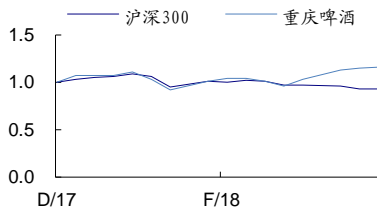


**证券研究报告—动态报告**
**食品饮料**
**饮料**
**重庆啤酒(600132)**
**买入**
**2018 年中报点评**

(维持评级)

2018 年 08 月 27 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)	11,756/11,756
上证综指/深圳成指	3,082/10,324
12 个月最高/最低(元)	25.58/18.25

**相关研究报告:**

《重庆啤酒-600132-点评报告: 产品升级持续, 业绩稳增存利好》——2018-04-16

**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码: 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。

**财报点评**
**业绩符合预期, 产品升级区域深耕**
**● 业绩符合预期, 盈利能力强化**

公司 2018 年 H1 实现营业收入 17.64 亿元, 同增 10.91%, 归母净利润 2.10 亿元, 同增 29.74%, 扣非净利润 1.95 亿元, 同增 26.53%, 其中单 Q2 收入 9.51 亿元同增 11.38%, 归母净利润 1.34 亿元同增 18.21%, 扣非后利润 1.47 亿元同增 34.69%。业绩符合预期。18H1 毛利率 39.41%同减 0.6pct, 主因成本上涨及委托加工占比提升, 环比增长 4.4pcts 趋势向好。销售费用率 13.52%同增 0.4pct, 管理费用率 5.16%同减 0.7pcts, 资源新征程计划下费效比提升。所得税率 6.54%同减 7pcts, 主因处置亳州工厂亏损节约所得税费用。综合影响 H1 净利率 13.28%同增 2.4pcts。

**● 产品结构持续升级, 委托加工比例提升**

H1 实现啤酒销量为 47.2 万千升, 同增 4.98%, 啤酒收入 16.82 亿元同增 8.89%, 吨价 3563 元/吨, 较去年年吨价 3435 元提升 3.7%, 产品结构升级及成本压力下直接提价带动均价快速提升, 单 Q2 销量 25.79 万千升同增 6.4%, 受世界杯拉动影响销量提升: 公司继续着力推动产品升级, 打造嘉士伯、乐堡、K1664、重庆纯生等中高端产品持续增长, 特醇嘉士伯销量大幅提升, 乐堡野餐饮渠道铺市率提高, 新品小麦白口碑积极, H1 高档啤酒(8 元以上)收入 2.73 亿元同增 3.43%, 占比 16.2%, 中档(4-8 元)收入 11.8 亿元同增 8.97%, 占比 70.2%, 低档酒 2.29 亿元同增 3.52%, 占比 13.6%。公司新品储备丰富, 未来新品推广下产品价格体系有望进一步提升; H1 委托加工金额 3.37 亿元同增 58.2%, 后续加工比例有望在可控范围内提升以释放富余产能。H1 嘉士伯品牌商标许可收入 840 万元同减 15%。

**● 四川湖南增速快, 区域战略成效显著**

公司专注打造区域啤酒品牌影响力, H1 重庆/四川/湖南地区分别实现收入 12.7/2.7/1.3 亿元, 分别同增 3.9%/23.7%/37.2%, 其中湖南、四川表现靓丽, 省外新增城市扩张成效显著, 公司践行嘉士伯集团“大城市”战略, 未来战略有望持续推进, 扩大城市覆盖面。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, 避免来自同业竞争因素对企业盈利能力的约束, 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 29/24/21 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。

**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)	66.9	36.4	29.5	24.5	21.0
EV/EBITDA	32.9	20.9	24.1	19.5	16.8
市净率(PB)	9.6	10.1	10.4	10.9	11.5

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
					营运资本变动	164	(119)	167	(126)
					其它	95	49	15	13
					<b>经营活动现金流</b>	<b>831</b>	<b>400</b>	<b>727</b>	<b>503</b>
					资本开支	(210)	(15)	(15)	(15)
					其它投资现金流	216	51	51	51
					<b>投资活动现金流</b>	<b>6</b>	<b>36</b>	<b>36</b>	<b>36</b>
					权益性融资	0	0	0	0
					负债净变化	0	0	0	0
					支付股利、利息	(397)	(432)	(522)	(609)
					其它融资现金流	(8)	0	0	(0)
					<b>融资活动现金流</b>	<b>(405)</b>	<b>(432)</b>	<b>(522)</b>	<b>(609)</b>
					<b>现金净变动</b>	<b>432</b>	<b>5</b>	<b>240</b>	<b>(70)</b>
					货币资金的期初余额	268	667	672	912
					货币资金的期末余额	667	672	912	842
					企业自由现金流	486	335	672	459
					权益自由现金流	476	348	687	475

关键财务与估值指标				
	2017	2018E	2019E	2020E
每股收益	0.68	0.84	1.01	1.18
每股红利	0.80	0.92	1.12	1.30
每股净资产	2.40	2.32	2.22	2.10
ROIC	34%	64%	87%	262%
ROE	28%	36%	46%	56%
毛利率	39%	40%	41%	42%
EBIT Margin	12%	13%	15%	17%
EBITDA Margin	17%	13%	15%	17%
收入增长	-1%	8%	7%	6%
净利润增长率	11%	12%	13%	15%
资产负债率	58%	57%	60%	60%
息率	3.4%	3.9%	4.7%	5.5%
P/E	36.4	29.5	24.5	21.0
P/B	10.1	10.4	10.9	11.5
EV/EBITDA	20.9	24.1	19.5	16.8

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