

2017年04月14日

重庆啤酒 (600132.SH)

扭亏为盈，迈向新征程

■事件一，公司公布年报，2016年实现营业收入31.96亿元，同比下降3.85%，归属于上市公司股东的净利润1.81亿元，扭亏为盈，同比增长375.57%，综合毛利率39.36%，同比提升1.85pct，对应基本每股收益0.37元。其中第四季度实现营业收入5.07亿元，同比下降2.5%，归属于上市公司股东的净利润-0.82亿元，亏损额同比缩小65.3%。事件二，现金分红，公司公布现金分红方案，每10股派发现金股利8元（含税），分红率约4%，为近年最高。事件三，公司董事杨国睿因工作变动原因辞职。

■2016业绩基本符合预期，净利润较此前预告1.9亿减少1千万，仍是资产减值损失影响。与公司预告相比，净利润减少1千万，仍是四季度计提资产减值的影响。公司第四季度对持续亏损工厂计提减值准备7795万元，全年共计提减值2.3亿元，略超出此前预期。基于公司经营情况良好判断，我们仍维持2017年减值约3000万预测不变。

■产品升级稳步进行，吨酒价格快速提升，毛利率快速回复。2016年吨酒价格3270元，同比增长5.5%，略超预期，主要原因是低端产品销量占比迅速下降，整体产品结构提升较快。2016年下半年不再有关厂相关会计处理，因此三、四季度单季毛利率回复较快，分别同比提升4.1、7.3pct，超出预期。

■2017经营展望：销量有下滑压力，依靠中高端放量 and 毛利率进一步回复带动业绩增长。公司保守计划2017年实现销量85万千升，较2016年95万千升减少10万千升，预计其中约5万千升为关厂带来的客观减量，约2-3万来自公司继续主动削减低端产品。作为对销量减少的对冲因素，预计2017年毛利率确定性回复较大，并期待中高端产品放量符合预期，大概率仍能带动公司实际业绩10%以上增长。另外继续关注嘉士伯外部资产注入进展。

■投资建议：我们维持此前的盈利预测不变，预计公司2017年-2019年的收入增速分别为-0.7%、5.9%、6.0%，净利润增速分别为115.0%、20.3%、13.6%；维持买入-A的投资评级，6个月目标价为25.00元，相当于2017年31倍的动态市盈率。

■风险提示：产品升级可能放缓，资产注入增厚不达预期。

(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入	3,323.7	3,195.9	3,172.5	3,360.3	3,561.9
净利润	-65.7	181.0	389.2	468.3	532.0
每股收益(元)	-0.14	0.37	0.80	0.97	1.10
每股净资产(元)	2.36	2.54	3.40	4.86	6.16

盈利和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
市盈率(倍)	-151.4	54.9	25.5	21.2	18.7
市净率(倍)	8.7	8.1	6.0	4.2	3.3
净利润率	-2.0%	5.7%	12.3%	13.9%	14.9%
净资产收益率	-5.8%	14.7%	23.7%	19.9%	17.8%
股息收益率	1.0%	0.0%	-0.2%	-2.4%	-1.0%
ROIC	-4.9%	12.6%	58.2%	34.0%	97.1%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

公司快报

证券研究报告

啤酒

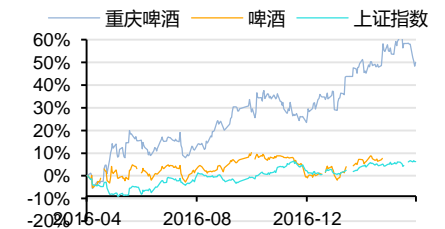
投资评级 买入-A
维持评级

6个月目标价：25.00元
股价(2017-04-13) 20.54元

交易数据

总市值(百万元)	9,940.77
流通市值(百万元)	9,940.77
总股本(百万股)	483.97
流通股本(百万股)	
12个月价格区间	13.10/22.21元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-4.5	10.87	44.24
绝对收益	-3.3	16.11	51.06

苏斌 分析师

SAC 执业证书编号：S1450515040001
sucheng@essence.com.cn
021-35082778

吕睿竞 报告联系人
lvrij@essence.com.cn

相关报告

重庆啤酒：主战略不改，继续看好	2017-02-22
重庆啤酒：精耕西部，啤酒“次逻辑”最佳标的	2017-02-08

1. 年报概览

事件一，公司公布年报，2016 年实现营业收入 31.96 亿元，同比下降 3.85%，归属于上市公司股东的净利润 1.81 亿元，扭亏为盈，同比增长 375.57%，综合毛利率 39.36%，同比提升 1.85pct，对应基本每股收益 0.37 元。其中第四季度实现营业收入 5.07 亿元，同比下降 2.5%，归属于上市公司股东的净利润-0.82 亿元，亏损额同比缩小 65.3%。

事件二，公司公布现金分红方案，每 10 股派发现金股利 8 元（含税），分红率约 4%，为近年来最高。2015 年公司每 10 股派发现金股利 2 元，分红率约 2%；2014 年公司每 10 股派发现金股利 2 元，分红率约 1%。公司目前经营状况良好，银行贷款显著减少，同时除了宜宾工厂搬迁外资本开支较少，因此分红率较高。

事件三，公司董事杨国睿因工作变动原因辞职。杨国睿为公司丹麦籍董事，是 2013 年嘉士伯入主重啤后较早进入重啤参与管理的元老人物，主要负责公司与嘉士伯之间的经营整合。目前公司经营已步入正轨，公司与嘉士伯保持一致战略的情况不会改变。

2. 2016 年业绩基本符合预期，净利润较业绩预告 1.9 亿减少 1 千万，仍是资产减值影响

公司全年计提资产减值 2.3 亿元，超出此前预期 2.0 亿元，主要差异是四季度对持续亏损工厂计提减值准备 7795 万元，超出此前 5000 万预期。

另外，公司第四季度费用率显著下降，节省较多成本，对冲了部分减值超预期的金额，最后全年实现归属于母公司股东的净利润 1.8 亿，较业绩预告减少 1 千万。

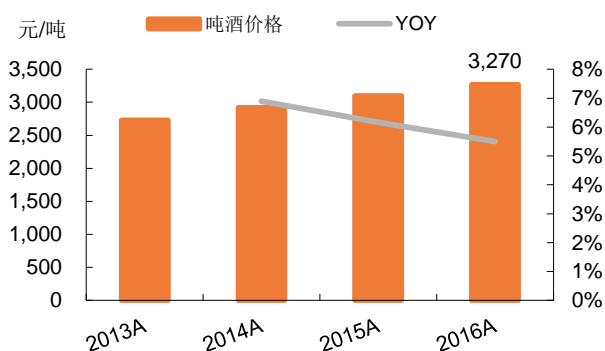
2016 年减值仍是一次性费用，不影响我们对公司的整体判断。2017 年公司没有关厂计划，主要减值仍来自玻璃瓶和包装物减值，我们仍维持 2017 年减值 2000-3000 万元预测不变。

1. 产品结构快速提升，吨酒价格持续快速上升

公司吨酒价格持续快速上升，2016 年达到 3270 元/吨，同比增长 5.5%，略高于此前预期。吨酒价格主要来自两方面原因，1) 产品结构提升，中高端产品仍保持较快增速，其中国宾销量增速约 7%，纯生增速约 25%；2) 低端品削减较快。

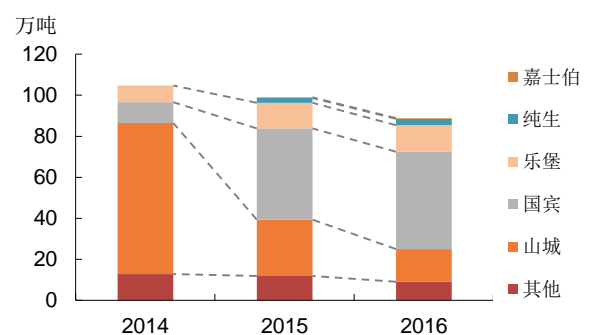
2016 年山城啤酒销量约 16 万吨，同比下降 42%；重庆国宾销量约 48 万吨，同比增长 7%；乐堡（不考虑委托加工）销量约 13 万吨，同比增长 4%；嘉士伯（不考虑委托加工）销量约 0.3 万吨；其他类啤酒销量约 9 万吨，同比下降 24%。

图 1：吨酒价格持续快速上涨



资料来源：安信证券研究中心

图 2：产品结构提升（不含委托加工）：低端品缩减迅速

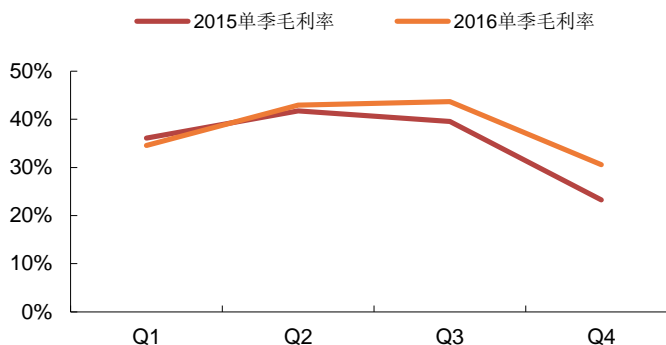


资料来源：安信证券研究中心

2. 关厂影响渐弱，毛利率快速回复

公司 2016 年上半年完成关厂相关会计处理，此后不再有关厂造成的遣散费用，因此毛利率恢复较快。第三、四季度毛利率分别为 43.7%、30.6%，同比 2015 年第三、四季度提升 4.1pct、7.3pct，毛利率回复超出此前预期。

图 3：关厂结束后，毛利率快速回复



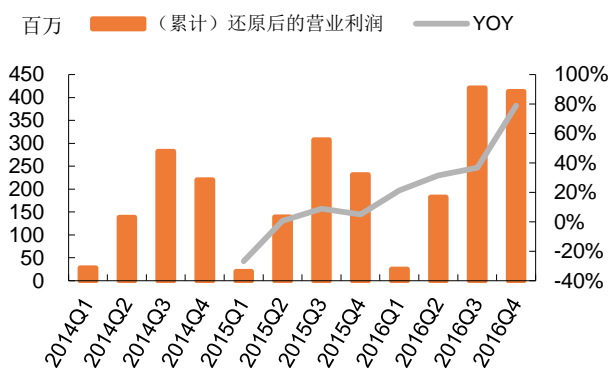
资料来源：安信证券研究中心

3. 实际盈利能力稳步提升

以不含资产减值损失的营业利润为标准，公司 2016 年“实际”营业利润 4.13 亿，同比增长 78.9%；将资产减值损失按 15% 税率扣除后，加回归母净利润，可得公司 2016 年“实际”净利润 3.74 亿，同比增长 64.2%。

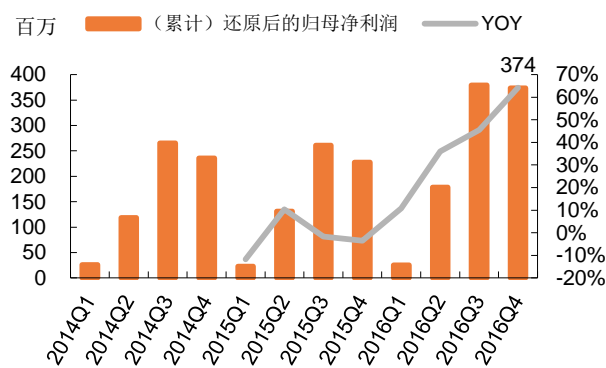
公司经营性活动产生的净现金流 5.69 亿，同比增长 27%，现金流持续强劲。

图 4：不含减值损失的营业利润



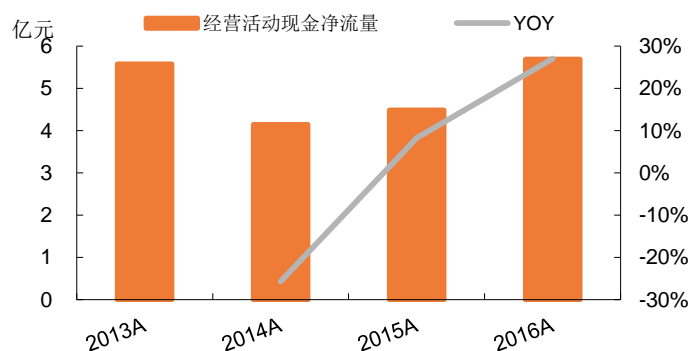
资料来源：安信证券研究中心

图 5：资产减值损失按 15% 税率还原后的归母净利润



资料来源：安信证券研究中心

图 6：经营性净现金流强劲



资料来源：安信证券研究中心

3. 2017 展望：销量预计略下滑，将靠中高端放量和毛利率进一步回复带动业绩增长。

1) 销量有下滑压力，被动减少 5%-10%

公司保守计划 2017 年实现销量 85 万千升，较 2016 年 95 万千升减少 10 万千升，预计其中约 5 万千升为关厂带来的客观减量（如大梁山公司 2016 年关停，但 1-8 月销量仍计入 2016 年销量中，2017 年这部分销量缺失造成总销量客观减少），另有一小部分来自公司继续主动削减低端产品。

我们认为公司销量由于关停工厂的销量不再计入公司，客观上销量确有下滑压力。但实际市场表现有望超出公司保守计划。

2) 预计吨酒价格仍将高速增长

由于 2017 年低端产品继续减量，高端产品持续推广放量，客观上造成低端产品占比继续减小、高端产品占比继续提升，可预见 2017 年吨酒价格仍将保持较高速增长。

3) 毛利率确定性回复有望超预期，期待中高端产品放量

作为对销量减少的对冲因素，预计 2017 年毛利率确定性回复较大。此前预计毛利率将有确定性回复空间 2% 左右，从 2016 年 3、4 季度情况看，关厂结束后，单季毛利率分别回升 4.1pct、7.3pct，远超此前 2% 预期，我们认为 2017 年毛利率回复有望继续超预期。

另外，期待中高端产品放量。公司 2017 将推出乐堡新品，同时，对 10 元以上产品将加大市场费用投放力度。旺季渐近，从 10 元产品 2016 年的超预期增速看，中高端产品和新品的快速增长值得期待。

综上，对收入端的影响，在吨酒价格保持 6% 左右增速情况下，收入增速空间预计为 (-2.5%，1.5%)；对利润端的影响，虽然销量下滑，但毛利率确定性回复有望超预期，叠加中高端产品放量带动产品结构进一步提升，我们认为公司实际业绩大概率能实现 10% 以上增长。

另外，我们将继续关注嘉士伯资产注入进展。

我们预计公司 2017-2019 年净利润为 3.9/4.7/5.3 亿元，对应 EPS 为 0.80/0.98/1.10 元，维持目标价 25 元不变，对应 2017 年 30 倍 PE，维持“买入-A”评级。

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E	(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	3,323.7	3,195.9	3,172.5	3,360.3	3,561.9	成长性					
减:营业成本	2,096.5	1,939.7	1,798.8	1,895.2	1,976.8	营业收入增长率	4.9%	-3.8%	-0.7%	5.9%	6.0%
营业税费	273.3	269.7	266.5	282.3	299.2	营业利润增长率	-497.2%	-263.6%	171.6%	13.0%	11.8%
销售费用	489.9	445.6	447.4	473.8	502.2	净利润增长率	-189.4%	-375.6%	115.0%	20.3%	13.6%
管理费用	232.7	183.6	184.0	201.6	213.7	EBITDA 增长率	-56.9%	178.5%	92.5%	10.1%	9.8%
财务费用	43.6	26.0	29.0	25.0	25.0	EBIT 增长率	-171.7%	-401.9%	152.0%	11.5%	11.3%
资产减值损失	345.1	226.7	30.0	10.0	5.0	NOPLAT 增长率	-20.9%	-294.1%	140.0%	11.5%	11.3%
加:公允价值变动收益	0.1	0.1	-	-	-	投资资本增长率	-23.9%	-48.1%	91.0%	-61.0%	94.3%
投资和汇兑收益	43.1	81.9	90.0	100.0	100.0	净资产增长率	-14.1%	1.9%	37.7%	43.0%	26.9%
营业利润	-114.0	186.6	506.8	572.4	639.9	利润率					
加:营业外净收支	3.5	-29.8	14.0	11.7	15.9	毛利率	36.9%	39.3%	43.3%	43.6%	44.5%
利润总额	-110.6	156.8	520.8	584.1	655.8	营业利润率	-3.4%	5.8%	16.0%	17.0%	18.0%
减:所得税	43.0	16.8	78.1	87.6	98.4	净利润率	-2.0%	5.7%	12.3%	13.9%	14.9%
净利润	-65.7	181.0	389.2	468.3	532.0	EBITDA/营业收入	4.2%	12.2%	23.6%	24.5%	25.4%
						EBIT/营业收入	-2.1%	6.7%	16.9%	17.8%	18.7%
资产负债表						运营效率					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E	固定资产周转天数	175	146	124	110	95
货币资金	219.0	267.8	475.9	2,711.8	2,810.6	流动营业资本周转天数	-31	-52	-28	-35	-36
交易性金融资产	38.1	100.2	46.1	61.5	69.3	流动资产周转天数	152	156	180	297	404
应收账款	82.9	93.9	62.3	107.6	76.6	应收帐款周转天数	8	10	9	9	9
应收票据	2.0	-	5.9	1.7	2.4	存货周转天数	121	107	116	108	106
预付帐款	10.0	15.4	12.6	12.4	15.2	总资产周转天数	414	399	405	498	583
存货	1,074.5	826.0	1,221.3	789.7	1,305.1	投资资本周转天数	189	129	129	111	87
其他流动资产	12.0	28.8	14.8	18.5	20.7	投资回报率					
可供出售金融资产	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	ROE	-5.8%	14.7%	23.7%	19.9%	17.8%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	-4.1%	4.2%	11.8%	9.0%	9.3%
长期股权投资	238.9	305.1	305.1	305.1	305.1	ROIC	-4.9%	12.6%	58.2%	34.0%	97.1%
投资性房地产	-	-	-	-	-	费用率					
固定资产	1,479.1	1,114.6	1,063.0	986.1	888.3	销售费用率	14.7%	13.9%	14.1%	14.1%	14.1%
在建工程	15.9	151.6	113.1	86.2	67.3	管理费用率	7.0%	5.7%	5.8%	6.0%	6.0%
无形资产	463.0	363.8	361.5	358.8	355.7	财务费用率	1.3%	0.8%	0.9%	0.7%	0.7%
其他非流动资产	84.9	97.4	83.0	88.3	89.5	三费/营业收入	23.1%	20.5%	20.8%	20.8%	20.8%
资产总额	3,721.2	3,365.7	3,765.5	5,528.7	6,006.8	偿债能力					
短期债务	630.0	6.6	313.8	1,000.0	1,000.0	资产负债率	67.2%	63.1%	54.6%	55.8%	48.4%
应付帐款	1,317.5	1,316.3	1,022.2	1,420.9	1,179.9	负债权益比	205.2%	170.9%	120.2%	126.1%	93.7%
应付票据	-	-	2.3	0.4	0.7	流动比率	0.66	0.88	1.17	1.40	1.78
其他流动负债	234.6	198.5	231.9	218.7	239.4	速动比率	0.17	0.33	0.39	1.10	1.24
长期借款	-	-	75.9	-	-	利息保障倍数	-1.61	8.18	18.47	23.90	26.60
其他非流动负债	320.0	602.0	409.2	443.7	485.0	分红指标					
负债总额	2,502.1	2,123.4	2,055.2	3,083.8	2,905.0	DPS(元)	0.20	-	-0.04	-0.49	-0.21
少数股东权益	77.8	12.3	65.8	94.0	119.4	分红比率	-147.4%	0.0%	-5.2%	-50.9%	-18.7%
股本	484.0	484.0	484.0	484.0	484.0	股息收益率	1.0%	0.0%	-0.2%	-2.4%	-1.0%
留存收益	667.2	751.1	1,160.5	1,867.0	2,498.4						
股东权益	1,219.1	1,242.3	1,710.3	2,444.9	3,101.7						

现金流量表

现金流量表						业绩和估值指标					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E		2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	-153.6	139.9	389.2	468.3	532.0	EPS(元)	-0.14	0.37	0.80	0.97	1.10
加:折旧和摊销	210.0	176.1	212.4	226.5	239.7	BVPS(元)	2.36	2.54	3.40	4.86	6.16
资产减值准备	345.1	226.7	-	-	-	PE(X)	-151.4	54.9	25.5	21.2	18.7
公允价值变动损失	-0.1	-0.1	-	-	-	PB(X)	8.7	8.1	6.0	4.2	3.3
财务费用	32.9	20.7	29.0	25.0	25.0	P/FCF	34.9	35.3	163.9	5.0	-582.2
投资损失	-43.1	-81.9	-90.0	-100.0	-100.0	P/S	3.0	3.1	3.1	3.0	2.8
少数股东损益	-87.9	-41.0	53.5	28.2	25.4	EV/EBITDA	58.1	21.8	13.1	9.9	8.9
营运资金的变动	43.1	338.8	-789.6	799.8	-669.9	CAGR(%)	-247.9%	58.5%	-341.3%	-247.9%	58.5%
经营活动产生现金流量	448.3	569.4	-195.5	1,447.8	52.2	PEG	0.6	0.9	-0.1	-0.1	0.3
投资活动产生现金流量	-100.9	-71.4	24.1	-35.4	-27.8	ROIC/WACC	-0.5	1.2	5.6	3.3	9.4
融资活动产生现金流量	-252.9	-449.2	379.4	823.5	74.4	REP	-11.2	8.9	1.2	4.3	0.8

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

- A — 正常风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B — 较高风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

■ 分析师声明

苏铖声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。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“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	葛娇妤	021-35082701	gejy@essence.com.cn
	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	许敏	021-35082953	xumin@essence.com.cn
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
北京联系人	原晨	010-83321361	yuanchen@essence.com.cn
	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
	王秋实	010-83321351	wangqs@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	周蓉	010-83321367	zhourong@essence.com.cn
深圳联系人	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址：深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编：518026

上海市

地址：上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编：200080

北京市

地址：北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编：100034