

重庆啤酒 (600132.SH)

啤酒行业

评级：增持 维持评级

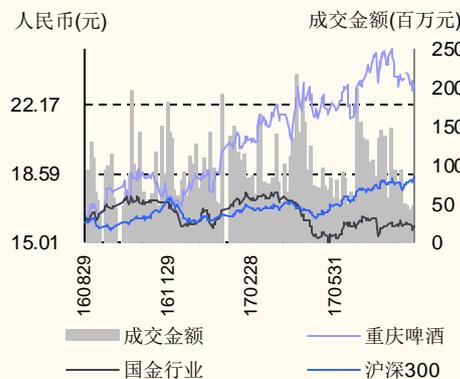
公司点评

市场价格 (人民币): 23.23 元
 目标价格 (人民币): 29.00-29.00 元

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	483.97
总市值(百万元)	11,242.65
年内股价最高最低(元)	25.09/16.04
沪深 300 指数	3795.75
上证指数	3331.52



相关报告

1. 《高端战略逐步落实，未来盈利持续向好-重庆啤酒公司深度研究》，2017.8.3

于杰 分析师 SAC 执业编号: S1130516070001
yujie@gjzq.com.cn

岳思铭 分析师 SAC 执业编号: S1130516080006
yuesiming@gjzq.com.cn

申晟 联系人
(8621)60230204
shensheng@gjzq.com.cn

结构升级兑现，利润提升显著

公司基本情况(人民币)

项目	2015	2016	2017E	2018E	2019E
摊薄每股收益(元)	-0.136	0.374	0.693	0.893	1.082
每股净资产(元)	2.36	2.54	2.43	2.53	2.81
每股经营性现金流(元)	0.93	1.18	0.01	1.27	1.48
市盈率(倍)	-117.83	49.34	33.52	26.02	21.46
行业优化市盈率(倍)	22.71	22.71	22.71	22.71	22.71
净利润增长率(%)	-189.44%	-375.57%	85.30%	28.85%	21.23%
净资产收益率(%)	-5.75%	14.72%	28.47%	35.33%	38.53%
总股本(百万股)	483.97	483.97	483.97	483.97	483.97

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简述:

■ 公司发布 2017 半年报，本期公司录得营业收入 15.90 亿元，同比下滑 2.82% (其中 Q1+0.33%，Q2-5.38%)。归属上市公司股东净利润 1.62 亿元，同比增加 64.55%；折合 EPS0.33 元/股，符合我们此前预期。

经营分析:

■ **产品结构升级继续推进:** 本期公司实现营收 15.90 亿元，同比微幅下降 2.82%，Q2 下滑 5.38%。虽然公司在旺季未能延续增长，但我们认为这是公司产品结构调整的结果。虽然未披露分产品结构数据，但从毛利率大幅上升可以印证这一点。本期公司毛利率继续提升至 40.06%，同比提升 0.85 个百分点 (其中 Q1 为 36.17%，Q2 为 43.42%)，这在包装材料成本同比大幅提升的情况下显得更加难得。此外，公司本期推出了特醇嘉士伯、乐堡野等新品，均获得市场认可，助力公司产品结构提升。

■ **费用下降明显，利润增长显著:** 费用端，公司本期销售费用为 2.09 亿元，同比下滑 8.07%，销售费用率为 13.12% (-0.75ppt)，费用率整体仍处于下降通道当中，而销售费用降幅大于收入，可见公司销售费用的使用效率在提升。其中，广告促销及人员费用下降是导致销售费用下滑的主要原因。公司也承认销售产品的量降低，不再需要更大量的促销人员去推动，这是产品结构上移带来的另一方面收益。管理费用本期下滑 13.16% 至 0.93 亿元，其中工资薪酬折旧费及停产费用下滑明显，这主要归因于公司关停部分工厂。因贷款减少，本期公司财务费用 1091 万元，同比下降 24.70%。值得强调的是，本期公司资产减值损失也如预期大幅减少 68.80% 至 2931 万元，其中因关厂导致的固定资产资产计提的资产减值已降至 2.9 万元。综上，因毛利率提升且三费降幅大于营收加资产减值的减少，本期公司净利率大幅提升至 10.82%，创 2010 年以来新高。

■ **嘉士伯中国资产注入承诺值得期待:** 嘉士伯在对公司要约收购时承诺将公司作为嘉士伯中国资产整合平台。2017 年正式进入资产整合的窗口期，嘉士伯中国区资产梳理工作也已基本完成。除重啤外中国区产能超过 180 万吨，约为当前重啤产能的 1.5 倍，如果成功推进整合，将发挥有效的协同效应，利于公司发展。

盈利预测&估值:

■ 预计 17~19 年公司实现营业收入 32.48/34.64/37.56 亿元，同比增长

1.6%/6.7%/8.4%；实现归属上市公司股东净利润 3.35/4.32/5.24 亿元，同比增长 85.30%/28.85%/21.23%，折合 EPS 为 0.69/0.89/1.08 元，对应 PE 为 34X/26X/21X。考虑到公司自身产品结构提升超预期的可能以及潜在的集团资产整合预期，维持“增持”评级。

风险提示：

- 产品结构升级受阻，区域市场拓展不及预期，极端天气影响。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E		2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营业务收入	3,169	3,324	3,196	3,248	3,464	3,756	货币资金	124	219	268	800	800	800
增长率	4.9%	-3.8%	1.6%	6.7%	8.4%	8.4%	应收款项	74	85	94	84	91	104
主营业务成本	-1,755	-2,096	-1,940	-1,902	-1,984	-2,110	存货	1,159	1,075	826	1,082	1,053	1,118
%销售收入	55.4%	63.1%	60.7%	58.6%	57.3%	56.2%	其他流动资产	17	60	144	115	115	117
毛利	1,413	1,227	1,256	1,346	1,480	1,646	流动资产	1,374	1,438	1,332	2,081	2,059	2,139
%销售收入	44.6%	36.9%	39.3%	41.4%	42.7%	43.8%	%总资产	35.0%	38.7%	39.6%	56.7%	60.2%	61.3%
营业税金及附加	-288	-273	-270	-279	-292	-319	长期投资	199	240	306	307	306	306
%销售收入	9.1%	8.2%	8.4%	8.6%	8.4%	8.5%	固定资产	1,787	1,495	1,266	970	792	814
营业费用	-420	-490	-446	-454	-493	-528	%总资产	45.5%	40.2%	37.6%	26.4%	23.1%	23.3%
%销售收入	13.3%	14.7%	13.9%	14.0%	14.2%	14.0%	无形资产	499	464	365	309	263	228
管理费用	-460	-233	-184	-295	-252	-277	非流动资产	2,551	2,283	2,033	1,588	1,364	1,350
%销售收入	14.5%	7.0%	5.7%	9.1%	7.3%	7.4%	%总资产	65.0%	61.3%	60.4%	43.3%	39.8%	38.7%
息税前利润 (EBIT)	245	231	357	318	444	523	资产总计	3,925	3,721	3,366	3,669	3,423	3,488
%销售收入	7.7%	7.0%	11.2%	9.8%	12.8%	13.9%	短期借款	753	630	7	1,077	785	569
财务费用	-69	-44	-26	-25	-45	-28	应付款项	1,317	1,432	1,403	1,342	1,404	1,511
%销售收入	2.2%	1.3%	0.8%	0.8%	1.3%	0.7%	其他流动负债	130	120	111	120	119	206
资产减值损失	-191	-345	-227	-61	-50	-40	流动负债	2,200	2,182	1,521	2,538	2,308	2,287
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	0	0	0	0	0	1
投资收益	45	43	82	57	61	66	其他长期负债	306	320	602	19	26	38
%税前利润	179.0%	-39.0%	52.2%	19.3%	14.7%	12.7%	负债	2,506	2,502	2,123	2,557	2,334	2,326
营业利润	29	-114	187	290	410	521	普通股股东权益	1,277	1,141	1,230	1,178	1,223	1,360
%营业利润率	0.9%	n.a	5.8%	8.9%	11.8%	13.9%	少数股东权益	142	78	12	-66	-135	-197
营业外收支	-4	3	-30	3	3	3	负债股东权益合计	3,925	3,721	3,366	3,669	3,423	3,488
税前利润	25	-111	157	293	413	524	比率分析						
利润率	0.8%	n.a	4.9%	9.0%	11.9%	14.0%		2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
所得税	-57	-43	-17	-35	-50	-63	每股指标						
所得税率	225.9%	n.a	10.7%	12.0%	12.0%	12.0%	每股收益	0.152	-0.136	0.374	0.693	0.893	1.082
净利润	-32	-154	140	257	363	461	每股净资产	2.638	2.358	2.541	2.434	2.527	2.810
少数股东损益	-105	-88	-41	-78	-69	-63	每股经营现金净流	0.856	0.926	1.176	0.009	1.272	1.481
归属于母公司的净利润	73	-66	181	335	432	524	每股股利	0.190	0.200	0.800	0.800	0.800	0.800
净利率	2.3%	n.a	5.7%	10.3%	12.5%	13.9%	回报率						
							净资产收益率	5.75%	-5.75%	14.72%	28.47%	35.33%	38.53%
现金流量表 (人民币百万元)							总资产收益率	1.87%	-1.76%	5.38%	9.14%	12.63%	15.02%
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E	投入资本收益率	-14.14%	17.38%	25.54%	12.78%	20.85%	26.55%
净利润	-32	-154	140	257	363	461	增长率						
少数股东损益	-105	-88	-41	-78	-69	-63	主营业务收入增长率	-6.44%	4.90%	-3.85%	1.62%	6.67%	8.41%
非现金支出	417	555	403	193	164	154	EBIT增长率	-9.09%	-5.39%	54.36%	-11.01%	39.58%	17.79%
非经营收益	26	-18	-68	38	-2	-25	净利润增长率	-53.74%	-189.44%	-375.6%	85.30%	28.85%	21.23%
营运资金变动	2	65	95	-484	91	127	总资产增长率	-9.52%	-5.20%	-9.55%	9.02%	-6.73%	1.93%
经营活动现金净流	414	448	569	4	616	717	资产管理能力						
资本开支	-83	-69	-159	194	64	-137	应收账款周转天数	5.1	5.5	6.3	5.7	5.8	6.0
投资	1	-37	85	-1	0	0	存货周转天数	249.9	194.4	178.8	207.7	193.7	193.4
其他	2	5	3	57	61	66	应付账款周转天数	43.7	47.7	60.2	50.5	52.8	54.5
投资活动现金净流	-79	-101	-71	249	125	-71	固定资产周转天数	201.3	162.4	127.3	88.5	61.1	55.6
股权募资	0	0	0	0	0	0	偿债能力						
债权募资	-383	-123	-623	701	-292	-215	净负债/股东权益	44.30%	30.58%	-29.10%	15.85%	-10.62%	-28.41%
其他	-163	-130	174	-423	-448	-432	EBIT利息保障倍数	3.5	5.3	13.7	13.0	10.0	18.7
筹资活动现金净流	-547	-253	-449	278	-740	-646	资产负债率	63.85%	67.24%	63.09%	69.68%	68.20%	66.67%
现金净流量	-212	94	49	532	0	0							

资料来源:公司公告,国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	1	3	3	4
增持	0	0	2	2	2
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	1.00	1.40	1.40	1.33

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2017-08-03	增持	24.68	29.00~29.00

来源：国金证券研究所



长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明:

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

本报告仅限中国大陆地区使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路1088号

紫竹国际大厦7楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街3号4层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道4001号

时代金融中心7BD