

## 珠江啤酒 (002461.SZ)

### 借力资本市场，走出扩张战略

评级:

目标价(元):

 分析师  
 消费品小组

前次:

**6.4-8.6**

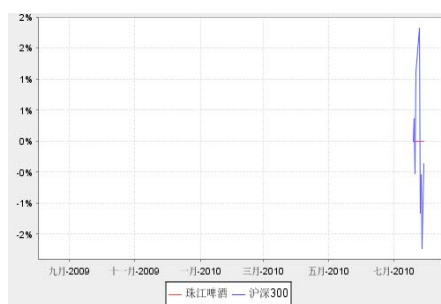
 分析师  
 傅芬  
 S0740208100090  
 021-58206417  
 fusu@qlzq.com.cn

2010年8月15日

#### 基本状况

|           |        |
|-----------|--------|
| 总股本(百万股)  | 680.16 |
| 流通股本(百万股) | 56.00  |
| 市价(元)     | 0.00   |
| 市值(百万元)   | 0.00   |
| 流通市值(百万元) | 0.00   |

#### 股价与行业-市场走势对比



#### 业绩预测

| 指标            | 2008A    | 2009A    | 2010E    | 2011E    | 2012E    |
|---------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 营业收入(百万元)     | 3,227.25 | 2,827.81 | 3,241.37 | 3,678.33 | 4,329.40 |
| 营业收入增速        | -13.55%  | -12.38%  | 14.62%   | 13.48%   | 17.70%   |
| 净利润增长率        | -71.67%  | 42.84%   | 24.07%   | 14.83%   | 12.36%   |
| 摊薄每股收益(元)     | 0.10     | 0.14     | 0.16     | 0.18     | 0.20     |
| 前次预测每股收益(元)   | —        | —        | —        | —        | —        |
| 市场预测每股收益(元)   | —        | —        | —        | —        | —        |
| 偏差率(本次-市场/市场) | —        | —        | —        | —        | —        |
| 市盈率(倍)        | 0.00     | 0.00     | 0.00     | 0.00     | 0.00     |
| PEG           | —        | 0.00     | 0.00     | 0.00     | 0.00     |
| 每股净资产(元)      | 4.48     | 4.62     | 4.89     | 5.07     | 5.27     |
| 每股现金流量        | 0.00     | 0.00     | 0.28     | 0.21     | 0.20     |
| 净资产收益率        | 2.20%    | 3.04%    | 3.20%    | 3.54%    | 3.83%    |
| 市净率           | 0.00     | 0.00     | 0.00     | 0.00     | 0.00     |
| 总股本(百万股)      | 610.16   | 610.16   | 680.16   | 680.16   | 680.16   |

备注: 市场预测取 聚源一致预期

#### 投资要点

- 我国啤酒行业步入成熟期，形成寡头垄断的竞争格局。我国啤酒人均消费量已超过全球平均水平，行业整体规模增速开始放缓，预计未来每年扩容速度在5%左右。啤酒行业加速整合，国内三大寡头企业形成第一梯队，与第二梯队的距离已经拉大。
- 珠江啤酒在全国啤酒行业属于第二梯队。2009年公司销售啤酒114万千升，占全国啤酒销量的2.69%，排行第七，属于第二梯队。
- 市场份额逐步下滑的广东省啤酒行业龙头。公司是广东省啤酒行业的老牌劲旅。目前广东省啤酒市场产能过剩，呈现充分竞争格局，公司2009年广东省市场占有率33%，下滑了7个百分点。
- 公司IPO项目有望成为新的利润增长点。IPO项目为新增湖南、广西各20万千升啤酒产能，借以巩固广东周边并辐射华南市场。根据我们的测算，一年半建设期结束后2011年、2012年将分别为公司贡献新增利润5272万元和6177万元。
- 公司具备行业领先的技术优势，新产品研发能力强，但技术优势并未转化成市场优势。我们认为公司代理经销商的销售模式效率低下是造成市场落后的主要因素。公司已开始尝试深度分销，效果有待观察。
- 预计公司2010-2012年营业收入增长15%、13%和18%，净利润增长24%、15%和12%，每股收益分别为0.16元、0.18元和0.20元。
- 给予公司2010年40倍PE作为估值下限，结合啤酒行业市场占有率对应市值估值法，公司的合理价值区间为6.4元-8.6元。

## 内容目录

|                                     |        |
|-------------------------------------|--------|
| 国内啤酒行业整体增速放缓，寡头垄断格局形成 .....         | - 4 -  |
| 啤酒行业步入成熟期，整体规模增速放缓 .....            | - 4 -  |
| 啤酒行业寡头垄断的竞争格局已经确定 .....             | - 5 -  |
| 珠江啤酒在全国啤酒市场份额排行第七，属于第二梯队 .....      | - 5 -  |
| 公司的广东啤酒龙头地位受到挑战 .....               | - 6 -  |
| 公司在广东省啤酒市场占有率第一，但份额有下滑趋势 .....      | - 6 -  |
| 广东啤酒市场呈现充分竞争格局，公司收复失地难度较大 .....     | - 6 -  |
| 借力资本市场，意欲突破重围 .....                 | - 7 -  |
| 本次 IPO 项目为新建湖南、广西各 20 万千升啤酒产能 ..... | - 7 -  |
| 湖南啤酒市场整体规模小，20 万吨产能消化压力大 .....      | - 8 -  |
| 广西啤酒市场一家独大，公司份额有提升空间 .....          | - 8 -  |
| 湖南、广西市场有望成为公司新的利润增长点 .....          | - 9 -  |
| 公司未来扩张之路依然艰难 .....                  | - 9 -  |
| 公司在行业内属于技术领先、市场落后的区域型企业 .....       | - 10 - |
| 公司具备业内领先的生产技术优势 .....               | - 10 - |
| 公司技术优势未能有效转化为市场优势 .....             | - 11 - |
| 销售模式效率低下是导致公司市场份额下降的直接原因 .....      | - 12 - |
| 公司盈利预测 .....                        | - 13 - |
| 盈利预测前提及假设 .....                     | - 13 - |
| 公司盈利预测 .....                        | - 14 - |
| 公司估值 .....                          | - 14 - |
| 相对估值 .....                          | - 14 - |
| 啤酒行业市场占有率对应市值估值法 .....              | - 15 - |
| 风险提示 .....                          | - 15 - |
| 代理经销商制度效率低下，不利于扩张时期的市场开拓 .....      | - 15 - |

## 图表目录

|                              |       |
|------------------------------|-------|
| 图表 1: 啤酒行业整体规模增速放缓 .....     | - 4 - |
| 图表 2: 啤酒行业销售毛利率处于历史低位 .....  | - 4 - |
| 图表 3: 啤酒企业利润增速波动较大 .....     | - 4 - |
| 图表 4: 啤酒行业吨酒利润增速高于吨酒价格 ..... | - 4 - |
| 图表 5: 国内啤酒企业销售收入排行 .....     | - 5 - |
| 图表 6: 国内啤酒企业产销量排行 .....      | - 5 - |
| 图表 7: 广东省啤酒产量居全国前列 .....     | - 6 - |
| 图表 8: 珠江啤酒全国产能分布图 .....      | - 6 - |
| 图表 9: 公司市场占有率逐年下滑 .....      | - 7 - |

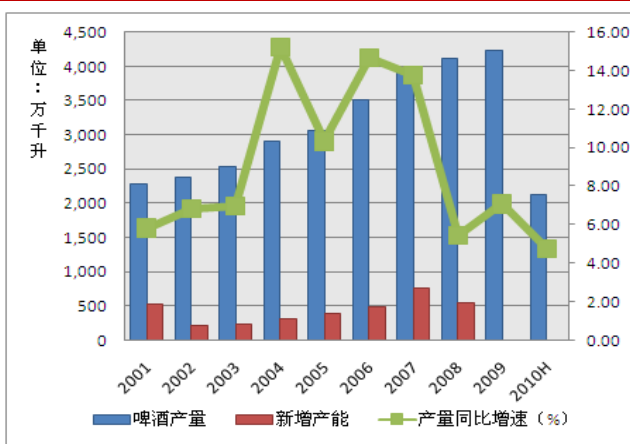
|                                   |        |
|-----------------------------------|--------|
| 图表 10: 广东省啤酒市场呈现充分竞争格局 .....      | - 7 -  |
| 图表 11: 公司 IPO 项目分析 (单位: 万元) ..... | - 7 -  |
| 图表 12: 湖南省啤酒市场规模偏小 .....          | - 8 -  |
| 图表 13: 公司在湖南啤酒市场占有率排第三 .....      | - 8 -  |
| 图表 14: 广西省啤酒市场快速扩容 .....          | - 9 -  |
| 图表 15: 广西省啤酒市场漓泉一家独大 .....        | - 9 -  |
| 图表 16: 湘、桂人均啤酒占有量低于平均水平 .....     | - 9 -  |
| 图表 17: IPO 项目新增利润贡献预测 .....       | - 9 -  |
| 图表 18: 公司生产技术处于业内领先水平 .....       | - 10 - |
| 图表 19: 公司资产回报率偏低 .....            | - 11 - |
| 图表 20: 期间费用率高企导致净利率偏低 .....       | - 11 - |
| 图表 21: 公司销售收入增速落后同业 .....         | - 11 - |
| 图表 22: 公司利润增速有所回升 .....           | - 11 - |
| 图表 23: 公司毛利率不低、净利率低 .....         | - 12 - |
| 图表 24: 公司营业费用率高企 .....            | - 12 - |
| 图表 25: 公司吨酒价格低于行业平均水平 .....       | - 12 - |
| 图表 26: 珠江纯生销量逐年下滑 .....           | - 12 - |
| 图表 27: 2010 年进口大麦价格继续低位徘徊 .....   | - 13 - |
| 图表 28: 2010 年国际大麦丰收 .....         | - 13 - |
| 图表 29: 公司盈利预测 .....               | - 14 - |
| 图表 30: A 股啤酒板块上市公司估值比较 .....      | - 14 - |

## 国内啤酒行业整体增速放缓，寡头垄断格局形成

### 啤酒行业步入成熟期，整体规模增速放缓

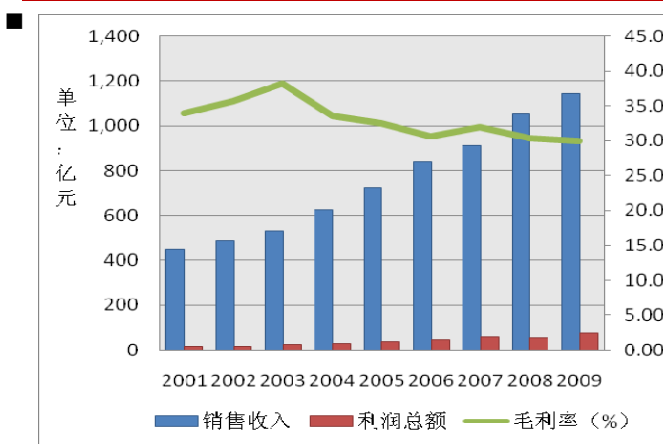
- 我国自2002年起成为世界啤酒第一生产大国，产量占到世界啤酒产量的20%以上。全球啤酒消费市场接近饱和，整体规模基本稳定。我国啤酒行业整体规模继续增长，但近三年增长速度下降到个位数。
- 2009年，我国人均啤酒消费量达到32升，已经超过全球人均27升的平均消费水平。我国啤酒行业发展已步入成熟期，预计未来我国啤酒产量增速将保持5%左右
- 啤酒行业销售收入增速较为平稳，利润增速则相对波动较大，行业整体毛利率水平处于近十年来的历史低位。

图表 1：啤酒行业整体规模增速放缓



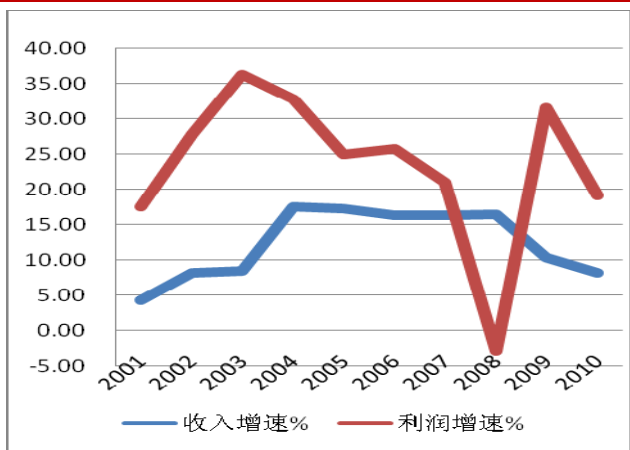
来源：齐鲁证券研究所

图表 2：啤酒行业销售毛利率处于历史低位



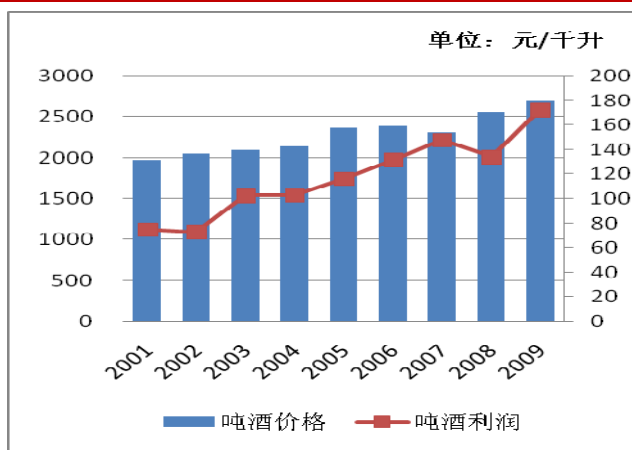
来源：齐鲁证券研究所

图表 3：啤酒企业利润增速波动较大



来源：齐鲁证券研究所

图表 4：啤酒行业吨酒利润增速高于吨酒价格



来源：齐鲁证券研究所

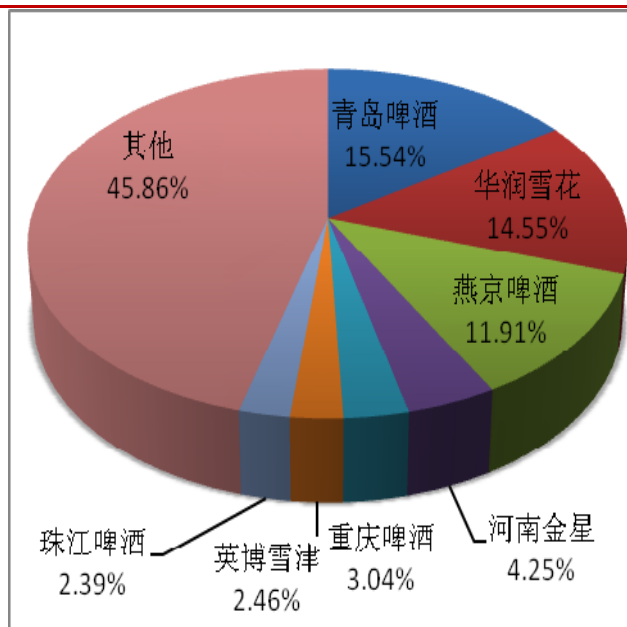
- 我国啤酒产品价格提升非常缓慢，自2001年的1975元/千升小幅上涨到2009年的2699元/千升，9年间涨了36.65%，甚至低于CPI增速。但吨酒利润从2001年的75元/吨上涨到2009年的173元/吨，上涨了131%。究其原因，吨酒价格上涨缓慢说明企业提价能力较弱，产业结构没有升级，这是由啤酒行业竞争激烈导致，而且停留在价格战的低级层面；而吨酒

利润上涨幅度较大则说明企业成本费用控制能力增强，效率提升。

### 啤酒行业寡头垄断的竞争格局已经确定

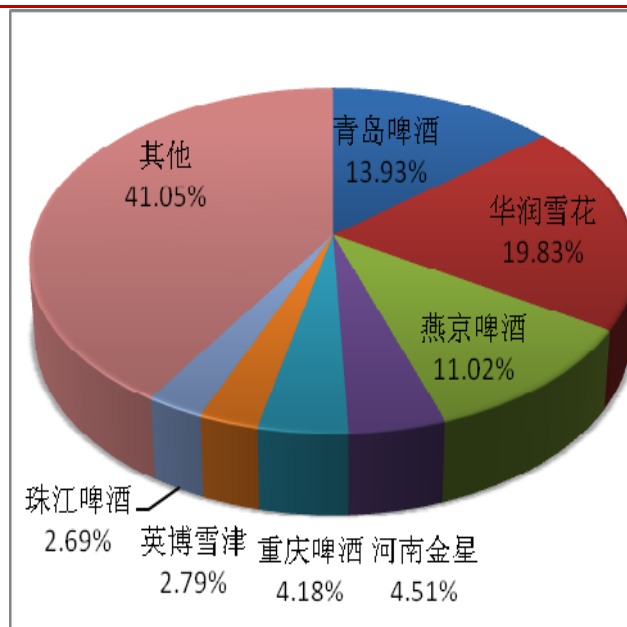
- 啤酒产品差异性小，属于大众快速消费品，企业规模效应明显，行业竞争格局将跟随美国、日本等发达国家的模式，向寡头垄断的趋势发展。
- 国内啤酒行业的竞争逐渐从区域性、众多中小企业之间的价格竞争向全国性、大企业之间的品牌竞争和资本竞争转变。区域性啤酒企业的市场份额不断被蚕食，位于不进则退的紧迫处境。
- 目前国内啤酒行业的三大寡头已基本确定，青岛啤酒、华润雪花、燕京啤酒三家市场集中度达到44%，而且与三甲之外的企业差距已经拉开，而且差距越来越大。

图表 5：国内啤酒企业销售收入排行



来源：齐鲁证券研究所

图表 6：国内啤酒企业产销量排行



来源：齐鲁证券研究所

### 珠江啤酒在全国啤酒市场份额排行第七，属于第二梯队

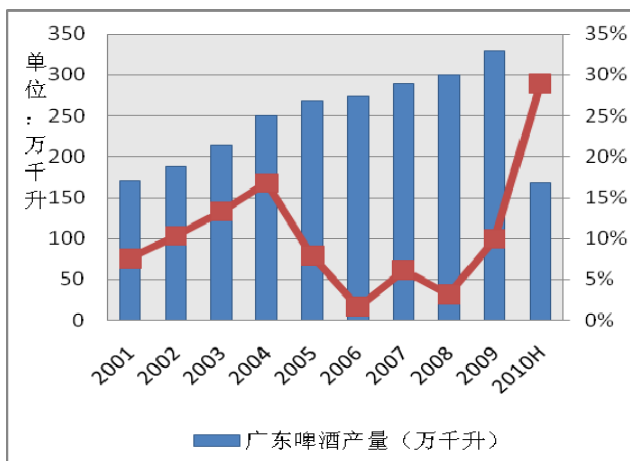
- 珠江啤酒是国内的老牌啤酒生产企业，曾经享有“南有珠江”的美誉。目前我国啤酒行业有七家年产销量在100万千升以上的企业，公司为其中之一，排行第七。公司2009年实现啤酒销售114万千升，占啤酒行业总产量的2.69%，实现销售收入27.3亿元，占啤酒行业销售收入的2.39%，属于国内啤酒行业的第二梯队，市场份额和利润受到三大寡头的挤压，而反过来追赶第一梯队的难度也很大。

## 公司的广东啤酒龙头地位受到挑战

公司在广东省啤酒市场占有率第一，但份额有下滑趋势

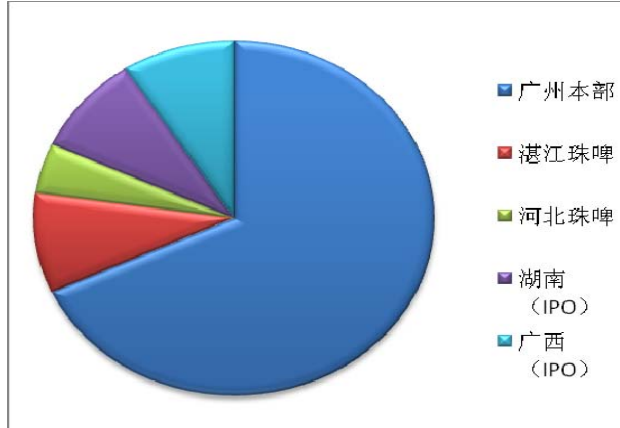
- 华南地区是公司主要的销售区域，啤酒收入占比达到83%，其中主要集中在广东省。2000年在全省啤酒市场占有率一度高达90%。但近年来受到其他啤酒企业竞争影响，市场份额逐步下滑趋势，2009年仍以33%的市场占有率保持第一的位置。
- 广东省是珠江啤酒的大本营，公司IPO前啤酒酿造能力为180万吨，其中广州本部150万吨，湛江珠啤20万吨，河北珠啤10万吨，属于“集中酿造、分散包装”的生产模式。
- 公司2007-2009年啤酒销售收入分别为37.3亿元、32.3亿元、27.3亿元，占当年啤酒行业销售收入的比重分别为4.45%、3.53%、2.39%，占广东啤酒市场的比重分别为47.04%、39.54%和32.93%。

图表7：广东省啤酒产量居全国前列



来源：齐鲁证券研究所

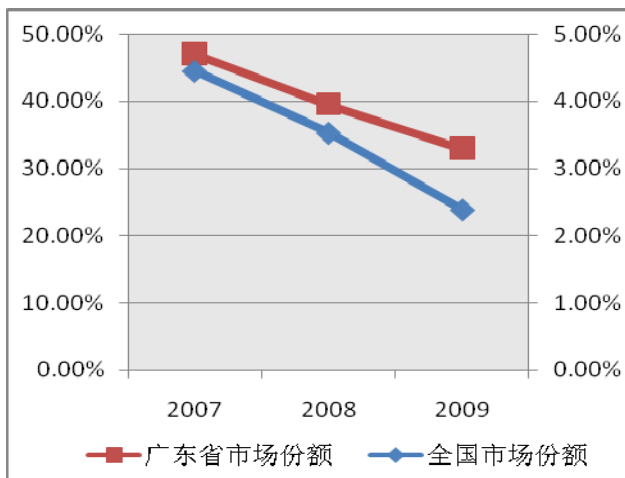
图表8：珠江啤酒全国产能分布图



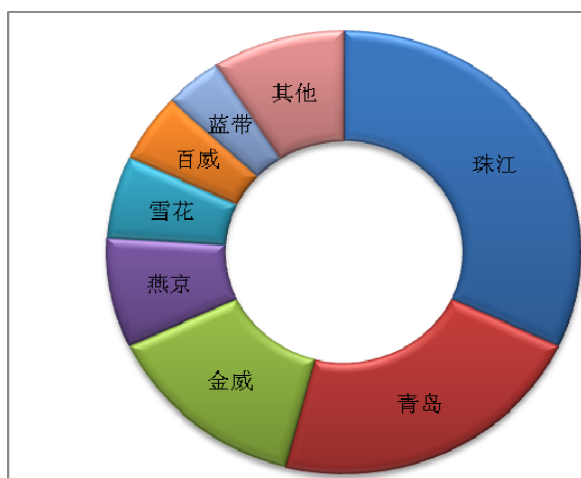
来源：齐鲁证券研究所

### 广东啤酒市场呈现充分竞争格局，公司收复失地难度较大

- 广东省是个啤酒大省，产量居全国前列，市场容量大，广东省早已成为各大啤酒企业的必争之地。
- 从消费容量来看，广东省啤酒市场已接近饱和，广东省人均啤酒消费量达到36升，超过全国32升的平均水平。
- 从企业产能来看，广东省内各大啤酒企业的产能已经达到600万吨，相对于2009年广东省330万吨的啤酒产量来看，产能已经严重过剩，产能利用率只有55%。
- 从竞争格局来看，广东省啤酒市场是一个充分竞争的市场，而且竞争格局存在变数。从市场份额来看，前两大品牌之间的差距并不大，而第四、第五品牌也在奋力追赶第三品牌。从市场分布来看，各主要品牌又分别在地级市场互相厮杀。2009年珠江啤酒市场份额33%，下降了7个百分点，而青岛啤酒市场份额提升至22%，从发展势头来看，青岛啤酒未来很有可能超过珠江啤酒坐上广东啤酒市场的龙头宝座。

**图表 9：公司市场占有率逐年下滑**


来源：齐鲁证券研究所

**图表 10：广东省啤酒市场呈现充分竞争格局**


来源：齐鲁证券研究所

## 借力资本市场，意欲突破重围

本次 IPO 项目为新建湖南、广西各 20 万千升啤酒产能

- 珠江啤酒曾经也是国内啤酒行业第一军团，10 年前就开始谋划上市，但筹备过程太长，延误了成长时机。目前虽然仍是广东省啤酒龙头，在广州市的市场占有率保持在 80% 以上，但偏安一隅的保守策略已经低档不住其他啤酒企业的进攻，市场份额被逐步蚕食。进行战略扩张则需要雄厚的资金支持，公司自身资本实力不足，借力资本市场刻不容缓。
- 本次公司 IPO 发行不超过 7,000 万股人民币普通股（A 股），募集资金拟投资以下两个项目：
  1. 投资 54,166 万元用于湖南珠啤年产 20 万千升啤酒工程项目；
  2. 投资 52,512 万元用于广西珠啤年产 20 万千升啤酒工程项目；
 以上项目投资总额为 106,678 万元。

**图表 11：公司 IPO 项目分析（单位：万元）**

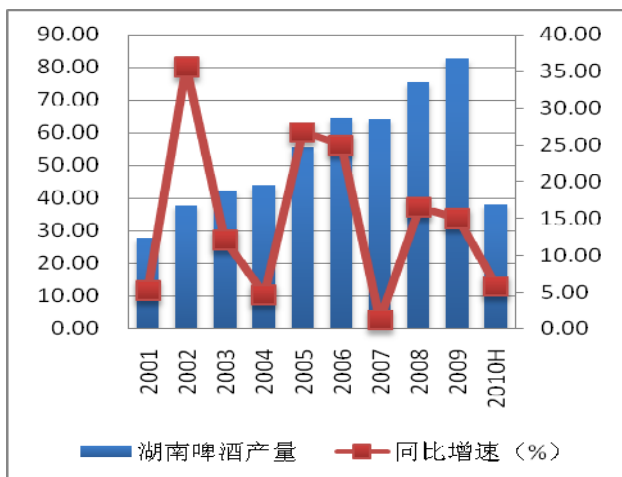
| 投资项目                | 投资总额    | 建设期   | 完全达产收入 | 税后利润  | 控股比例 |
|---------------------|---------|-------|--------|-------|------|
| 湖南珠啤年产 20 万千升啤酒工程项目 | 54,166  | 18 个月 | 42,983 | 3,702 | 100% |
| 广西珠啤年产 20 万千升啤酒工程项目 | 52,512  | 18 个月 | 42,871 | 3,521 | 100% |
| 合计                  | 106,678 | 18 个月 | 85,854 | 7,223 | 100% |

来源：齐鲁证券研究所

### 湖南啤酒市场整体规模小，20万吨产能消化压力大

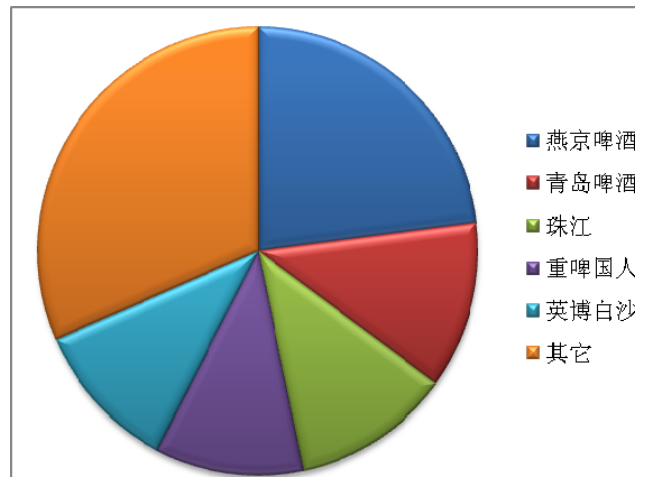
- 湖南啤酒市场虽然各大啤酒行业巨头已经集聚，但并没有强势的地方品牌，各家市场份额比较分散。湖南地区由于很强的白酒饮用习惯，啤酒人均消费水平偏低，人均啤酒消费量只有12升/年，不到全国平均水平的一半，从这个角度来看啤酒市场容量尚未饱和。在湖南市场，珠江啤酒最近三年的年销量稳定在在10万升上下，市场占有率15%左右。除珠江啤酒外，湖南主要的啤酒企业包括：雪花啤酒、青岛啤酒、燕京啤酒、重庆啤酒、百威英博啤酒。2009年，珠江啤酒在湖南的市场份额已经超过重庆啤酒、百威英博啤酒，未来随着公司在湖南20万升项目的投产，公司在湖南的市场占有率有望继续提高。
- 公司在湖南新增的20万吨产能被完全消化的压力比较大。因为一方面湖南啤酒市场整体规模偏小，2009年全部产量只有82.61万吨，另一方面燕京啤酒和青岛啤酒已经占据了市场份额的前两位，公司营销实力跟不上产能扩张速度的话，新增产能的利用率将不会很高。

图表 12：湖南省啤酒市场规模偏小



来源：齐鲁证券研究所

图表 13：公司在湖南啤酒市场占有率排第三

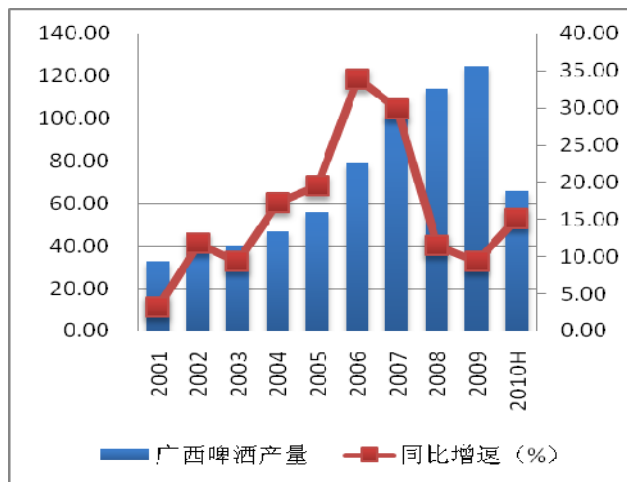


来源：齐鲁证券研究所

### 广西啤酒市场一家独大，公司份额有提升空间

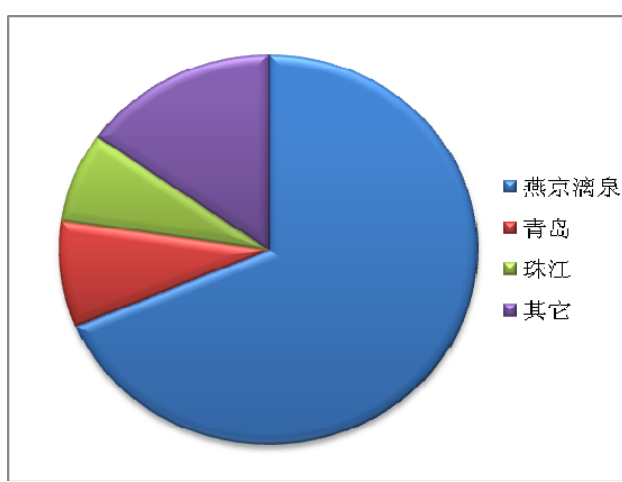
- 广西省啤酒市场整体规模近年来快速增长，2009年啤酒产能达到124万升，人均啤酒消费量为24升/年，仍低于全国平均水平。
- 广西啤酒市场则是一家独大的竞争格局。燕京旗下的“漓泉”啤酒2009年利润超过4亿元，销量达85万吨，占据广西69%的市场份额。啤酒市场一家独大的格局说明该地市场竞争不充分，其他企业有份额提升的空间。公司在当地新建产能后，产品新鲜度等制约因素消失，竞争力有所增强，市场占有率有望得以提升。

图表 14: 广西省啤酒市场快速扩容



来源: 齐鲁证券研究所

图表 15: 广西省啤酒市场漓泉一家独大

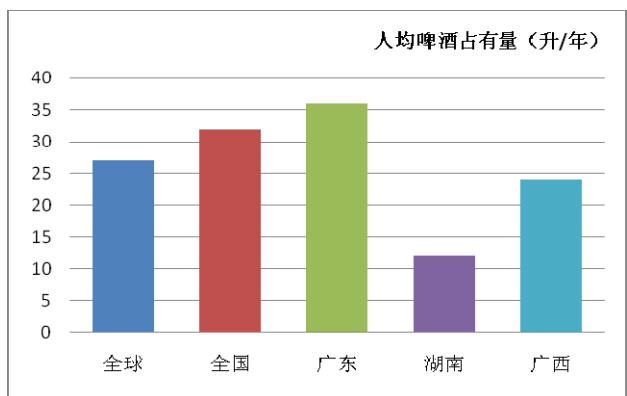


来源: 齐鲁证券研究所

### 湖南、广西市场有望成为公司新的利润增长点

- 从湖南和广西两个省份啤酒市场的竞争格局分析来看, 两个省份均属于整体容量尚未饱和, 仍有增长空间的区域市场。公司两地项目投产后有望提升当地市场占有率, 并且降低了啤酒运输和酒瓶回收成本后, 盈利水平将有所提升。因此, 这两个募集资金投资项目实施后, 将成为公司新的利润增长点, 同时缓解了公司广东本省市场的增长压力。
- 湖南、广西两地啤酒市场尚未饱和, 人均啤酒占有量低于全国平均水平, 预计未来将以高于行业平均增速的水平增长。根据我们的测算, 一年半建设期结束后2011年、2012年将分别为公司贡献新增利润5272万元和6177万元。

图表 16: 湘、桂人均啤酒占有量低于平均水平



来源: 齐鲁证券研究所

图表 17: IPO 项目新增利润贡献预测

|        | 2011E  | 2012E  |
|--------|--------|--------|
| 湖南珠啤销量 | 12万吨   | 14万吨   |
| 利润贡献   | 2274万元 | 2645万元 |
| 市场占有率  | 13%    | 14%    |
| 广西珠啤销量 | 16万吨   | 19万吨   |
| 利润贡献   | 2998万元 | 3532万元 |
| 市场占有率  | 11%    | 12%    |
| 合计     | 5272万元 | 6177万元 |

来源: 齐鲁证券研究所

### 公司未来扩张之路依然艰难

- 公司本次登陆资本市场意欲借力突破区域性限制, 广西、湖南两地项目建成后将对公司盈利增长有所帮助, 但公司未来的扩张之路将非常坎坷。

- 首先，全国化对于区域性企业是很大挑战，我国啤酒行业未来将是寡头垄断的格局，公司不论是销售规模还是资金实力已远远落后前三大啤酒行业龙头，在三大寡头已经把生产和销售渗透到各地市场之后公司再去争夺份额，难度加大；其次，公司本次 IPO 扩产产品主要为熟啤，低端产品的份额不断提升将有损公司本来高端的品牌市场形象，技术领先优势也无从发挥。
- 因此，我们认为公司迈出全国化战略虽然也是无奈之举，但在全国性寡头竞争格局基本形成的市场背景下再走跟随战略，脱离了原本的优势，挑战很大。
- 二线啤酒企业成长空间越来越狭小，外地扩张难度很大，但固守一方只能是份额被逐渐蚕食。公司此次扩张之路充满挑战，如果不成功，也许会选择被收购，毕竟这种强势区域性品牌是最佳收购标的。

## 公司在行业内属于技术领先、市场落后的区域型企业

### 公司具备业内领先的生产技术优势

- 公司的生产技术水平在国内啤酒行业处于领先地位，拥有国家级企业技术中心和博士后科研工作站。公司生产出国内第一瓶纯生啤酒和白啤酒，珠江纯生啤酒已连续十年产销量位居纯生啤酒行业榜首。公司在中国率先研制出纯生啤酒、含活性酵母白啤酒、上面发酵啤酒。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。

**图表 18：公司生产技术处于业内领先水平**

| 序号 | 主要生产技术          | 所处水平 |
|----|-----------------|------|
| 1  | 无菌纯生啤酒生产控制技术    | 国际领先 |
| 2  | 啤酒快速发酵工艺技术      | 国际领先 |
| 3  | 高效糖化工艺技术        | 国际领先 |
| 4  | 啤酒错流膜过滤技术       | 国际领先 |
| 5  | 高浓酿造技术          | 国际先进 |
| 6  | 啤酒菌种生物育种技术      | 国际先进 |
| 7  | 麦汁间歇煮沸技术        | 国际先进 |
| 8  | 膜振动过滤技术         | 国内领先 |
| 9  | 复合糖浆在啤酒酿造中的应用技术 | 国内先进 |
| 10 | 麦汁煮沸系统热能回收技术    | 国内先进 |

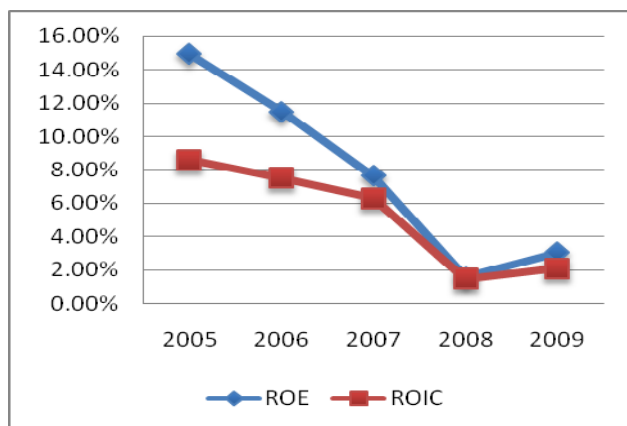
来源：齐鲁证券研究所

- 公司节能减排技术能力突出，提高了成本控制能力。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，从而大幅提高了生产效率。此外，本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。

### 公司技术优势未能有效转化为市场优势

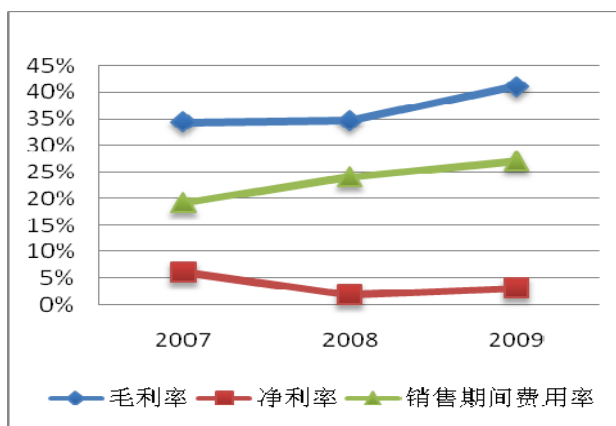
- 然而，公司的技术优势没能有效转化为市场优势。公司引以为傲的高端品牌和纯生啤酒也未能带来较高的盈利能力。

**图表 19：公司资产回报率偏低**



来源：齐鲁证券研究所

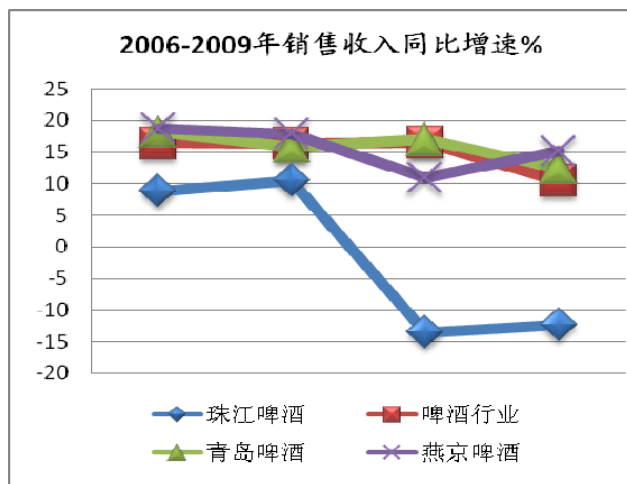
**图表 20：期间费用率高企导致净利率偏低**



来源：齐鲁证券研究所

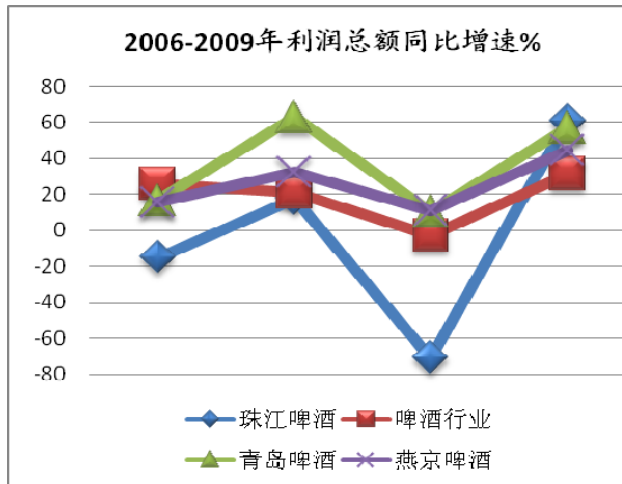
- 与啤酒行业以及其他啤酒企业相比，公司近几年增速落后。

**图表 21：公司销售收入增速落后同业**



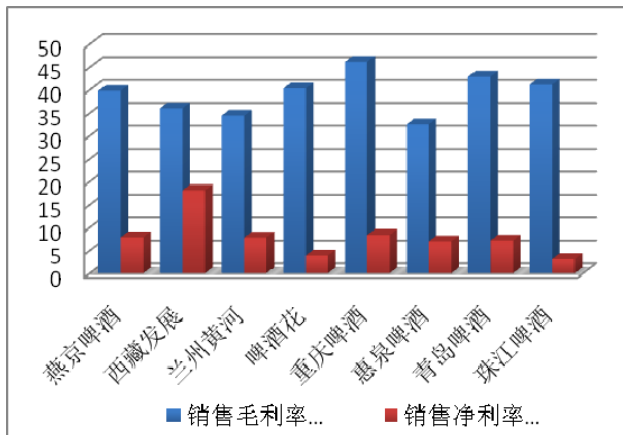
来源：齐鲁证券研究所

**图表 22：公司利润增速有所回升**

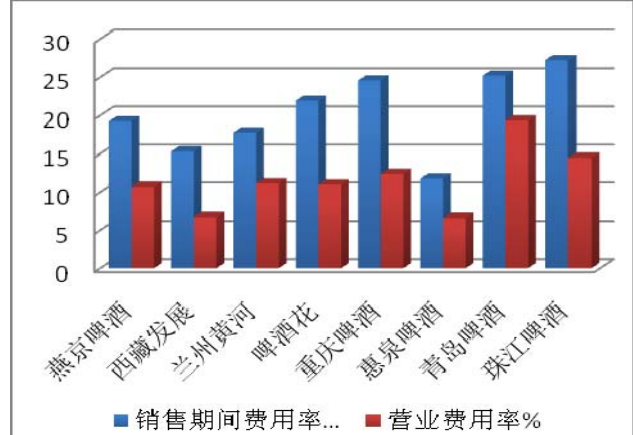


来源：齐鲁证券研究所

- 公司产品销售的毛利率水平并不低，达到 41.15%，也高于啤酒行业平均水平，但销售净利率非常低，只有 3.12%，在 A 股啤酒上市公司中最低。公司销售期间费用率太高影响了净利率水平。公司 2009 年销售期间费用率达到 27.16%，处于上市公司最高，其中主要是营业费用率较高，达到 14.47%。对于一个正在进行扩张的区域型啤酒企业，期间费用率高企是正常现象。

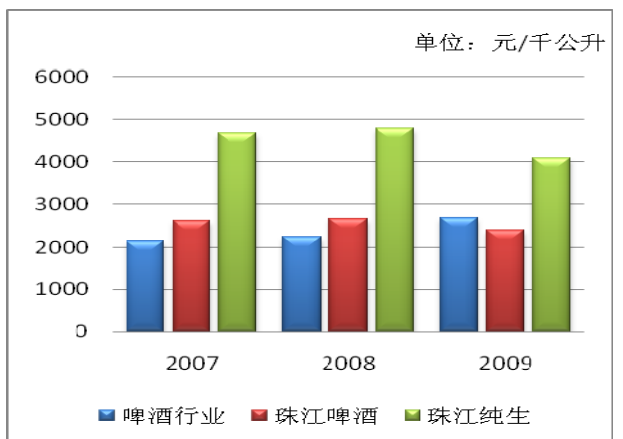
**图表 24：公司毛利率不低、净利率低**


来源：齐鲁证券研究所

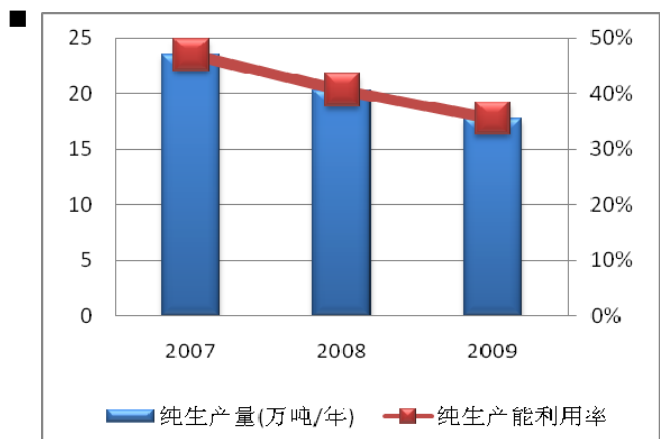
**图表 25：公司营业费用率高企**


来源：齐鲁证券研究所

- 珠江纯生是公司历来的主打产品，高端产品也提升了公司的吨酒价格。但是随着珠江纯生销量的下降，公司吨酒价格也有所回落。2009 年公司珠江纯生的产能利用率只有 36%。2009 年公司吨酒价格为 2396 元/吨，低于国内啤酒行业 2699 元/吨的平均水平，这也于公司于 2008 年尝试推广无瓶销售模式，产品售价不包括包装瓶价格，从而降低了吨酒价格水平。

**图表 26：公司吨酒价格低于行业平均水平**


来源：齐鲁证券研究所

**图表 27：珠江纯生销量逐年下滑**


来源：齐鲁证券研究所

### 销售模式效率低下是导致公司市场份额下降的直接原因

- 公司的产品销售主要是采用经销商代理制模式进行。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。选择与代理经销商合作的模式比较省力，但对经销商效率和消费终端控制力不强。因此，有实力的啤酒企业会选择直销模式，企业在各地建设营销网络，直接与分销商和终端零售商合作，这种扁平化的营销模式可以提高效率并

降低营销费用，但前期建设要投入较大的人力和财力。

- 通过调查我们发现公司对经销商的考核和选择不夠主动和积极，目前的经销商仍是十年前的合作伙伴，实力和动力已经有所退化。而销售能力对于啤酒这样的快速消费品企业至关重要。公司销售体系的落后和低效率直接导致了市场开拓不力，导致了市场份额的下降。

## 公司盈利预测

### 盈利预测前提及假设

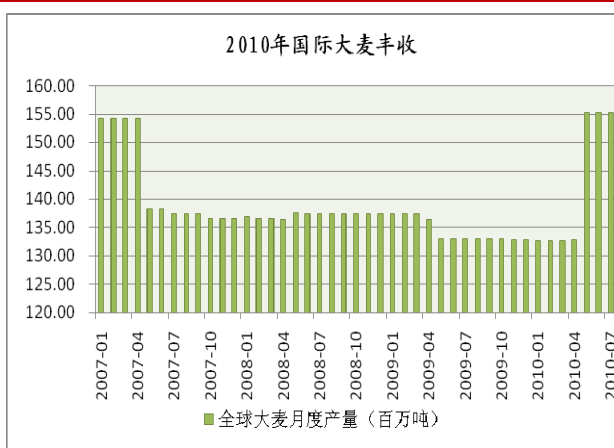
- 公司招股说明书中披露的经营目标是到2012年，将珠江啤酒的国内市场份额提升至5%以上，产销量突破170万千升，销售收入突破50亿；到2012年公司纯生啤酒产销量提升至40万千升，高中档熟啤酒的市场份额持续上升，提升公司的盈利能力，巩固效益领先的行业地位。按此经营目标推算，公司2010-2012年平均每年啤酒销量增速要达到50%，其中纯生销量年增速75%，吨酒价格每年提升41%。我们认为要实现这个经营目标显然难度是很大的，达到目标的可能性不大。
- 成本方面，公司通过节能减排和技术创新增强了成本控制能力，生产成本方面主要受大麦价格的影响。啤酒生产的主要原料是大麦麦芽，公司生产过程中麦芽约占酿造总成本的30%。2009年进口大麦价格大幅下跌，2010年国际大麦丰收，公司采购麦芽一般使用6-9个月，因此到2011年啤酒企业仍将享受低成本麦芽。国际上大麦供过于求，主要产地国开始减少种植面积，我们预计2012年后大麦采购成本将上升。

图表 28：2010 年进口大麦价格继续低位徘徊



来源：齐鲁证券研究所

图表 29：2010 年国际大麦丰收



来源：齐鲁证券研究所

- 销售价格方面，珠江啤酒在市场占有率下降的趋势下也难有提价能力。公司产品结构变化可以导致吨酒价格变化。
- 销量方面，公司 2009 年开始推行深度分销模式，增强终端控制力，消灭终端空白点，短期见效明显；世界杯和亚运会会促进珠江纯生啤酒的销量；公司 IPO 项目一年半内建成，当地生产对于销售有提振作用，但预计新增产能利用率不会很高。预计公司未来三年产量增速 15%左右。
- 预计公司 2010-2012 年营业收入增长 15%、13%和 18%，净利润增长 24%、15%和 12%，每股收益分别为 0.16 元、0.18 元和 0.20 元。

## 公司盈利预测

图表 30: 公司盈利预测

| 指标        | 2008A    | 2009A    | 2010E    | 2011E    | 2012E    |
|-----------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 营业收入（百万元） | 3,227.25 | 2,827.81 | 3,241.37 | 3,678.33 | 4,329.40 |
| 营业收入增速    | -13.55%  | -12.38%  | 14.62%   | 13.48%   | 17.70%   |
| 净利润增长率    | -71.67%  | 42.84%   | 24.07%   | 14.83%   | 12.36%   |
| 摊薄每股收益（元） | 0.10     | 0.14     | 0.16     | 0.18     | 0.20     |
| 市盈率（倍）    | 0.00     | 0.00     | 0.00     | 0.00     | 0.00     |
| PEG       | —        | 0.00     | 0.00     | 0.00     | 0.00     |
| 每股净资产（元）  | 4.48     | 4.62     | 4.89     | 5.07     | 5.27     |
| 每股现金流量（元） | 0.00     | 0.00     | 0.28     | 0.21     | 0.20     |
| 净资产收益率    | 2.20%    | 3.04%    | 3.20%    | 3.54%    | 3.83%    |
| 市净率       | 0.00     | 0.00     | 0.00     | 0.00     | 0.00     |
| 总股本（百万元）  | 610.16   | 610.16   | 680.16   | 680.16   | 680.16   |

来源：齐鲁证券研究所

## 公司估值

## 相对估值

- 选取 A 股啤酒板块上市公司进行相对估值比较，其中重庆啤酒在市场规模和经营模式上和珠江啤酒较为相似，但重庆啤酒经营效率和盈利能力要强于珠江啤酒。
- 珠江啤酒股价取 IPO 发行价 5.8 元。

图表 31: A 股啤酒板块上市公司估值比较

| 证券代码      | 证券简称 | 2009PE | E2010PE | 2009PB | 2009PS | 总市值（亿元） |
|-----------|------|--------|---------|--------|--------|---------|
| 000729.SZ | 燕京啤酒 | 40.41  | 29.00   | 3.38   | 2.62   | 253.55  |
| 000752.SZ | 西藏发展 | 100.27 |         | 5.21   | 7.85   | 28.49   |
| 000929.SZ | 兰州黄河 | 53.01  | 14.50   | 3.62   | 1.89   | 16.12   |
| 600090.SH | 啤酒花  | 602.68 | 61.79   | 9.45   | 3.09   | 30.50   |
| 600132.SH | 重庆啤酒 | 96.89  | 73.14   | 14.48  | 7.71   | 175.83  |
| 600573.SH | 惠泉啤酒 | 38.06  | 30.37   | 2.65   | 2.66   | 29.25   |
| 600600.SH | 青岛啤酒 | 37.51  | 28.62   | 5.67   | 2.59   | 470.14  |
|           | 平均   | 138.40 | 39.57   | 6.35   | 4.06   | 143.41  |
| 002461.SZ | 珠江啤酒 | 41.43  | 36.25   | 1.26   | 1.25   | 39.44   |

来源：齐鲁证券研究所

- 通过以上比较可以看出，珠江啤酒由于净利率和净资产收益率低，导致 PE 估值合理，PB 和 PS 明显低估，在市值上也远低于市场占有率相当的重庆啤酒。

### 啤酒行业市场占有率对应市值估值法

- 由于不同估值方法得出珠江啤酒的估值结果非常悬殊，我们结合啤酒行业的特征，运用评估国内啤酒企业最重要指标——市场占有率，采用以下价值评估方法，作为估值参考标准之一：  
每股价值=啤酒行业总市值（利润\*30XPE）\*珠江啤酒市场占有率（2.69%）/总股本（6.8 亿）  
=8.68 元
- 给予公司 2010 年 40 倍 PE 作为估值下限，结合啤酒行业市场占有率对应市值估值法，公司的合理价值区间为 6.4 元-8.6 元。

### 风险提示

#### 代理经销商制度效率低下，不利于扩张时期的市场开拓

- 我们认为代理经销商的效率低下是导致公司近年来业务止步不前、甚至倒退的重要原因。如果继续采用代理经销商模式，而不是改革销售体制、建设自己的直销网络，对于扩张时期的市场开拓非常不利。公司已在广州市尝试深度分销，通过扁平化管理和渠道下沉加强对终端的控制力，效果和推广程度有待观察。

**附表 1: 销售收入预测表**

| 项 目           | 2009     | 2010E    | 2011E    | 2012E    | 2013E    |
|---------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| <b>纯生啤酒</b>   |          |          |          |          |          |
| 平均售价 (元/吨)    | 4,079.91 | 4,079.91 | 4,120.71 | 4,203.12 | 4,329.22 |
| 增长率 (YOY)     | -14.75%  | 0.00%    | 1.00%    | 2.00%    | 3.00%    |
| 销售数量 (万吨)     | 17.77    | 22.21    | 24.43    | 25.66    | 26.94    |
| 增长率 (YOY)     | -12.46%  | 25.00%   | 10.00%   | 5.00%    | 5.00%    |
| 销售收入(百万元)     | 725.00   | 906.25   | 1,006.84 | 1,078.33 | 1,166.21 |
| 增长率 (YOY)     | -25.73   | 25.00%   | 11.10%   | 7.10%    | 8.15%    |
| 毛利率           | 49.00%   | 50.00%   | 50.00%   | 48.00%   | 48.00%   |
| 销售成本          | 369.75   | 453.13   | 503.42   | 560.73   | 606.43   |
| 增长率 (YOY)     | -32.04   | 22.55%   | 11.10%   | 11.38%   | 8.15%    |
| 毛利            | 355.25   | 453.13   | 503.42   | 517.60   | 559.78   |
| 增长率 (YOY)     | -16.89   | 27.55%   | 11.10%   | 2.82%    | 8.15%    |
| 占总销售额比重       | 26.54%   | 27.96%   | 27.37%   | 24.91%   | 24.38%   |
| 占主营业务利润比重     | 31.33%   | 33.45%   | 32.95%   | 30.12%   | 31.34%   |
| <b>高中档熟啤酒</b> |          |          |          |          |          |
| 平均售价 (元/吨)    | 2,349.77 | 2,349.77 | 2,373.27 | 2,420.74 | 2,493.36 |
| 增长率 (YOY)     | -3.69%   | 0.00%    | 1.00%    | 2.00%    | 3.00%    |
| 销售数量 (万吨)     | 46.43    | 55.72    | 60.17    | 66.19    | 71.49    |
| 增长率 (YOY)     | 6.27%    | 20.00%   | 8.00%    | 10.00%   | 8.00%    |
| 销售收入(百万元)     | 1,091.00 | 1,309.20 | 1,428.08 | 1,602.30 | 1,782.40 |
| 增长率 (YOY)     | 2.35%    | 20.00%   | 9.08%    | 12.20%   | 11.24%   |
| 毛利率           | 42.00%   | 43.00%   | 43.00%   | 42.00%   | 40.00%   |
| 销售成本          | 632.78   | 746.24   | 814.00   | 929.33   | 1,069.44 |
| 增长率 (YOY)     | -8.68%   | 17.93%   | 9.08%    | 14.17%   | 15.08%   |
| 毛利            | 458.22   | 562.96   | 614.07   | 672.97   | 712.96   |
| 增长率 (YOY)     | 22.81%   | 22.86%   | 9.08%    | 9.59%    | 5.94%    |
| 占总销售额比重       | 39.93%   | 40.39%   | 38.82%   | 37.01%   | 37.27%   |
| 占主营业务利润比重     | 40.40%   | 41.56%   | 40.19%   | 39.17%   | 39.91%   |
| <b>普通熟啤酒</b>  |          |          |          |          |          |
| 平均售价 (元/吨)    | 1,847.89 | 1,847.89 | 1,866.37 | 1,903.70 | 1,960.81 |
| 增长率 (YOY)     | -9.01%   | 0.00%    | 1.00%    | 2.00%    | 3.00%    |
| 销售数量 (万吨)     | 49.57    | 55.52    | 66.62    | 86.61    | 93.54    |
| 增长率 (YOY)     | -6.96%   | 12.00%   | 20.00%   | 30.00%   | 8.00%    |
| 销售收入(百万元)     | 916.00   | 1,025.92 | 1,243.42 | 1,648.77 | 1,834.09 |
| 增长率 (YOY)     | -15.34%  | 12.00%   | 21.20%   | 32.60%   | 11.24%   |
| 毛利率           | 35.00%   | 33.00%   | 33.00%   | 32.00%   | 28.00%   |
| 销售成本          | 595.40   | 687.37   | 833.09   | 1,121.16 | 1,320.54 |
| 增长率 (YOY)     | -26.63%  | 15.45%   | 21.20%   | 34.58%   | 17.78%   |
| 毛利            | 320.60   | 338.55   | 410.33   | 527.61   | 513.55   |
| 增长率 (YOY)     | 18.52%   | 5.60%    | 21.20%   | 28.58%   | -2.66%   |
| 占总销售额比重       | 33.53%   | 31.65%   | 33.80%   | 38.08%   | 38.35%   |
| 占主营业务利润比重     | 28.27%   | 24.99%   | 26.86%   | 30.71%   | 28.75%   |

|        |         |         |         |         |         |
|--------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 销售收入小计 | 2732.00 | 3241.37 | 3678.33 | 4329.40 | 4782.70 |
| 销售成本小计 | 1597.93 | 1886.74 | 2150.51 | 2611.23 | 2996.42 |
| 毛利     | 1134.07 | 1354.63 | 1527.82 | 1718.17 | 1786.29 |
| 平均毛利率  | 41.51%  | 41.79%  | 41.54%  | 39.69%  | 37.35%  |

来源：齐鲁证券研究所

**附表 2：IPO 项目销售预测表**

|                   | 2009 | 2010E | 2011E | 2012E | 2013E |
|-------------------|------|-------|-------|-------|-------|
| <b>湖南珠啤利润贡献测算</b> |      |       |       |       |       |
| 湖南省啤酒销量(万吨)       | 83   | 88    | 95    | 102   | 108   |
| YOY               |      | 6%    | 8%    | 8%    | 6%    |
| 珠啤市场占有率           | 12%  | 12%   | 13%   | 14%   | 14%   |
| 珠啤销量(万吨)          | 10   | 11    | 12    | 14    | 15    |
| 吨酒价格(元/吨)         |      |       | 2149  | 2149  | 2149  |
| 吨酒利润(元/吨)         |      |       | 185   | 185   | 185   |
| 湖南珠啤销售收入(万元)      |      |       | 26421 | 30729 | 32573 |
| 湖南珠啤利润(万元)        |      |       | 2274  | 2645  | 2804  |
| <b>广西珠啤利润贡献测算</b> |      |       |       |       |       |
| 广西省啤酒销量(万吨)       | 124  | 136   | 147   | 159   | 167   |
| YOY               |      | 10%   | 8%    | 8%    | 5%    |
| 珠啤市场占有率           | 7%   | 8%    | 11%   | 12%   | 12%   |
| 珠啤销量(万吨)          | 9    | 11    | 16    | 19    | 20    |
| 吨酒价格(元/吨)         |      |       | 2149  | 2149  | 2149  |
| 吨酒利润(元/吨)         |      |       | 185   | 185   | 185   |
| 广西珠啤销售收入(万元)      |      |       | 34823 | 41028 | 43079 |
| 广西珠啤利润(万元)        |      |       | 2998  | 3532  | 3709  |
| 合计利润贡献(万元)        |      |       | 5272  | 6177  | 6513  |

来源：齐鲁证券研究所

**附表 3：三大表预测及比率分析**
**损益表(人民币百万元)**

|         | 2007   | 2008   | 2009   | 2010E  | 2011E  | 2012E  |
|---------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业总收入   | 3,733  | 3,227  | 2,828  | 3,241  | 3,678  | 4,329  |
| 增长率     | 10.50% | -13.6% | -12.4% | 14.6%  | 13.5%  | 17.7%  |
| 营业成本    | -2,449 | -2,107 | -1,664 | -1,887 | -2,151 | -2,611 |
| %销售收入   | 65.6%  | 65.3%  | 58.8%  | 58.2%  | 58.5%  | 60.3%  |
| 毛利      | 1,284  | 1,120  | 1,164  | 1,355  | 1,528  | 1,718  |
| %销售收入   | 34.4%  | 34.7%  | 41.2%  | 41.8%  | 41.5%  | 39.7%  |
| 营业税金及附加 | -316   | -282   | -270   | -324   | -368   | -433   |
| %销售收入   | 8.5%   | 8.7%   | 9.6%   | 10.0%  | 10.0%  | 10.0%  |
| 营业费用    | -371   | -408   | -409   | -476   | -533   | -606   |
| %销售收入   | 9.9%   | 12.7%  | 14.5%  | 14.7%  | 14.5%  | 14.0%  |
| 管理费用    | -300   | -316   | -305   | -357   | -405   | -433   |

|              |            |           |            |            |            |            |
|--------------|------------|-----------|------------|------------|------------|------------|
| %销售收入        | 8.0%       | 9.8%      | 10.8%      | 11.0%      | 11.0%      | 10.0%      |
| 息税前利润 (EBIT) | 297        | 113       | 179        | 197        | 222        | 246        |
| %销售收入        | 8.0%       | 3.5%      | 6.3%       | 6.1%       | 6.0%       | 5.7%       |
| 财务费用         | -48        | -57       | -54        | -43        | -57        | -62        |
| %销售收入        | 1.3%       | 1.8%      | 1.9%       | 1.3%       | 1.6%       | 1.4%       |
| 资产减值损失       | -16        | -10       | -13        | -13        | -2         | -3         |
| 公允价值变动收益     | 0          | 0         | 0          | 0          | 0          | 0          |
| 投资收益         | 1          | 0         | 0          | 0          | 0          | 0          |
| %税前利润        | 0.5%       | 0.0%      | 0.0%       | 0.0%       | 0.0%       | 0.0%       |
| 营业利润         | 234        | 47        | 112        | 141        | 163        | 182        |
| 营业利润率        | 6.3%       | 1.5%      | 4.0%       | 4.3%       | 4.4%       | 4.2%       |
| 营业外收支        | 6          | 23        | 0          | 0          | 0          | 0          |
| 税前利润         | <b>240</b> | <b>70</b> | <b>113</b> | <b>141</b> | <b>163</b> | <b>182</b> |
| 利润率          | 6.4%       | 2.2%      | 4.0%       | 4.3%       | 4.4%       | 4.2%       |
| 所得税          | -9         | -9        | -24        | -30        | -36        | -39        |
| 所得税率         | 3.8%       | 12.4%     | 21.5%      | 21.5%      | 22.0%      | 21.5%      |
| 净利润          | 231        | 61        | 88         | 111        | 127        | 143        |
| 少数股东损益       | 19         | 1         | 3          | 4          | 5          | 5          |
| 归属于母公司的净利润   | <b>212</b> | <b>60</b> | <b>86</b>  | <b>106</b> | <b>122</b> | <b>137</b> |
| 净利率          | 5.7%       | 1.9%      | 3.0%       | 3.3%       | 3.3%       | 3.2%       |

**现金流量表 (人民币百万元)**

|                 |             |             |             |             |               |            |
|-----------------|-------------|-------------|-------------|-------------|---------------|------------|
|                 | 2007        | 2008        | 2009        | 2010E       | 2011E         | 2012E      |
| 净利润             | 0           | 0           | 0           | 111         | 127           | 143        |
| 少数股东损益          | 0           | 0           | 0           | 4           | 5             | 5          |
| 非现金支出           | 0           | 0           | 0           | 13          | 2             | 3          |
| 非经营收益           | 0           | 0           | 0           | 43          | 57            | 62         |
| 营运资金变动          | 0           | 0           | 0           | 23          | -44           | -69        |
| <b>经营活动现金净流</b> | <b>0</b>    | <b>0</b>    | <b>0</b>    | <b>194</b>  | <b>147</b>    | <b>143</b> |
| 资本开支            | 285         | 452         | 145         | 400         | 1,000         | -400       |
| 投资              | -212        | 0           | 0           | 0           | 0             | 0          |
| 其他              | 4           | 2           | 0           | 0           | 0             | 0          |
| <b>投资活动现金净流</b> | <b>-493</b> | <b>-449</b> | <b>-145</b> | <b>-400</b> | <b>-1,000</b> | <b>400</b> |
| 股权募资            | 406         | 0           | 0           | 399         | 0             | 0          |
| 债权募资            | -19         | 115         | -244        | 214         | 200           | 0          |
| 其他              | -136        | -79         | -59         | -43         | -57           | -62        |
| <b>筹资活动现金净流</b> | <b>251</b>  | <b>36</b>   | <b>-303</b> | <b>570</b>  | <b>143</b>    | <b>-62</b> |
| <b>现金净流量</b>    | <b>-242</b> | <b>-413</b> | <b>-448</b> | <b>364</b>  | <b>-711</b>   | <b>482</b> |

**资产负债表 (人民币百万元)**

|        |      |      |      |       |       |       |
|--------|------|------|------|-------|-------|-------|
|        | 2007 | 2008 | 2009 | 2010E | 2011E | 2012E |
| 货币资金   | 393  | 240  | 214  | 574   | -141  | 335   |
| 应收款项   | 578  | 402  | 439  | 437   | 496   | 584   |
| 存货     | 509  | 561  | 509  | 465   | 530   | 644   |
| 其他流动资产 | 76   | 47   | 37   | 42    | 47    | 57    |

|                 |              |              |              |              |              |              |
|-----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 流动资产            | 1,555        | 1,251        | 1,199        | 1,518        | 933          | 1,620        |
| %总资产            | 32.7%        | 25.9%        | 25.5%        | 28.0%        | 16.0%        | 26.5%        |
| 长期投资            | 0            | 0            | 0            | 0            | 0            | 0            |
| 固定资产            | 2,468        | 2,874        | 2,796        | 3,196        | 4,196        | 3,796        |
| %总资产            | 52.0%        | 59.5%        | 59.6%        | 59.1%        | 72.0%        | 62.1%        |
| 无形资产            | 685          | 658          | 647          | 647          | 647          | 647          |
| 非流动资产           | 3,194        | 3,583        | 3,494        | 3,894        | 4,894        | 4,494        |
| %总资产            | 67.3%        | 74.1%        | 74.5%        | 72.0%        | 84.0%        | 73.5%        |
| <b>资产总计</b>     | <b>4,749</b> | <b>4,834</b> | <b>4,693</b> | <b>5,412</b> | <b>5,827</b> | <b>6,115</b> |
| 短期借款            | 1,113        | 1,430        | 1,188        | 2            | 2            | 2            |
| 应付款项            | 626          | 570          | 549          | 530          | 604          | 727          |
| 其他流动负债          | 90           | 53           | 89           | 104          | 118          | 140          |
| 流动负债            | 1,828        | 2,053        | 1,827        | 636          | 724          | 869          |
| 长期贷款            | 218          | 15           | 13           | 413          | 613          | 613          |
| 其他长期负债          | 13           | 15           | 16           | 1,016        | 1,016        | 1,016        |
| <b>负债</b>       | <b>2,060</b> | <b>2,083</b> | <b>1,856</b> | <b>2,066</b> | <b>2,353</b> | <b>2,498</b> |
| <b>普通股股东权益</b>  | <b>2,673</b> | <b>2,733</b> | <b>2,818</b> | <b>3,324</b> | <b>3,446</b> | <b>3,583</b> |
| 少数股东权益          | 17           | 18           | 19           | 23           | 28           | 33           |
| <b>负债股东权益合计</b> | <b>4,749</b> | <b>4,834</b> | <b>4,693</b> | <b>5,412</b> | <b>5,827</b> | <b>6,115</b> |

#### 比率分析

|               | 2007   | 2008    | 2009    | 2010E  | 2011E  | 2012E  |
|---------------|--------|---------|---------|--------|--------|--------|
| <b>每股指标</b>   |        |         |         |        |        |        |
| 每股收益(元)       | 0.347  | 0.098   | 0.140   | 0.156  | 0.179  | 0.202  |
| 每股净资产(元)      | 4.380  | 4.479   | 4.619   | 4.887  | 5.066  | 5.268  |
| 每股经营现金净流(元)   | 0.000  | 0.000   | 0.000   | 0.280  | 0.209  | 0.203  |
| 每股股利(元)       | 0.000  | 0.000   | 0.000   | 0.000  | 0.000  | 0.000  |
| <b>回报率</b>    |        |         |         |        |        |        |
| 净资产收益率        | 7.92%  | 2.20%   | 3.04%   | 3.20%  | 3.54%  | 3.83%  |
| 总资产收益率        | 4.46%  | 1.24%   | 1.83%   | 1.96%  | 2.10%  | 2.24%  |
| 投入资本收益率       | 7.87%  | 2.51%   | 3.68%   | 3.70%  | 3.31%  | 3.95%  |
| <b>增长率</b>    |        |         |         |        |        |        |
| 营业总收入增长率      | 10.50% | -13.55% | -12.38% | 14.62% | 13.48% | 17.70% |
| EBIT 增长率      | 21.09% | -61.83% | 58.25%  | 10.08% | 12.43% | 10.88% |
| 净利润增长率        | 23.31% | -71.67% | 42.84%  | 24.07% | 14.83% | 12.36% |
| 总资产增长率        | 37.20% | 1.78%   | -2.91%  | 15.33% | 7.66%  | 4.94%  |
| <b>资产管理能力</b> |        |         |         |        |        |        |
| 应收账款周转天数      | 20.1   | 24.6    | 35.7    | 30.0   | 30.0   | 30.0   |
| 存货周转天数        | 71.8   | 92.7    | 117.3   | 90.0   | 90.0   | 90.0   |
| 应付账款周转天数      | 59.2   | 74.7    | 88.1    | 70.0   | 70.0   | 70.0   |
| 固定资产周转天数      | 178.8  | 264.0   | 330.2   | 318.6  | 315.5  | 293.3  |
| <b>偿债能力</b>   |        |         |         |        |        |        |
| 净负债/股东权益      | 34.90% | 43.79%  | 34.79%  | 25.12% | 50.56% | 35.40% |
| EBIT 利息保障倍数   | 6.1    | 2.0     | 3.3     | 4.5    | 3.9    | 4.0    |

|       |        |        |        |        |        |        |
|-------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 资产负债率 | 43.37% | 43.09% | 39.55% | 38.16% | 40.38% | 40.86% |
|-------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|

来源：齐鲁证券研究所

#### 投资评级说明

买入：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 15%以上

增持：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 5%-15%

持有：预期未来 6 - 12 个月内波动幅度在-5%~+5%

减持：预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 5%以上

**重要声明:**

本报告仅供齐鲁证券有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“齐鲁证券有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，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“齐鲁证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

**上海**

联系人:王莉本

电话:021-58303470

手机:13641659577

传真:021-58318543

邮编:200122

地址:上海市浦电路 438 号双

鸽大厦 19 楼

**深圳**

联系人:李霖

电话:0755-23819303

手机:15816898448

传真:0755-82717806

邮编:518048

地址:深圳市福田区深南大道

4011 号港中旅大厦 6 楼

**北京**

联系人:张哲

电话:021-58206173

手机:18621368050

传真:021-58318543

邮编:200122

地址:上海市浦电路 438 号双

鸽大厦 19 楼

**济南**

联系人:韩丽萍

电话:0531-81283786

手机:15806668226

传真:0531-81283791

邮编:250010

地址:山东济南经十路 17703

号华特广场 B501