41	0.52	0.65	113.49	89.48	71.58	3.26
002447.SZ	壹桥苗业	47.51	45.96	49.38	0.64	0.82	1.07	74.23	57.94	44.40	4.53
002448.SZ	中原内配	31.14	83.49	82.52	0.72	1	1.22	43.25	31.14	25.52	4.39
002449.SZ	国星光电	53.85	1.29	7.64	0.53	0.7	1.04	101.60	76.93	51.78	3.36
002450.SZ	康得新	52.59	41.2	40.49	0.29	0.43	0.62	181.34	122.30	84.82	3.83
002451.SZ	摩恩电气	31.25	65.2	67.60	0.32	0.42	0.53	97.66	74.40	58.96	4.06
002452.SZ	长高集团	35.45	16.31	10.43	0.75	0.87	1.11	47.27	40.75	31.94	3.07
002453.SZ	天马精化	40.43	45.92	79.88	0.39	0.55	0.77	103.67	73.51	52.51	4.91
002454.SZ	松芝股份	30.16	22.8	21.98	0.63	0.84	0.99	47.87	35.90	30.46	3.44
平均值		40.31	34.69	37.26	0.52	0.68	0.88	87.25	65.26	49.27	3.76

数据来源: Wind 资讯; 上海证券研究所整理, 估值股价取自 2010 年 7 月 27 日收盘价

公司可给的估值水平及报价区间

综合考虑同行业上市公司估值及近期上市创业板公司估值, 谨慎得出该股合理价格为 5.37~6.46 元。

从 近期上市的中小板股票来看, 截至 7 月 27 日的发行价相对于最新市场价格的平均折扣率为 27.14%。综合考虑公司基本面、同行业上市公司的估值以及近期新上市股票估值情况, 我们选取一二级市场 25% 的折让, 建议询价区间为 4.04~4.85 元, 对应的 2009 年市盈率区间为 30.15-36.20 倍。

表 7 珠江啤酒损益简表及预测 (单位: 百万元人民币)

指标名称	2008 A	2009 A	2010 E	2011E	2012E
营业总收入	3227.25	2827.81	2867.26	3383.12	3903.35
营业成本	3180.15	2715.34	2738.24	3213.97	3669.15
营业税金及附加	282.25	270.33	258.05	304.48	351.30
销售费用	408.38	409.19	401.42	439.81	468.40
管理费用	315.96	304.89	315.40	304.48	351.30
财务费用	56.61	53.97	28.67	33.83	39.03
营业利润	47.10	112.47	129.03	169.16	234.20
营业外收入	33.05	1.19	1.00	1.00	1.00
营业外支出	10.16	1.16	1.00	1.00	1.00
利润总额	69.99	112.50	129.03	169.16	234.20

所得税费用	8.65	24.16	25.81	33.83	46.84
净利润	61.34	88.34	103.22	135.32	187.36
少数股东损益	1.34	2.65	3.10	4.06	5.62
归属于母公司所有者的净利润	62.68	90.99	106.32	139.38	192.98
摊薄 EPS（元）	0.092	0.134	0.156	0.205	0.284

数据来源：公司招股意向书 上海证券研究所整理

分析师承诺

分析师 滕文飞

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的一项，代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级		定义
超强大市	Superperform	股价表现将强于基准指数 20%以上
跑赢大市	Outperform	股价表现将强于基准指数 10%以上
大市同步	In-Line	股价表现将介于基准指数 $\pm 10\%$ 之间
落后大市	Underperform	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的一项，代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级		定义
有吸引力	Attractive	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	Neutral	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数 $\pm 5\%$
谨慎	Cautious	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责声明

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人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。

在法律允许的情况下，我公司或其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，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。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责声明具有修改权和最终解释权。