

建议询价区间：3.8-4.7 元

江山多变幻 盛名焉可还

2010 年 7 月 29 日

珠江啤酒（002461）IPO 询价报告

发行数据

发行前总股本(万)	61017
本次发行股数(万)	7000
发行后总股本(万)	68017
发行价(元)	
发行市盈率(倍)	
发行日期	
上市日期	

发行后主要股东

	持股比例
珠啤集团	51.94%
英特布鲁国际	25.62%
华仕投资	6.42%
珠江资产	1.33%
安信投资	1.35%
社保基金理事会	1.03%
诚毅科技	0.96%

行业指数



资料来源：招商证券

朱卫华

0755-82943101
 zhuweihua@cmschina.com.cn
 S1090203100034

董广阳（研究助理）

0755-82943140
 donggy@cmschina.com.cn

黄珺 0755-82943241

huangj@cmschina.com.cn
 S1090208040189

我们认为二线啤酒品牌已无赶超青啤、雪花、燕京的能力，强者继续扩张，弱者被迫收缩的趋势难以逆转，珠江的上市募资延缓了行业的整合进程，但未来并不乐观。预计 10-11 年摊薄 EPS0.17 元、0.19 元，20-25 倍 PE，定价 3.8-4.7 元。

- **公司上市之路多坎坷。**公司啤酒业务占据业务收入绝对份额，拥有珠江啤酒、珠江纯生等系列产品，目前 85% 产品在以广东为主的华南市场销售。公司自 2003 年进入辅导期，但由于其资产完整性和业务独立性不强，与珠啤集团及相关企业间存在复杂的关联交易和债务问题，阻碍了上市进程，08 年又因经济危机及自身发展能力导致业绩不佳，上市耽搁至今。
- **全国扩张步伐落后，广东龙头地位岌岌可危。**公司错过了最佳扩张时机，如今已从“南有珠江”的盛名滑落至行业第二梯队。近年来第二梯队企业大本营市场纷纷遭遇四大企业侵蚀，不得不以攻为守，在力保本地市场时，进行全国扩张，但珠啤步伐再次落后。而其大本营市场却遭受一线品牌强力冲击，目前领先优势被青啤不断缩小，区域龙头地位岌岌可危。
- **营销模式转型或可部分弥补市场收缩。**公司确实有较强的技术优势，但过去营销模式和品牌形象老化，销售执行不到位。09 年公司转变方式实行深度分销，或可以部分弥补市场收缩，这是未来一段时间能否维持公司地位的关键。
- **募集资金项目需直面挑战。**公司此次募投项目分别为湖南珠啤和广西珠啤年产 20 万千升啤酒项目，主要是考虑到湖南、广西啤酒市场的增长潜力和公司当地已经有相当市场基础。但两个市场仍要面对燕京和青啤的强大竞争，想要夺得市场需祭奇招，对珠啤而言是个挑战。
- **预计公司发行后 10-11 年 EPS0.17 元，0.19 元，PE20-25 倍定位，相比一线品牌也已不低，建议询价区间 3.8-4.7 元。**我们认为，以现有的啤酒发展趋势，珠江作为二线啤酒品牌，市场地位不断削弱的态势终难改变，只是通过公司募资和深度分销的实施，二线品牌被整合的进程或有所延缓，此次募资金额很难达到募资项目所需资金。未来公司与英博之间的关系倒是可以关注，是和是战对公司影响较大。

主要财务数据

会计年度	2008	2009	2010E	2011E	2012E
主营收入(百万元)	3227	2828	2871	2979	3337
同比增长	-14%	-12%	2%	4%	12%
营业利润(百万元)	47	112	153	165	193
同比增长	-80%	139%	36%	8%	17%
净利润(百万元)	60	86	117	128	150
同比增长	-72%	43%	36%	10%	17%
每股收益(元)	0.10	0.14	0.17	0.19	0.22
ROE	2%	3%	4%	4%	4%

资料来源：招商证券

正文目录

一、公司概况：关联交易延误上市时机.....	3
1.1 基本经营情况.....	3
1.2 关联交易延误上市时机.....	4
二、竞争能力分析：区域龙头地位岌岌可危.....	5
2.1 身处行业第二梯队.....	5
2.2 广东地区龙头地位岌岌可危.....	6
2.3 生产长板，营销短板.....	7
2.3.1 优势在于较强的研发能力和生产技术优势.....	7
2.3.2 09 年以来通过品牌营销和深度分销弥补过去营销不足.....	8
三、募投项目分析：突出重围需祭奇招.....	9
3.1 募投项目概况.....	9
3.2 湖南、广西市场特点分析.....	10
四、盈利预测与投资建议.....	11
4.1 盈利预测.....	11
4.2 投资建议.....	13

图表目录

表 1：分产品收入结构（百万元）.....	3
表 2：分地区收入结构（百万元）.....	3
表 3：股权结构.....	3
表 4：珠江啤酒关联交易解决历程.....	4
表 5：二线阵营企业扩张一览.....	5
表 6：拟募集资金项目预计投资.....	9
表 7：募投项目预计经济效益.....	10
表 8：大麦及麦芽采购情况.....	11
表 9：公司成本结构表.....	11
表 10：珠江啤酒销售收入结构预测.....	12
图 1：珠江销量已远落后于第一梯队.....	5
图 2：珠江利润已远落于第一梯队.....	5
图 3：广东地区 2009 年啤酒企业产量份额.....	6
图 4：广东地区时局图.....	7
图 5：珠江纯生产能及销量.....	8
图 6：珠江纯生收入和盈利贡献较大.....	8
图 7：销售费用结构变化.....	9
图 8：珠啤在湖南和广西市场的销售收入增长.....	10

一、公司概况：关联交易延误上市时机

1.1 基本经营情况

珠江啤酒股份有限公司，由广州珠江啤酒集团有限公司以与啤酒业务相关的经营性资产出资，联合比利时英特布鲁国际啤酒集团等六家发起人共同设立，其啤酒业务占据业务收入绝对份额，拥有珠江啤酒、雪堡啤酒以及珠江纯生啤酒等系列产品，目前 85% 产品在以广东为主的华南市场销售。

公司控股股东珠啤集团是广州市国资委直属的国有独资公司，前身是 1983 年批准成立的广州市珠江啤酒厂，是一家以啤酒业为主体，以啤酒配套和相关产业为辅助的大型现代化啤酒企业。在将啤酒业务相关资产注入股份公司后珠啤集团变为控股型集团企业，仅从事广州市国资委授权的股权管理经营。

英特布鲁国际于 2002 年香港成立，注册资本为 3.1 亿港元。公司实际控制人为英博集团，是世界上最大的啤酒企业，07 年啤酒产量 2740 万千升，收入 144.3 亿欧元。2008 年 7 月英博宣布以 520 亿美元收购美国第一大啤酒企业 A-B，合并后全球产量 07 年达 5210 万千升，销售收入超过 360 亿美元，市场占有率达到 25%，在中国的权益产量也超过 600 万千升。

表1：分产品收入结构（百万元）

业务	2005	2006	2007	2008	2009	09 年各业务占比
啤酒	3075	3341	3614	3119	2731	96.59%
酵母	11	12	16	17	15	0.52%
包装			55	17	15	0.55%
其他	18	25	48	74	66	2.35%
合计	3104	3378	3733	3227	2828	100.00%

资料来源：招股说明书

表2：分地区收入结构（百万元）

地区	2005	2006	2007	2008	2009	09 年各地区占比
华南	2625	2899	3186	2704	2318	84.89%
华中	171	200	226	218	184	6.74%
华北	82	76	73	53	86	3.15%
其他	206	178	200	178	143	5.22%
合计	3086	3353	3685	3154	2731	100.00%

资料来源：招股说明书

表3：股权结构

股东名称	发行前股数	比例	发行后股数	比例	备注
珠啤集团	36010	59.02%	35330	51.94%	国资委 100% 控股
英特布鲁国际	17425	28.56%	17425	25.62%	外资
华仕投资	4364	7.15%	4364	6.42%	民营
珠江资产	919	1.51%	902	1.33%	国资委间接控股 84.62%
安信投资	919	1.51%	919	1.35%	民营
诚毅科技	650	1.06%	650	0.96%	民营
发酵研究院	130	0.21%	128	0.19%	民营

永信国际	600	0.98%	600	0.88%	珠啤集团 100% 控股
社保基金理事会		0.00%	700	1.03%	
社会公众		0.00%	7000	10.29%	
合计	61017	100.00%	68016	100.00%	

资料来源：招股说明书

1.2 关联交易延误上市时机

关联交易问题拖延了公司上市进程，错过了全国扩张时机。公司自设立不久就启动上市计划，2003 年进入辅导期，直到 07 年才通过 IPO 发行审核。主要是由于其设立之初资产完整性和业务独立性不强，与珠啤集团及相关企业间存在复杂的关联交易和债务问题，阻碍了上市进程。自 2003 到 2009 年，啤酒行业竞争越演越烈，市场集中度大幅提高，青岛、华润雪花、英博、燕京占据行业前四，而珠啤却因该时段上市未成，错过了扩张全国市场的好机会。公司的关联交易问题直到 07 年后期才基本解决。

表4：珠江啤酒关联交易解决历程

	时间	直接关联方	内容	解决方式
第一次增资扩股终止的关联交易	2006年5月	珠啤集团	珠江啤酒系列商标有偿使用	以珠江啤酒系列商标经评估核准作价投入股份公司
第二次增资扩股终止的关联交易	2007年9月	珠啤集团	1、公司所需水、电、蒸汽等供应；2、本部厂区和阳江珠啤、汕头珠啤、海丰珠啤生产经营所在地的土地、房产租赁；3、电脑设备租赁、车辆租赁和综合服务供应；4、将从外部采购的通用零配件销售给珠啤集团下属热电厂	以土地、房产和热电厂设备及附属设施以及相应债务等经营性净资产经评估作价出资投入股份公司
资产重组终止的关联交易	2007年9月	白云荣森、广州珠丰、广州荣丰	1、从白云荣森采购包装箱，从广州珠丰和广州荣丰采购标签纸；2、仓库租赁	包装箱和标签纸业务全部进入广州珠丰，股份公司向珠啤集团收购75%股权，永信国际以广州珠丰25%股权出资投入股份公司
	2007年9月	佛山永信	采购啤酒瓶盖	从珠啤集团购得佛山永信35%的股权，永信国际以佛山永信25%股权出资投入股份公司
	2007年9月	珠啤集团、白云荣森、东伟实业	与珠啤集团共同持有十家控股子公司的股份	收购梅州、新丰、阳江、汕头、海丰、从化、湛江、东莞、中山、河北珠啤十家公司股权，转让石家庄珠啤
其他终止的关联交易	2007年9月	珠啤劳服	副产品麦糟出售给珠啤劳服	珠啤劳服停业进入清算程序
	2007年9月	广州辛野	为公司代理制作并发布广告	广州辛野停业进入清算程序
目前仍进行的关联交易	2002年起	广州荣鑫	采购易拉罐	09年5671万元，约占营业成本3.4%
	2004年2月起	永信国际	设备备件代理进口	09年约638.45万元
	2007年8月起	白云荣森	房地产租赁	09年276.84万元
	2007年10月起	珠啤集团	房屋出租	09年7.86万元

资料来源：招股说明书

二、竞争能力分析：区域龙头地位岌岌可危

2.1 身处行业第二梯队

啤酒业格局分化，四大啤企领衔，珠江身处第二梯队。正如我们在 08 年度策略报告中预测，啤酒行业在 05 年以前是春秋时代，群雄纷争，在 05 年后至今则是战国时代，行业格局分化，青啤、华润雪花、百威英博、燕京四大企业领衔全国市场，珠江、重啤等其他企业则居于一方，成为第二梯队，两个梯队间差距也不断扩大，第二梯队已失去赶超四大企业的可能，未来难免被整合的命运。

图1：珠江销量已远落后于第一梯队

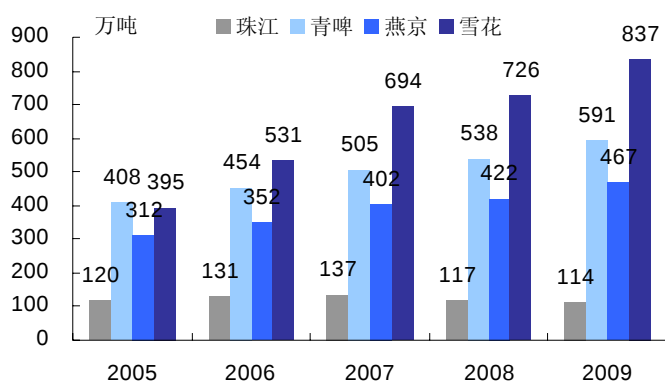
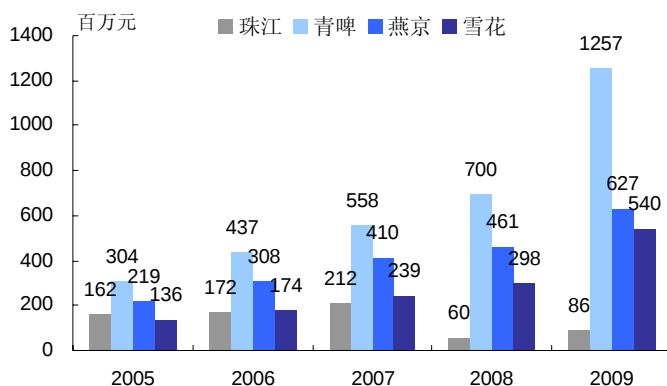


图2：珠江利润已远落后于第一梯队



资料来源：招商证券 注：雪花利润的货币单位为港元

第二梯队以攻为守，图谋全国扩张，珠江啤酒步伐落后。近年来，第二梯队企业大本营市场纷纷遭遇四大企业侵蚀，不得不以攻为守，在力保本地市场时，进行全国扩张。如金威啤酒基地深圳被青啤侵袭，于是在天津、西安、成都布点；重庆市场不断遭遇雪花啤酒攻打，重啤采用沿江战略，收购四川、湖南、广西、贵州、安徽、浙江等地的企业，目前已面临被雪花或嘉士伯收购可能；金星啤酒用价格战捍卫住河南市场，并将此模式不断复制到华北、华南地区，08 年以来开始收缩。珠江啤酒则在此轮扩张中步伐稍嫌落后，仅仅在河北刚布局一家 10 万吨的企业，而广西、湖南则是此次募集资金项目。

表5：二线阵营企业扩张一览

企业	基地	省内	省外
金威啤酒	深圳	汕头、东莞、佛山	天津、西安、成都
金星啤酒	郑州	周口、信阳、安阳、漯河、南阳、三门峡	贵州安顺、陕西咸阳、山东郯城、山西洪洞县、甘肃镇原县、广东中山、江苏南京、四川成都、云南昆明
重庆啤酒	重庆	各区	湖南、四川、贵州、浙江、广西、安徽
哈尔滨啤酒	哈尔滨	海伦、牡丹江、佳木斯、鹤岗、大庆、	吉林永吉、吉林长春、吉林延吉、辽宁沈阳、辽宁锦州、河北唐山
珠江啤酒	广州	东莞、湛江、中山、阳江、从化、海丰、汕头、梅州、新丰	河北鹿泉、广西南宁、湖南浏阳

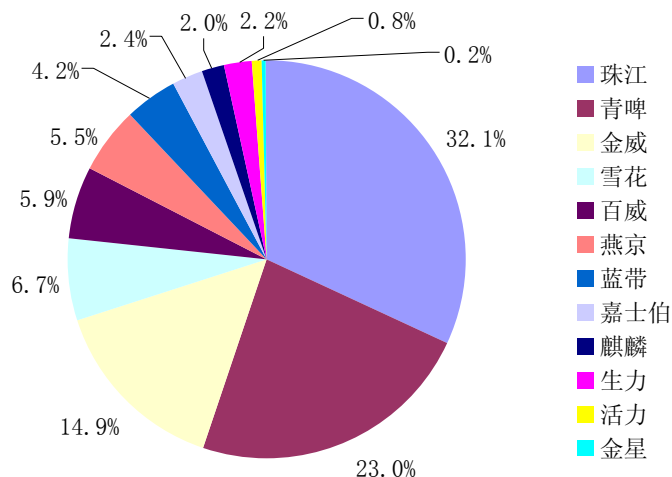
资料来源：招商证券

敬请阅读末页的重要说明

2.2 广东地区龙头地位岌岌可危

珠江啤酒目前仍是广东地区龙头。广东啤酒市场具有消费档次高、市场规模大、淡季时间短的特点，公司正式借此地利及当初研发优势，获得了区域龙头地位，截止目前，除深圳等部分粤东地区青啤占优势外，珠江啤酒在以广州为基地的广东地区布局了多家灌装企业，仍处于当地市场龙头地位。

图3：广东地区2009年啤酒企业产量份额



资料来源：招商证券 注：燕京 09 年广东销量大于产量，多出部分应为广西生产

公司面临较大竞争压力，龙头地位岌岌可危。1) 广东市场竞争不断加剧，各大啤酒巨头不断侵蚀公司市场份额。由于前述广东啤市的特点，引来各大啤酒巨头纷纷布点，青啤从 00 年起就落脚深圳，目前在深圳、珠海、三水的合计产能已经达到 80 万吨，其中还有 20 万吨的纯生生产线，近年已经全面超越金威，并威胁珠江纯生的市场地位。百威也在佛山建设 40 万吨产能，以攻占华南夜场为主，目前已达到 20 万吨产销量。燕京 09 年已达到 30 万吨销量，主打中高档市场，华润雪花同样在 08 年达到 20 万吨产销量，高中低全面出击。珠江啤酒的地位日渐削弱。2) 珠江纯生优势不再。珠江纯生曾经占据广东市场 90% 的份额，是餐饮和夜场的首先，而今年各大啤酒企业纷纷推出自己的纯生啤酒，并通过强化营销不断弱化消费者曾经的“纯生=珠江”的印象。尤其是青啤，在珠江啤酒老将、现青啤营销副总裁严旭的带领下，打造华南模式，使青啤华南贡献了青啤三分之一的利润，广东市场份额已接近珠啤，深圳市场份额达到 70%。

图4: 广东地区时局图



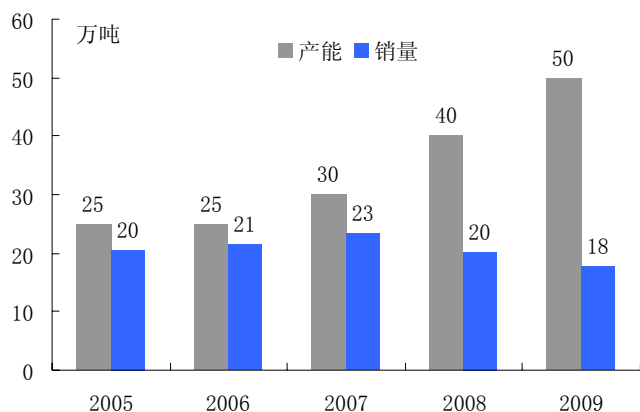
资料来源: 招商证券

2.3 生产长板，营销短板

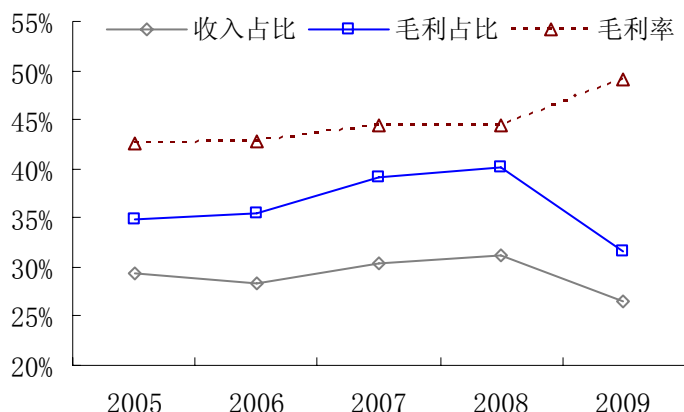
2.3.1 优势在于较强的研发能力和生产技术优势

公司是一个传统的技术人才管理型企业，董事长和总经理都是技术出身，并被评为“中国酿酒大师”，这种管理层结构保证了公司对研发和生产技术的重视，保证了公司的产品质量领先。

其研发优势体现在：1) 公司拥有国家级企业技术中心和博士后科研工作站，公司研发的“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，达到国际或国内领先水平；2) 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；3) 成功研发国内第一瓶纯生啤酒、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。其他产品尚未取得市场效益，但纯生啤酒获得消费者普遍喜爱，广东地区消费者一度将纯生与珠江等同，凡点纯生即上珠江纯生，贡献的利润占比相当大。截止目前，公司的纯生产能仍处于全国首位。

图5：珠江纯生产能及销量


资料来源：招股说明书

图6：珠江纯生收入和盈利贡献较大


独有的“集中酿造，分散包装”的生产模式。公司将啤酒酿造集中在公司本部及湛江珠江进行，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。公司本部啤酒酿造能力达到 150 万千升，灌装能力为 85 万千升，湛江珠江具有年产 20 万千升酿造和 20 万千升灌装产能，本部和湛江超出灌装能力生产的啤酒液均运送到梅州珠江、新丰珠江、汕头珠江、阳江珠江、从化珠江、海丰珠江、东莞珠江、中山珠江等 8 家啤酒分装公司进行灌装和销售。由于本部和分装公司产品档次不同，生产模式不同，也导致公司本部和分装公司的盈利水平迥异。理论上该模式扩张成本更低，扩张速度更快，啤酒品质更新鲜，公司如能借本次资金募集，进一步发挥该生产模式的优点，也有望重新获得市场。不过相比于同行，我们目前看不到该模式所发挥的优势。

循环经济模式成为啤酒行业的典范。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 天的水平，大幅提高了生产效率，存货周转率也保持行业内领先水平。此外，公司一直注重节能减排降耗，发展循环经济模式，每千升啤酒耗水量为 4.66 吨，远低于国内平均 10.24 吨和国际平均 5.6 吨的水平，其他各项生产经济指标均保持领先地位，国家环境保护总局因此授予公司“国家环境友好企业”称号。

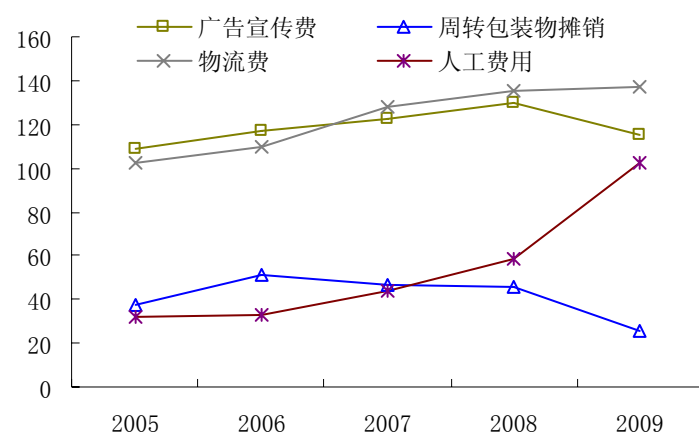
2.3.2 09 年以来通过品牌营销和深度分销弥补过去营销不足

昔日优势不再，公司期望通过品牌营销和深度分销弥补。公司早期依托于自身的技术产品优势，尤其是广东地区四季天气热、消费水平高的天时地利，以及大客户模式，获得了“北青啤、南珠江”的美誉。但实力竞争者的不断介入，使其优势悉数淡化，公司的市场管理不力，大客户的渠道模式也显出惰性，品牌形象相对于竞争对手也开始老化，导致市场在对手深度分销冲击下不断弱化。公司在 09 年有所革新，一是体育营销，与国家篮球队合作，在广州、南宁、长沙、石家庄等 10 个珠江的主力市场城市进行篮球活动罐军赛，二是全新制作了广告推出轻松的主张。

09 年起实施深度分销，或成为公司未来一段时期内保持相对市场地位的关键因素。2009 年公司在核心区域广州、东莞、佛山、深圳等地开展深度分销管理模式，招股书表示初期需要招聘培训大量促销人员，使人工费用上升 4359 万元，并相应采取了不含瓶销售

的模式，减少包装物周转的损耗 2029 万元。公司的营销网络建设计划也表示：1) 要加强销售渠道管理，减少经销商代理层次，促使销售渠道扁平化；2) 在现有基础上，对华南市场进行深度开发，完善从代理经销商到销售终端的营销体系；3) 加强对华南周边市场的拓展力度，在华南以外重点市场构建完善的经销商网络；4) 利用已建成的 ERP 系统，建立销售、结算、配送、市场开拓、市场管理等方面的全国统一营销体系。我们认为公司未来理应继续强化铺开深度分销模式，并注意该模式与竞争对手的差异化，这将是公司未来一段时期内能否保持市场地位的关键因素，否则更多的费用支出可能加速公司业绩下滑。

图7：销售费用结构变化



资料来源：招股说明书

三、募投项目分析：突出重围需祭奇招

3.1 募投项目概况

公司此次募投项目分别为湖南珠啤和广西珠啤年产 20 万千升啤酒项目。主要是考虑到湖南、广西啤酒市场的增长潜力和公司在当地已经有相当市场基础，公司将选用包括纯生啤酒为核心的中高档啤酒开拓市场，作为深度开发华南市场，重点拓展华中市场的重要战略步骤之一。

表6：拟募集资金项目预计投资

单位：万元		投资总额	其中		建设期投资		生产期
投资项目	项目选址		固定资产投入	流动资金投入	0.5 年	1 年	正常年
湖南珠啤年产 20 万千升	湖南浏阳	54166	53266	900	15980	37286	900
广西珠啤年产 20 万千升	广西南宁	52512	51612	900	15484	36128	900
合计		106678	104878	1800	31464	73414	1800

资料来源：招股说明书

公司预算募投项目投产后年销售收入 4.7 亿元，税后利润率 12%，高于公司目前净利润率，高于行业平均水平，要达到该盈利能力，对公司的成本控制和效率均提出了很高要求。

表7：募投项目预计经济效益

单位：万元		预计年收入	税后利润	利润率	内部收益率
投资项目	主要产品				
湖南珠啤年产 20 万千升	中高档熟啤酒	47758	5713	12.0%	12.85%
广西珠啤年产 20 万千升	纯生及中高档熟啤酒	47633	5441	11.4%	12.65%
合计		95391	11154		

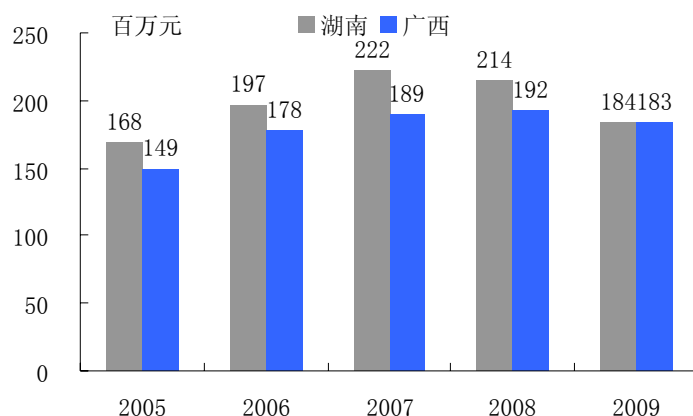
资料来源：招股说明书

3.2 湖南、广西市场特点分析

市场仍有较大增长空间。湖南和广西 2008 年人均啤酒消费仅为 11.05 和 22.61 升，与全国平均 29.04 升仍有较大差距，两市场将是消费升级带领下啤酒市场未来的增长点。

湖南市场仍处于群雄混战，广西市场燕京漓泉独霸一方。湖南市场目前龙头为燕京啤酒，在长沙和衡阳分别有 20 万千升产能，其次为青岛啤酒、重啤国人啤酒和英博白沙啤酒，销售在 10 万吨水平。珠江啤酒依靠从广东运输过去的产品仍获得 15% 的市场份额，显示出较强竞争力，募投项目投产后有望提高产品新鲜度和降低成本，关键在于公司的营销网络建设。广西市场燕京漓泉占据 80% 的市场份额，在桂林和玉林拥有 100 万吨产能，09 年产量达 85 万吨，并建立了严密的市场网络。青岛啤酒依靠收购南宁万泰啤酒，也具有 20 万吨产能，但产量仅有 11 万吨，近期其 10 万吨纯生生产线也投产。珠啤在广西 09 年销量 9.2 万吨，此次南宁设厂，将与青啤形成正面冲突，广西啤酒市场竞争加剧。

图8：珠啤在湖南和广西市场的销售收入增长



资料来源：招股说明书

四、盈利预测与投资建议

4.1 盈利预测

公司在原辅料成本控制上采取了多种手段。啤酒生产的主要原料是大麦麦芽，2006 年基本上全部使用进口麦芽，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%，但 2008 年进口大麦和麦芽占比迅速降到 21.7%，2009 年 33.4%。除减少进口大麦用量外，公司结合啤酒消费低度化的趋势，大力开发低度啤酒，麦芽单耗已经进一步下降到 61.63 公斤/千升，并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。我们认为麦芽占酿造总成本应已经远小于公司表示的 30%。

表8：大麦及麦芽采购情况

	2007	2008	2009
麦芽消耗(吨)	107010	79021	70117
麦芽价格(元/吨)	3311	4320	3218
麦芽成本(百万元)	354	341	226
进口大麦、麦芽占比	70.64%	21.67%	33.40%
进口大麦、麦芽额	250	74	75

资料来源：招股说明书

表9：公司成本结构表

各项成本结构			
直接材料	1699	1459	1106
其中：麦芽	354	341	226
能源	157	140	101
人工	116	103	103
制造费用	396	342	291
总生产成本	2369	2044	1600
各项成本比重			
直接材料	71.7%	71.4%	69.1%
其中：麦芽	15.0%	16.7%	14.1%
能源	6.6%	6.8%	6.3%
人工	4.9%	5.0%	6.4%
制造费用	16.7%	16.7%	18.2%
总生产成本	100.0%	100.0%	100.0%

资料来源：招股说明书

期间费用率有上升之虞。公司为维护广东地区市场，采取深度分销的手段，需要调整原有大客户模式，增加经销商数量，招收更多业务人员，正值国内人工工资水平上升之际，其销售费用和管理费用难以下降，甚至有上升之虞。公司表示引进了英博的“零基预算”体系，关键在于执行力。

税收政策。珠江啤酒作为外资从 2006 年 6 月起至 2010 年享受二免三减半的税收优惠政策，公司于 2009 年上半年被认定为高新技术企业，2011 年将适用 15% 的企业所得税税率，从 2012 年起现行所得税税收优惠政策到期后，如不符合其他所得税优惠政策

条件，将统一适用 25% 的企业所得税税率。

表10：珠江啤酒销售收入结构预测

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
纯生						
销量	23.47	20.3	17.77	18	18	20
吨价	4684	4786	4081	4121	4163	4204
收入	1099	972	725	742	749	841
(+, -)	15.9%	-11.6%	-25.4%	2.3%	1.0%	12.2%
吨成本	2608	2663	2076	2107	2139	2171
成本	612	541	369	379	385	434
毛利	487	431	356	363	364	407
毛利率	44.3%	44.4%	49.1%	48.9%	48.6%	48.4%
熟啤酒						
销量	113.61	96.97	96	96	95	110
吨价	2213	2215	2090	2107	2240	2165
收入	2514	2148	2006	2031	2128	2382
(+, -)	5.1%	-14.6%	-6.6%	1.3%	4.8%	11.9%
吨成本	1547	1550	1283	1302	1383	1336
成本	1757	1503	1231	1255	1314	1470
毛利	757	644	775	776	814	912
毛利率	30.1%	30.0%	38.6%	38.2%	38.3%	38.3%
其中：中高档熟啤酒						
销量	50.68	43.69	46.43	46	50	60
吨价	2419	2439	2349	2372	2396	2420
收入	1226	1066	1091	1101	1198	1452
(+, -)	2.0%	-13.1%	2.3%	1.0%	8.8%	21.2%
吨成本	1595	1579	1361	1382	1382	1396
成本	808	690	632	642	691	837
毛利	417	376	458	460	507	615
毛利率	34.1%	35.3%	42.0%	41.8%	42.3%	42.3%
其中：普通熟啤酒						
销量	62.9	53.3	49.6	50	50	50
吨价	2047	2031	1847	1860	1860	1860
收入	1288	1082	916	930	930	930
(+, -)	8.1%	-16.0%	-15.4%	1.6%	0.0%	0.0%
吨成本	1507	1527	1209	1227	1246	1265
成本	949	814	599	614	623	632
毛利	340	268	316	316	307	298
毛利率	26.4%	24.8%	34.5%	34.0%	33.0%	32.0%
总计						
总销量	137	117	114	114	113	130
吨价	2636	2660	2401	2424	2546	2479
收入	3614	3119	2731	2773	2877	3223
(+, -)	8.2%	-13.7%	-12.4%	1.5%	3.7%	12.0%
吨成本	1728	1743	1407	1428	1503	1464
成本	2369	2044	1600	1635	1699	1904
毛利	1244	1075	1131	1139	1178	1319
(+, -)	9.0%	-13.6%	5.2%	0.7%	3.5%	11.9%
毛利率	34.4%	34.5%	41.4%	41.1%	41.0%	40.9%

资料来源：招股说明书、招商证券

4.2 投资建议

我们认为，以现有的啤酒发展趋势，珠江作为二线啤酒品牌，市场地位不断削弱的态势终难改变，只是通过公司募资和深度分销的实施，二线品牌被整合的进程或有所延缓。珠江啤酒上市错过了最佳时机，再欲走全国化之路的代价无疑要比过去大得多。此外，公司“北上、西征、东拓”的战略中，其北上湖南与英博旗下白沙冲突，东拓福建与雪津冲突，未来公司与英博之间的关系倒是值得关注，是和是战对公司影响较大。

预计公司发行后 2010-2011 年 EPS 为 0.17 元，0.19 元，给予 11 年 20-25 倍估值，相比于一线啤酒青啤和燕京其实也已不低，对应价格区间 3.8-4.7 元，公司很难募集到其项目所需资金。

参考报告：

- 1、《食品饮料业 2010 年 7 月月报 - 中报业绩起底》2010/7/5
- 2、《食品饮料业 2010 年二季度投资策略-阳型企业阴型战术 阴型企业阳型战略》2010/4/15

附：财务预测表
资产负债表

单位：百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	1251	1199	1031	1137	1480
现金	240	214	50	118	339
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	151	127	129	134	150
应收款项	246	308	303	314	352
其它应收款	5	4	4	4	5
存货	561	509	507	527	591
其他	47	37	38	39	44
非流动资产	3583	3494	3173	3020	2837
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	2387	2729	2473	2378	2247
无形资产	658	647	582	524	471
其他	538	118	118	118	118
资产总计	4834	4693	4204	4157	4317
流动负债	2053	1827	902	761	813
短期借款	1408	1186	257	100	100
应付账款	429	374	380	395	443
预收账款	33	27	27	28	32
其他	183	240	238	238	238
长期负债	29	29	29	29	29
长期借款	15	13	13	13	13
其他	15	17	17	17	17
负债合计	2083	1856	932	791	842
股本	610	610	680	680	680
资本公积金	1283	1283	1563	1563	1563
留存收益	840	926	1007	1097	1202
少数股东权益	18	19	22	26	31
母公司所有者权益	2733	2818	3250	3340	3445
负债及权益合计	4834	4693	4204	4157	4317

现金流量表

单位：百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	261	422	567	470	420
净利润			117	128	150
折旧摊销			380	355	336
财务费用			15	6	4
投资收益			0	0	0
营运资金变动			11	(22)	(74)
其它			44	3	4
投资活动现金流	(449)	(145)	(100)	(200)	(150)
资本支出			(100)	(200)	(150)
其他投资			0	0	0
筹资活动现金流	36	(303)	(631)	(202)	(49)
借款变动			(931)	(157)	0
普通股增加			70	0	0
资本公积增加			280	0	0
股利分配			(35)	(38)	(45)
其他			(15)	(6)	(4)
现金净增加额	(153)	(26)	(164)	68	221

资料来源：公司报表、招商证券

利润表

单位：百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	3227	2828	2871	2979	3337
营业成本	2107	1664	1692	1759	1971
营业税金及附加	282	270	274	285	319
营业费用	408	409	421	437	483
管理费用	316	305	315	327	366
财务费用	57	54	15	6	4
资产减值损失	10	13	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0
营业利润	47	112	153	165	193
营业外收入	33	1	1	1	1
营业外支出	10	1	1	1	1
利润总额	70	112	153	165	193
所得税	9	24	33	33	39
净利润	61	88	120	132	154
少数股东损益	1	3	4	4	5
母公司所有者净利润	60	86	117	128	150
EPS (元)	0.10	0.14	0.17	0.19	0.22

主要财务比率

	2008	2009	2010E	2011E	2012E
年成长率					
营业收入	-14%	-12%	2%	4%	12%
营业利润	-80%	139%	36%	8%	17%
净利润	-72%	43%	36%	10%	17%
获利能力					
毛利率	34.7%	41.2%	41.1%	41.0%	40.9%
净利率	1.9%	3.0%	4.1%	4.3%	4.5%
ROE	2.2%	3.0%	3.6%	3.8%	4.3%
ROIC	2.2%	3.2%	3.7%	3.9%	4.4%
偿债能力					
资产负债率	43.1%	39.5%	22.2%	19.0%	19.5%
净负债比率	29.9%	25.6%	6.4%	2.7%	2.6%
流动比率	0.6	0.7	1.1	1.5	1.8
速动比率	0.3	0.4	0.6	0.8	1.1
营运能力					
资产周转率	0.7	0.6	0.7	0.7	0.8
存货周转率	3.9	3.1	3.3	3.4	3.5
应收帐款周转率	14.8	10.2	9.4	9.7	10.0
应付帐款周转率	4.9	4.1	4.5	4.5	4.7
每股资料(元)					
每股收益	0.10	0.14	0.17	0.19	0.22
每股经营现金	0.43	0.69	0.83	0.69	0.62
每股净资产	4.48	4.62	4.78	4.91	5.06
每股股利	0.00	0.19	0.05	0.06	0.07
估值比率					
PE	47.8	33.5	27.4	24.9	21.4
PB	1.0	1.0	1.0	1.0	0.9
EV/EBITDA	50.8	31.7	9.6	10.0	9.9

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

朱卫华，清华大学经济学学士，中国科学技术大学管理学硕士，拥有证券执业资格、注册国际投资分析师 CIIA 资格，9 年证券从业经验。现为招商证券研发中心研究董事、消费品研究小组组长，连续获得《新财富》最佳分析师食品饮料行业 2005、2006、2007 年度第一名、2008、2009 年度第二名，农林牧渔行业 2005 年度第三名。

黄璐：MBA，拥有证券执业资格，5 年证券从业经验，现于招商证券从事农林牧渔、食品饮料行业研究。

董广阳：上海财经大学经济学硕士，2 年证券从业经验，现于招商证券从事食品饮料、农林牧渔行业研究。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

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和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。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所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业务服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归招商证券所有。未经我公司书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。