

华南龙头亟待突出重围

目标价格:

5.5-6.0 元

当前价格:

报告摘要:

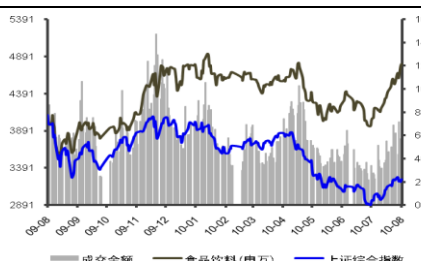
市场数据

食品饮料指数	4752
三个月涨跌幅	7.7%
上证综合指数	2620
沪深 300 指数	2892

基础数据

每股净资产(元)	4.63
资产负债率(%)	40.7%
总股本(百万)	680
流通股(百万)	-

行业股价表现



相关研究

研究员:

李项峰 (S0120109030554)

8621-68761616-8316

Lixf@tebon.com.cn

刘晓华(联系人)

8621-68761616-8515

Liuxh@tebon.com.cn

德邦证券有限责任公司

上海市福山路 500 号城建国际中心 26

楼,200122,

http://www.tebon.com.cn

发展减缓, 区域龙头受到挑战: 错过了良好发展机遇的中国最大啤酒品牌珠江啤酒近年发展趋缓, 目前其根据地广东市场又受到青岛啤酒和燕京啤酒等巨头的强烈冲击, 市场份额呈现下滑的迹象。公司亟待通过上市融资重新占据啤酒市场的优势地位。

盈利增长来源于营销和费用控制能力提升: 公司具有科技方面的领先优势: 一是公司的技术优势将为其提升毛利率奠定基础; 二是公司高科技对应的产能尚未全部释放。公司未来的发展将建立在技术优势的基础上, 通过强劲的营销能力来保证盈利水平的持续提高。

公司净利率09年降低至3%, 远低于行业其他上市公司的水平。销售费用率维持高位, 未来如何在营销能力和费用控制方面找到一个平衡点将成为公司盈利增长的关键点。

省外扩张突出重围: 在大本营腹背受敌情况下, 外省市场的拓展也成了公司增长的关键。公司募集资金的两个项目体现了公司在继续坚守华南龙头根据地的同时, 表达了向省外扩张的强烈愿望。广西和湖南人均啤酒消费量相对较低, 有较大的开拓和挖掘空间, 但同时也面临强大的竞争压力, 我们认为, 公司进军这两个市场具有明确的战略意义。

风险分析: 市场竞争风险、销售区域集中风险、原材料价格波动风险等。

盈利预测及目标价格: 我们预计 2010-2012 年公司分别实现收入 29.76 亿元/32.45 亿元/37.50 亿元, 同比分别增长 5.2%、9.0%和 15.6%; 归属于母公司所有者的净利润分别为 1.01 亿元/1.31 亿元/1.62 亿元, 同比分别增长 18.4%、28.8%、23.7%; EPS 分别为 0.15 元/0.19 元/0.24 元。给予其目标价 5.5-6.0 元。

重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2009	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E
营业收入	2828	2976	3245	3750	4135	4560
(+/-, %)	-12.4%	5.2%	9.0%	15.6%	10.3%	10.3%
净利润	86	101	131	162	175	188
(+/-, %)	42.8%	18.4%	28.8%	23.7%	8.0%	7.5%
毛利率(%)	41.2%	41.3%	41.4%	41.6%	41.9%	42.1%
ROE(%)	3.0%	3.2%	4.0%	4.7%	4.9%	5.0%
EPS(摊薄)	0.13	0.15	0.19	0.24	0.26	0.28

1. 发展减缓，区域龙头受到挑战

作为华南地区的啤酒龙头企业，公司拥有中国最大的啤酒酿造中心，“珠江牌”啤酒商标是中国驰名商标。公司与华润雪花、青岛、燕京啤酒等年产量100万吨以上的7家大型企业组成了国内啤酒行业的第一集团，垄断全国近60%的市场份额。公司09年销售收入排名全国第7，在上市公司中排名第3，仅次于青岛啤酒和燕京啤酒。全球最大啤酒企业英博集团旗下的英特步鲁国际为公司的第二大股东，持有公司28.56%股权，目前其作为公司的财务投资者，并不参与公司日常经营管理。2008年英博集团因收购AB公司而导致间接收购AB公司在广东的子公司百威啤酒(佛山)有限公司，在市场分割上与本公司有一定的重叠。

图表 1 公司及各子公司一览表

公司	主要业务	年生产能力（万吨）	状态	股权比例
本部厂区	啤酒酿造和灌装	150	已建成	
湛江珠啤	啤酒酿造和灌装	20	已建成	100%
河北珠啤	啤酒酿造和灌装	10	已建成	100%
广西珠啤	啤酒酿造和灌装	20	在建	100%
湖南珠啤	啤酒酿造和灌装	20	待建	100%
合计		220		
从化珠啤	啤酒灌装			100%
阳江珠啤	啤酒灌装			100%
海丰珠啤	啤酒灌装			100%
新丰珠啤	啤酒灌装			100%
梅州珠啤	啤酒灌装			100%
汕头珠啤	啤酒灌装			100%
东莞珠啤	啤酒灌装			100%
中山珠啤	啤酒灌装			100%
佛山永信	啤酒瓶盖			60%
广州琶醍	项目投资管理，物业管理			51%
南沙珠啤	预包装食品			100%
广州珠丰	啤酒包装箱，标签纸			100%

资料来源：招股说明书，德邦研究

从最近三年的财务报表来看，公司的发展步伐有所减缓，由于公司前期进行了大规模的销售整合以及在面对本土市场的激烈竞争时未能抓住机遇，08年和09年公司销售同比分别降低13.55%和12.38%，而同期行业销量则稳步上升。从市场份额看，公司在国内市场的占有率已从07年的4.34%下降至09年的3.53%，本土优势也受到青岛、雪花、燕京等企业的挑战，其在广东市场的占有率07年为47%，09年下降至33%。

珠江啤酒在上世纪90年代曾是中国规模最大的啤酒品牌，但近些年来其市场地位已明显下降，这与国内啤酒行业的激烈竞争是密不可分的。与行业上市公司比较，我们发现，公司啤酒产能及销量已远低于青啤和燕京，产销量与产能之比也低于两者近30个百分点，表明公司产能并未得到充分的利用。从数据来看，公司各项财务指标表现也乏善

可陈。05-07年公司销售净利率一直维持在5%以上，但从08年之后便迅速下降，09年甚至降至3.12%。主要原因在于，公司面对激烈的市场竞争进行了系统的销售改革，大幅增加广告宣传促销支出，导致公司销售费用率明显提升；公司近年在进一步扩张产能，但由于融资渠道单一，公司财务费用相对较高。上市融资之后，公司盈利能力有望回转，但不排除为夺回市场份额而继续维持较高的费用率。由于公司原材料中大麦和麦芽的进口比例较高，加上生产设备主要从欧洲进口，折旧费用较大，因此影响了公司盈利水平，08年公司毛利率低于青岛和燕京。在09年，由于进口大麦的价格有所降低以及公司通过技术工艺改进，降低了进口大麦的使用量，毛利率同比提高了近7个百分点。

我们看到公司产销量比较平衡。这和公司采用以销定产的方式有关，公司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。

图表 2 2009 年主要啤酒上市公司产能和收入比较

证券简称	产能（万吨）	产量（万吨）	销量（万吨）	销售收入（亿元）	营业总收入同比增长%
青岛啤酒	615.00	590.30	295.00	180.20	12.50
燕京啤酒	484.50	467.20	446.00	94.90	15.08
重庆啤酒		177.00	100.00	22.60	6.56
惠泉啤酒	80.00		53.38	10.90	6.42
珠江啤酒	220.00	113.60	114.00	28.20	(12.38)

资料来源：招股说明书，德邦研究

图表 3 2009 年主要啤酒上市公司经营数据比较

证券简称	净利率(%)	毛利率(%)	ROE	每股经营活动产生的现金流量净额(元)	速动比率	流动比率	资产负债率(%)	存货周转率(%)	EPS
青岛啤酒	7.21	42.94	18.57	2.56	1.18	1.57	42.40	4.44	0.95
燕京啤酒	7.93	39.80	8.77	1.70	0.46	1.23	27.11	2.32	0.52
重庆啤酒	8.40	46.20	16.08	1.02	0.34	0.76	60.76	1.52	0.37
惠泉啤酒	7.01	32.51	7.16	0.87	2.09	3.17	10.75	4.25	0.31
珠江啤酒	3.12	41.40	3.00	0.69	0.38	0.66	31.42	3.11	0.14

资料来源：WIND，德邦研究

2.提高营销能力，科技转化为生产力

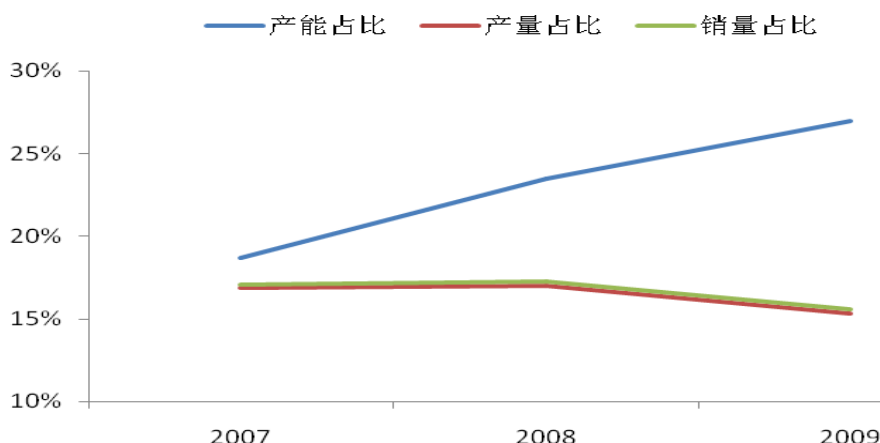
公司目前拥有国家级的企业技术中心和博士后科研工作站，2名中国酿酒大师分别担任公司董事长和总经理职务，公司在同行业率先研发出纯生啤酒和含活性酵母白啤酒。研发人员占员工人数的5%，具有较强的新产品开发能力。公司创新的快速发酵工艺使得发酵周期维持在12天左右，远远低于行业平均水平(25天)，大大降低了公司的存货周转率，提高了生产效率。可以说，公司拥有中国啤酒行业中较强的技术力量和领先的技术水平。

但是我们认为，公司的技术优势尚未充分发挥，公司可以充分利用其技术领先优势，改进生产工艺，在保证产品质量和口味不变的前提下，扩大国产啤酒大麦的使用量，进而降低生产成本，进一步提升公司的毛利。目前公司的原材料啤酒大麦主要从澳大利亚和加拿大两国进口，2007年度使用的进口大麦和麦芽占总采购额的70.64%，2009年经工

艺调整后仍然达到33.4%，下降幅度明显，但依然略高于行业公司的平均水平。由于大麦等原材料进口占比较大，公司生产成本受市场价格波动影响较大，进而影响了公司的毛利率。由于使用进口大麦，对设备也提出了较高要求，进口设备也带来了较高的变动生产成本。

我们认为，公司高科技对应的产能未能全部释放。公司经营纯生啤酒、中高档熟啤和普通熟啤，其中纯生啤酒的毛利率最高，在50%左右。公司纯生啤酒的产能扩张虽快，但其销量一直没有同步跟上，在09年反而有所下降。

图表 4 07-09 年公司纯生啤酒产销情况



资料来源：招股说明书，德邦研究

公司定位中高档啤酒(包括纯生啤酒和高中档熟啤酒)。但中高档啤酒占比并无优势，07年、08年高中档啤酒销量占比分别为54.0%和54.6%；09年为56.4%。符合公司定位的是进一步优化产品结构，扩大高端产品的比重，增加毛利率较高的高中档啤酒产销量。

作为中国唯一能成功生产啤酒中的珍品-白啤酒的企业，目前这部分只是作为试运生产的品种，日后这部分市场一旦打开，公司的优势将进一步凸现。

我们分析，上述的瓶颈都与公司的营销能力挂钩，公司未来的成长将得益于营销和渠道的整合，通过营销能力的提升，把公司的技术优势转化为最终满足消费者需求和增强对消费者引导的能力。公司在08年开始进行营销改革，引入协同深度分销的概念，通过深度分销策略减少销售中间环节，加快公司对终端消费需求的反应速度，提高公司对销售渠道的控制力。目前营销改革的成果还没有完全释放出来。

3.向湖南和广西市场寻求突破

公司在华南地区具有很强的品牌影响力和从代理经销商到零售终端的庞大营销网络，同时也积累了相应的品牌忠诚度。但是公司的核心市场面临行业竞争对手巨大的冲击。华南地区的良好市场前景，吸引了金威、华润、燕京、青岛等啤酒企业前来新建、扩建产能，对公司未来发展构成了一定威胁。公司在这一地区市场份额已呈现下滑的趋

势，华南地区销售占比由07年的86.2%降至09年的84.89%。

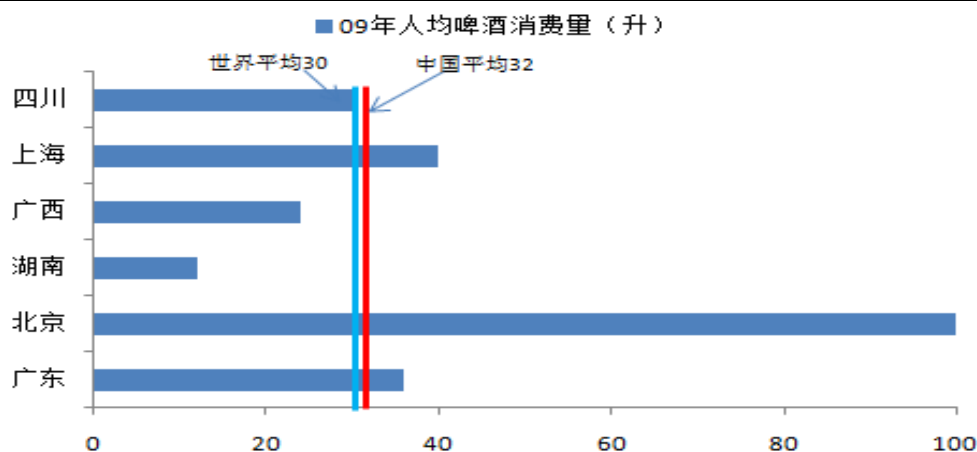
在大本营腹背受敌的情况下，外省市场的拓展已成了公司增长的关键一步。公司募集资金的两个项目体现了公司在继续坚守华南根据地的同时，表现了向省外扩张的强烈愿望。目前广西和湖南两地的人均啤酒消费量较低，具有较大的开拓和挖掘空间，但公司在这里依然将遭遇来自青啤、燕京和漓泉等公司的强大竞争压力。我们认为，公司是以这两个市场作为起点，未来还将向江西、湖北等地乃至东南亚地区进行扩张。因此，占据这两个市场的战略意义可能大于其实际意义。

图表5 本次公司募集资金主要投向

项目	投资金额 (万元)	建设期	预计年均营业 收入(万元)	预计年均净 利润(万元)	年产量 (万吨)	主要产品	地址	建设状态	发展战略
湖南珠啤	54166	一年半	42983	3702	20	熟啤，纯生	浏阳市	未开始	湖南，辐射江西，湖北
广西珠啤	52512	一年半	42871	3521	20	熟啤，纯生	南宁	09年年底已经动工	广西，辐射中国西南部，东盟
合计	106678		85854	7223	40				

资料来源：德邦研究

图表6 09年国内各地人均啤酒消费量比较



资料来源：德邦研究

4. 盈利预测

2009年全国十大啤酒生产商的市场份额达到63.19%，与国外相比这一比例还有上升空间。我们认为，中国啤酒行业集中度提高是必然趋势，这也使得行业内竞争变得更加剧烈。目前来看，依托原有的基础和技术优势，公司在考虑扩张同时，在广东市场的防御战略也还有很多的工作要做，在营销、运营、费用控制等层面还需要进一步加强。此外，公司的定位也有待进一步明确。

我们预计2010-2012年公司分别实现收入29.76亿元/32.45亿元/37.50亿元，同比分别增长5.2%、9.0%和15.6%；归属于母公司所有者的净利润分别为1.01亿元/1.31亿元/1.62亿元，同比分别增长18.4%、28.8%、23.7%；EPS分别为0.15元/0.19元/0.24元。给予其目标价5.5-6.0元。

资产负债表					单位:百万元				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E					
流动资产	1,199	1,300	1,463	2,342					
现金	214	298	324	1,057					
应收账款	308	287	361	388					
其他应收款	4	4	5	5					
预付款项	37	39	42	49					
存货	509	538	585	674					
其他流动资产	127	134	146	169					
非流动资产	3,494	3,795	4,059	3,883					
长期股权投资	0	0	0	0					
固定资产	2,729	2,543	3,387	3,223					
无形资产	647	634	621	609					
其他非流动资产	118	618	51	51					
资产总计	4,693	5,094	5,523	6,225					
流动负债	1,827	1,551	1,053	1,459					
短期借款	1,186	800	300	500					
应付账款	374	470	448	610					
其他流动负债	266	281	305	349					
非流动负债	29	29	29	179					
长期借款	13	13	13	163					
其他非流动负债	16	17	17	17					
负债合计	1,856	1,580	1,082	1,638					
少数股东权益	19	22	26	31					
股本	610	680	680	680					
资本公积	1,283	1,594	1,594	1,594					
留存收益	926	911	1,027	1,169					
归属母公司股东权益	2,818	3,186	3,301	3,443					
负债和股东权益	4,693	4,787	4,409	5,112					

现金流量表					单位:百万元				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E					
经营活动现金流	422	443	260	519					
净利润	88	105	135	167					
折旧摊销	222	199	236	276					
财务费用	54	46	24	17					
营运资金变动	44	93	-135	60					
其他经营现金流	14	0	0	0					
投资活动现金流	-145	-500	-500	-100					
资本支出	-78	500	500	100					
长期投资	0	0	0	0					
其他投资现金流	-222	0	0	0					
筹资活动现金流	-303	-167	-539	314					
短期借款	-222	-386	-500	200					
长期借款	-2	0	0	150					
普通股增加	0	70	0	0					
资本公积增加	0	312	0	0					
其他筹资现金流	-79	-162	-39	-36					
现金净增加额	-26	-224	-779	732					

利润表					单位:百万元				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E					
营业收入	2,828	2,976	3,245	3,750					
营业成本	1,664	1,747	1,901	2,190					
营业税金及附加	270	285	310	358					
营业费用	409	432	474	551					
管理费用	305	321	352	409					
财务费用	54	46	24	17					
资产减值损失	13	12	12	12					
公允价值变动净收益	0	0	0	0					
投资净收益	0	0	0	0					
汇兑净收益	0	0	0	0					
营业利润	112	133	172	213					
营业外净收支	0	0	0	0					
利润总额	113	133	172	213					
所得税	24	29	37	46					
未确认的投资损失	0	0	0	0					
净利润	88	105	135	167					
少数股东损益	3	3	4	5					
归属母公司净利润	86	101	131	162					
EBITDA	388	379	432	505					
EPS (摊薄)	0.13	0.15	0.19	0.24					

主要财务比率					单位:百万元				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E					
成长能力									
营业收入	-12.4%	5.2%	9.0%	15.6%					
营业利润	138.8%	18.5%	29.2%	23.7%					
归属于母公司净利润	42.8%	18.4%	28.8%	23.7%					
盈利能力									
毛利率(%)	41.2%	41.3%	41.4%	41.6%					
净利率(%)	3.0%	3.4%	4.0%	4.3%					
ROE(%)	3.0%	3.2%	4.0%	4.7%					
偿债能力									
资产负债率(%)	39.5%	31.0%	19.6%	26.3%					
流动比率	0.66	0.84	1.39	1.61					
速动比率	0.35	0.49	0.83	1.14					
营运能力									
总资产周转率	0.59	0.61	0.61	0.64					
净资产周转率	1.02	0.99	1.00	1.11					
每股指标(元)									
EPS(摊薄)	0.13	0.15	0.19	0.24					
每股净资产	4.62	4.68	4.85	5.06					
每股经营现金流	0.69	0.65	0.38	0.76					
估值比率									
P/E	41.30	38.87	30.18	24.40					
P/B	1.26	1.24	1.20	1.15					
P/S	1.25	1.33	1.22	1.05					
EV/EBITDA	2.59	2.65	2.33	1.99					

投资评级

一、行业评级

推荐 – Attractive: 预期未来 6 个月行业指数将跑赢沪深 300 指数
中性 – In-Line: 预期未来 6 个月行业指数与沪深 300 指数持平
回避 – Cautious: 预期未来 6 个月行业指数将跑输沪深 300 指数

二、股票评级

买入 – Buy: 预期未来 6 个月股价涨幅 $\geq 20\%$
增持 – Outperform: 预期未来 6 个月股价涨幅为 $10\%-20\%$
中性 – Neutral: 预期未来 6 个月股价涨幅为 $-10\% - +10\%$
减持 – Sell: 预期未来 6 个月股价跌幅 $>10\%$

特别声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对报告中信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司作出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资作出任何形式的担保。我公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，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。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开前已经使用或了解其中的信息。本报告版权归德邦证券有限责任公司所有。未获得德邦证券有限责任公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“德邦证券有限责任公司”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。