

价值区间（元/股）：**4.27-6.11**

 发行价（元/股）：**5.80**

珠江啤酒投资价值分析

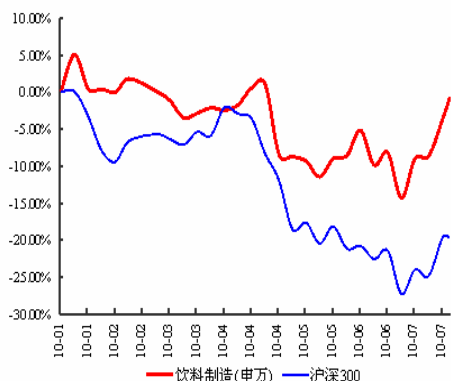
投资要点：

估值和投资策略：

我们使用剩余营业收益模型（ReOI），在悲观和乐观两种情形下给出公司 2010 年末的每股价值（按发行后股本）分别约为 5.38 和 6.11 元；

另外，我们认为给予公司 2010 年 23 倍-25 倍的无杠杆市盈率较为合理，乐观情形下对应的 2010 年每股价值为 4.27-4.74 元左右。

综合来看，我们认为公司 2010 年的每股价值区间为 4.27-6.11 元之间。公司的发行价为 5.80 元/股，位于价值区间内，乐观情形下仍有一定的提升空间，建议投资者积极关注。



报告日期 2010 年 8 月 4 日

市场数据 2010 年 8 月 4 日

行业分类 食品饮料业

沪深 300 2,865.97 -1.76%

食品饮料业 4,668.11 +1.57%

业绩预测

我们预计公司 2010 年将面临一些因天气和原材料变化带来的经营困难，悲观预期下，预计公司 2010 年的营业收入同比下降 20% 左右，对应的每股收益约为 0.11 元（按发行后股本）；乐观预计公司 2010 年的营业收入同比增长 10% 左右，对应的每股收益约为 0.17 元。

研究员：郭得存

电话：(0351) 4131415

E mail: guodc@dtsbc.com.cn

地址：山西·太原·青年路8号

邮编：030001

 网址：<http://www.dtsbc.com.cn>

单位：百万元、元、倍。

项目	营业收入	每股收益	RoCE	RNOA	杠杆 P/E	杠杆 P/B
2007A	3,733.15	0.420	2.25%	8.82%	-	-
2008A	3,227.25	0.100	1.62%	2.31%	-	-
2009A	2,827.81	0.140	3.24%	3.46%	32.90	1.37
2010E	3,110.59	0.173	4.09%	4.24%	23.75	1.42
2011E	3,421.65	0.257	5.82%	5.80%	21.27	1.45

注：（杠杆远期 P/E ） $_t = \frac{V_t^{CSE}}{CF_{t+1}}$ ；（杠杆 P/B ） $_t = \frac{V_t^{CSE}}{CSE_t}$

目录

1.估值和投资策略.....	6
1.1 估值.....	6
(1) 绝对估值.....	6
(2) 相对估值.....	7
1.2 投资策略.....	7
2.行业分析.....	8
2.1 行业发展现状分析.....	8
国际啤酒产业发展现状.....	8
国内啤酒产业发展现状.....	8
2.2 行业竞争结构分析.....	9
总体呈现出垄断竞争的特点.....	9
主要进入壁垒.....	10
3.公司分析.....	11
3.1 主营业务分析.....	11
中高档啤酒是公司的主要收入来源.....	11
华南地区是主要的销售市场.....	14
收入季节性波动程度小于行业水平.....	15
3.2 主要经营模式分析.....	15
生产模式：集中酿造，分散包装.....	15
营销模式：经销商代理+直销.....	15
3.3 财务分析.....	16
3.3.1 盈利能力分析.....	16
第一层次：区分财务杠杆和经营负债杠杆的杠杆作用.....	16
第二层次：经营盈利能力的驱动因素分解.....	17
第三层次：销售利润率和周转率的驱动因素分解.....	18
3.3.2 增长能力分析.....	19
第一层次：RE 和 ReOI 的增长分解.....	19
第二层次：RoCE 和 RNOA 的增长分解.....	20
第三层次：普通股东权益（CSE）的变化分解.....	20
4.业绩预测.....	21
图 1 四家公司资本结构差异较大，不适合用杠杆市盈率对比.....	6
图 2 我国啤酒产量保持较快增速.....	8
图 3 我国啤酒吨酒价格逐渐提高提高.....	8
图 4 啤酒业务是公司的主要收入来源.....	10

图 5 中高档啤酒是啤酒业务的主体.....	10
图 6 吨酒价格下降幅度较大.....	11
图 7 销量下降幅度大幅缩小.....	11
图 8 毛利率水平位于行业中游水平.....	11
图 9 纯生啤酒销售收入因销售模式变化而出现下滑.....	11
图 10 纯生啤酒销量降幅有所缩小.....	12
图 11 纯生啤酒的毛利率水平不断提高.....	12
图 12 优化产品结构带来中高档熟啤酒收入增长.....	12
图 13 中高档熟啤酒销量也有明显恢复性的增长.....	12
图 14 销量增长超过收入增长是吨酒价格下降的原因.....	12
图 15 中高档熟啤酒的毛利率水平也不断提高.....	12
图 16 普通熟啤酒收入降幅略有缩小.....	13
图 17 普通熟啤酒销量也有明显恢复性的增长.....	13
图 18 普通熟啤酒的吨酒价格下降的更多.....	13
图 19 普通熟啤酒的毛利率水平也不断提高.....	13
图 20 华南地区是公司的主要销售市场.....	14
图 21 一季度是公司的销售淡季.....	14
图 22 财务杠杆的作用由正变负.....	16
图 23 经营负债杠杆的作用也由正变负.....	16
图 24 两种杠杆的作用分解.....	16
图 25 销售 PM 有所恢复, ATO 持续下降.....	16
图 26 核心销售利润率的分解.....	17
图 27 珠江啤酒的销售费用率仅次于青岛啤酒.....	17
图 28 公司的应收账款周转率较低.....	17
图 29 存货周转率处于中等水平.....	17
图 30 剩余收益为负值, 09 年略有上升.....	18
图 31 剩余营业收益也为负值, 09 年也略有上升.....	18
图 32 剩余收益变化分解.....	18
图 33 剩余营业收益变化分解.....	18
图 34 RoCE 的变化主要是由 RNOA 引起的.....	19
图 35 RNOA 的变化主要是由核心销售利润率引起的.....	19
图 36 当期 CSE 变化分解.....	20
图 37 平均 CSE 变化.....	20

1. 估值和投资策略

1.1 估值

(1) 绝对估值

我们使用剩余营业收益模型（ReOI），在悲观和乐观两种情形下给出公司 2010 年末的每股价值（按发行后股本）分别约为 5.38 和 6.11 元。

表 1 乐观情形下的主要假设条件

项目	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015 and after
毛利率（Gross margin）	34.39%	34.70%	41.15%	41.00%	42.00%	42.00%	42.00%	42.00%	35.00%
总费用率（total expense ratio）	26.44%	31.19%	34.81%	35.00%	34.00%	34.00%	34.00%	34.00%	30.00%
核心营业利润所得税率	3.07%	15.52%	18.71%	15.00%	25.00%	25.00%	25.00%	25.00%	25.00%
Sales growth	10.50%	-13.55%	-12.38%	10.00%	10.00%	10.00%	15.00%	15.00%	5.00%
ATO	1.21	0.85	0.73	0.85	1.00	1.20	1.50	1.60	2.00

注：悲观情形下，假设公司 2010 年的销售收入下降 20%，ATO 下降为 0.50，其他假设同乐观情形。

表 2 乐观情形下 ReOI 估值输出表

单位：百万元

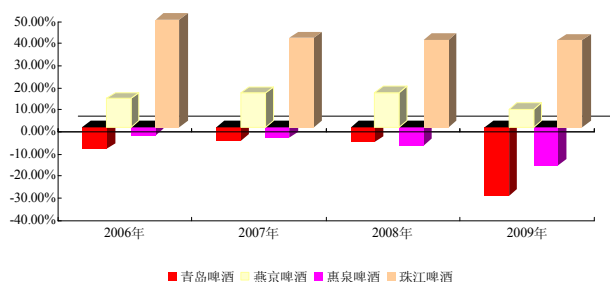
项目	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015 and after
核心 RNOA	11.39%	2.64%	3.68%	4.15%	5.61%	6.60%	8.28%	10.35%	10.35%
ReOI (7.40%)	100.80	(172.87)	(147.01)	(124.40)	(65.48)	(27.35)	27.62	85.15	89.40
ReOI 增长率(%)	——	(271.49)	(14.96)	(15.38)	(47.36)	(58.23)	(201.01)	208.23	5.00
折现因子				1.07	1.15	1.24	1.33	1.43	
ReOI 现值				(115.83)	(56.77)	(22.08)	20.76	59.59	
ReOI 总现值			(114.32)						
持续价值（CV）								1,693.24	
持续价值（CV）现值			1,184.98						
股东权益（CSE+MI）			2,836.97						
总权益价值（V ^E ）			3,907.63						
少数股东权益价值			37.13						
普通股权益价值(V ^{CSE})			3,870.50						
总股本			610.16	680.17					
每股价值（元）			6.34	6.11	6.56	7.57			
杠杆远期 P/E			32.90	23.75	21.27	19.74			
杠杆 P ₀ /B ₀			1.37	1.42	1.45	1.59			

注：（杠杆远期 P/E）_t = $\frac{V_t^{CSE}}{CI_{t+1}}$ ；（杠杆 P/B）_t = $\frac{V_t^{CSE}}{CSE_t}$

(2) 相对估值

对于酿酒类的公司而言，我们认为用市盈率指标进行相对估值是较为合适的。目前行业内主要的啤酒业上市公司与珠江啤酒的资本结构存在较大差异，因此不适合用杠杆市盈率来比较，我们认为用无杠杆的市盈率来衡量比较合适。

图 1 四家公司资本结构差异较大，不适合用杠杆市盈率对比



数据来源：wind，大同证券研究部。

表 3 利用无杠杆市盈率进行相对估值

单位：百万元，倍

	税后经营利润 (OI)			无杠杆市盈率		
	2009A	2010E	2011E	2009A	2010E	2011E
青島啤酒	1,341.78	1,790.98	2,751.25	22.21	18.75	13.51
燕京啤酒	801.86	1,056.82	1,236.48	26.15	21.50	20.26
惠泉啤酒	73.73	90.37	93.54	29.34	26.58	28.35
均值	739.12	979.39	1,360.42	25.90	22.28	20.71
珠江啤酒	134.82	148.54	192.23			

另外，由于中小板市盈率普遍比主板高，综合考虑，我们认为给予公司 2010 年 23 倍-25 倍的无杠杆市盈率较为合理，乐观情形下对应的 2010 年每股价值为 4.27-4.74 元左右。

综合两种估值方法，我们认为公司 2010 年末的每股价值区间在 4.27-6.11 元之间。

1.2 投资策略

我们预计公司 2010 年将面临一些因天气和原材料变化带来的经营困难，悲观预期下，预计公司 2010 年的营业收入同比下降 20% 左右，对应的每股收益约为 0.11 元（按发行后股本）；乐观预计公司 2010 年的营业收入同比增长 10% 左右，对应的每股收益约为 0.17 元。我们认为，可以给予公司 2010 年 23-25 倍的无杠杆市盈率，每股价值区间为 4.27-6.11 元之间。公司的发行价为 5.80 元/股，位于价值区间内，乐观情形下仍有一定的提升空间，建议投资者积极关注。

2.行业分析

2.1 行业发展现状分析

国际啤酒产业发展现状

（1）产量总体呈现下降趋势，增长较为缓慢

啤酒是目前世界上消费量最大的酒类饮料。世界人均年啤酒消费量约为 30 升。2009 年，主要啤酒消费国家和地区出现了销量下滑的趋势。美国市场的啤酒销量下滑 2.2%，创下了自上世纪 50 年代以来的最大降幅，为 2003 年以来的首次下降；德国市场的啤酒销量下降 2.8%，销售额同比下降 2.1%；日本市场 09 年度整体呈现下滑趋势，前 5 大啤酒生产商出货量比 08 年下降 2.1%。09 年世界啤酒销量下降的主要是跟经济萧条和气候异常等因素有关，但近几年中国的啤酒产量增速一直快于世界水平，从而也就导致世界啤酒巨头纷纷将眼光投向中国市场。（数据来源：糖酒快讯）

（2）纯生啤酒是主流品种

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%。（资料来源：中国啤酒行业自主创新国际高峰论坛）

（3）行业集中度较高

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，美国啤酒总产量的 80%以上由前三大啤酒集团占据。（资料来源：今日啤酒）

国内啤酒产业发展现状

（1）产量增速快于世界水平，连续八年成为最大的啤酒生产和消费国

改革开放以来，我国啤酒业进入了快速发展的成长期。产量从 1978 年的 40 万千升到 2009 年的 4,236.38 万千升，我国过去近 30 年啤酒年产量复合增长率达到了 16.23%，而且，从过去 10 年、5 年的视角看，我国啤酒产量的复合增速分别为 7.53%、7.89%，呈现持续稳定增长的态势，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。

（2）产品结构逐渐升级，吨酒价格逐渐提高

2008 年我国人均 GDP 已经达到 3,267 美元（资料来源：中国信息报），按照国际经验，人均 GDP 超过 1,000 美元之后，将触发国内社会消费的结构升级。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，促使我国啤酒产品的品种结构不断优化。2008 年

全国啤酒企业实现累计产品销售收入 911.8 亿元，同比增长 8.72%，销售单价同比增长 4.67%。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，未来市场前景十分广阔。（数据源自《中国啤酒工业发展研究报告》、《啤酒科技》）

图 2 我国啤酒产量保持较快增速

单位：万千升

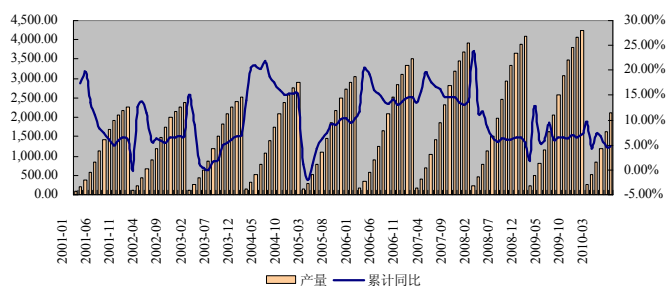
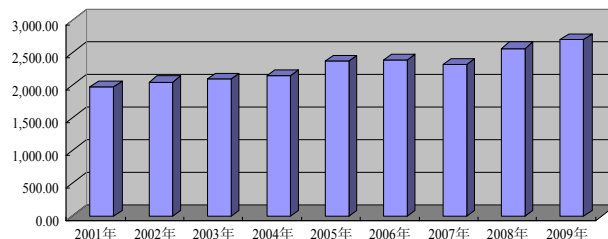


图 3 我国啤酒吨酒价格逐渐提高提高

单位：元



数据来源：wind，大同证券研究部。

数据来源：wind，大同证券研究部。

（3）行业集中度也呈现加大趋势

目前，我国啤酒企业规模明显扩大，品牌逐步趋向集中化，行业集中度进一步提高，全国啤酒企业数量从 1999 年的 474 家减至 2008 年的 249 家，2004 年国内前十大啤酒生产商的市场份额占全国总产量的 56%，2009 年跃升为 63.19%。根据中国食品工业协会啤酒专业委员会的数据，2009 年华润雪花、青岛啤酒、百威英博、燕京啤酒四大啤酒集团的啤酒销量占据全国总销量的 56.32%，利润总额达到 60.40 亿元，占全国的 72.51%，但与主要啤酒生产国的行业集中度相比仍存在一定的差距。（部分资料来源：珠江啤酒招股说明书）

（4）外资加速对国内啤酒企业的并购和渗透

由于国际市场上啤酒消费趋于饱和，亚洲市场尤其是中国的消费量却保持较快的增速，所以国际啤酒巨头以各种方式进入中国。目前来看，国内啤酒的高端品牌几乎被外资垄断，而许多啤酒企业背后也有外资背景。比如百威英博在中国投资的啤酒企业超过 40 家（截止 2010 年 5 月，珠江啤酒招股说明书）；嘉士伯通过一系列的并购已经将我国西部 50% 的啤酒市场拿下（数据来源：慧聪食品工业网）；日本朝日啤酒参股青岛啤酒等等，这些情况表明，外资对中国的啤酒市场较为看好，不断加大对我国啤酒企业的渗透。

2.2 行业竞争结构分析

总体呈现出垄断竞争的特点

由于啤酒运输费用较高，消费者讲究啤酒的新鲜度，因此大部分啤酒产品以地产地销为主，客观上啤酒销售存在一定的半径限制（业内一般认为是 500 公里），具有区域性消费的特征，因此

啤酒企业的扩张往往以收购当地企业或在当地新建产能为主，而且由于我国消费者对当地啤酒情有独钟，这在一定程度上加深了啤酒消费区域性的特征。

国内啤酒行业的竞争格局已呈现出规模化、专业化、区域化的特征。品牌竞争和区域竞争以及技术进步日益成为核心竞争力的重要构成部分。我国啤酒行业已经形成了实力不同的几个梯队，其中以华润雪花、青岛啤酒、燕京啤酒、珠江啤酒等年产量在 100 万千升以上的七家大型企业组成了业内的第一集团，垄断了国内近六成的市场；年产 20-100 万千升的 21 家啤酒企业构成第二集团。2009 年上述第一、二集团的 28 家啤酒企业其啤酒产量占全国总产量的 74.48%，剩余的两百多家年产量低于 20 万千升的企业组成第三集团分布在全国各地，缺乏竞争力。（资料来源：《中国啤酒工业发展分析及发展趋势》、《今日啤酒》）

主要进入壁垒

（1）资本要求

啤酒企业的建厂成本高、建设周期较长，对环保要求高，固定资产投资在总投资中比例较高，投资回收期较长。因此，啤酒行业有较高的资本进入门槛，一般新进入者难以在啤酒行业中生存和发展。

（2）技术水平要和研发能力

随着消费者需求的升级，个性化消费的差异增大，啤酒企业必须不断开发口味纯正，口感醇厚，新鲜度高的新产品才能适应市场需求的变化。新产品开发需要对市场趋势的长期认知、对技术发展的长期积累才能获得成功，新进入者则缺乏必要的技术、市场基础，很难具备新产品开发能力。

（3）品牌影响力

当前啤酒行业的竞争已经从价格竞争向品牌竞争转变，在注重食品安全的今天，影响消费者购买行为的重要因素就是啤酒品牌。品牌的建设并不能一蹴而就，需要一个长期的培育过程，品牌的影响力一旦形成，就极难撼动，新进入者很难改变消费者的啤酒品牌偏好。

（4）营销渠道

啤酒是快速消费品，营销网络是啤酒企业在竞争中取胜的重要因素。大型啤酒企业采取经销商代理或直销等方式，经过长期的布局、磨合，形成了遍布主要销售区域终端的营销网络，通过对销售终端的掌控，排斥竞争者的进入。新进入者则缺乏相应的营销网络支持，无法将自己的产品顺利送达销售终端。

（5）产品品质的持续控制能力

啤酒企业不仅需要先进的生产设备，更需要拥有稳定、经验丰富的生产技术管理团队，完善的质量管理体系，才能保证持续生产出品质稳定的啤酒产品。对纯生啤酒，其产品口感新鲜和富含营养的特点主要得益于其酿造和灌装过程不采用高温杀菌处理，但这一生产工艺却对生产全过程的控制以及啤酒厂的质量保障系统，特别是微生物监控方面提出了非常严格的要求；

对高中档熟啤酒，其优异的产品品质主要依靠先进的设备、良好的工艺过程控制来保障，这些对于新进入啤酒行业者都难以实现。

（6）消费者忠诚度

不同的啤酒产品具有各自不同的口味，如果消费者长期饮用某种口味的啤酒，就会对该种口味的啤酒形成消费习惯，养成对该种啤酒的消费偏好，较难转换其他口味的啤酒，由此对该种啤酒产生较高忠诚度。

（7）规模经济

根据行业经验，单个啤酒厂的年产量必须达到 10 万千升以上才具有规模经济效应。而根据目前国内啤酒行业的竞争格局看，啤酒企业需要拥有年产销量在 100 万千升以上，才有较强的市场竞争能力，对于一般新进入者较难实现。

（8）环保门槛

啤酒企业从 2006 年起必须符合《啤酒工业污染物排放标准》，该法规对啤酒企业的环保设施提出了更高的要求，一些不符合排放规定的啤酒企业已被责令整改或关闭，对新进入者提出更高的要求。（资料来源：珠江啤酒招股说明书）

3. 公司分析

3.1 主营业务分析

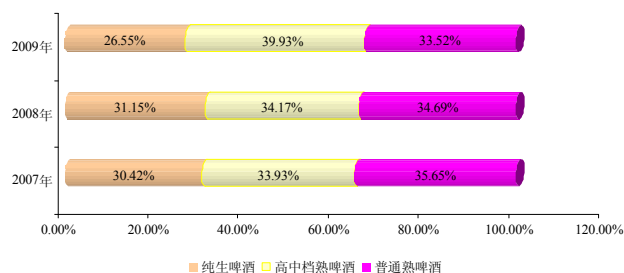
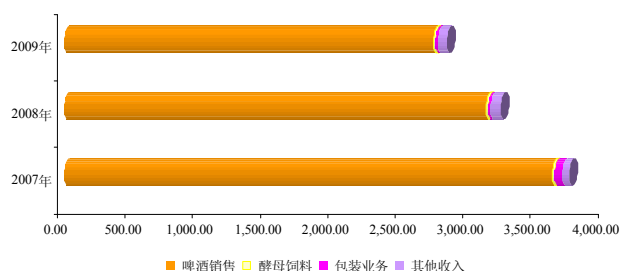
中高档啤酒是公司的主要收入来源

公司的收入来源主要有三个：啤酒业务、酵母饲料业务和包装业务。从近几年的数据来看，啤酒业务占到营业收入的 96% 以上，是公司第一收入来源。细分来看，纯生啤酒和中高档熟啤酒是公司啤酒业务的主体部分，普通熟啤酒占比较小。

图 4 啤酒业务是公司的主要收入来源

单位：百万元

图 5 中高档啤酒是啤酒业务的主体



数据来源：公司招股说明书，大同证券研究部。

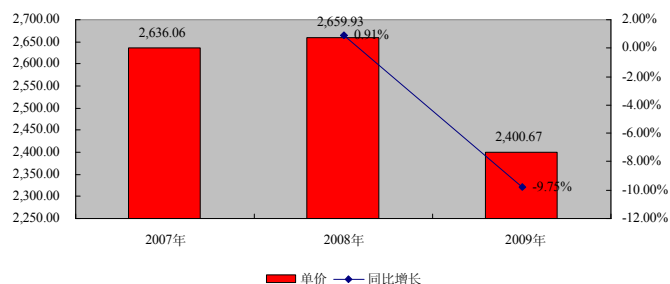
数据来源：公司招股说明书，大同证券研究部。

2008年初公司根据市场形势采取提价和改善产品结构的措施,5月份开始对部分啤酒采取不含瓶销售模式,在这种情况下,平均单价仍然继续保持稳步增长的良好趋势,但是2009年公司大范围推广不含瓶销售模式,纯生啤酒销量有所下降,因此平均单价也随之下降。

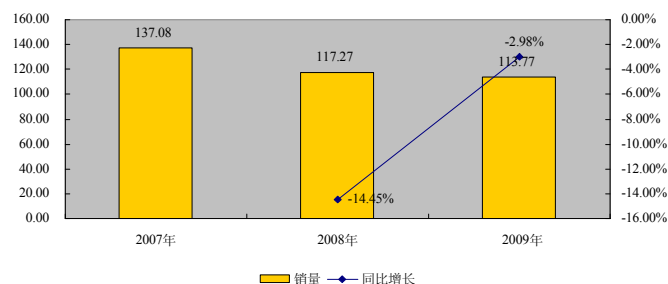
另外,从啤酒业务的毛利率水平来看,公司在行业内处于中游水平,这主要是由三方面原因造成的:一是公司进口大麦和麦芽的使用比例高于同行业上市公司,近年来啤酒大麦和麦芽价格的上涨对公司毛利率产生了较大的影响;二是公司其次是本公司的生产设备主要由欧洲进口,价格昂贵,折旧费用较大;三是公司2007年基本全部采用含瓶销售模式,同行业部分上市公司采取不含瓶销售模式,2008年5月后公司部分啤酒品种变更销售模式后,与上市公司的差距有所缩小。

图 6 吨酒价格下降幅度较大

单位: 元/千升


图 7 销量下降幅度大幅缩小

单位: 万千升

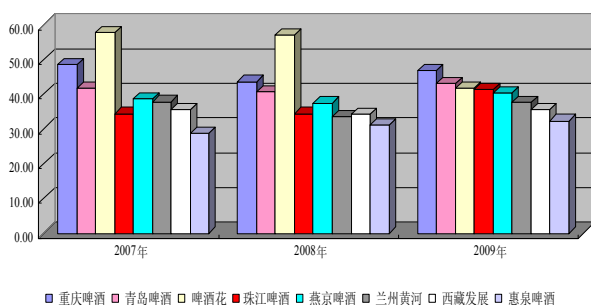


数据来源: 公司招股说明书, 大同证券研究部。

数据来源: 公司招股说明书, 大同证券研究部。

图 8 毛利率水平位于行业中游水平

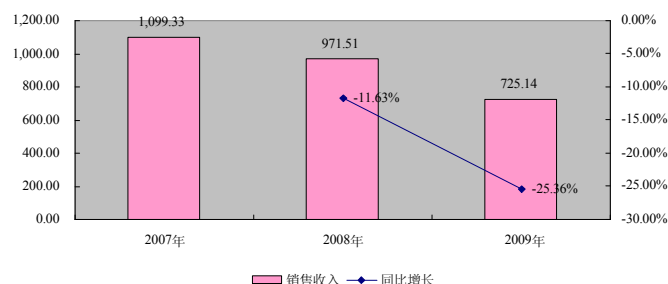
单位: %



数据来源: 公司招股说明书, 大同证券研究部。

图 9 纯生啤酒销售收入因销售模式变化而出现下滑

单位: 百万元



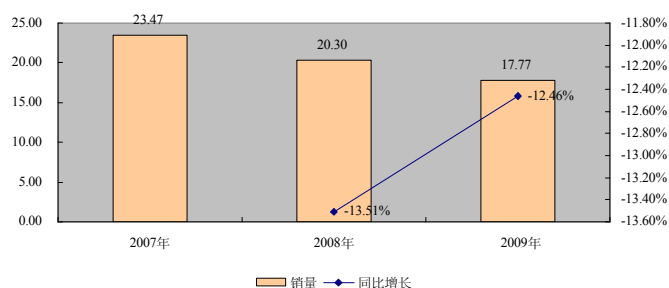
数据来源: 公司招股说明书, 大同证券研究部。

(1) 纯生啤酒

公司在国内率先推出纯生啤酒,在该技术领域处于国内领导地位。无论是吨酒价格还是毛利率水平,纯生啤酒在公司啤酒业务中都处于最高水平。不过近几年由于推广不含瓶销售和促销等因素,纯生啤酒的吨酒价格和销售收入均出现了一定的下降,但毛利率水平一直在上升。

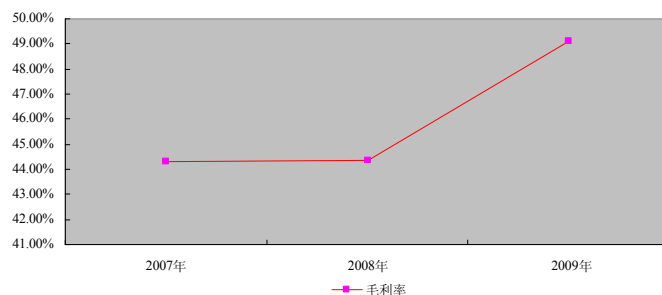
图 10 纯生啤酒销量降幅有所缩小

单位：万千升



数据来源：公司招股说明书，大同证券研究部。

图 11 纯生啤酒的毛利率水平不断提高



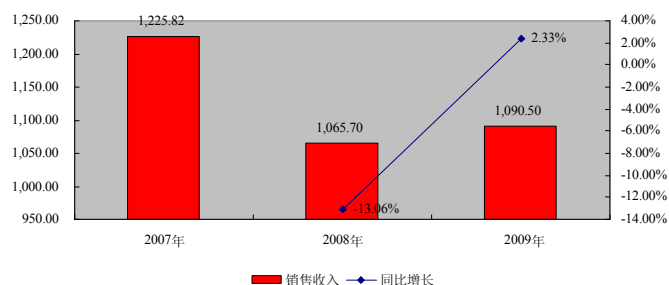
数据来源：公司招股说明书，大同证券研究部。

(2) 中高档熟啤酒

中高档熟啤酒目前是公司的主要收入来源，但近年来也出现了吨酒价格下滑的趋势，但是毛利率水平一直在提高。2009 年，中高档熟啤酒在销售模式变化的情况下，销售单价仅下降 3.71%，小于纯生啤酒下降的幅度。公司通过成功导入高档熟啤酒新品种，中高档熟啤酒销量较上年提高 6.27%，销售收入也同比增长 2.33%。

图 12 优化产品结构带来中高档熟啤酒收入增长

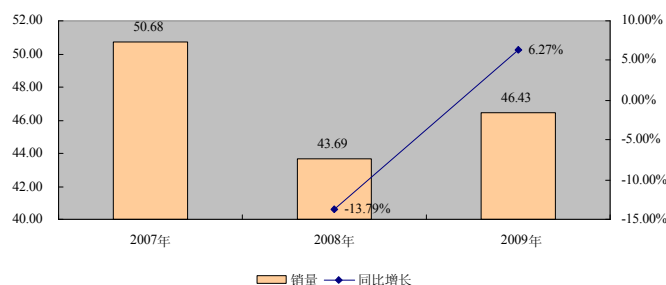
单位：百万元



数据来源：公司招股说明书，大同证券研究部。

图 13 中高档熟啤酒销量也有明显恢复性的增长

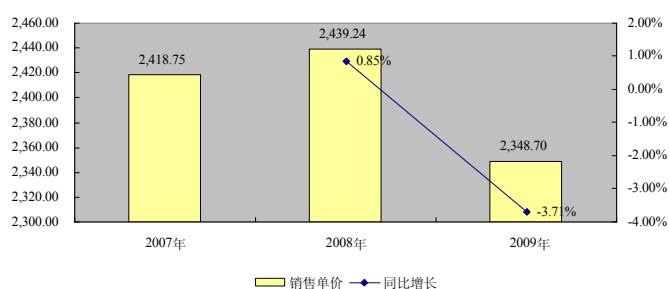
单位：万千升



数据来源：公司招股说明书，大同证券研究部。

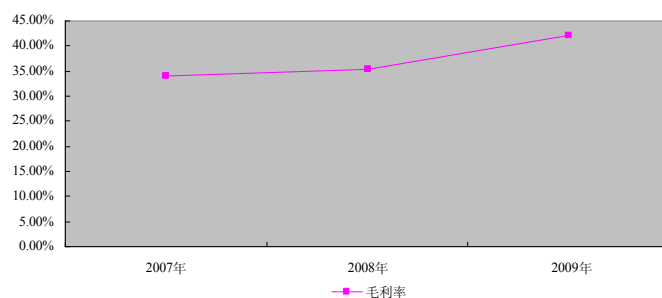
图 14 销量增长超过收入增长是吨酒价格下降的原因

单位：元/千升



数据来源：公司招股说明书，大同证券研究部。

图 15 中高档熟啤酒的毛利率水平也不断提高



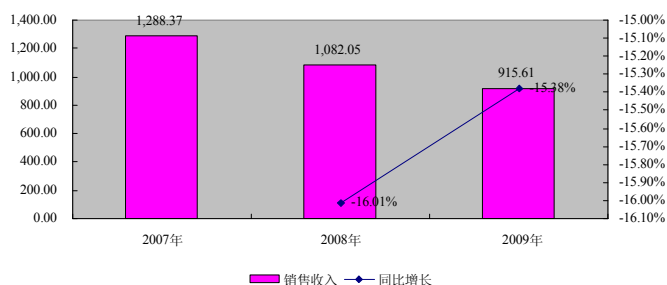
数据来源：公司招股说明书，大同证券研究部。

(3) 普通熟啤酒

目前来看，普通熟啤酒占到收入的三分之一左右，并且占比呈现逐年递减的趋势。由于公司致力于发展中高档啤酒，所以我们预计该部分占比将会逐渐下降。

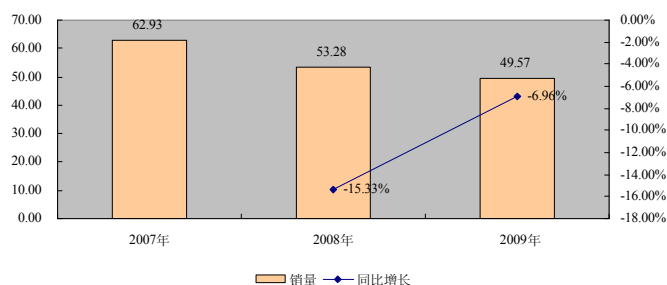
由于普通熟啤酒的市场竞争程度激烈，提价空间较小，而且 2008 年部分普通熟啤酒采用不含瓶销售模式，导致销售单价下跌 0.80%。2009 年由于市场竞争激烈，销量下降 6.96%，另外公司推广不含瓶销售模式导致平均单价下跌 9.05%，销售收入下降 15.38%。不过，普通熟啤酒的毛利率同样呈现出上升趋势。

图 16 普通熟啤酒收入降幅略有缩小 单位：百万元



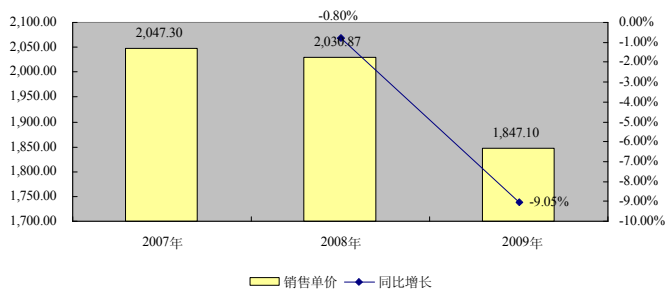
数据来源：公司招股说明书，大同证券研究部。

图 17 普通熟啤酒销量也有明显恢复性的增长 单位：万千升



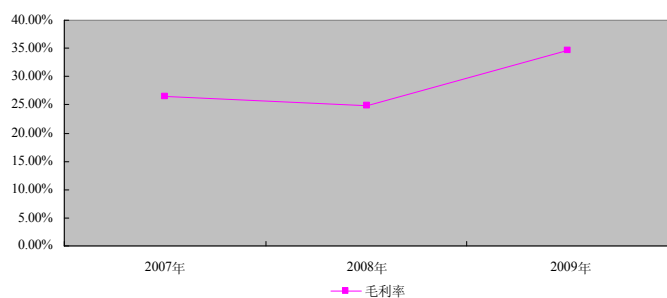
数据来源：公司招股说明书，大同证券研究部。

图 18 普通熟啤酒的吨酒价格下降的更多 单位：元/千升



数据来源：公司招股说明书，大同证券研究部。

图 19 普通熟啤酒的毛利率水平也不断提高



数据来源：公司招股说明书，大同证券研究部。

华南地区是主要的销售市场

以销售收入来衡量，公司 2006 年-2008 年的全国市场占有率分别为 4.34%、4.45%和 3.53%，但是从区域市场的角度来看，公司的市场占有率较高。公司 2007 年-2009 年在广东市场的占有率分别达到了 47.04%、39.54%和 32.93%。华南地区是公司的主要销售市场，但其他啤酒企业也加大了在该市场的进攻力度，比如青岛啤酒、燕京啤酒、华润雪花、金威啤酒等，从公司在广东市场占有率的不断下滑足以看出竞争的激烈程度。

图 20 华南地区是公司的主要销售市场

单位：百万元

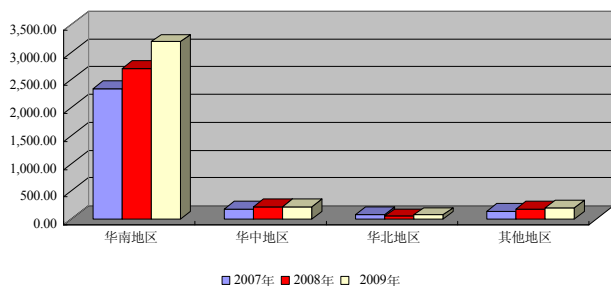
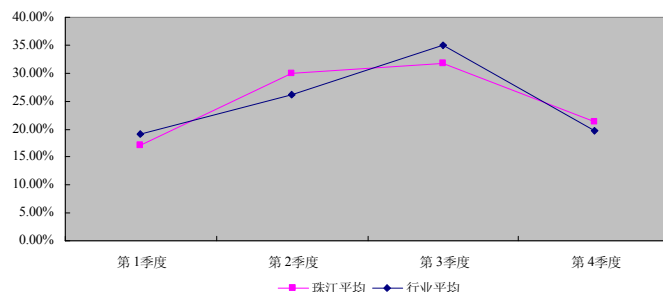


图 21 一季度是公司的销售淡季



数据来源：公司招股说明书，大同证券研究部。

数据来源：公司招股说明书，大同证券研究部。

收入季节性波动程度小于行业水平

一般来说，啤酒消费具有明显季节性，通常第二、三季度是消费旺季、第一季是淡季。根据国家统计局的统计数据，2007-2009 年度平均第 1 季度、2 季度、3 季度、4 季度销量分别占年销量的 19.03%、26.22%、35.00%和 19.75%。但对于公司而言，由于气候关系，第四季度的啤酒的销量不会有很大的下降，2007-2009 年平均四个季度销量占比分别为 17.10%、29.96%、31.66%和 21.28%，所以只有一季度才是公司的销售淡季。

3.2 主要经营模式分析

生产模式：集中酿造，分散包装

目前啤酒行业的生产模式主要有两种：一种是在一个啤酒厂完成酿造、包装等全部工序，生产出成品，对外销售；另一种模式是所谓的“集中酿造，分散包装”，此模式为在酿造中心集中酿造，再通过专用槽车运输到各分装厂包装，对外销售。目前公司主要采用的是后一种模式。

公司目前拥有 16 家控股子公司。其中河北、湛江、广西和湖南珠啤均可以从事啤酒酿造和灌装业务，公司本部也能进行啤酒酿造和灌装，其余子公司主要从事灌装业务。加上募投项目广西和湖南珠啤，公司的酿造年产能将达到 220 万千升，灌装年产能 190 万千升以上。

另外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。

营销模式：经销商代理+直销

同白酒、葡萄酒一样，啤酒行业目前普遍采用的营销模式主要有代理经销商模式和直销模式。前者是在一个区域市场选择一个或多个实力较强的经销商，通过经销商将货物发送到分销

商和终端零售商手中，厂商同时给予经销商业务培训、市场策划、广告和促销配合；后者则是厂商直接与分销商、终端零售商合作。这种营销模式可以减少营销环节，降低营销费用，但需要啤酒企业投入更多的人力、物力和财力资源。

目前公司主要采用经销商代理模式。公司根据供货计划向经销商配送产品，指导其参照各区域市场制定零售价，执行公司统一的品牌营销策略。同时公司还制定了一系列经销商管理制度，建立对经销商进行动态考核机制，一方面考核经销商的销售能力，形成区域经销商的优胜劣汰机制；另一方面设立经销商信用等级评估体系，监督经销商货款回笼进度，保证资金安全。

除此以外，公司对广州的部分酒店、酒吧等终端市场采用直销方式进行销售，由公司统一配货、结算、收款。（资料来源：珠江啤酒招股说明书）

3.3 财务分析

3.3.1 盈利能力分析

盈利能力分析主要采用层次分析法（3 个大层次），其手段类似于杜邦分析，但是分析的更为细致。分析的主要目的是为了识别公司盈利能力的可持续部分，从而为预测和估值打下基础。所涉及的具体分解公式可以参见作者以前的报告。

第一层次：区分财务杠杆和经营负债杠杆的杠杆作用

有利的财务杠杆（FLEV）可以直接提高公司的普通股权收益率（ ROE ），经营负债杠杆（OLLEV）也可以通过作用于净经营资产收益率（RNOA）而间接作用于 ROE 。只要利用得当，两者都可以提高股东权益收益率。

先看财务杠杆的作用。

图 22 显示，2006-2008 年，财务杠杆的作用一直为正，表现为 RNOA 小于 ROE ，但是作用力度逐渐减小，主要原因是财务杠杆逐渐下降。同时，经营差异率由正变负，两方面原因致使财务杠杆在 2009 年起了负面作用。

相比同行业的上市公司，公司的财务杠杆与燕京啤酒类似，但是力度大于燕京啤酒。青岛啤酒、惠泉啤酒等公司没利用财务杠杆，或者说财务杠杆为负值，随着股权融资渠道的打开，我们预计公司的财务杠杆也将逐步为负值。

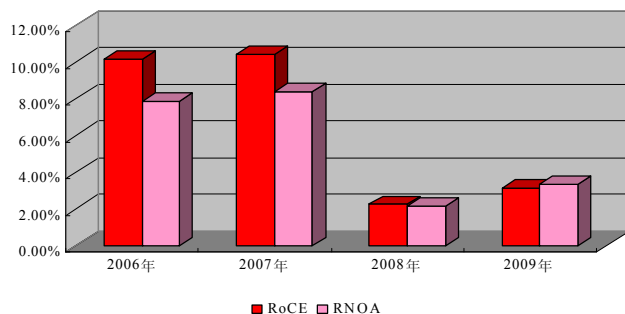
再看经营负债杠杆的作用。

图 23 表明，经营负债杠杆所起的作用方向与财务杠杆一致，但是转换的速度更快。表现为 06、07 年的作用方向为正，经营资产收益率（ ROA ）小于 RNOA，但 08、09 年的作用方

向为负，RoOA 大幅高于 RNOA，主要原因是经营负债杠杆的急剧下降。

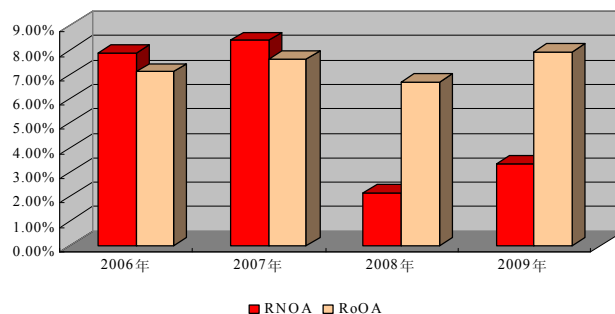
综合来看，财务杠杆在 06-08 年的杠杆作用为正，但力度逐渐变小；经营负债杠杆在 06 和 07 年的杠杆作用也为正，但力度小于财务杠杆，08 和 09 年则起了主要的负面作用。

图 22 财务杠杆的作用由正变负



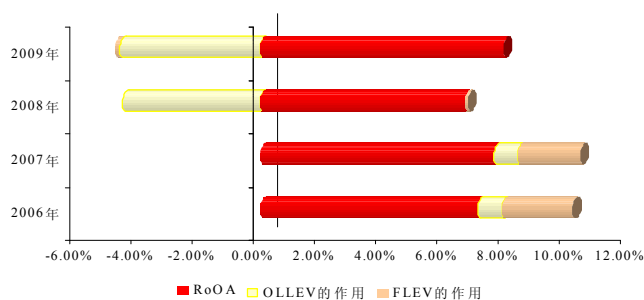
数据来源：大同证券研究部。

图 23 经营负债杠杆的作用也由正变负



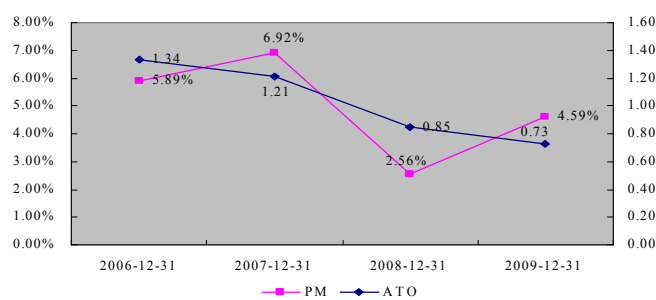
数据来源：大同证券研究部。

图 24 两种杠杆的作用分解



数据来源：大同证券研究部。

图 25 销售 PM 有所恢复，ATO 持续下降



数据来源：大同证券研究部。

第二层次：经营盈利能力的驱动因素分解

这部分主要是对 RNOA 的驱动因素进行分解。根据定义，RNOA 的驱动因素是销售利润率（PM）和净经营资产周转率（ATO）。一般来说，PM 和 ATO 呈现出反向变化关系，PM 的典型值为 5.3% 左右，ATO 的典型值为 2.0 左右。

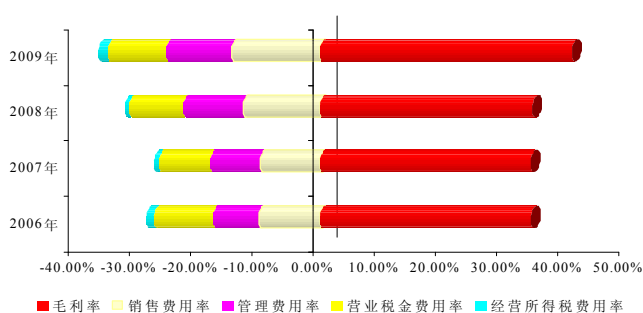
图 25 显示，公司的销售利润率低于典型的 PM 值，08 年以后有所提高，但仍处于较低的水平；净经营资产周转率也明显低于典型值，并且一直处于下降之中。公司的净经营资产近年来略有下降，所以 ATO 的缓慢提高实质上反映了公司的销售收入下降幅度较大。

第三层次：销售利润率和周转率的驱动因素分解

这部分主要是对核心销售利润率和净经营资产周转率进行分解，进一步细化盈利能力背后的驱动因素。

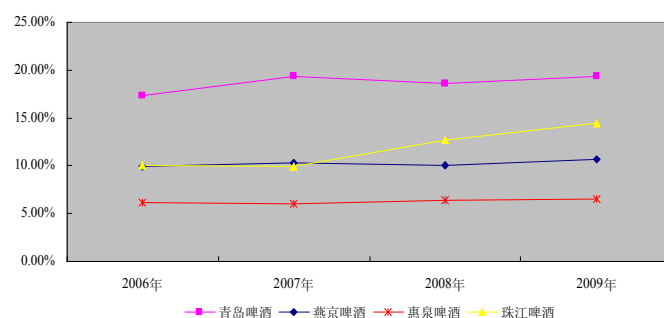
图 26 显示，公司的毛利率近几年一直在提高，销售费用率近几年有所上升，与同行的主要上市公司对比可知，公司的销售费用率仅次于青岛啤酒。其他费用率在 2009 年也略有上升。

图 26 核心销售利润率的分解



数据来源：大同证券研究部。

图 27 珠江啤酒的销售费用率仅次于青岛啤酒

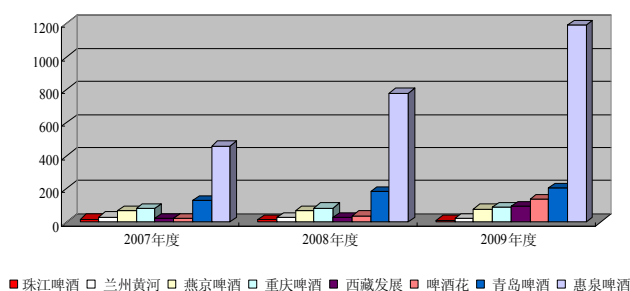


数据来源：大同证券研究部。

图 28 显示，公司的应收账款周转率低于大多数同行上市公司，主要是由于公司所在的华南地区气候条件与全国其他地区差异较大，四季度全国其他地区啤酒消费进入淡季，而华南地区的啤酒消费需求仍然较为旺盛，因此导致公司年末的应收账款较高，应收账款周转率较低。另外，由于惠泉啤酒的结算方式采取现销模式，公司对优质经销商采取赊销方式，从而导致其应收账款高于惠泉啤酒等公司，应收账款周转率低于惠泉啤酒。

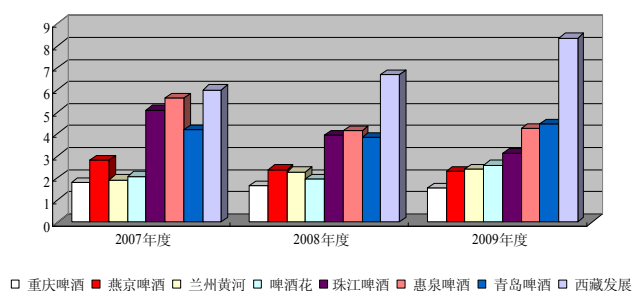
图 29 显示，公司的存货周转率处于行业内上市公司的中等水平。主要是因为公司采用快速发酵工艺，发酵周期缩短到 12 天左右所致（行业平均 25 天左右）。

图 28 公司的应收账款周转率较低



数据来源：大同证券研究部。

图 29 存货周转率处于中等水平



数据来源：大同证券研究部。

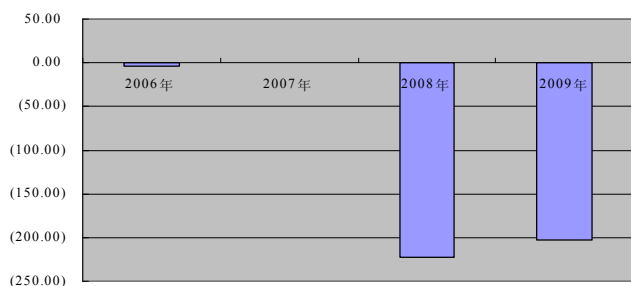
3.3.2 增长能力分析

增长能力的分析依然采用层次分析法。不过此处所说的增长是指剩余收益（Residual Earnings）或者异常收益（Abnormal Earnings Growth）的增长，更进一步说是指剩余营业收益（Residual Operating Incomes）的增长。增长能力的分析也可以分成三个大层次。

第一层次：RE 和 ReOI 的增长分解

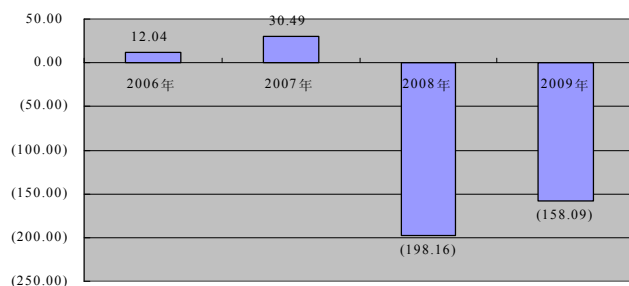
从盈利能力的分析中可以看到，由于公司的股权收益率和净经营资产收益率均较小，小于其相应的资本成本，所以剩余收益和剩余营业收益均为负值，如图 30 和 31 所示。RE 和 ReOI 均为负值，但同时我们也应该看到，两者均在持续的改善，预计未来几年公司的剩余收益和剩余营业收益将会继续提高。

图 30 剩余收益为负值，09 年略有上升 单位：百万元



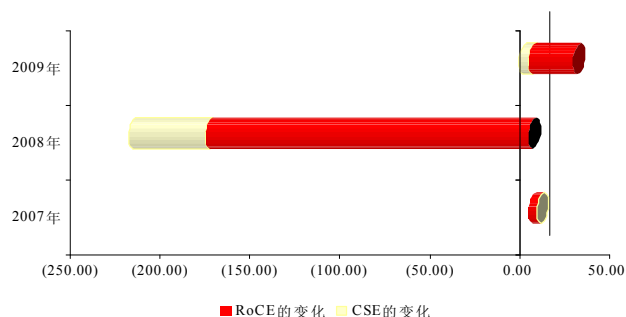
数据来源：大同证券研究部。

图 31 剩余营业收益也为负值，09 年也略有上升 单位：百万元



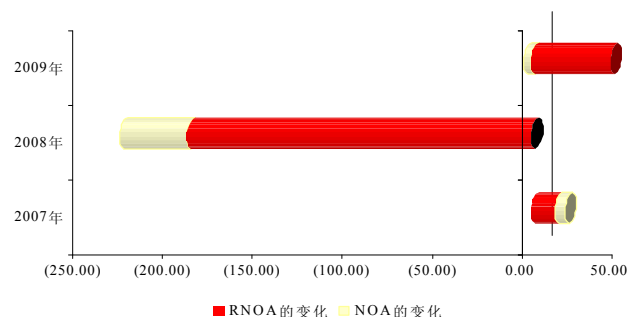
数据来源：大同证券研究部。

图 32 剩余收益变化分解 单位：百万元



数据来源：大同证券研究部。

图 33 剩余营业收益变化分解 单位：百万元



数据来源：大同证券研究部。

图 32 显示，08 年剩余收益的大幅下降 RoCE 和 CSE 都起了负面作用，但主要是因 RoCE

的下降。09 年剩余收益的增加同样是由于 RoCE 的提高。

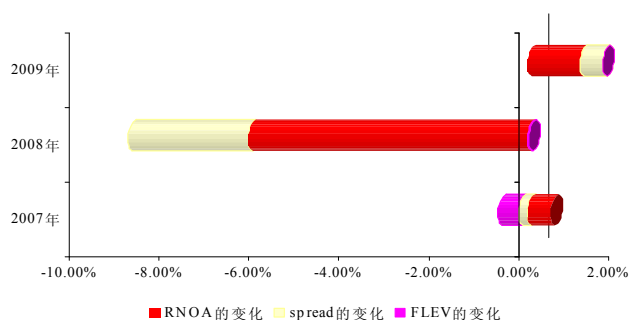
剩余营业收益的 08 年下降主要是由于 RNOA 的下降，09 年的增加也主要是由 RNOA 的提高贡献的。剩余收益和剩余营业收益的分解显示，收益率是引起变动的关键驱动因素，公司应该努力提高经营资产的收益率水平。

第二层次：RoCE 和 RNOA 的增长分解

图 34 显示，普通股权收益率的这几年的变化主要是由净经营资产收益率的，财务杠杆的作用较小。

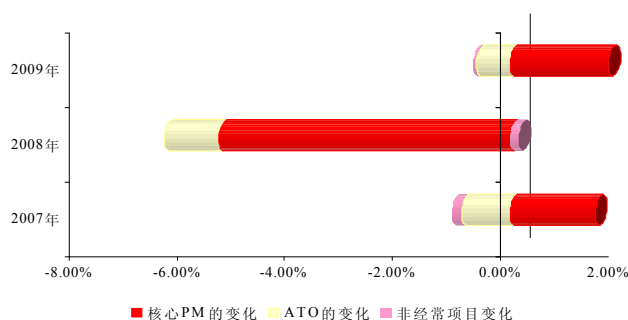
图 35 显示，净经营资产收益率的变化主要是由核心利润率的变化引起的，净经营资产周转率的不断下降成为主要的负面因素。

图 34 RoCE 的变化主要是由 RNOA 引起的



数据来源：大同证券研究部。

图 35 RNOA 的变化主要是由核心销售利润率引起的



数据来源：大同证券研究部。

第三层次：普通股东权益（CSE）的变化分解

普通股东权益的变化分解可以从两个角度来看，分析的目的是看股东投入的变化。

图 36 给出了公司当期 CSE 的变化。净经营资产的增加是 07 和 08 年股东权益增加的主要原因；09 年金融负债的大幅减少是当年股东权益增加的主要原因。

图 37 显示，销售收入和净经营资产周转率的变化是平均股东权益变化的主要原因。销售收入在 08 和 09 年的下降导致平均 CSE 的下降，但 ATO 的变化减缓了这种趋势，并使平均 CSE 出现一定的增长。

图 36 当期 CSE 变化分解

单位：百万元

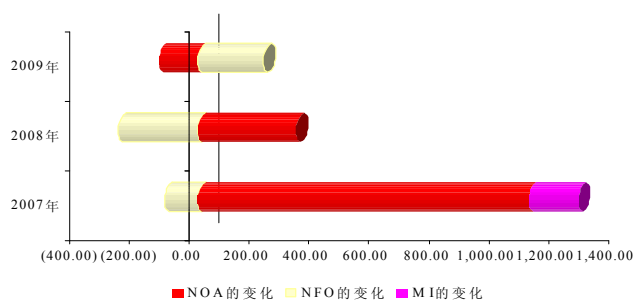
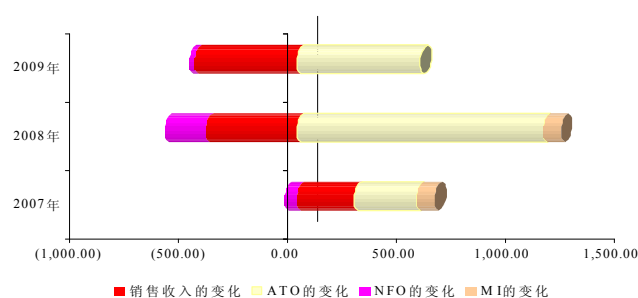


图 37 平均 CSE 变化 单位：百万元



数据来源：大同证券研究部。

数据来源：大同证券研究部。

4.业绩预测

根据我们对今年啤酒行业的判断，参考同行业上市公司的经营情况，我们认为今年啤酒行业的经营情况可能不乐观。乐观情况下，我们估计公司的营业收入能实现 10% 左右的增长；悲观情况下，我们估计公司的营业收入下降 20%。两种情况下对应的 2010 年的每股收益分别为 0.173 元和 0.111 元。本报告只给出乐观情形下的财务预测。

表 4 预测的利润表简表

单位：百万元

项目	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E
营业收入	3,733.15	3,227.25	2,827.81	3,110.59	3,421.65
营业成本	2,449.18	2,107.31	1,664.03	1,835.25	1,984.56
毛利润	1,283.97	1,119.94	1,163.78	1,275.34	1,437.09
营业费用	987.04	1,006.59	984.40	1,088.71	1,163.36
税前核心营业利润	296.93	113.35	179.38	186.64	273.73
核心营业利润所得税	9.11	17.60	33.56	28.00	68.43
税后核心营业利润 (OI)	287.82	95.76	145.82	158.64	205.30
其他税后营业利润	(16.12)	(8.19)	(11.00)	-	-
税后营业利润	271.70	87.57	134.82	158.64	205.30
税后净金融费用	40.56	42.48	42.29	38.09	27.05
综合收益 (CI)	231.14	45.08	92.53	120.55	178.25
少数股东综合收益	18.98	1.34	2.65	2.92	3.21
普通股股东综合收益	212.15	43.75	89.88	117.64	175.04
EPS(basic) adjusted	0.420	0.072	0.147	0.173	0.257
EPS(basic) reported	0.420	0.100	0.140		

表 5 预测的资产负债表简表

单位: 百万元

项目	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E
净营业资产 (NOA)	3,630.43	3,957.48	3,825.26	3,659.52	3,421.65
净金融负债 (NFO)	940.73	1,206.45	988.28	701.99	321.53
股东权益 (CSE+MI)	2,689.70	2,751.03	2,836.97	2,957.53	3,100.13
MI	17.06	18.40	18.65	20.51	22.57
CSE	2,672.64	2,732.63	2,818.33	2,937.02	3,077.56

表 6 预测的现金流量表简表

单位: 百万元

项目	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E
税后 OI	271.70	87.57	134.82	158.64	205.30
Δ NOA	1,102.86	327.05	(132.23)	(165.73)	(237.87)
公司自由现金流 (C-I)	(831.16)	(239.48)	267.04	324.37	443.17
股利净支付 (d=回购+股利-发行)	(761.20)	0.00	2.40	0.00	35.65
债务融资流 (F=NFE- Δ NFO)	(71.94)	(223.24)	260.46	324.37	407.52
融资现金流总额(d+F)	(833.14)	(223.24)	262.86	324.37	443.17

大同证券投资评级的类别、级别定义：

类别	级别	定义
股票评级	强烈推荐	预计未来6~12个月内，股价表现优于市场基准指数20%以上
	谨慎推荐	预计未来6~12个月内，股价表现优于市场基准指数10%~20%
	中性	预计未来6~12个月内，股价波动相对市场基准指数-10%~+10%
	回避	预计未来6~12个月内，股价表现弱于市场基准指数10%以上
	“+”表示市场表现好于基准，“-”表示市场表现落后基准	

类别	级别	定义
行业评级	看好	预计未来6~12个月内，行业指数表现强于市场基准指数
	中性	预计未来6~12个月内，行业指数表现跟随市场基准指数
	看淡	预计未来6~12个月内，行业指数表现弱于市场基准指数

注1：公司所处行业以交易所公告信息为准

注2：行业指数以交易所发布的行业指数为主

注3：基准指数为沪深300指数

免责声明：

- 1、此报告所载资料的来源及观点皆为公开信息，但大同证券不能保证其准确性和完整性，因此大同证券不对因使用此报告的所载资料而引致的损失负任何责任。
- 2、此报告仅做参考，并不能依靠此报告以取代独立判断。
- 3、本报告仅反映研究员的不同设想、见解及分析方法，并不代表大同证券经纪有限责任公司。
- 4、大同证券可发出其他与本报告所载内容不一致及有不同结论的报告。

版权声明：

本报告版权为大同证券经纪有限责任公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用需注明出处为大同证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。