

高端化策略效果显著, Q2扣非净利润环比加速

投资要点

- **业绩总结:** 公司发布2018年中期报告, 上半年实现收入17.64亿元, 同比+10.91%, 归母净利润2.1亿元, 同比+29.74%; 其中18Q2实现收入9.51亿元, 同比+11.38%, 归母净利润1.34元, 同比+18.21%。
- **销量恢复小幅增长, 产品结构持续优化, 吨价提升。** 1、从销量上看, 在关厂因素逐步消除后, 公司整体销量恢复正增长, 上半年实现销量47.2万千升, 同比+4.98%, 18年重庆入夏较早以及世界杯对销量提升亦有明显拉动作用。2、从吨价看, 公司上半年整体吨价达3561元/吨, 同比+3.7%, 部分产品提价+结构持续优化带动吨价提升。高档啤酒(8元以上)、中档啤酒(4-8元)、低档啤酒(4元以下)分别实现收入2.7亿元、11.8亿元、2.3亿元, 同比+3.43%、8.97%、3.52%, 呈现全面增长态势。3、从产品结构看, 公司高端化策略效果显著, “本地强势品牌+国际高端品牌”的组合满足不同消费需求, 提升竞争力。国际品牌方面, “特醇嘉士伯”销量同比大幅提升, “乐堡野”在餐饮铺市率和消费者推广度显著提升, 高端化持续推进; 本土品牌方面, 新上市“重庆小麦白”市场反馈较好, 有效丰富现饮渠道产品结构。重庆主品牌继续提升, 山城系列在调整后恢复增长。在传统餐饮和商超渠道继续深耕外, 公司积极开发非现饮渠道, 高端化听装产品铺市率大幅增加, 进一步丰富消费者选择。4、分区域看, 重庆、四川、湖南分别实现收入12.7亿元(+3.9%)、2.7亿元(+23.7%)、1.3亿元(+37.2%), 四川和湖南市场的增长: 1) 受益于嘉士伯集团“大城市”扩张战略; 2) 委托加工数量增加, 同比+35%。
- **委托加工占比提升, 毛利率小幅下降, Q2扣非净利润环比加速。** 1、公司H1整体毛利率39.41%, 同比微降0.66pp, 主要原因是公司委托加工增加, 金额达2.88亿元(不含税, +35%), 占比达到17%。2、销售费用率为13.52%, 同比提高0.4个百分点; 管理费用率为5.16%, 同比下降0.68个百分点; 资产减值损失为812万元(主要是坏账+存货), 较17年同期减少2119万元, 瓶型等存货减值接近尾声, 回归至正常经营水平。3、公司Q1/Q2扣非后净利润分别为0.47/1.47亿元, 同比+6.51%/+34.69%, 环比明显加速。公司上半年净利润率13.28%, 同比提升2.46pp, 盈利能力改善。
- **盈利预测与评级。** 啤酒行业处于拐点, 产品结构升级带动盈利改善。重庆啤酒在引入嘉士伯高端品牌后, 产品矩阵丰富, 结构升级势头强劲。预计2018-2020年EPS分别为0.87元、1.01元、1.15元, 未来三年归母净利润将保持19%的复合增长率, 暂维持“增持”评级。
- **风险提示:** 原材料价格或大幅波动, 销售或不及预期。

指标/年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	3175.52	3458.56	3732.91	4029.62
增长率	-0.64%	8.91%	7.93%	7.95%
归属母公司净利润(百万元)	329.46	419.56	488.86	555.24
增长率	82.03%	27.35%	16.52%	13.58%
每股收益EPS(元)	0.68	0.87	1.01	1.15
净资产收益率ROE	27.99%	29.74%	29.71%	29.16%
PE	36	29	25	22
PB	10.29	8.59	7.36	6.36

数据来源: Wind, 西南证券

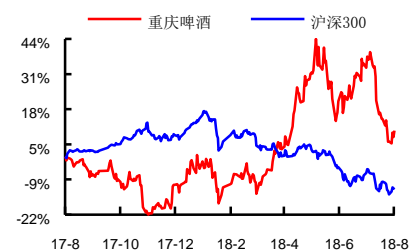
西南证券研究发展中心

分析师: 朱会振
执业证号: S1250513110001
电话: 023-63786049
邮箱: zhzh@swsc.com.cn

分析师: 李光歌
执业证号: S1250517080001
电话: 021-58351839
邮箱: lgg@swsc.com.cn

联系人: 周金菲
电话: 0755-23614240
邮箱: zijfei@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	4.84
流通A股(亿股)	4.84
52周内股价区间(元)	18.29-33.47
总市值(亿元)	119.93
总资产(亿元)	36.49
每股净资产(元)	2.04

相关研究

1. 重庆啤酒(600132): 资产减值影响逐渐减弱, 产品结构升级明显 (2018-04-15)

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E	现金流量表 (百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	3175.52	3458.56	3732.91	4029.62	净利润	326.12	415.30	483.90	549.61
营业成本	1926.02	2065.91	2201.39	2357.36	折旧与摊销	161.61	282.31	283.04	283.40
营业税金及附加	264.90	288.95	312.25	336.78	财务费用	23.14	11.80	12.73	13.74
销售费用	465.22	504.95	541.27	576.24	资产减值损失	67.98	50.00	40.00	40.00
管理费用	155.72	169.47	179.18	189.39	经营营运资本变动	279.01	-54.27	57.06	49.27
财务费用	23.14	11.80	12.73	13.74	其他	-37.84	-88.71	-112.88	-105.94
资产减值损失	67.98	50.00	40.00	40.00	经营活动现金流净额	820.03	616.43	763.85	830.09
投资收益	73.19	68.00	65.00	65.00	资本支出	19.92	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-13.46	58.00	55.00	55.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	6.46	58.00	55.00	55.00
营业利润	334.45	435.49	511.09	581.11	短期借款	-6.56	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	10.55	3.99	3.70	3.58	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	345.00	439.47	514.79	584.69	股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
所得税	18.87	24.17	30.89	35.08	支付股利	-387.18	-197.68	-251.73	-293.31
净利润	326.12	415.30	483.90	549.61	其他	-11.76	1.93	-12.73	-13.74
少数股东损益	-3.34	-4.25	-4.96	-5.63	筹资活动现金流净额	-405.50	-195.75	-264.47	-307.06
归属母公司股东净利润	329.46	419.56	488.86	555.24	现金流量净额	420.99	478.68	554.39	578.03
资产负债表 (百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E	财务分析指标	2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	688.84	1167.52	1721.91	2299.94	成长能力				
应收和预付款项	86.60	103.93	111.23	118.23	销售收入增长率	-0.64%	8.91%	7.93%	7.95%
存货	631.31	663.55	731.02	800.56	营业利润增长率	79.25%	30.21%	17.36%	13.70%
其他流动资产	199.83	189.09	204.09	220.32	净利润增长率	133.04%	27.35%	16.52%	13.58%
长期股权投资	131.92	131.92	131.92	131.92	EBITDA 增长率	33.57%	40.52%	10.59%	8.85%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	1353.29	1084.56	815.10	545.28	毛利率	39.35%	40.27%	41.03%	41.50%
无形资产和开发支出	308.74	295.24	281.73	268.23	三费率	20.28%	19.84%	19.64%	19.34%
其他非流动资产	105.65	115.57	125.49	135.41	净利率	10.27%	12.01%	12.96%	13.64%
资产总计	3506.18	3751.39	4122.51	4519.90	ROE	27.99%	29.74%	29.71%	29.16%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	9.30%	11.07%	11.74%	12.16%
应付和预收款项	713.78	656.01	725.13	785.85	ROIC	65.24%	152.67%	-12624.32%	-173.91%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	16.35%	21.10%	21.61%	21.80%
其他负债	1627.15	1698.78	1768.60	1848.98	营运能力				
负债合计	2340.92	2354.79	2493.73	2634.83	总资产周转率	0.92	0.95	0.95	0.93
股本	483.97	483.97	483.97	483.97	固定资产周转率	2.59	2.87	3.96	5.96
资本公积	0.00	0.00	0.00	0.00	应收账款周转率	81.41	98.50	85.45	89.39
留存收益	693.42	915.29	1152.42	1414.35	存货周转率	2.00	2.35	2.35	2.35
归属母公司股东权益	1163.66	1399.27	1636.39	1898.32	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	115.51%	—	—	—
少数股东权益	1.60	-2.66	-7.62	-13.25	资本结构				
股东权益合计	1165.26	1396.61	1628.77	1885.07	资产负债率	66.77%	62.77%	60.49%	58.29%
负债和股东权益合计	3506.18	3751.39	4122.51	4519.90	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	0.94	1.23	1.49	1.72
					速动比率	0.57	0.85	1.10	1.32
					股利支付率	117.52%	47.12%	51.49%	52.83%
					每股指标				
					每股收益	0.68	0.87	1.01	1.15
					每股净资产	2.41	2.89	3.37	3.90
					每股经营现金	1.69	1.27	1.58	1.72
					每股股利	0.80	0.41	0.52	0.61
业绩和估值指标	2017A	2018E	2019E	2020E					
EBITDA	519.21	729.60	806.86	878.26					
PE	36.40	28.58	24.53	21.60					
PB	10.29	8.59	7.36	6.36					
PS	3.78	3.47	3.21	2.98					
EV/EBITDA	21.57	14.68	12.57	10.88					
股息率	3.23%	1.65%	2.10%	2.45%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可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。

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。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，本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。

本报告版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心
上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	汪文沁	机构销售	021-68415380	15201796002	wwq@swsc.com.cn
	王慧芳	机构销售	021-68415861	17321300873	whf@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	路剑	机构销售	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
	陈乔楚	机构销售	18610030717	18610030717	cqc@swsc.com.cn
	刘致莹	机构销售	010-57758619	17710335169	liuzy@swsc.com.cn
	贾乔真	机构销售	18911542702	18911542702	jqz@swsc.com.cn
广深	张婷	地区销售总监	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	王湘杰	机构销售	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	余燕伶	机构销售	0755-26820395	13510223581	yyi@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	机构销售	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn