



金元证券股份有限公司
GOLDSTATE SECURITIES CO., LTD.

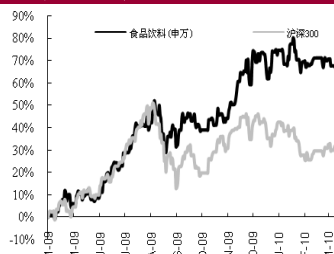
食品饮料
Food & Drink

2010 年 8 月 3 日

发行概况

发行价格(元)	5.8 元
发行股数(万股)	7000
发行后总股本(万股)	68016
发行方式	网下收购+网上申购
主承销商	广州证券
行业	食品饮料
大股东	广州珠江啤酒集团
公司网址	http://www.zhujiangbeer.com

行业一年期收益率比较



表现	1m	3m	12m
食品饮料(申万)	-1.5	-4.1	67.2
沪深 300	1.9	-6.4	33.4

相关报告

黄黎明
+86 755 21515595
Huangliming@jyzq.cn

执业证书编号:
黄黎明: S0340208070036

珠江啤酒 (002461)

—未来发展充满挑战

申购建议: 谨慎申购

赢利预测

	2009A	2010E	2011E	2012E
主营收入(百万元)	2,828	3,103	3,469	3,930
主营收入增长率(%)	-12.4%	9.7%	11.8%	13.3%
归母公司净利(百万元)	42.8%	22.7%	15.4%	16.3%
净利润增长率(%)	86	105	121	141
每股收益(元)	0.13	0.15	0.18	0.21
每股净资产(元)	4.14	4.89	5.07	5.28
PE	46.04	37.53	32.51	27.95
PB	1.40	1.18	1.14	1.10

资料来源: 金元证券研究所

- **公司股权不尽合理。**公司发起人为珠啤集团、英特布鲁国际等。发行后, 控股股东珠啤集团直接持有公司 51.94% 的股权。二股东英博为世界最大啤酒公司, 目前与珠啤在华南的广东和湖南等市场存在竞争关系, 如何处理也是一个挑战。另外, 管理和技术核心人员缺乏股权激励。
- **省内竞争形势严峻。**公司啤酒销售除湖南和广西各约 9 万千升外, 均集中在广东地区。目前, 广东市场竞争形势对珠啤不利。尽管 2009 年仍然以 33% 的市场占有率保持第一的位置, 但已大幅下滑, 青岛啤酒、燕京、百威等外来品牌也对公司地位构成严重威胁。
另外, 公司引以为自豪的纯生啤酒, 近几年尽管产能逐年上升, 但是销量却是逐年下滑, 2009 年产能利用率仅为 35.5%。总的来看, 公司技术领先, 但营销落后, 09 年开展的“协同深度营销模式”效果还有待观察。
- **募投项目: 迟到的规模扩张。**此次公司募投项目为湖南和广西各 20 万千升的啤酒生产基地。有利于减少运输费用和提升啤酒新鲜度, 进一步巩固市场地位。所需资金约 10.67 亿元, 公司此次以 5.8 元的发行 7000 万股, 预计募集资金 4.06 亿元, 仍不能满足需求。
- **盈利预测及投资建议。**预计 2010~2012 年的每股收益分别为 0.15 元、0.18 元和 0.21 元。

比较啤酒重点上市公司以及食品饮料行业的平均估值水平, 我们认为, 给予珠啤 10 和 11 年分别 32 倍和 26 倍的动态市盈率比较合理, 对应的价值中枢为 4.7 元, 较发行价低约 19%, 发行价偏高, 上市首日难以获得较好收益, 建议谨慎申购。

风险提示: 市场竞争激烈、营销改革效果不佳以及原材料波动等等。

啤酒行业现状及发展趋势简述

■ 啤酒行业整体增速放缓

从改革开放以来,随着我国国民经济和人民收入的快速增长,啤酒行业也迎来了一个快速增长时期,从1978年的40万千升到2009年的4236万千升,年销量复合增长率达到16.23%,自2002年以来,我国已经连续多年成为世界最大的啤酒生产和消费国。不过,作为大众消费品,随着竞争的激烈,行业毛利率也逐年下滑,2008年啤酒行业的平均吨酒利润甚至不足80元。增速方面,2008年以来,我国啤酒产销量增速也开始放缓至4%左右,我们认为,未来我国啤酒行业将进入成熟期,销量增速在5%上下。

图 1: 我国啤酒行业产量增速 (万千升)

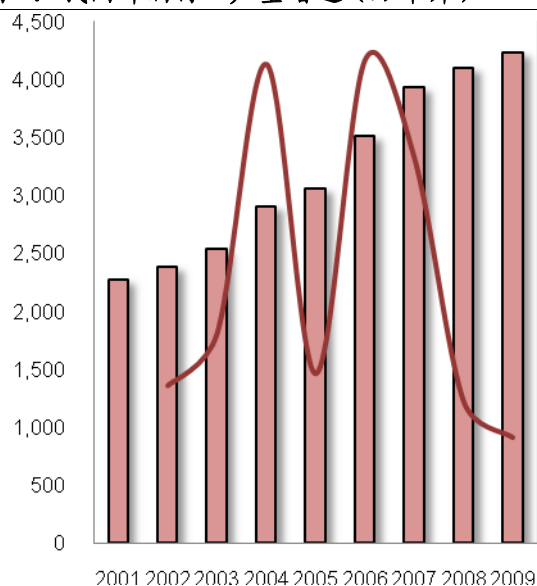
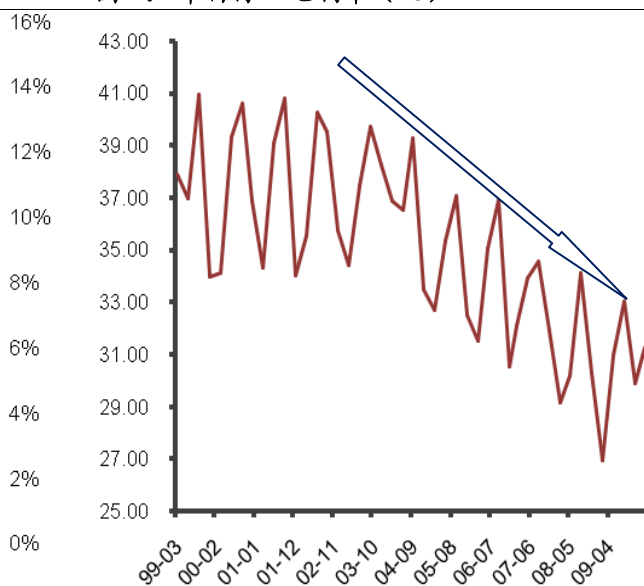


图 2: 啤酒行业毛利率 (%)



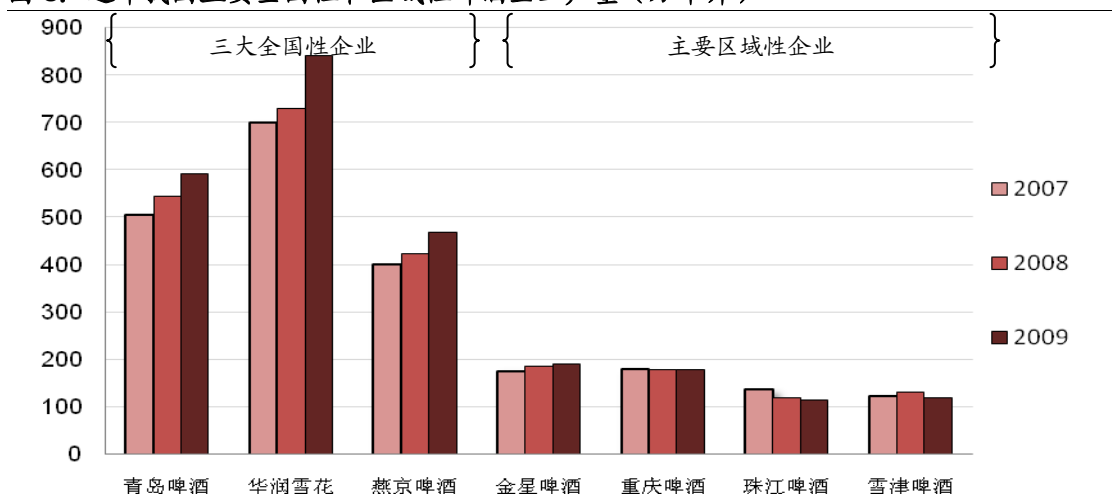
资料来源: WIND 资讯

■ 行业整合和产品结构升级是未来行业的主旋律

啤酒行业整合远未结束,产业集中度正逐步提高。在啤酒行业整体增速放缓的情况下,近年行业的竞争更加激烈、集中度逐步提升,市场竞争的焦点也上升至规模、营销和品牌的比拼。出现强者恒强的局面,大量地方性品牌被兼并或停滞不前或退出,全国啤酒企业数量由1999年的474家减少至2008年的249家,逐渐形成了华润雪花、青岛啤酒和燕京啤酒三家产销量在400万千升以上的全国性品牌和大量区域性品牌共存的局面,值得注意的是,二者之间的差距在拉大。

美国2006年的三大企业的啤酒市场份额就达到96%,我国啤酒集中度尽管稳步提升,但是截至2009年,前三大啤酒企业(青啤、燕啤和雪花)市场集中度仍然只有44%,啤酒行业继续整合的趋势仍将延续。

图 3: 近年我国主要全国性和区域性啤酒企业产量 (万千升)



资料来源: 公司公告

消费升级带动啤酒产品结构的升级。2008年我国人均GDP已经达到3267美元,按照国际经验,人均GDP超过1000美元之后,将触发国内社会消费的结构升级,这意味着消费者对啤酒新鲜度、口味、品质的要求不断提高,促使我国啤酒产品的品种结构不断优化。这从高档品牌和行业销量增速的比较中明显看出,例如,近两年尽管行业增速只有4%,但是青岛和燕京两个品牌的销量却近20%,青啤和燕啤的高档产品集中度不断提升,未来纯生啤酒和高中档熟啤酒的市场前景十分广阔。

图 4: 啤酒行业及主要品牌产量增速 (%)

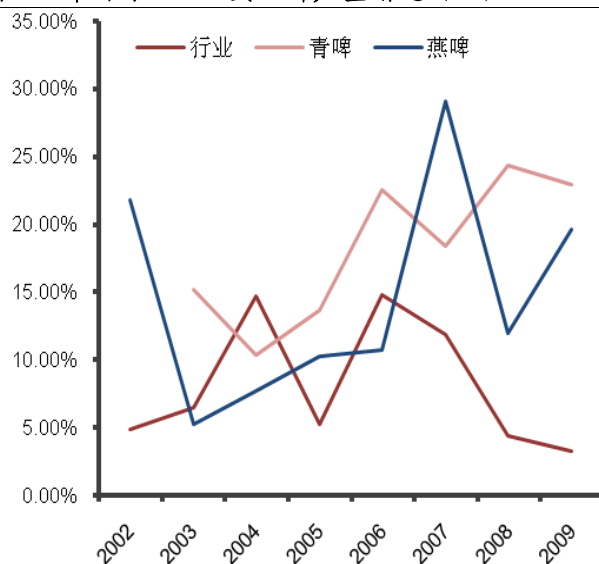
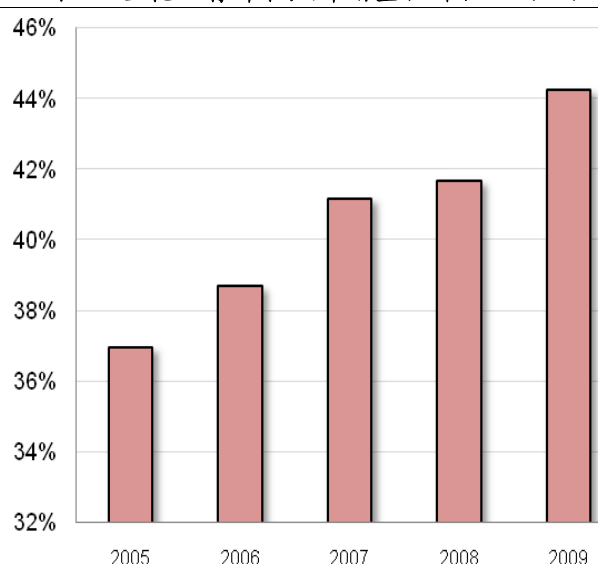


图 5: 雪花、青啤和燕啤销量合计占比 (%)



资料来源: WIND 资讯, 公司公告

公司股权结构不尽合理

公司发起人为珠啤集团、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。此次发行前，珠啤集团是直接持有公司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，而珠啤集团是广州国资委下属国有独资公司。经过2006年5月和2007年9月的两次增资扩股后，珠啤集团将与啤酒相关的经营性资产全部投入了公司，关联交易问题也基本解决。

表 1: 发行前后珠啤股权结构

股东名称	发行前股权结构		发行后股权结构	
	持股(万股)	持股比例	持股(万股)	持股比例
珠啤集团	36010	59.02%	36010	51.94%
英特布鲁	17425	28.56%	17425	25.62%
华仕投资	4364	7.15%	4364	6.42%
珠江资产	919	1.51%	919	1.33%
安信投资	919	1.51%	919	1.35%
诚毅科技	650	1.06%	650	0.96%
发酵研究院	130	0.21%	130	0.19%
永信国际	600	0.98%	600	0.88%
社保基金理事会			700	10.29%
社会公众			7000	1.03%
总股本	61016	100.00%	68016	100%

资料来源: WIND 资讯, 公司公告

公司的二股东英特布鲁国际由英博集团控制，2008年英博集团收购美国啤酒巨头AB公司，2008年销售收入合计392亿欧元，成为世界最大啤酒公司，市场份额约25%。自上世纪80年代初进入中国以来，英博通过不断的收购兼并，目前拥有中国本土的双鹿，雪津、金龙泉，KK，红石梁，白沙，金陵等诸多品牌，中国五个大省中排名第一，集团业务分布于浙江、福建、广东、湖北、湖南、河北、江西、江苏及山东。英博自2002年进入珠啤，目前派驻公司的人员有副董事长和董事各一名，珠啤和英博在华南的广东和湖南存在竞争关系，如果未来珠啤在外围扩张二者必然面临进一步竞争，如何处理也是一个挑战。

另外，目前珠啤核心管理和技术人员并无股权，国有体制加上缺乏股权激励，这在啤酒行业这样一个完全竞争的快销品市场是不利的。

主营发展面临重重挑战

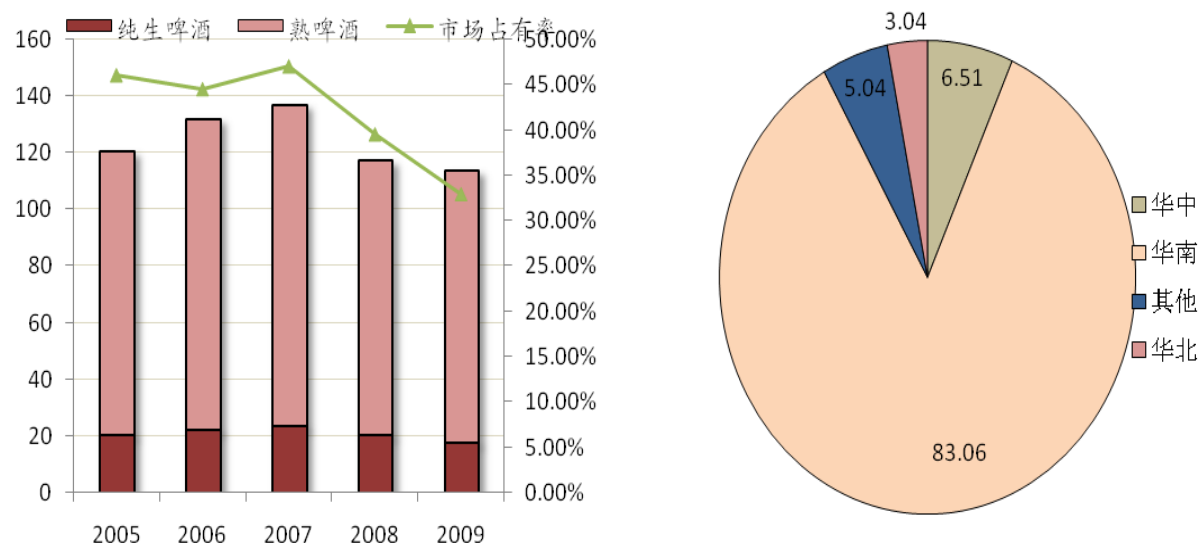
■ 销售区域集中在华南地区

珠啤收入（约97%的收入来源于啤酒销售）主要来源于华南地区，2009年华南地区收入占比约83%，其中，除湖南和广西各约9万千升的啤酒销量外，啤酒销售均集中在广东地区。由于区域性特点，公司采取“集中酿造，分散罐装”的生产模式，有利于保证啤酒品质的稳定性，但也加大了运输成本。

目前，公司有180万千升的酿造能力和190万千升的罐装能力，其中纯生啤酒50万千升。2009年，纯生啤酒收入占啤酒收入的26.55%，销售均价超

过4000元/千升，高出熟啤酒均价近一倍，毛利率约49%，也远高于熟啤酒。

图 6: 珠啤销量及广东市场占有率 (万千升, %) 图 7: 珠啤收入分地区比例 (%)



资料来源: WIND 资讯, 公司公告

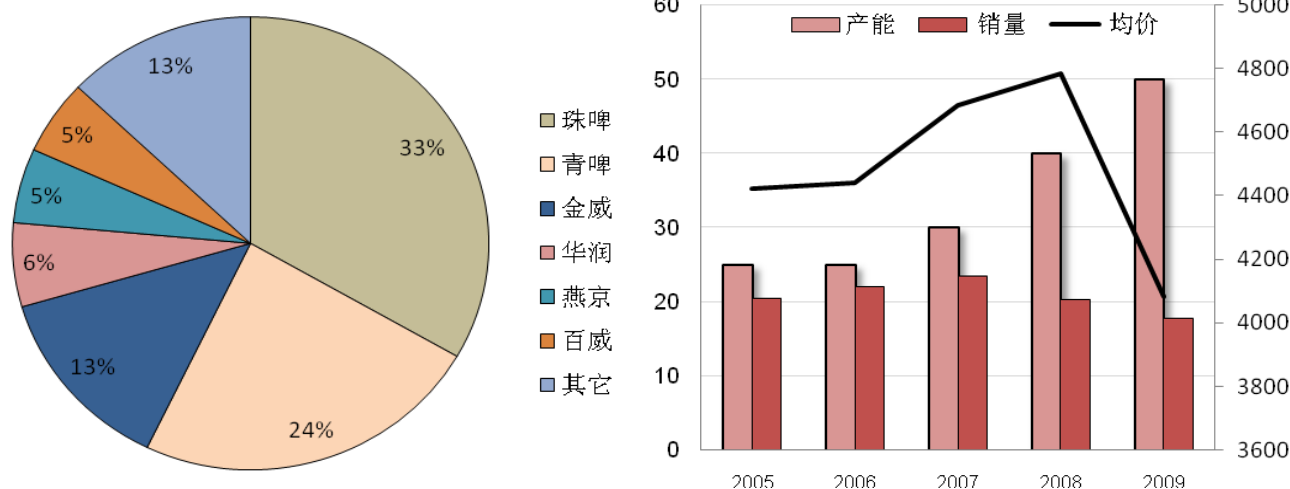
■ 省内竞争形势严峻

由于经济发达、啤酒消费旺季长的特点，广东啤酒消费潜力较大，也是啤酒巨头的必争之地，2009年啤酒产销量约323万千升，但是目前啤酒产能约600万千升，整体过剩，吨酒利润逐年下滑至不足100元/吨。

从目前的广东省内竞争形势看，也对珠啤不利。尽管2009年仍然以33%的市场占有率保持第一的位置，但已大幅下滑；08、09年绝对销量也连续两年下降。近几年，青岛啤酒在广东发展势头最为迅猛，市场占有率（约24%）已远远超过另一本地品牌——金威啤酒（约13%），跃居第二，对珠啤的龙头地位形成威胁；另外，燕京、百威等啤酒巨头也对广东市场争夺激烈。

图 8: 广东啤酒市场各品牌份额 (2009H1)

图 9: 珠啤纯生产能、销量和均价 (万千升, 元/千升)



资料来源: 广东省啤酒协会, 公司公告

珠啤是首次将纯生啤酒引入国内的企业，珠江纯生一直是公司引以为自豪的高端产品，然而，近几年尽管产能逐年上升，但是销量却是逐年下滑。2009 年产销不足 18 万千升，产能利用率仅为 35.5%。

■ 小结：技术领先，营销落后，发展面临重重挑战

珠啤具有较强技术优势。拥有国家级企业技术中心和博士后科研工作站，其中，“中国酿酒大师”占全国啤酒行业的三分之一，其中还包括董事长和总经理廖加宁。产品创新方面，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。

然而，公司的短板除了前面提到的激励机制问题外，还在于营销的滞后，而我们认为，营销管理是快销品行业竞争的核心。2009 年前，公司一直采用传统经销商代理制模式，营销费用投入占营业收入比率在 10% 左右，远低于青岛啤酒 20% 左右的水平。在竞争对手深度分销和强势宣传攻势下，公司的广东大本营优势逐步丧失，直到 2009 年，公司才仓促开始推广“协同深度分销”模式，即传统代理商和深度分销模式并存，显得比较被动，效果仍有待观察。

募投项目：迟到的规模扩张

在昔日平起平坐的竞争对手在全国攻城略地，不断壮大，甚至蚕食自己的大本营的同时，珠啤的规模扩张显得极为缓慢和吃力，熟啤酒产能甚至自 2007 年以来一直停留在 130 万千升的水平。

负责此次两个募集项目的湖南和广西子公司早在 2007 年就已注册成立，迟迟不动工的原因，估计一方面是公司疲于应对省内的严峻形势，另一方面，也在于资金不足。08、09 年，公司账上货币资金仅为 2 亿多元，远远低于近 11 亿元的资金需求，此次 IPO 募集资金约 4.06 亿元（发行价 5.8 元，发行 7000 万股），仍然难以解决问题、

表 2：珠啤 IPO 募投项目

投资项目	投资总额	建设期投资		达产后（计划）	
		0.5 年	1 年	销售收入	税后利润
湖南珠啤年产 20 万千升啤酒项目	54166	15980	37286	42983	3702
广西珠啤年产 20 万千升啤酒项目	52512	15484	36128	42871	3521
合计	106678	31464	73414	85854	7223

资料来源：公司公告

尽管公司在湖南和广西市场没有生产基地，但是啤酒的销售早已展开（产品来自广东省内），并具备一定的市场基础，募投项目的投产将大大减少运输费用和提升啤酒新鲜度，进一步巩固市场地位。

具体来看，湖南公司或更有作为。一方面，湖南啤酒产量 82.61 万千升，人均消费量仅为 12 升，远低于全国 32 升的平均水平，市场潜力还较大，另一方面，湖南市场的主要品牌之间还不存在明显差距，公司市场份额超过 10%，市场基础也较好。

广西市场规模较大(09 年产量逾 124 万千升)，但是燕京旗下的漓泉的市

场占有率高达 69%，公司市场份额只与青岛啤酒相当，公司进一步拓展的困难较大。

图 10: 湖南市场销量及份额 (万千升)

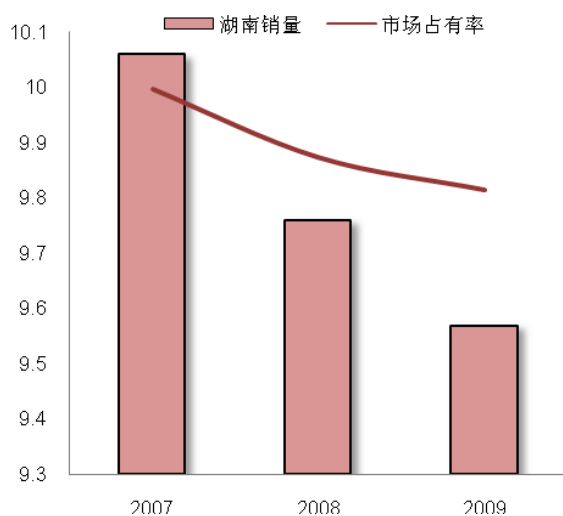
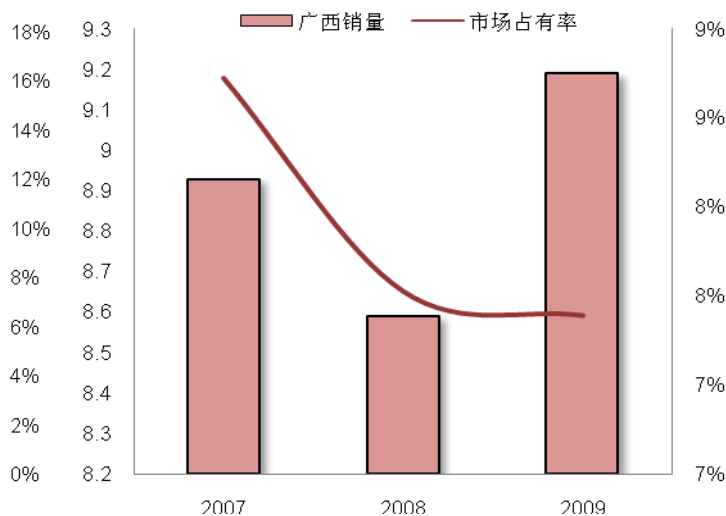


图 11: 广西市场销量及份额 (万千升)



资料来源: 公司公告

盈利预测及投资建议

■ 盈利预测假设

公司经营目标是: 到 2012 年, 将珠江啤酒的国内市场份额提升至 5% 以上, 产销量突破 170 万千升, 销售收入突破 50 亿, 其中, 纯生啤酒产销量提升至 40 万千升。近年珠啤成长能力有下降趋势, 我们认为这个目标的实现存在难度。

乐观假设公司在营销改革和 IPO 募资后, 销量和收入下滑趋势得到扭转, 预计未来三年销量增长率 6~10%, 高于行业平均水平, 其中, 纯生啤酒增长高于熟啤酒。随着产品结构的升级, 吨酒价格保持 2~3% 速度的增长 (09 年单价大幅下降源于采用不含瓶销售模式所致)。

预计大麦价格明年会有 10% 左右的回升, 成本上升导致毛利率有所回落。另外, 由于公司实施深度分销策略, 预计销售费用保持较高水平。

表 3: 主要盈利预测假设

产品分类	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
纯生啤酒						
销售收入 (百万)	1099.33	971.51	725.14	806.65	913.93	1035.48
销售收入同比增长 (%)		-11.63%	-25.36%	11.24%	13.30%	13.30%
销售成本 (百万)	612.00	540.55	368.95	410.42	474.04	537.08
单位成本 (元/千升)	2607.57	2662.80	2076.26	2138.55	2245.47	2312.84
销售量(万千升)	23.47	20.30	17.77	19.19	21.11	23.22
单位价格 (元/千升)	4683.98	4785.76	4080.70	4203.12	4329.21	4459.09
毛利率 (%)	44.33%	44.36%	49.12%	49.12%	48.13%	48.13%
熟啤酒						

销售收入（百万）	2514.19	2147.80	2006.11	2190.27	2436.46	2760.51
销售收入同比增长（%）		-14.57%	-6.60%	9.18%	11.24%	13.30%
销售成本（百万）	1756.92	1503.46	1231.55	1344.61	1524.78	1727.58
单位成本（元/千升）	1546.44	1524.19	1279.53	1317.92	1383.82	1425.33
销售量(万千升)	113.61	98.64	96.25	102.03	110.19	121.21
单位价格（元/千升）	2213.00	2177.41	2084.27	2146.80	2211.20	2277.54
毛利率（%）	30.12%	30.00%	38.61%	38.61%	37.42%	37.42%
销售收入合计(百万)	3613.52	3119.31	2731.25	2996.92	3350.39	3795.99
销售收入同比增长（%）		-13.68%	-12.44%	9.73%	11.79%	13.30%
销售成本合计（百万）	2368.91	2044.01	1600.50	1755.03	1998.82	2264.66
销售量合计(吨)	137.08	118.94	114.02	121.22	131.30	144.43
销售量同比增长（%）		-13.23%	-4.14%	6.31%	8.32%	10.00%
综合毛利率（%）	34.44%	34.47%	41.40%	41.44%	40.34%	40.34%

资料来源：金元证券研究所

■ 盈利预测及估值

根据以上假设，预计 2010~2012 年的每股收益分别为 0.15 元、0.18 元和 0.21 元，5.8 元的发行价对应 10~12 年的市盈率分别为 37.53X、32.51X 和 27.95X。

比较啤酒重点上市公司以及食品饮料行业的平均估值水平，我们认为，给予珠啤 10 和 11 年分别 32 倍和 26 倍的动态市盈率比较合理，对应的价值中枢为 4.7 元，较发行价低约 19%，发行价偏高，上市首日难以获得较好收益，建议谨慎申购。

风险提示：市场竞争激烈、营销改革效果不佳以及原材料波动等等。

表 4：啤酒重点公司及食品饮料行业估值比较

股票名称	每股收益（元）			市盈率		
	2009A	2010E	2011E	2009A	2010E	2011E
燕京啤酒	0.52	0.65	0.80	41.62	33.20	26.98
青岛啤酒	0.93	1.12	1.40	37.90	31.39	25.11
惠泉啤酒	0.31	0.38	0.46	38.22	30.92	25.54
平均	0.73	0.89	1.1	39.76	32.30	26.05
啤酒板块均值				44.56	33.29	28.48
食品饮料均值				41.6	30.35	24.58

资料来源：WIND 资讯，金元证券研究所；注：惠泉啤酒及行业估值取自 WIND 均值

附表：盈利预测表

利润表：					现金流量表：				
科目(百万元)	2009A	2010E	2011E	2012E	科目(百万元)	2009A	2010E	2011E	2012E
营业总收入	2,828	3,103	3,469	3,930	净利润	88	109	125	146
营业成本	1,664	1,817	2,069	2,345	折旧与摊销	235	245	249	263
营业税金及附加	270	295	330	373	财务支出	55	48	43	39
销售费用	409	481	520	590	投资损失	0	0	0	0

管理费用	305	326	347	393	净营运资本变动	43	-10	25	-2
财务费用	54	46	40	35	经营性现金流	422	391	444	446
资产减值损失	13	0	0	0	资本支出	-145	-320	-484	-392
其他经营收益	0	0	0	0	其它投资	0	0	0	0
营业利润	112	138	163	195	投资性现金流	-145	-320	-484	-392
利润总额	113	138	163	195	股权融资	0	406	0	0
减 所得税	24	30	37	49	债务融资	3,030	-117	-107	-96
净利润	88	109	125	146	股利分配及其它	-59	-48	-43	-39
减 少数股东损益	3	3	4	5	筹资性现金流	2,971	241	-150	-135
归母公司净利润	86	105	121	141	货币资金变动	3,248	313	-190	-81
资产负债表:					主要财务比率:				
科目(百万元)	2009A	2010E	2011E	2012E	科目(百万元)	2009A	2010E	2011E	2012E
货币资金	214	527	337	256	成长能力 (YOY)				
应收账款	308	217	208	197	营业收入	-12.4%	9.7%	11.8%	13.3%
预付账款	37	45	52	59	营业利润	139%	23.0%	17.8%	19.5%
存货	509	545	621	703	归母公司净利润	42.8%	22.7%	15.4%	16.3%
其它	131	133	114	130	盈利能力				
流动资产合计	1,199	1,468	1,332	1,344	销售毛利率	41.2%	41.4%	40.3%	40.3%
长期股权投资	0	0	0	0	销售净利率	3.0%	3.4%	3.5%	3.6%
固定资产合计	2,729	2,784	2,951	3,187	ROE	3.1%	3.2%	3.6%	4.0%
长期待摊费用	0	0	0	0	ROIC	2.7%	4.4%	4.2%	4.5%
其它	765	784	851	744	偿债能力				
非流动资产合计	3,494	3,568	3,802	3,931	资产负债率	39.5%	33.5%	32.3%	31.3%
资产总计	4,693	5,036	5,134	5,275	流动比率	0.66	0.89	0.82	0.83
短期借款	1,186	1,068	961	865	速动比率	0.38	0.56	0.44	0.40
应付账款	374	400	455	516	营运能力 (次)				
预收款项	27	34	38	43	资产周转率	0.59	0.64	0.68	0.76
其它	240	153	173	198	存货周转率	3.11	3.45	3.55	3.54
流动负债合计	1,827	1,655	1,627	1,622	应收账款周转率	10.21	11.82	16.31	19.43
长期借款	13	15	15	15	每股指标 (元)				
其它	17	14	15	15	每股收益	0.13	0.15	0.18	0.21
非流动负债合计	29	29	30	30	每股经营现金流	0.62	0.58	0.65	0.66
负债合计	1,856	1,685	1,657	1,652	每股净资产	4.14	4.89	5.07	5.28
实收资本	610	680	680	680	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积	1,283	1,619	1,619	1,619	估值指标 (倍)				
留存收益及其它	944	1,053	1,178	1,324	PE	46.04	37.53	32.51	27.95
所有者权益合计	2,837	3,352	3,477	3,623	PB	1.40	1.18	1.14	1.10
负债和权益总计	4,693	5,036	5,134	5,275	EV/EBITDA	10.97	10.60	10.06	9.23

资料来源: 金元证券研究所

金元证券行业投资评级标准:

增持: 行业股票指数在未来 6 个月内超越大盘;

中性: 行业股票指数在未来 6 个月内基本与大盘持平;

减持: 行业股票指数在未来 6 个月内明显弱于大盘。

金元证券股票投资评级标准:

买入: 股票价格在未来 6 个月内超越大盘 15%以上;

增持: 股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为 5%~15%;

中性: 股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为-5%~+5%;

减持: 股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为-5%~-15%;

本报告是金元证券研究所的分析师通过深入研究,对公司的投资价值做出的评判,谨代表金元证券研究所的观点,投资者需根据情况自行判断,我们对投资者的投资行为不负任何责任。金元证券研究所无报告更新的义务,如果报告中的具体情况发生了变化,我们将不会另行通知。本报告版权属金元证券股份有限公司及其研究所所有。未经许可,严禁以任何方式将本报告全部或部分翻印和传播。

This report is issued by GSCO Comprehensive Research Institute and based on information obtained from sources believed to be reliable but is not guaranteed as being accurate, nor is it a complete statement or summary of the securities, markets or developments referred to in the report. The report should not be regarded by recipients as a substitute for the exercise of their own judgments. Any opinions expressed in this report are subject to change without notice and GSCO is not under any obligation to upgrade or keep current the information contained herein. 2008. All rights reserved. No part of this report may be reproduced or distributed in any manner without the written permission of GSCO.