

产品结构升级助力利润持续增长

——重庆啤酒（600132）2017 年报点评

2018 年 04 月 16 日

强烈推荐/维持

重庆啤酒

财报点评

刘畅	分析师	执业证书编号：S1480517120001
	liuchang_yjs@dxzq.net.cn	010-66554017
范垄基	分析师	执业证书编号：S1480517070001
	fanlj@dxzq.net.cn	010-66554025

事件：

2017 年公司营业收入 31.76 亿元，同比减少 0.64%，实现归属于母公司所有者的净利润 3.29 亿元，同比增长 82.03%，EPS 为 0.68 元，利润分配方案向全体股东每 10 股派发现金红利 8.00 元（含税）。

公司分季度财务指标

指标	2016Q2	2016Q3	2016Q4	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4
营业收入（百万元）	1636.25	2688.49	3195.92	736.42	1590.10	2686.97	3175.52
增长率（%）	-2.79%	-4.10%	-3.85%	0.33%	-2.82%	-0.06%	-0.64%
毛利率（%）	39.21%	40.96%	39.31%	36.17%	40.06%	40.48%	39.35%
期间费用率（%）	21.28%	20.33%	20.50%	20.65%	19.64%	19.92%	20.28%
营业利润率（%）	5.42%	10.57%	5.84%	8.18%	12.33%	13.69%	10.53%
净利润（百万元）	98.31	263.57	180.99	48.15	161.76	316.05	329.46
增长率（%）	19.49%	53.14%	375.57%	90.97%	64.55%	19.91%	82.03%
每股盈利（季度，元）	0.2	0.54	0.37	0.1	0.33	0.65	0.68
资产负债率（%）	68.52%	64.87%	63.09%	63.10%	70.98%	68.35%	66.77%
净资产收益率（%）	8.60%	20.15%	14.72%	3.77%	16.10%	27.27%	28.31%
总资产收益率（%）	2.51%	7.17%	3.95%	1.36%	4.98%	9.54%	9.49%

观点：

- 啤酒销量下滑速度减缓，归母净利润大幅增长。**2017 年度，公司实现啤酒销量 88.75 万千升，相比上年下降了 6%（不考虑关厂影响，本期上升约 1%）；2017 年度实现营业收入 31.76 亿元，同比下降了 0.64%；2017 年度实现归属于上市公司股东的净利润 3.29 亿元，同比增长了 82.03%。费用方面，销售费用较上年增长 4.41%，管理费用和财务费用分别较上年下降了 15.2% 和 10.98%。总体上看，公司的归母净利润较上年大幅增长，主要原因是重庆纯生产品销量大幅增长，四川区域销量止跌回升。虽然啤酒销量较上年依旧下降，但下降速度减缓，面对整个行业持续低迷的情况下，公司通过实施品牌高端化的战略，实现了利润的提升。另外，由于 2017 年公司继续关闭部分产能较差的工厂，减少部分人工费用和办公费用支出，并优化组织结构，所以管理费用下降较多，一定程度促进了利润率的提升。

- **中高端产品产销俱增，消费升级势头明显，倒逼产品升级。**2017年，公司主营产品中高档产品产销量俱增，以嘉士伯系列、乐堡纯生、重庆纯生为代表，销售收入同比增长8.42%；中档产品以乐堡及重庆国宾系列为代表销量略微下降，销售收入同比下降1.81%；低档产品销量下降21.43%，销售收入下降2.07%，下降幅度较大，包括重庆33和山城系列（不含山城1958）。公司近几年重点投资中高档产品，中高端产品销量结构占比提升。为了更好应对消费升级，减少低端产品的投放，逐步调整产品结构。未来公司将继续推动高端化战略，更好地适应市场行情变化。
- **重庆、四川、湖南三大地区营收增加，新厂投产加速产能投放。**公司的重点销售区域在重庆、四川和湖南三地，从区域销售情况看，2017年这三个区域本期销售收入较上年都有一定的增长，地区占比分别为重庆占77.42%、四川占比14.99%，湖南占比7.59%。受其他地区公司关停的影响，其他地区毛利率较去年减少21.6%，而这三个地区毛利率较为稳定，公司平均毛利率为38.86%，较上年仅下降0.5%。整体看来，西部市场仍是公司发展的重点区域，2017年年底，四川宜宾公司新厂建设及老厂搬迁已经完成并开始试生产，新厂一期设计产能将不低于20万千升，这将进一步加速公司在四川地区的产能投放。未来公司将继续巩固这三个地区的市场，同时推进大城市战略，继续进行高端化产品的推广。
- **继续推进“扬帆22”战略，打造更具吸引力的啤酒生产商。**2018年，公司计划实现啤酒产销量92.34万千升，实现税后净收入30.57亿元。在此目标下，公司将会推进嘉士伯集团“扬帆22”战略。2017年中国啤酒市场销量依然是处于小幅下滑，龙头企业却实现了利润上的增长，中高端产品的优势逐渐显现，消费升级的势头越来越明显。另外除了传统的直销和批发代理两种销售渠道外，线上销售模式也在迅速发展，产品销售渠道将会更加丰富。未来公司将会继续强化核心优势、定位实现增长、构建必赢文化，在市场策略，供应链管理，财务管理和人力资源管理板块优化经营战略，打造成为更专业、更具有吸引力的企业。

结论：

如果公司在产品结构优化、市场布局、渠道深耕进一步发力，公司利润率持续提升。预计公司2018-2020年归属上市公司的净利润分别为：4.06亿元、4.8亿元和5.69亿元，对应EPS分别为0.84元、0.97元和1.13元，给予公司2018年35倍估值，对应目标价29.4元。维持公司“强烈推荐”投资评级。

风险提示：成本上涨的风险、区域内竞争加剧

公司盈利预测表

资产负债表	单位:百万元					利润表	单位:百万元				
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
流动资产合计	1332	1607	1981	2439	2912	营业收入	3196	3176	3322	3591	3974
货币资金	268	689	1160	1566	1969	营业成本	1940	1926	1986	2111	2280
应收账款	51	27	36	39	44	营业税金及附加	270	265	266	284	312
其他应收款	43	42	44	47	52	营业费用	446	465	491	521	570
预付款项	15	18	20	23	26	管理费用	184	156	158	169	187
存货	826	631	680	723	781	财务费用	26	23	-9	-13	-17
其他流动资产	29	41	41	41	41	资产减值损失	226.75	67.98	50.00	60.00	70.00
非流动资产合计	2033	1900	1699	1507	1316	公允价值变动收益	0.11	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	305	132	132	132	132	投资净收益	81.91	73.19	70.00	80.00	70.00
固定资产	1115	1333	1193	1032	871	营业利润	187	334	450	539	642
无形资产	364	309	278	247	216	营业外收入	15.41	12.41	9.00	9.00	9.00
其他非流动资产	33	8	0	0	0	营业外支出	45.22	1.86	8.00	6.00	5.00
资产总计	3366	3506	3600	3866	4148	利润总额	157	345	451	542	646
流动负债合计	1521	1707	1750	1825	1867	所得税	17	19	45	62	78
短期借款	7	0	6	7	0	净利润	140	326	406	480	569
应付账款	346	503	544	618	667	少数股东损益	-41	-3	0	10	20
预收款项	87	76	76	76	76	归属母公司净利润	181	329	406	470	549
一年内到期的非流	0	0	0	0	0	EBITDA	739	815	632	717	817
非流动负债合计	602	634	291	291	291	EPS (元)	0.37	0.68	0.84	0.97	1.13
长期借款	0	0	0	0	0	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
负债合计	2123	2341	2041	2116	2159	成长能力					
少数股东权益	12	2	2	12	32	营业收入增长	-3.85%	-0.64%	4.60%	8.10%	10.67%
实收资本(或股本)	484	484	484	484	484	营业利润增长	-263.64	79.25%	34.52%	19.83%	19.15%
资本公积	0	0	0	0	0	归属于母公司净利润	23.17%	82.03%	23.17%	15.76%	16.82%
未分配利润	509	451	289	101	-118	获利能力					
归属母公司股东权	1230	1164	1340	1528	1747	毛利率(%)	39.31%	39.35%	40.22%	41.21%	42.63%
负债和所有者权	3366	3506	3606	3879	4161	净利率(%)	4.38%	10.27%	12.22%	13.36%	14.31%
现金流量表						总资产净利润(%)					
单位:百万元						ROE(%)					
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	14.72%	28.31%	30.29%	30.75%	31.41%	
经营活动现金流	569	820	547	660	723	偿债能力					
净利润	140	326	406	480	569	资产负债率(%)	63%	67%	57%	55%	52%
折旧摊销	526.23	457.59	0.00	191.60	191.60	流动比率	0.88	0.94	1.13	1.34	1.56
财务费用	26	23	-9	-13	-17	速动比率	0.33	0.57	0.74	0.94	1.14
应收账款减少	0	0	-10	-3	-4	营运能力					
预收帐款增加	0	0	0	0	0	总资产周转率	0.90	0.92	0.93	0.96	0.99
投资活动现金流	-71	6	162	20	0	应收账款周转率	57	81	105	95	96
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	应付账款周转率	10.00	7.48	6.35	6.18	6.18
长期股权投资减少	0	0	1	0	0	每股指标(元)					
投资收益	82	73	70	80	70	每股收益(最新摊薄)	0.37	0.68	0.84	0.97	1.13
筹资活动现金流	-449	-405	-238	-274	-319	每股净现金流(最新)	0.10	0.87	0.97	0.84	0.83
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊)	2.54	2.40	2.77	3.16	3.61
长期借款增加	0	0	0	0	0	估值比率					
普通股增加	0	0	0	0	0	P/E	63.65	34.63	28.09	24.26	20.77
资本公积增加	0	0	0	0	0	P/B	9.27	9.79	8.51	7.46	6.52
现金净增加额	49	421	471	406	404	EV/EBITDA	15.07	13.14	16.20	13.72	11.55

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

刘畅

东兴证券食品饮料首席分析师、新财富团队成员，拥有买方、卖方双重工作经验，曾就职于天风证券研究所，东方基金，泰达宏利基金。硕士取得英国杜伦大学金融一等学位，本科取得北京航空航天大学双学位。2017年11月加入东兴证券研究所，负责白酒、乳制品、调味品、健康食品研究工作。

范堃基

中国农业大学-加州大学伯克利分校联合培养农业经济管理专业博士。2015年加入东兴证券证券投资部从事股票研究员工作。2017年转入东兴证券研究所，负责食品饮料行业研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我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。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。