

宜宾新厂投产，坚定扩张信心

■事件：11月28日，重庆啤酒宜宾公司新厂正式投产。宜宾公司同属于嘉士伯集团成员，嘉士伯集团（全球）执行副总裁、嘉士伯中国区 CEO 即重啤股份董事长、重啤股份总经理等高管出席仪式。

■2017~2018年起，嘉士伯集团进入新的“扬帆22”5年战略期，中国作为其全球布局中最重要的板块之一，承担重要的发展、扩张任务。嘉士伯在中国区包括重啤在内的其他业务单元，在产品升级基础上，将陆续推进区域扩张。

■新厂产能大幅提升并具备高端产品生产能力，辐射四川地区，助力区域扩张。宜宾新厂设计年产能30万千升，系2015年确定的老厂技改搬迁项目，总投资3.8亿元，本次投产系一期项目，已完成设计产能20万千升，较老厂12万千升设计产能有较大提升，并且具备高端产品乐堡、嘉士伯的酿造能力。重啤股份今年以来在四川地区实施大城市战略，谋求区域扩张；宜宾新厂隶属重庆啤酒股份有限公司的控股子公司嘉酿，未来将成为公司在川南地区重要生产基地。

■重啤股份基本面优秀，区域扩张和高端化具备实力基础，积极关注发展变化。

(1)通过推进大城市战略，四川地区销量2017年前三季度实现双位数增长，2018年随着扩张继续推进、新厂产能到位，大概率将保持快速增长；(2)产品高端化方面，不仅由国际品牌带动，同时积极鼓励本地品牌的自身创新带动升级。本地品牌高端产品重庆纯生2016年增速超20%，2017年前三季度继续保持快速增长，预计明年仍将是公司重点推广产品。

■2017年12月后正式进入承诺窗口期，考虑到重啤股份在嘉士伯集团中的重要战略地位，看好重啤在啤酒高端化和嘉士伯中国区业务整合背景下的投资机会。据欧睿统计，嘉士伯在中国市占率约5%，其中重啤约占2.3%；但嘉士伯在中高端市场市占率近20%且仍保持快速增长。近年中国啤酒行业高端化趋势显著，我们认为在此背景下，率先完成产能瘦身和财务优化获得先发优势的嘉士伯和重庆啤酒，在高端化方面已经取得初步成就，凭借强势品牌组合和区域扩张战略推进，具备成为未来高端市场中坚力量的实力。

■投资建议：维持盈利预测不变，预计公司2017年-2019年的收入增速分别为0.5%、8.0%、15.0%，净利润增速分别为76.7%、31.3%、25.5%，分别对应EPS为0.66、0.87、1.09元。给予买入-A评级，维持6个月目标价23.5元，相当于2017年36倍、2018年27倍动态市盈率。

■风险提示：产品升级受益不达预期、区域扩张受阻、承诺兑现不达预期。

(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入	3,323.7	3,195.9	3,211.9	3,468.9	3,989.2
净利润	-65.7	181.0	319.6	420.1	527.3
每股收益(元)	-0.14	0.37	0.66	0.87	1.09
每股净资产(元)	2.36	2.54	2.78	3.26	3.17
盈利和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
市盈率(倍)	-139.3	50.6	28.6	21.8	17.4
市净率(倍)	8.0	7.4	6.8	5.8	6.0
净利率	-2.0%	5.7%	10.0%	12.1%	13.2%
净资产收益率	-5.8%	14.7%	23.8%	26.6%	34.3%
股息收益率	1.1%	4.2%	2.3%	2.0%	6.2%
ROIC	-4.9%	12.6%	47.6%	32.2%	103.5%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

投资评级 **买入-A**
调高评级

6个月目标价：**23.5元**
股价(2017-11-29) **18.91元**

交易数据

总市值(百万元)	9,151.90
流通市值(百万元)	9,151.90
总股本(百万股)	483.97
流通股本(百万股)	483.97
12个月价格区间	16.90/25.09元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-7.19	-17.3	11.24
绝对收益	-8.74	-18.07	12.91

苏铖 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：收入略超预期，结构提升、区域扩张确定性高，长期看好不改/苏铖	2017-10-29
重庆啤酒：继续推进主业聚焦，剥离原料业务/苏铖	2017-07-19
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

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	3,211.9	3,468.9	3,989.2	成长性					
减:营业成本	2,096.5	1,939.7	1,904.7	2,011.9	2,233.9	营业收入增长率	4.9%	-3.8%	0.5%	8.0%	15.0%
营业税费	273.3	269.7	269.8	284.4	327.1	营业利润增长率	-497.2%	-263.6%	117.2%	30.3%	27.1%
销售费用	489.9	445.6	468.9	506.5	582.4	净利润增长率	-189.4%	-375.6%	76.6%	31.4%	25.5%
管理费用	232.7	183.6	160.6	163.0	199.5	EBITDA 增长率	-56.9%	178.5%	64.8%	21.7%	20.1%
财务费用	43.6	26.0	22.7	25.0	25.0	EBIT 增长率	-171.7%	-401.9%	101.3%	29.2%	25.9%
资产减值损失	345.1	226.7	40.0	20.0	10.0	NOPLAT 增长率	-20.9%	-294.1%	96.2%	27.7%	24.4%
加:公允价值变动收益	0.1	0.1	-	-	-	投资资本增长率	-23.9%	-48.1%	88.9%	-61.3%	88.0%
投资和汇兑收益	43.1	81.9	60.0	70.0	60.0	净资产增长率	-14.1%	1.9%	12.0%	19.5%	0.2%
营业利润	-114.0	186.6	405.2	528.0	671.2	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%	40.7%	42.0%	44.0%
利润总额	-110.6	156.8	408.2	531.0	674.2	营业利润率	-3.4%	5.8%	12.6%	15.2%	16.8%
减:所得税	43.0	16.8	53.1	74.3	101.1	净利润率	-2.0%	5.7%	10.0%	12.1%	13.2%
净利润	-65.7	181.0	319.6	420.1	527.3	EBITDA/营业收入	4.2%	12.2%	19.9%	22.5%	23.5%
						EBIT/营业收入	-2.1%	6.7%	13.3%	15.9%	17.5%
资产负债表						运营效率					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E	固定资产周转天数	175	146	122	106	85
货币资金	219.0	267.8	481.8	1,939.4	1,430.4	流动资产周转天数	-31	-52	-28	-35	-35
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	185	255	277
应收账款	82.9	93.9	64.2	111.2	95.1	应收账款周转天数	8	10	9	9	9
应收票据	2.0	-	5.9	1.8	2.9	存货周转天数	121	107	121	111	107
预付账款	10.0	15.4	14.3	12.3	18.8	总资产周转天数	414	399	407	449	437
存货	1,074.5	826.0	1,341.8	793.1	1,574.2	投资资本周转天数	189	129	127	106	74
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%	23.8%	26.6%	34.3%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	-4.1%	4.2%	9.1%	9.6%	11.7%
长期股权投资	238.9	305.1	305.1	305.1	305.1	ROIC	-4.9%	12.6%	47.6%	32.2%	103.5%
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%	14.6%	14.6%	14.6%
在建工程	15.9	151.6	113.1	86.2	67.3	管理费用率	7.0%	5.7%	5.0%	4.7%	5.0%
无形资产	463.0	363.8	361.5	358.8	355.7	财务费用率	1.3%	0.8%	0.7%	0.7%	0.6%
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%	20.3%	20.0%	20.2%
资产总额	3,721.2	3,365.7	3,895.5	4,763.2	4,918.3	偿债能力					
短期债务	630.0	6.6	605.9	1,000.0	1,000.0	资产负债率	67.2%	63.1%	64.3%	65.1%	66.1%
应付账款	1,317.5	1,316.3	1,159.8	1,433.8	1,505.3	负债权益比	205.2%	170.9%	180.0%	186.6%	195.3%
应付票据	-	-	2.4	0.4	0.8	流动比率	0.66	0.88	0.98	1.11	1.16
其他流动负债	234.6	198.5	234.4	223.1	261.9	速动比率	0.17	0.33	0.31	0.81	0.59
长期借款	-	-	92.6	-	-	利息保障倍数	-1.61	8.18	18.85	22.12	27.85
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	2,504.3	3,101.1	3,253.0	DPS(元)	0.20	0.80	0.44	0.38	1.18
少数股东权益	77.8	12.3	47.8	84.4	130.2	分红比率	-147.4%	213.9%	66.1%	44.2%	108.1%
股本	484.0	484.0	484.0	484.0	484.0	股息收益率	1.1%	4.2%	2.3%	2.0%	6.2%
留存收益	667.2	751.1	859.4	1,093.8	1,051.1						
股东权益	1,219.1	1,242.3	1,391.2	1,662.1	1,665.3						

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	319.6	420.1	527.3	EPS(元)	-0.14	0.37	0.66	0.87	1.09
加:折旧和摊销	210.0	176.1	212.4	226.5	239.7	BVPS(元)	2.36	2.54	2.78	3.26	3.17
资产减值准备	345.1	226.7	-	-	-	PE(X)	-139.3	50.6	28.6	21.8	17.4
公允价值变动损失	-0.1	-0.1	-	-	-	PB(X)	8.0	7.4	6.8	5.8	6.0
财务费用	32.9	20.7	22.7	25.0	25.0	P/FCF	32.1	32.5	29.0	5.6	380.5
投资损失	-43.1	-81.9	-60.0	-70.0	-60.0	P/S	2.8	2.9	2.8	2.6	2.3
少数股东损益	-87.9	-41.0	35.5	36.5	45.8	EV/EBITDA	58.1	21.8	14.5	10.5	9.3
营运资金的变动	43.1	338.8	-773.5	794.1	-624.0	CAGR(%)	-243.8%	60.0%	-324.2%	-243.8%	60.0%
经营活动产生现金流量	448.3	569.4	-243.2	1,432.2	153.8	PEG	0.6	0.8	-0.1	-0.1	0.3
投资活动产生现金流量	-100.9	-71.4	-5.9	-65.4	-67.8	ROIC/WACC	-0.5	1.2	4.7	3.2	10.2
融资活动产生现金流量	-252.9	-449.2	463.1	90.7	-594.9	REP	-11.1	8.7	1.3	4.5	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	
	章政	021-35082861	zhangzheng@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	
	刘恭懿	021-35082961	liugy@essence.com.cn	
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn	
	北京联系人	王秋实	010-83321351	wangqs@essence.com.cn
		田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
		李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
周蓉		010-83321367	zhourong@essence.com.cn	
温鹏		010-83321350	wenpeng@essence.com.cn	
深圳联系人	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn	
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn	
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn	
	巢莫雯			

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