

**证券研究报告—动态报告**

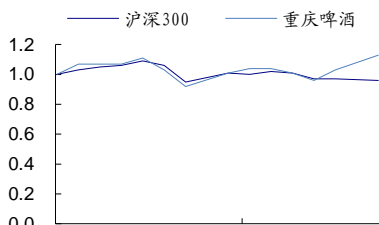
食品饮料

饮料

**重庆啤酒(600132)**
**买入**

点评报告

2018年04月16日

**一年该股与沪深300走势比较**

**股票数据**

总股本/流通(百万股)	484/484
总市值/流通(百万元)	11,398/11,398
上证综指/深圳成指	3,159/10,687
12个月最高/最低(元)	25.52/18.25

**财报点评**

## 产品升级持续，业绩稳增存利好

### ● 业绩符合预期，资产减值大幅下降，净利率提升

公司 2017 年实现营收 31.76 亿元，同降 0.64%；归母净利润 3.29 亿元，同增 82.03%，扣非后同增 67.89%，实现 EPS0.68 元，符合此前预告水平。Q4 收入 4.89 亿元，同降 3.72%；归母净利润 0.13 亿元，同增 116.2%。毛利率 39.35%，同比持平；销售费用率 14.7%同增 0.7pct，主因广宣费及促销费分别同增 21%和 23%；管理费用率 4.9%同降 0.8pct，此前通过关厂进行生产优化工作成效显著，资产运营效率明显提升。资产减值损失 6798 万元同减 70%，其中计提包装物 3387 万元，计提固定资产 2440 万元，两项影响归母净利润约 4043 万元，减值压力未来将逐渐减小。净利率 10.27%，同增 5.9pcts。经营活动现金流净额 8.2 亿元同增 44%。2018 年公司计划实现啤酒产销量 92.34 万千升同增 4%，实现税后净收入 30.57 亿元。

### ● 产品吨价持续提升，中高端表现更优

2017 总产量 75.57 万吨，同增 1.36%，实现啤酒销量 88.75 万千升，同降 6%（若不考虑关厂影响同增 1%），啤酒销售吨价 3474 元同增 6.2%，均价增速较前三年均价 CAGR5.5%加速，主因公司继续着力推动产品高端化，打造嘉士伯、乐堡、K1664、重庆纯生等高端产品持续增长，中高档及以上产品销量结构占比持续提升至 86%，高档酒收入 4.9 亿元，同增 8.4%，中档酒收入 21.6 亿元，同降 1.8%。嘉士伯/乐堡/重庆系列销量分别达 1.98 万/19.35 万/51.55 千升，同增 27.3%/10.4%/1.9%。针对盈利能力较弱的低档产品系列进行缩减和替换升级，低档销量 18.25 万千升同降 21.4%，但吨价 2352 元同增 25%，山城系列销量 12.31 万千升同减 22.72%。18 年计划推出多款 10 元以上新品，背靠嘉士伯新品储备丰富，未来产品价格体系有望进一步提升。

### ● 专注打造区域化啤酒品牌，委托加工量增影响区域毛利率

分区域看，重庆/四川/湖南实现收入 23.87/4.62/2.34 亿元，同增 3.21%/9.03%/6.71%；毛利率分别为 38.46%/41.69%/37.39%，同比变动 -2.05/+0.58/+2.37pcts。公司专注发展重庆、四川、湖南三地，打造区域化啤酒品牌力。重庆地区毛利率下降，预计受委托加工量增加影响，2017 年总共委托加工 10.73 万千升同增 84.7%，其中重庆和成都工厂分别加工啤酒 6.36 万/3.28 万千升，同增 123%/26%，且每升加工销售均价为 4.52 元/4.62 元，同减 6.8%/7.2%，预计 18 年委托加工量增减缓。此外调研显示，在前期其他啤酒企业陆续提价后，重庆地区啤酒价格也存在跟涨趋势，预计部分产品亦有望提价以覆盖成本压力，未来毛利率存改善空间。

### ● 稳健实践大城市战略，潜在资产注入利好

嘉士伯中国区在利润、销量上表现强劲，高端化推进迅速，公司高端化受益明显，为公司未来业绩注入信心。2017 年公司践行嘉士伯集团“大城市”战略，嘉士伯经营管理成效显著，未来战略有望持续推进，扩大城市覆盖面。另外随着 2017 年 12 月正式进入为期三年的嘉士伯资产注入承诺时间窗口，重啤有望获益嘉士伯中国区其他啤酒资产注入整合，避免来自同业竞争、代工比例提升等因素对企业盈利能力的约束，外资品牌强势加持，业绩有望再上台阶。

公司产品持续升级、管理提效拉动盈利能力不断上行，未来存外部资产潜在注入利好。预计 2018-2020 年 EPS 为 0.84/1.01/1.18 元，对应 PE 分别为 28/23/20 倍，维持“买入”评级。

**风险因素：**产品升级减速；资产注入不及预期；区域竞争加剧。

**证券分析师：陈梦瑶**

电话：18520127266

E-MAIL: chenmengyao@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编号：S0980517080001

**联系人：郭尉**

电话：15210587234

E-MAIL: guowei1@guosen.com.cn

**独立性声明：**

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

**盈利预测和财务指标**

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	3196	3176	3422	3658	3869
(+/-%)	-3.85%	-0.64%	7.77%	6.91%	5.76%
净利润(百万元)	181	329	406	491	571
(+/-%)	375.57%	82.03%	23.29%	20.88%	16.38%
摊薄每股收益(元)	0.37	0.68	0.84	1.01	1.18
EBIT Margin	5.4%	11.6%	13.4%	15.1%	16.7%
净资产收益率(ROE)	14.7%	28.3%	36.2%	45.7%	56.2%
市盈率(PE)	63.0	34.6	28.1	23.2	19.9
EV/EBITDA	31.9	20.3	23.4	18.9	16.3
市净率(PB)	9.3	9.8	10.1	10.6	11.2

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

## 附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2017	2018E	2019E	2020E		2017	2018E	2019E	2020E
现金及现金等价物	667	672	912	842	营业收入	3176	3422	3658	3869
应收款项	27	57	33	62	营业成本	1926	2043	2155	2251
存货净额	631	500	400	300	营业税金及附加	265	284	304	321
其他流动资产	100	107	109	115	销售费用	465	479	498	515
<b>流动资产合计</b>	<b>1426</b>	<b>1336</b>	<b>1454</b>	<b>1319</b>	管理费用	156	157	157	155
固定资产	1333	1317	1289	1271	财务费用	12	12	11	11
无形资产及其他	309	309	309	309	投资收益	51	0	0	0
投资性房地产	0	0	0	0	资产减值及公允价值变动	68	50	40	30
长期股权投资	132	132	132	132	其他收入	0	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>3230</b>	<b>3103</b>	<b>3192</b>	<b>3040</b>	营业利润	273	413	512	606
短期借款及交易性金融负债	0	0	0	0	营业外净收支	61	60	60	60
应付款项	503	397	552	440	<b>利润总额</b>	<b>356</b>	<b>473</b>	<b>572</b>	<b>666</b>
其他流动负债	1065	1089	1078	1100	所得税费用	19	71	86	100
<b>流动负债合计</b>	<b>1568</b>	<b>1486</b>	<b>1630</b>	<b>1540</b>	少数股东损益	(3)	(4)	(5)	(6)
长期借款及应付债券	0	0	0	0	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>329</b>	<b>406</b>	<b>491</b>	<b>571</b>
其他长期负债	291	291	291	291					
<b>长期负债合计</b>	<b>291</b>	<b>291</b>	<b>291</b>	<b>291</b>	现金流量表 (百万元)				
<b>负债合计</b>	<b>1860</b>	<b>1778</b>	<b>1921</b>	<b>1831</b>	净利润	329	406	491	571
少数股东权益	2	(2)	(7)	(13)	资产减值准备	68	50	40	30
股东权益	1165	1121	1067	1004	折旧摊销	162	2	3	3
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>3230</b>	<b>3103</b>	<b>3192</b>	<b>3040</b>	公允价值变动损失	0	0	0	0
					财务费用	12	12	11	11
关键财务与估值指标					营运资本变动	164	(119)	167	(126)
每股收益	0.68	0.84	1.01	1.18	其它	95	49	15	13
每股红利	0.80	0.92	1.12	1.30	<b>经营活动现金流</b>	<b>831</b>	<b>400</b>	<b>727</b>	<b>503</b>
每股净资产	2.40	2.32	2.22	2.10	资本开支	(210)	(15)	(15)	(15)
ROIC	34%	64%	87%	262%	其它投资现金流	216	51	51	51
ROE	28%	36%	46%	56%	<b>投资活动现金流</b>	<b>6</b>	<b>36</b>	<b>36</b>	<b>36</b>
毛利率	39%	40%	41%	42%	权益性融资	0	0	0	0
EBIT Margin	12%	13%	15%	17%	负债净变化	0	0	0	0
EBITDA Margin	17%	13%	15%	17%	支付股利、利息	(397)	(432)	(522)	(609)
收入增长	-1%	8%	7%	6%	其它融资现金流	(8)	0	0	(0)
净利润增长率	11%	12%	13%	15%	<b>融资活动现金流</b>	<b>(405)</b>	<b>(432)</b>	<b>(522)</b>	<b>(609)</b>
资产负债率	58%	57%	60%	60%	<b>现金净变动</b>	<b>432</b>	<b>5</b>	<b>240</b>	<b>(70)</b>
息率	3.4%	3.9%	4.7%	5.5%	货币资金的期初余额	268	667	672	912
P/E	34.6	28.1	23.2	19.9	货币资金的期末余额	667	672	912	842
P/B	9.8	10.1	10.6	11.2	企业自由现金流	486	335	672	459
EV/EBITDA	20.3	23.4	18.9	16.3	权益自由现金流	476	348	687	475

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

## 国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

## 分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

## 风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。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，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我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。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

## 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构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，并向客户发布的行为。

---

## 国信证券经济研究所

.....

### 深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层  
邮编：518001 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼  
邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层  
邮编：100032