

珠江啤酒 (002461) 定价报告

加速外扩的区域龙头啤酒企业

消费品 / 食品饮料

定价区间
5.44-6.29 元

发布时间: 2010 年 8 月 17 日

投资要点:

- 广州珠江啤酒股份有限公司是中国制造业 500 强企业之一,也是全国知名的啤酒制造企业,拥有中国最大的啤酒酿造中心,“珠江牌”啤酒商标被认定为中国驰名商标。公司 2008 年销售收入为 32.27 亿元,在全国啤酒行业中排名第六, 2009 年收入 28.28 亿元,排名第七,2007 年纳税总额在同行业排名第三。
- 啤酒是目前世界上消费量最大的酒类饮料。根据对 2008 年世界主要国家啤酒销量的统计,全球啤酒销量连续 28 年增长。当前世界啤酒年产量约 1.8 亿千升,世界人均年啤酒消费量约为 30 升。
- 公司在华南及周边地区消费者中具有很高的知名度、美誉度和忠诚度,在华南地区的核心市场广东拥有相当高的市场份额,2007 年、2008 年和 2009 年公司在广东市场占有率分别达到 47.04%、39.54%和 32.93%。
- 本次募集资金将用于湖南珠啤年产 20 万千升啤酒工程项目、广西珠啤年产 20 万千升啤酒工程项目两个项目。主要用于深度开发华南市场及拓展周边市场,弥补市场相对集中的不足,同时也将快速扩大公司生产规模。项目全部投产后,公司啤酒生产能力将由目前每年 180 万千升提高到 220 万千升。
- 预计公司 2010-2012 年每股收益分别为 0.17 元、0.20 元和 0.24 元,考虑公司业绩走出低谷、融资后影响力和扩张都会增强,我们认为公司 2010 年市盈率在 32-37 倍左右比较合理,对应合理价位为 5.44 元-6.29 元。

业绩预测:

	主营收入 (万元)	增长率 (%)	净利润 (万元)	增长率 (%)	EPS (元)	ROE (%)	市盈率 (倍)	红利 收益率 (%)
2009	282,781	(12.38)	8,569	42.84	0.14			
2010E	314,113	11.08	11,241	31.18	0.17			
2011E	349,420	11.24	13,569	20.71	0.20			
2012E	389,883	11.58	16,120	18.80	0.24			

发行数据	2009 年
发行前股本 (万股)	61,016
发行数量 (万股)	7,000
发行价格 (元)	5.80
发行前 EPS (元)	0.14
发行后 EPS (元)	0.13
发行前每股净资产 (元)	4.62
发行日期	2010-8-4
上市日期	2010-8-18
主承销商	广州证券

分析师: 罗旷怡

执业证书编号: S0550108051075

TEL: (8621)6337 7000 - 250

FAX: (8621)6337 3209

Email: luoky@nesc.cn

地 址: 上海市延安东路 45 号 20 楼楼

邮 编: 200002

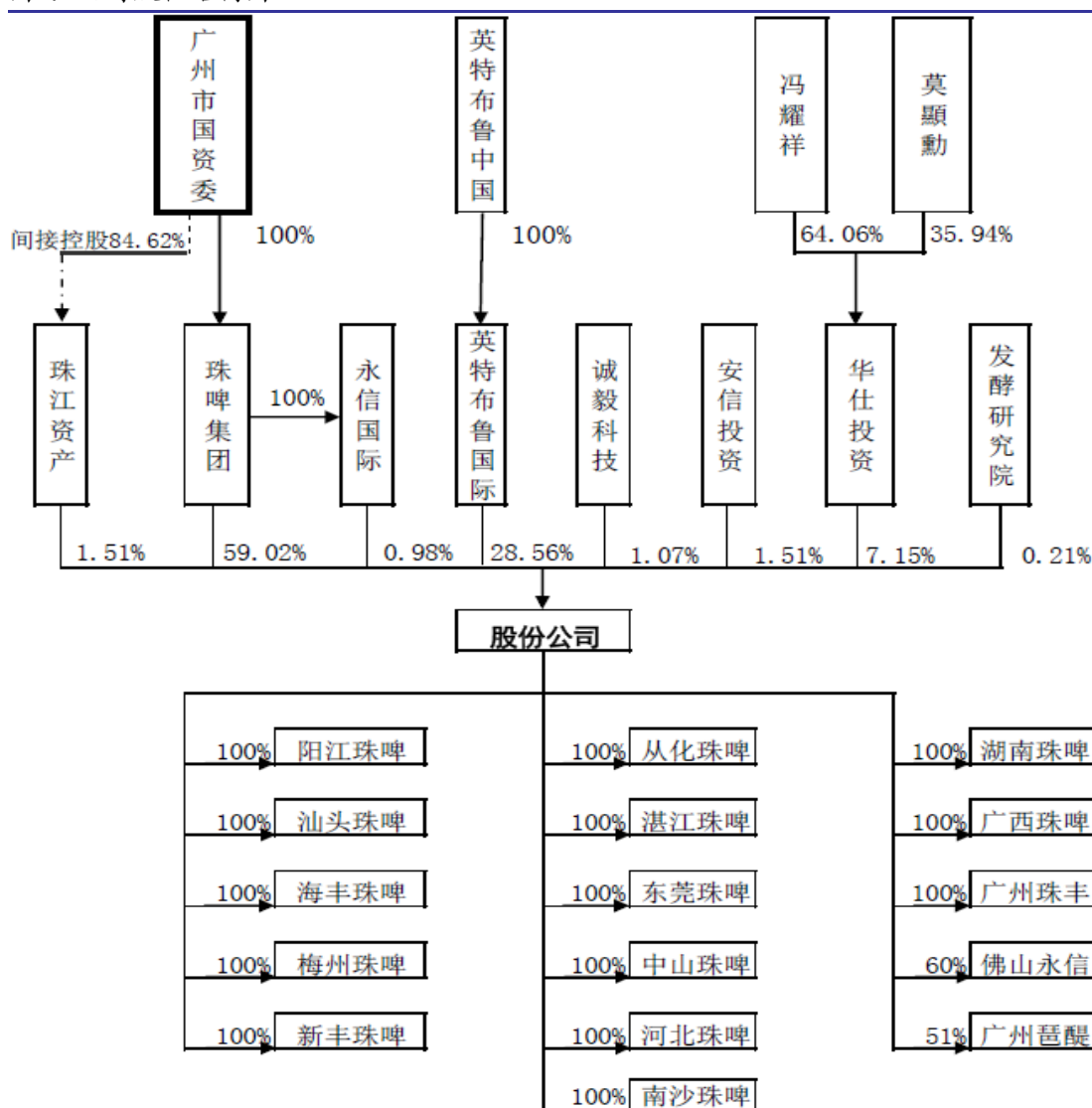
1. 公司简介

广州珠江啤酒股份有限公司是中国制造业500强企业之一,也是全国知名的啤酒制造企业,拥有中国最大的啤酒酿造中心,“珠江牌”啤酒商标被认定为中国驰名商标。公司2008年销售收入为32.27亿元,在全国啤酒行业中排名第六,2009年收入28.28亿元,排名第七,2007年纳税总额在同行业排名第三。

公司拥有国家级企业技术中心和博士后科研工作站，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，在同行业中具有领先的技术优势。公司连续多年被评为中国名牌产品，2006年被评为国家免检产品，珠江纯生啤酒连续十年产销量位居全行业榜首。

从股权结构看,珠啤集团目前直接持有本公司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。

图1: 公司股权结构图



资料来源：公司招股说明书

本次发行前总股本为610161768股，本次拟发行不超过7000万股，发行完成后总股本为680161768股，本次发行的股份占发行后总股本的10.29%。股东在本次发行前后的持股情况如下表：

表1：公司主要产品销售情况

股东名称	本次发行前		本次发行后	
	股份（股）	持股比例	股份（股）	持股比例
珠啤集团（SS）	360,097,003	59.017%	353,295,165	51.94%
英特布鲁国际（外资股）	174,246,665	28.558%	174,246,665	25.62%
华仕投资	43,636,300	7.152%	43,636,300	6.42%
珠江资产(SLS)	9,190,900	1.506%	9,017,294	1.33%
安信投资	9,190,900	1.506%	9,190,900	1.35%
诚毅科技	6,500,000	1.065%	6,500,000	0.96%
发酵研究院(SLS)	1,300,000	0.213%	1,275,444	0.19%
永信国际(外资股)	6,000,000	0.983%	6,000,000	0.88%
公开发行股份			70,000,000	10.29%
全国社会保障基金理事会（SS）			7,000,000	1.03%
总股本	610,161,768	100.000%	680,161,768	100.00%

资料来源：公司招股说明书

2. 公司经营环境

啤酒是目前世界上消费量最大的酒类饮料。根据对2008年世界主要国家啤酒销量的统计，全球啤酒销量连续28年增长。当前世界啤酒年产量约为1.8亿千升，世界人均年啤酒消费量约为30升。

啤酒消费与经济增长和社会发展水平密切相关，随着近年来亚洲经济的繁荣，亚洲啤酒的需求量和产量持续增长，已经成为世界最大啤酒产区。我国啤酒市场从1978年的40万千升发展到2009年的4236.38万千升，年复合增长率达到16.23%，截止2009年我国啤酒产量已经连续8年位居世界首位。

近年来随着国民经济的快速发展和国家促进消费政策的出台，市场容量的不断扩大，促使国内大型啤酒生产企业通过技术改造、新建扩建项目等途径扩大企业规模，产能持续上升，同时良好的市场前景吸引了大型国际啤酒企业以各种方式加快进入中国市场，加剧了啤酒行业的竞争，导致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。

3. 公司经营情况

公司是全国知名啤酒生产企业，也是华南地区啤酒行业的龙头，纯生啤酒一直占据领导地位，竞争优势十分明显。根据中国酿酒工业协会的统计数据，2006年、2007年、2008年公司销售收入分别为33.8亿元、37.3亿元、32.3亿元，占当年啤酒行业销售收入的比重分别为4.34%、4.45%、3.53%。公司在华南及周边地区消费者中具有很高的知名度、美誉度和忠诚度，在华南地区的核心市场广东拥有相当高的市场份额，2007年、2008年和2009年公司在广东市场占有率分别达到47.04%、39.54%

和32.93%。

表2：分地区经营情况

地区构成	2009 年度		2008 年度		2007 年度	
	收入	比例	收入	比例	收入	比例
华南地区	234,864.86	85.05%	270,434.29	85.75%	318,617.30	86.47%
华中地区	18,409.76	6.67%	21,844.81	6.93%	22,563.20	6.12%
华北地区	8,600.07	3.11%	5,289.29	1.68%	7,284.17	1.98%
其他地区	14,265.02	5.17%	17,797.49	5.64%	20,012.38	5.43%
合计	276,139.71	100.00%	315,365.88	100.00%	368,477.05	100.00%

资料来源：公司招股说明书

公司啤酒销售市场区域主要集中在华南市场，2009年度在华南市场实现的销售额占公司总销售额的比例为84.89%，尽管公司通过完善全国营销网络，依托技术优势开发适应当地消费者口味的产品，有效地增强了珠江啤酒在其他地区的影响力，使公司在华中等地销售额稳步提高，公司在华南以外市场销售额2007年度49859.74万元，但占同期销售额的比例仍然较小。

表3：公司业务增长变化情况

指标名称	2009 年度		2008 年度		2007 年度
	数额	增长率	数额	增长率	数额
啤酒产量(万千升)	113.66	-4.42%	118.91	-13.06%	136.78
啤酒销量(万千升)	113.77	-2.98%	117.27	-14.45%	137.08
营业收入(万元)	282,781.24	-12.38%	322,725.43	-13.55%	373,314.88

资料来源：公司招股说明书

公司的竞争优势主要有技术优势、国际先进的新产品开发能力、完善的产品质量控制体系、品牌优势、市场优势、成本控制优势和人才优势；而竞争劣势则主要体现为销售具有一定区域性、融资渠道单一以及公司的核心市场面临行业内竞争者的冲击。

4. 募集资金投资项目

本次募集资金将用于湖南珠啤年产20万千升啤酒工程项目、广西珠啤年产20万千升啤酒工程项目两个项目。项目投资具体情况如下：

表4：公司募投项目

单位：万元

序号	投资项目	投资总额	其中		建设期投资		生产期
			固定资产投入	流动资金投入	0.5 年	1 年	正常年
1	湖南珠啤年产 20 万千升啤酒工程项目	54,166	53,266	900	15,980	37,286	900
2	广西珠啤年产 20 万千升啤酒工程项目	52,512	51,612	900	15,484	36,128	900
	合计	106,678	104,878	1,800	31,464	73,414	1,800

资料来源：公司招股说明书

本次募集资金投资项目主要用于深度开发华南市场及拓展周边市场，弥补市场相对集中的不足，同时也将快速扩大公司生产规模。项目全部投产后，公司啤酒生产能力将由目前每年180万千升提高到220万千升。

5. 盈利预测与价值区间

预计公司2010-2012年每股收益分别为0.17元、0.20元和0.24元，考虑公司业绩走出低谷、融资后影响力和扩张都会增强，我们认为公司2010年市盈率在32-37倍左右比较合理，对应合理价位为5.44元-6.29元。

表5：可比上市公司估值

证券代码	证券简称	PE (2009)	PE (2010E)
000729.SZ	燕京啤酒	39.64	28.97
000929.SZ	兰州黄河	52.83	14.05
600573.SH	惠泉啤酒	38.06	30.45
600600.SH	青岛啤酒	37.17	28.60

数据来源：wind, 东北证券金融与产业研究所

表6: 公司利润表预测

	2009-12-31	2010-12-31	2011-12-31	2012-12-31
营业收入	282,781.24	314,113.41	349,419.75	389,882.56
营业成本	166,402.90	188,468.04	209,651.85	233,929.54
营业税金及附加	27,032.70	29,840.77	32,496.04	35,479.31
主营业务利润	89,345.65	95,804.59	107,271.86	120,473.71
销售费用	40,918.74	46,488.78	51,015.28	56,143.09
管理费用	30,488.57	34,552.47	38,436.17	42,887.08
财务费用	5,397.05	0.00	0.00	0.00
营业利润	11,246.89	14,763.33	17,820.41	21,443.54
营业外收支净额	3.48	0.00	0.00	0.00
利润总额	11,250.37	14,763.33	17,820.41	21,443.54
所得税费用	2,415.95	3,174.12	3,831.39	4,824.80
归属母公司净利润	8,569.21	11,241.31	13,569.07	16,119.85
每股收益(元)	0.13	0.17	0.20	0.24

数据来源: wind, 东北证券金融与产业研究所

投资评级说明

行业投资评级分为:优于大势、同步大势、落后大势。

优于大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益超越市场平均收益;

同步大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益与市场平均收益基本持平;

落后大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益落后于市场平均收益。

公司投资评级分为:推荐、谨慎推荐、中性、回避。

推 荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 15%以上;

谨慎推荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 5—15%;

中 性: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益在市场平均收益 $\pm 5\%$ 之间;

回 避: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益低于市场平均收益 5%以上。

郑重声明

本报告中的信息均来源于公开数据, 东北证券股份有限公司(以下简称我公司)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。本报告版权归我公司所有。