

2017年07月19日

重庆啤酒 (600132.SH)

## 继续推进主业聚焦，剥离原料业务

■事件：公司18日晚间发布公告，①公司向自然人卫雨庆先生转让子公司甘肃金山啤酒原料有限公司60%股权及享有的人民币453.77万元债权；②公司原董事萧伟健先生辞职，提名罗磊先生(Ronald Arthur Lawrence)为第八届董事候选人。以上转让子公司及董事变动提案均已获股东大会审议通过。

■专注啤酒主业，开源节流完善报表盈利。自2013年嘉士伯要约收购进而获60%控股大股东地位后，公司管理机制发生了巨大变化，大股东(即嘉士伯)主导下逐步清理公司非啤业务，2015年出售子公司重庆佳辰生物工程有限公司、2017年一季度注销子公司真正超市有限责任公司。公司专注啤酒主业的战略体现在两个方面，一方面逐步剥离非啤业务，另一方面对啤酒业务进行整理提升，包括关停亏损工厂、提升现存工厂盈利等。此次公司转让的子公司金山原料公司连续两年亏损，自2016年5月起即处于停产状态。本次出售子公司股权及债权对归属于母公司净利润影响非常小，约-95万元；同时可为公司带来净现金流入约1394万元；未来每年节省510万元留置费用。

■股东话语权强，公司从战略到执行(人事、销售、财务)与嘉士伯保持高度一致。此次董事变动中，辞任董事萧伟健2010年始加入嘉士伯，任亚洲区总监，此次辞任重啤董事、调任丹麦总部；新提名董事罗磊系嘉士伯亚洲区财务总监，于2013-2016年度曾任重啤董事。公司管理层仍以嘉士伯系高管为主，预计公司战略及执行仍将与嘉士伯高度一致。基于2017-2018嘉士伯的战略拐点，公司战略由此前收缩(关厂提效)转向扩张，未来表现值得期待。

■年内关注公司毛利率回升和新市场销量表现，未来新市场扩张或成公司新看点。2017年公司毛利率都有1.5%左右的客观回升空间，另外公司将推动产品升级、促进毛利率提升。销量方面受2016年关厂影响面临一定压力，未来销量增长可能来源于新市场扩张。我们认为关厂的客观减量今年即可见底，但新市场扩张伊始，未来销量增长空间广阔。因此公司未来的整体销量规模后续可能需要重新评估。

■投资建议：暂维持盈利预测不变，预计公司2017年-2019年的收入增速分别为1.5%、5.3%、4.0%，净利润增速分别为129.9%、20.6%、27.9%，分别对应EPS为0.86、1.04、1.33元，6个月目标价为26.7元，相当于2017年31倍的动态市盈率。

■风险提示：产品升级及销量扩张不达预期，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	3,245.0	3,417.7	3,622.8
净利润	-65.7	181.0	416.1	502.1	641.9
每股收益(元)	-0.14	0.37	0.86	1.04	1.33
每股净资产(元)	2.36	2.54	3.46	5.02	6.60
盈利和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
市盈率(倍)	-166.4	60.4	26.3	21.8	17.0
市净率(倍)	9.6	8.9	6.5	4.5	3.4
净利润率	-2.0%	5.7%	12.8%	14.7%	17.7%
净资产收益率	-5.8%	14.7%	24.9%	20.7%	20.1%
股息收益率	0.9%	0.0%	-0.2%	-2.3%	-1.1%
ROIC	-4.9%	12.6%	50.2%	32.6%	105.1%

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

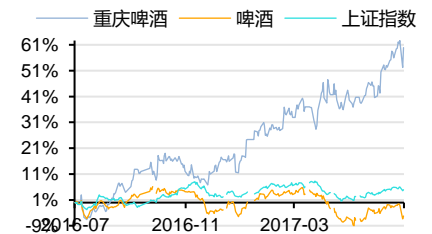
投资评级 **增持-A**  
调低评级

6个月目标价：**26.7元**  
股价(2017-07-18) **24.47元**

### 交易数据

总市值(百万元)	11,842.78
流通市值(百万元)	11,842.78
总股本(百万股)	483.97
流通股本(百万股)	483.97
12个月价格区间	14.78/24.89元

### 股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	11.68	12.66	45.97
绝对收益	13.74	12.37	50.7

### 相关报告

重庆啤酒：毛利率如期回升，费用控制出色，期待旺季中高端产品表现/苏铖	2017-04-28
重庆啤酒：扭亏为盈，迈向新征程/苏铖	2017-04-14
重庆啤酒：主战略不改，继续看好/苏铖	2017-02-22
重庆啤酒：精耕西部，啤酒“次逻辑”最佳标的/苏铖	2017-02-08

## 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	3,245.0	3,417.7	3,622.8	成长性					
减:营业成本	2,096.5	1,939.7	1,921.2	1,992.7	2,010.7	营业收入增长率	4.9%	-3.8%	1.5%	5.3%	6.0%
营业税费	273.3	269.7	272.6	280.3	297.1	营业利润增长率	-497.2%	-263.6%	135.6%	23.0%	28.0%
销售费用	489.9	445.6	470.5	461.4	489.1	净利润增长率	-189.4%	-375.6%	129.9%	20.6%	27.9%
管理费用	232.7	183.6	178.5	188.0	199.3	EBITDA 增长率	-56.9%	178.5%	73.6%	17.4%	20.8%
财务费用	43.6	26.0	22.7	25.0	25.0	EBIT 增长率	-171.7%	-401.9%	117.4%	22.3%	26.8%
资产减值损失	345.1	226.7	30.0	20.0	10.0	NOPLAT 增长率	-20.9%	-294.1%	107.0%	22.3%	26.8%
加:公允价值变动收益	0.1	0.1	-	-	-	投资资本增长率	-23.9%	-48.1%	88.5%	-60.7%	94.2%
投资和汇兑收益	43.1	81.9	90.0	90.0	100.0	净资产增长率	-14.1%	1.9%	32.4%	43.6%	30.1%
营业利润	-114.0	186.6	439.5	540.4	691.7	利润率					
加:营业外净收支	3.5	-29.8	3.0	3.0	3.0	毛利率	36.9%	39.3%	40.8%	41.7%	44.5%
利润总额	-110.6	156.8	442.5	543.4	694.7	营业利润率	-3.4%	5.8%	13.5%	15.8%	19.1%
减:所得税	43.0	16.8	66.4	81.5	104.2	净利润率	-2.0%	5.7%	12.8%	14.7%	17.7%
净利润	-65.7	181.0	416.1	502.1	641.9	EBITDA/营业收入	4.2%	12.2%	20.8%	23.2%	26.4%
						EBIT/营业收入	-2.1%	6.7%	14.2%	16.5%	19.8%
						运营效率					
						固定资产周转天数	175	146	121	108	93
						流动资产周转天数	-31	-52	-28	-35	-36
						流动营业资本周转天数	152	156	185	294	394
						流动资产周转天数	8	10	9	9	9
						应收账款周转天数	121	107	121	111	106
						存货周转天数	414	399	404	492	570
						总资产周转天数	189	129	125	108	85
						投资资本周转天数					
						投资回报率					
						ROE	-5.8%	14.7%	24.9%	20.7%	20.1%
						ROA	-4.1%	4.2%	9.6%	8.5%	9.7%
						ROIC	-4.9%	12.6%	50.2%	32.6%	105.1%
						费用率					
						销售费用率	14.7%	13.9%	14.5%	13.5%	13.5%
						管理费用率	7.0%	5.7%	5.5%	5.5%	5.5%
						财务费用率	1.3%	0.8%	0.7%	0.7%	0.7%
						三费/营业收入	23.1%	20.5%	20.7%	19.7%	19.7%
						偿债能力					
						资产负债率	67.2%	63.1%	58.0%	56.3%	49.3%
						负债权益比	205.2%	170.9%	138.4%	129.1%	97.2%
						流动比率	0.66	0.88	1.12	1.38	1.74
						速动比率	0.17	0.33	0.36	1.09	1.19
						利息保障倍数	-1.61	8.18	20.36	22.62	28.67
						分红指标					
						DPS(元)	0.20	-	-0.04	-0.53	-0.25
						分红比率	-147.4%	0.0%	-5.2%	-50.9%	-18.7%
						股息收益率	0.9%	0.0%	-0.2%	-2.3%	-1.1%

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	416.1	502.1	641.9	EPS(元)	-0.14	0.37	0.86	1.04	1.33
加:折旧和摊销	210.0	176.1	212.4	226.5	239.7	BVPS(元)	2.36	2.54	3.46	5.02	6.60
资产减值准备	345.1	226.7	-	-	-	PE(X)	-166.4	60.4	26.3	21.8	17.0
公允价值变动损失	-0.1	-0.1	-	-	-	PB(X)	9.6	8.9	6.5	4.5	3.4
财务费用	32.9	20.7	22.7	25.0	25.0	P/FCF	38.4	38.9	66.8	5.6	113.8
投资损失	-43.1	-81.9	-90.0	-90.0	-100.0	P/S	3.3	3.4	3.4	3.2	3.0
少数股东损益	-87.9	-41.0	-40.0	-40.2	-51.4	EV/EBITDA	58.1	21.8	15.9	11.5	9.3
营运资金的变动	43.1	338.8	-770.7	783.7	-666.7	CAGR(%)	-244.4%	61.6%	-328.6%	-244.4%	61.6%
经营活动产生现金流量	448.3	569.4	-249.4	1,407.0	88.6	PEG	0.7	1.0	-0.1	-0.1	0.3
投资活动产生现金流量	-100.9	-71.4	24.1	-45.4	-27.8	ROIC/WACC	-0.5	1.2	4.9	3.2	10.2
融资活动产生现金流量	-252.9	-449.2	444.2	783.6	94.9	REP	-11.2	8.9	1.5	5.0	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

葛娇娇

021-35082701

gejy@essence.com.cn

朱贤

021-35082852

zhuxian@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