

公司研究/季报点评

2017年04月29日

食品饮料/饮料制造 II

投资评级：买入（维持评级）

当前价格(元): 22.43
合理价格区间(元): 28.7~29.5

贺琪 执业证书编号: S0570515050002
研究员 0755-22660839
heqi@htsc.com

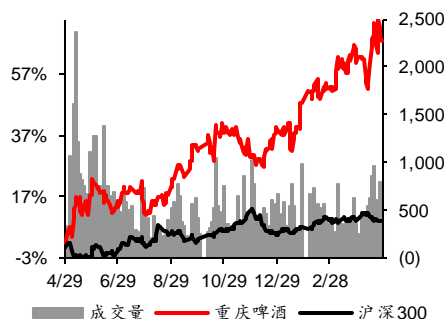
王楠 执业证书编号: S0570516040004
研究员 010-63211166
wangnan2@htsc.com

李晴 021-28972093
联系人 liqing3@htsc.com

相关研究

- 1《重庆啤酒(600132,买入): 产品结构升级, 毛利率持续上升》2017.04
- 2《重庆啤酒(600132,买入): 扭亏为盈, 轻装上阵》2017.01
- 3《重庆啤酒(600132): 大额资产减值步入尾声, 利润快速增长》2016.10

股价走势图



资料来源: Wind

有业绩的大白马, Q1 喜迎开门红

重庆啤酒(600132)

17年 Q1 营业收入 7.36 亿元, +0.33%; 归母净利润 4800 万元, +90.97%
重庆啤酒发布 2017 年一季报, 实现营业收入 7.36 亿元, 同比增加 0.33%, 收入端超预期; 实现归母净利润 4800 万元, 同比增加 90.97%, 利润增长符合我们此前的预期。报告期内, 公司实现啤酒销量 20.72 万千升, 比上年同期的 21.97 万千升下降了 6%, 根据估算, 不考虑关厂影响公司 Q1 销量实现正增长, 超出市场预期, 也是造成收入端超预期的主要原因之一。

吨酒价格环比继续提升, 毛利率同比提升 1.6 个百分点

一季度公司吨酒价格再创新高, 我们估计啤酒业务吨酒价格 Q1 已上升至 3400 元以上, 环比增加 5.5% 左右, 产品结构持续升级。一季度毛利率为 36.2%, 受到吨酒价格上升的影响, 毛利率同比提升 1.6 个百分点。2016 年公司重庆品牌销量占比从 2015 年的 46% 提升至 53%, 销量同比上涨 8.1%; 低端山城品牌则从 2015 年的占比 27% 下降至占比 17%, 销量同比下滑 42.1%, 我们预计 2017 年重庆品牌对山城的替代仍将持续。

17 年增长点仍是产品升级, 估计毛利率将继续上升

17 年公司的增长点仍是产品升级。Q1 开始公司加大对纯生以及特醇嘉士伯的推广力度。纯生产品去年增长 20% 以上, 反映出重庆国宾达到较高市占率以后, 高端人群对更高价啤酒需求开始显现。此外, 公司的战略全国化单品乐堡销量占比从 2015 年的 14% 提升至 2016 年的 19%, 2016 年乐堡销量同比提升 18.5%。目前乐堡彩盖已经推出, 4-5 月将推出乐堡新品“乐堡野”, 其他高端产品如 1128 年完整配方的高端格林堡修道院啤酒也将进一步拉升产品结构。

销售费用、管理费用率同比均有下降, 净利率提升明显

一季度销售费用率为 12.3%, 管理费用率为 7.9%, 分别同比下降 1.3 和 1.5 个百分点, 费用率下降对净利率提升贡献明显。一季度净利率达到 6.5%, 相比于去年同期提升 3.1 个百分点, 环比提升 0.9 个百分点。全年来看, 公司将继续推广高端产品, 预计 Q2-Q4 对高端产品的市场投入将加大, 费用绝对值可能有所上升, 费率预计将持平或略有下降。嘉士伯集团将继续践行“节源”策略, 管理费用率有望持续维持在低位。同时今年大规模关厂已经宣告结束, 资产减值将回归正常水平, Q1 资产减值为 530 万, 预计全年净利率水平将有明显提升。

盈利预测及估值

经计算, 预计公司 2017-2019 年 EPS 为 0.75、0.84 和 0.96 元, YOY 分别为 100%、13% 和 14%。可比公司 2017 年 PE 为 31 倍, 根据 17 年 30-31 倍 PE, 对应 109-112 亿市值。此外, 嘉士伯承诺将在 2017-2020 年完成在华资产的注入, 有望带来共计 2.2 亿的净利润。以 2017 年 28 倍 PE 计算, 该部分资产对应的市值可达 61.5 亿元。作为交易对价, 假设以 1 倍 PS 估算, 重啤将支付 31 亿元, 资产注入将增加 30.5 亿的市值, 公司市值区间在 139-143 亿, 因此上调目标价至 28.7-29.5 元, 维持“买入”评级。

风险提示: 食品安全问题, 资产注入进度不达预期。

公司基本资料

总股本(百万股)	483.97
流通 A 股(百万股)	483.97
52 周内股价区间(元)	13.53-23.35
总市值(百万元)	10,855
总资产(百万元)	3,494
每股净资产(元)	2.64

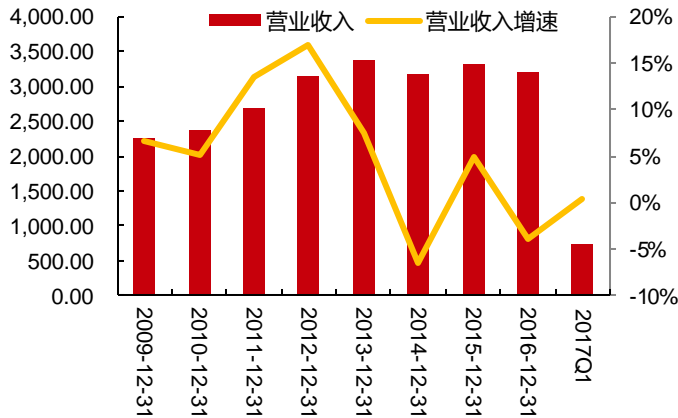
资料来源: 公司公告

经营预测指标与估值

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	3,324	3,196	3,105	3,137	3,200
+/-%	4.90	(3.85)	(2.86)	1.04	2.00
归属母公司净利润(百万元)	(65.68)	180.99	361.61	408.71	464.14
+/-%	(189.44)	375.57	99.79	13.03	13.56
EPS(元, 最新摊薄)	(0.14)	0.37	0.75	0.84	0.96
PE(倍)	(165.28)	59.98	30.02	26.56	23.39

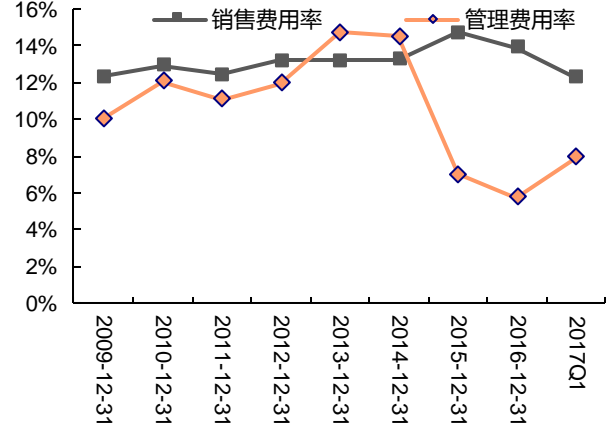
资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

图表1: 2009-2017Q1年重庆啤酒营业收入及增速(百万元)



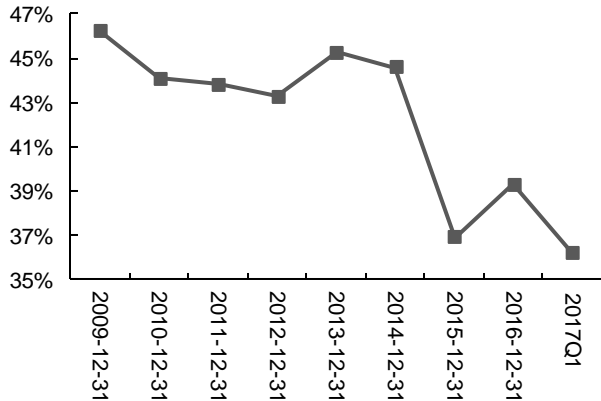
资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表2: 2009-2017Q1年重庆啤酒销售费用率管理费率



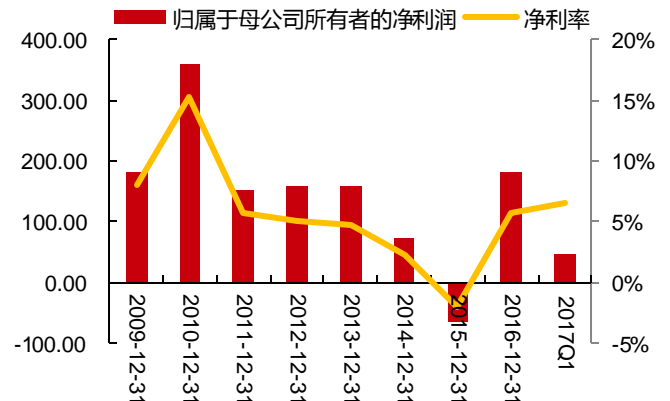
资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表3: 2009-2017Q1年重庆啤酒毛利率走势



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

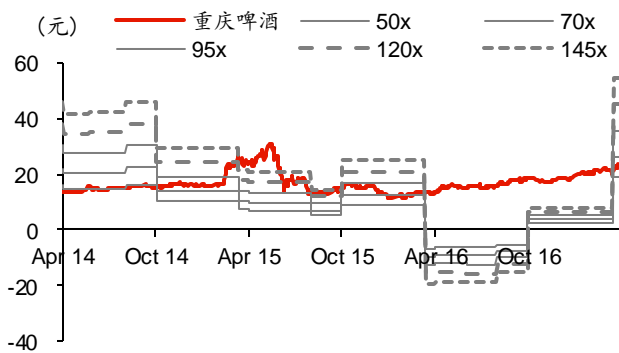
图表4: 2009-2017Q1年重庆啤酒归母净利润及净利率(百万元)



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

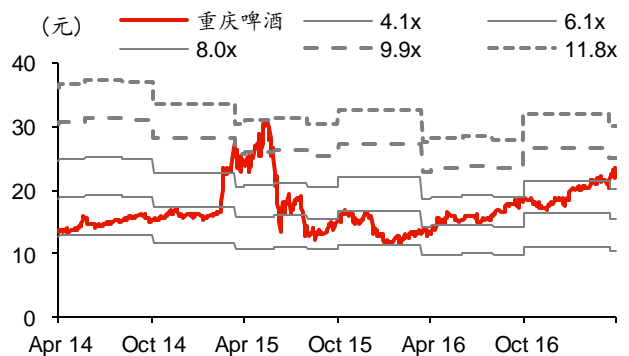
PE/PB - Bands

图表5: 重庆啤酒历史 PE-Bands



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表6: 重庆啤酒历史 PB-Bands



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

盈利预测

资产负债表

会计年度(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	1,438	1,332	2,620	3,066	3,591
现金	219.01	267.84	1,430	1,892	2,415
应收账款	59.95	51.24	50.54	48.65	50.30
其他应收账款	22.92	42.69	23.33	26.21	28.99
预付账款	9.96	15.40	19.36	16.49	14.72
存货	1,075	825.98	1,022	996.67	993.92
其他流动资产	52.10	129.03	75.92	85.47	87.89
非流动资产	2,283	2,033	1,609	1,422	1,228
长期投资	238.89	305.10	0.00	0.00	0.00
固定资产投资	1,479	1,115	1,036	893.31	749.81
无形资产	462.98	363.81	343.80	295.38	242.64
其他非流动资产	101.78	249.98	228.41	232.96	235.83
资产总计	3,721	3,366	4,229	4,487	4,819
流动负债	2,182	1,521	2,215	2,109	2,040
短期借款	629.97	6.56	758.33	656.89	560.97
应付账款	293.53	345.85	241.86	250.22	271.20
其他流动负债	1,259	1,169	1,215	1,202	1,208
非流动负债	319.96	601.99	466.92	486.93	497.01
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	319.96	601.99	466.92	486.93	497.01
负债合计	2,502	2,123	2,682	2,596	2,537
少数股东权益	77.76	12.33	(44.77)	(109.30)	(182.59)
股本	483.97	483.97	483.97	483.97	483.97
资本公积	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
留存公积	667.15	751.13	1,108	1,516	1,980
归属母公司股	1,141	1,230	1,592	2,000	2,465
负债和股东权益	3,721	3,366	4,229	4,487	4,819

现金流量表

会计年度(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金	448.31	569.43	(33.51)	504.74	484.10
净利润	(153.55)	139.94	304.51	344.18	390.85
折旧摊销	210.05	176.14	153.53	153.88	154.13
财务费用	43.61	26.00	(6.57)	(15.90)	(43.67)
投资损失	(43.09)	(81.91)	(47.26)	(51.34)	(53.68)
营运资金变动	65.20	95.00	(301.03)	58.30	21.57
其他经营现金	326.10	214.26	(136.70)	15.63	14.91
投资活动现金	(100.88)	(71.41)	395.36	76.65	89.35
资本支出	128.92	165.04	0.00	0.00	0.00
长期投资	36.97	57.23	(305.10)	0.00	0.00
其他投资现金	65.01	150.86	90.26	76.65	89.35
筹资活动现金	(252.88)	(449.19)	799.83	(118.79)	(50.60)
短期借款	(123.15)	(623.41)	751.77	(101.43)	(95.92)
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
普通股增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(129.73)	174.22	48.07	(17.36)	45.33
现金净增加额	94.55	48.83	1,162	462.60	522.85

利润表

会计年度(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	3,324	3,196	3,105	3,137	3,200
营业成本	2,096	1,940	1,822	1,826	1,850
营业税金及附加	273.28	269.74	263.16	264.20	270.16
营业费用	489.87	445.55	463.86	457.19	466.88
管理费用	232.66	183.63	178.38	180.24	183.85
财务费用	43.61	26.00	(6.57)	(15.90)	(43.67)
资产减值损失	345.10	226.75	50.00	40.00	30.00
公允价值变动收益	0.12	0.11	0.10	0.11	0.10
投资净收益	43.09	81.91	47.26	51.34	53.68
营业利润	(114.02)	186.59	380.97	436.77	495.95
营业外收入	15.87	15.41	22.36	19.19	17.00
营业外支出	12.42	45.22	22.69	25.74	24.38
利润总额	(110.57)	156.77	380.64	430.22	488.56
所得税	42.98	16.83	76.13	86.04	97.71
净利润	(153.55)	139.94	304.51	344.18	390.85
少数股东损益	(87.87)	(41.05)	(57.10)	(64.53)	(73.28)
归属母公司净利润	(65.68)	180.99	361.61	408.71	464.14
EBITDA	139.63	388.73	527.94	574.75	606.41
EPS(元)	(0.14)	0.37	0.75	0.84	0.96

主要财务比率

会计年度(%)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力					
营业收入	4.90	(3.85)	(2.86)	1.04	2.00
营业利润	(497.22)	263.64	104.18	14.65	13.55
归属母公司净利润	(189.44)	375.57	99.79	13.03	13.56
获利能力(%)					
毛利率	36.92	39.31	41.31	41.79	42.17
净利率	(1.98)	5.66	11.65	13.03	14.51
ROE	(5.75)	14.72	22.72	20.43	18.83
ROIC	(6.19)	19.48	24.85	35.28	49.67
偿债能力					
资产负债率(%)	67.24	63.09	63.42	57.85	52.64
净负债比率(%)	25.18	0.31	29.82	25.62	22.50
流动比率	0.66	0.88	1.18	1.45	1.76
速动比率	0.02	0.16	0.59	0.84	1.13
营运能力					
总资产周转率	0.87	0.90	0.82	0.72	0.69
应收账款周转率	60.18	52.02	54.91	57.34	58.59
应付账款周转率	7.66	6.07	6.20	7.42	7.10
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	(0.14)	0.37	0.75	0.84	0.96
每股经营现金流(最新摊薄)	0.93	1.18	(0.07)	1.04	1.00
每股净资产(最新摊薄)	2.36	2.54	3.29	4.13	5.09
估值比率					
PE(倍)	(165.28)	59.98	30.02	26.56	23.39
PB(倍)	9.51	8.83	6.82	5.43	4.40
EV_EBITDA(倍)	72.81	26.15	19.26	17.69	16.77

资料来源:公司公告,华泰证券研究所预测

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：Z23032000。全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：AOK809

©版权所有 2017 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20% 以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在 -5%~5% 之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20% 以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 24 层/邮政编码：518048

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层

邮政编码：100032

电话：86 1063211166/传真：86 1063211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com