

珠江啤酒 (002461)

公司研究/点评报告

业绩表现持续改善，老厂区开发更进一步

——珠江啤酒 (002461) 2019 年半年报公告点评

点评报告/食品饮料行业

2019 年 8 月 22 日

一、事件概述

公司 8 月 21 日发布 2019 年半年报，上半年公司实现营业收入 21.08 亿元，同比+5.49%；实现归母净利润 2.12 亿元，同比+35.92%；实现归母扣非净利润 1.41 亿元，同比+88.52%，基本 EPS 为 0.10 元。

二、分析与判断

➤ 营收同比小幅增长，盈利能力持续改善

2019H1 公司实现营收/归母净利润 21.08/2.12 亿元，同比+5.49%/+35.92%。总体看，公司营收略有增长，业绩增速同比回落，但仍保持较高水平，主要原因是中高端产品占比持续提升，带动整体盈利能力明显改善。19H1 公司毛利率 43.17%，同比+2.99 个百分点；期间费用率 22.33%，同比+0.25 个百分点，其中销售费用率 17.09%，同比-0.54 个百分点；管理费用率（合并研发费用率）10.81%，同比+0.51 个百分点；财务费用率-5.54%，同比+0.31 个百分点。上半年公司产品高端化助力毛利率提升；公司销售费用增速较低导致销售费用率整体下降；研发投入同比大幅提高推高管理费用率；财务费用率小幅波动。

2019Q2 单季度实现营收/归母净利润 13.58/1.82 亿元，同比分别+5.97%/32.06%，利润增速较去年有所回落，但仍保持较高水平。19Q2 公司毛利率 46.54%，同比+2.47 个百分点；期间费用率 21.87%，同比-0.98 个百分点，其中销售费用率 16.35%，同比-1.2 个百分点；管理费用率（合并研发费用率）9.72%，同比+0.67 个百分点；财务费用率-4.2%，同比-0.45 个百分点。Q2 毛利率提升显著，销售费用率、财务费用率明显改善，受研发投入提升影响管理费用率小幅上扬。

➤ 主业向好趋势明显，产品高端化持续推进

2019H1，公司产品升级的主要方向是持续提升纯生啤酒和易拉罐啤酒的销售占比，上半年中高端产品销售占比达到 88.12%，同比+0.53 个百分点；纯生和易拉罐产品销量分别+6.88%/+7.39%。2019H1 公司销售啤酒 61.33 万吨，实现营收 20.24 亿元，均价为 3301 元/吨，同比+5.5%。19H1，公司推出瓶装旋盖原浆、易拉盖 1997 珠江纯生、铝制瓶装产品等高端产品，进一步改善产品结构。

➤ 土地出让款金额确定，老厂区开发更进一步

2019H1，老厂区开发方案更为明朗，目前总部厂区原占地面积 24.3 万平方米，其中北面沿江 6.91 万平方米由企业自主改造，其他约 17.4 万平方米由政府收储。按照目前计划，公司需补缴土地出让款约 18.10 亿元，补缴后该土地性质转变为文化设施用地，兼容商业设施用地、商务设施用地。建筑总面积约为 25.99 万平方米（含地下建筑面积 4.75 万平方米），估算约合每平米补缴土地出让金 7665 元（地下建筑面积按 50% 估算，确切金额以公司公告为准）。土地出让金额确定后，公司将加快推进“珠江-琶醍啤酒文化创意艺术园区改造升级项目”，未来该项目收益将长期利好公司业绩表现。

推荐

维持评级

当前价格：

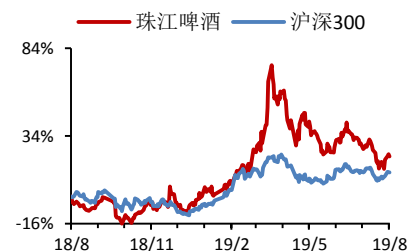
5.82

交易数据

2019-8-21

近 12 个月最高/最低	8.28/4.05
总股本 (百万股)	2213.33
流通股本 (百万股)	1360.32
流通股比例 (%)	61%
总市值 (亿元)	128.82
流通市值 (亿元)	79.17

该股与沪深 300 走势比较



资料来源：wind，民生证券研究院

分析师：于杰

执业证号：S0100519010004
 电话：010-85127513
 邮箱：yujie@mszq.com

研究助理：熊航

执业证号：S0100118080028
 电话：0755-22662056
 邮箱：xionghang@mszq.com

相关研究

三、盈利预测与投资建议

预计 19-21 年公司实现营业收入 43.02/46.46/50.41 亿元,同比+6.5%/+8%/+8.5%;
预计 19-21 年公司归母净利润为 4.00/4.38/4.78 亿元,同比+9.2%/+9.6%/+9.1%,按照
最新股本对应 EPS 为 0.18/0.20/0.22 元,目前股价对应 PE 为 32/29/27 倍。目前啤酒
板块整体估值为 54 倍,公司估值水平低于行业平均,考虑公司产品结构仍有改善空
间,老厂区地块利用加速,公司成长性良好。维持“推荐”评级。

四、风险提示:

产品高端化受阻,毛利率明显下滑,财务状况恶化,食品安全问题等。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	4,039	4,302	4,646	5,041
增长率(%)	7.3%	6.5%	8.0%	8.5%
归属母公司股东净利润(百万元)	366	400	438	478
增长率(%)	97.7%	9.2%	9.6%	9.1%
每股收益(元)	0.17	0.18	0.20	0.22
PE(现价)	34.2	32.2	29.4	27.0
PB	1.6	1.5	1.5	1.5

资料来源:公司公告、民生证券研究院

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
营业总收入	4,039	4,302	4,646	5,041
营业成本	2,401	2,495	2,648	2,823
营业税金及附加	390	424	453	494
销售费用	704	721	768	814
管理费用	386	387	418	443
研发费用	74	65	70	66
EBIT	84	210	289	401
财务费用	(245)	(220)	(157)	(115)
资产减值损失	19	16	11	13
投资收益	0	0	0	0
营业利润	462	530	569	628
营业外收支	3	6	6	6
利润总额	465	537	574	634
所得税	86	111	112	127
净利润	379	426	462	506
归属于母公司净利润	366	400	438	478
EBITDA	350	481	589	727
资产负债表 (百万元)				
货币资金	3198	3195	3581	3720
应收账款及票据	19	63	45	62
预付款项	25	20	24	24
存货	501	706	561	831
其他流动资产	4103	4103	4103	4103
流动资产合计	7914	8132	8382	8767
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	3257	3657	4007	4357
无形资产	524	497	469	443
非流动资产合计	4279	4395	4449	4469
资产合计	12193	12526	12830	13236
短期借款	960	960	960	960
应付账款及票据	682	824	813	900
其他流动负债	0	0	0	0
流动负债合计	2748	2888	2974	3129
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	1179	1179	1179	1179
非流动负债合计	1179	1179	1179	1179
负债合计	3927	4067	4153	4308
股本	2213	2213	2213	2213
少数股东权益	46	72	96	124
股东权益合计	8266	8460	8677	8928
负债和股东权益合计	12193	12526	12830	13236

资料来源：公司公告、民生证券研究院

主要财务指标	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力				
营业收入增长率	7.3%	6.5%	8.0%	8.5%
EBIT 增长率	1625.8%	149.4%	37.6%	38.9%
净利润增长率	97.7%	9.2%	9.6%	9.1%
盈利能力				
毛利率	40.6%	42.0%	43.0%	44.0%
净利润率	9.1%	9.3%	9.4%	9.5%
总资产收益率 ROA	3.0%	3.2%	3.4%	3.6%
净资产收益率 ROE	4.5%	4.8%	5.1%	5.4%
偿债能力				
流动比率	2.9	2.8	2.8	2.8
速动比率	2.7	2.6	2.6	2.5
现金比率	1.2	1.1	1.2	1.2
资产负债率	0.3	0.3	0.3	0.3
经营效率				
应收账款周转天数	4.2	7.9	6.0	6.9
存货周转天数	80.5	85.9	83.2	84.5
总资产周转率	0.3	0.3	0.4	0.4
每股指标 (元)				
每股收益	0.2	0.2	0.2	0.2
每股净资产	3.7	3.8	3.9	4.0
每股经营现金流	0.2	0.3	0.4	0.3
每股股利	0.1	0.1	0.1	0.1
估值分析				
PE	34.2	32.2	29.4	27.0
PB	1.6	1.5	1.5	1.5
EV/EBITDA	25.1	19.5	15.6	12.8
股息收益率	1.7%	1.8%	1.9%	2.0%
现金流量表 (百万元)				
净利润	379	426	462	506
折旧和摊销	285	287	311	338
营运资金变动	68	(96)	212	(104)
经营活动现金流	430	610	980	735
资本开支	89	380	350	340
投资	1,653	0	0	0
投资活动现金流	1,842	(380)	(350)	(340)
股权募资	0	0	0	0
债务募资	679	0	0	0
筹资活动现金流	549	(232)	(244)	(256)
现金净流量	2,820	(3)	386	139

分析师与研究助理简介

于杰，北京大学经济学学士、硕士。2011年进入证券行业，现于民生证券研究院负责食品饮料、农业方向研究。

熊航，食品饮料行业研究助理。江西财经大学金融学博士，曾任职于上市公司计划财务部、全国性股份制商业银行战略规划部。2018年加入民生证券。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅 15% 以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅 5%~15% 之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅 -5%~5% 之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅 5% 以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅 5% 以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅 -5%~5% 之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅 5% 以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（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。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。