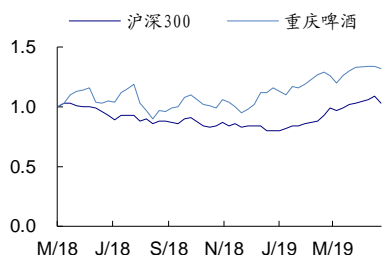


证券研究报告—动态报告
食品饮料
饮料
重庆啤酒(600132)
买入
2019年一季报点评

(维持评级)

2019年04月29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)	16,939/16,939
上证综指/深圳成指	3,086/9,781
12个月最高/最低(元)	38.17/22.95

相关研究报告:

《重庆啤酒-600132-2018 年年报点评: 淡季不淡, 践行高端, 扬帆启航》——2019-04-15
 《重庆啤酒-600132-2018 年三季报点评: 税率恢复影响业绩, 大本营增速回升》——2018-10-31
 《重庆啤酒-600132-2018 年中报点评: 业绩符合预期, 产品升级区域深耕》——2018-08-27
 《重庆啤酒-600132-2018 年一季报点评: 收入均价提升明显, 战略得当效率优化》——2018-05-02
 《重庆啤酒-600132-点评报告: 产品升级持续, 业绩稳健存利好》——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号: S0980517080001

证券分析师: 郭尉

电话: 15210587234
 E-MAIL: guowei1@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980518100001

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
业绩高增, 现金积极, 量价齐升
● 扣非利润高增, 盈利能力提升

公司 2019 年 Q1 实现营业收入 8.33 亿元, 同增 2.53%, 归母净利润 8568 万元, 同增 13.39%, 扣非净利润 8120 万元, 同增 71.36%, 去年非经常性损益较大主因亳州工厂的资产处置及其所得税节约, 考虑同期回瓶收入较高, Q1 啤酒收入增长预计近 9%, 利润高增略超预期, 淡季不淡。盈利能力上, 19Q1 毛利率 37.40% 同增 2.4pct, 主因产品结构升级、成本回稳, 费用端, 销售费用率 10.46% 同减 0.3pct, 管理费用率 6.2% 同减 0.5pct, 资源新征程计划下费效比提升。所得税率 12.6% 同增 7pcts, 主因处置亳州工厂亏损可抵扣的节税额度释放完毕税率回升。Q1 净利率 12.1% 同增 1.5pcts, 盈利能力稳步提升。期内销售收现 8.8 亿同增 8.8%, 经营现金流净额 2.2 亿同增 103%, 现金流表现良好。

● 量价齐升, 产品结构持续升级

2019 年 Q1 实现啤酒销量为 22.49 万千升, 同增 5.04%, 淡季销量积极, 产品结构升级及直接提价覆盖成本压力带动均价提升, 预计 Q1 均价同比提升 3%, 未来仍有价增空间。近期国际品牌换装升级, 强化“本地强势品牌+国际高端品牌”的产品组合, 打造嘉士伯、乐堡、K1664、重庆纯生等中高端产品持续增长, 餐饮渠道铺市率提高。2018 年数据显示公司高档酒 (8 元以上) 收入 5.1 亿元同增 3%, 占比 15.2%, 其中销量同增 4.9%; 中档 (4-8 元) 收入 24.1 亿元同增 11.62%, 占比 72%, 其中销量同增 9.6%; 低档酒 4.3 亿元同减 0.63%, 占比 12.7%。其中销量同减 3.8%, 公司新品储备丰富, 未来加速产品高端化进程持续拉升价格体系。

● 区域稳定增长, 扬帆 22 创造价值

公司 2017 年起践行集团“大城市”战略, 各区域经营管理成效显著, 专注发展重庆、四川、湖南三地, 打造区域化啤酒品牌力, 去年重庆/四川/湖南地区分别实现收入 25.3/5.6/2.5 亿元, 同增 6%/22%/7.8%, 区域内提价及升级持续获益, 未来战略有望持续推进, 扩大核心城市覆盖面。

盈利预测及评级: 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 2019-2021 年 EPS 为 1.01/1.18/1.35 元, 对应 PE 分别为 35/30/26 倍, 一年期目标 41.3-42.5 元, 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。

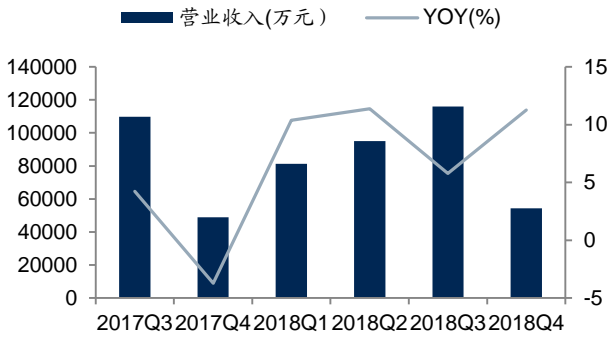
盈利预测和财务指标

	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	3467	3755	4033	4306
(+/-%)	9.19%	8.28%	7.42%	6.75%
净利润(百万元)	404	490	572	655
(+/-%)	22.62%	21.33%	16.71%	14.47%
摊薄每股收益(元)	0.83	1.01	1.18	1.35
EBIT Margin	13.4%	15.6%	16.9%	18.2%
净资产收益率(ROE)	35.3%	41.0%	45.7%	49.7%
市盈率(P/E)	42.2	34.7	29.7	26.0
EV/EBITDA	25.7	28.1	23.6	20.8
市净率(P/B)	15.0	14.3	13.7	13.0

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

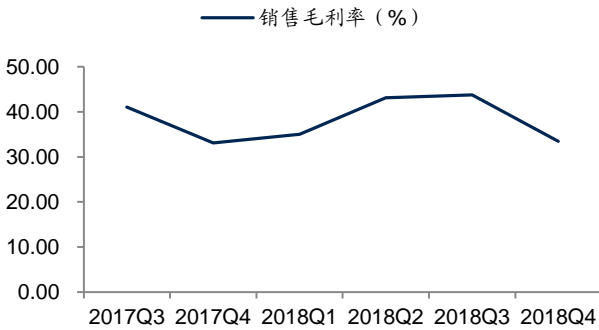
注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

图 1: 重庆啤酒分季度营业收入及同比增速



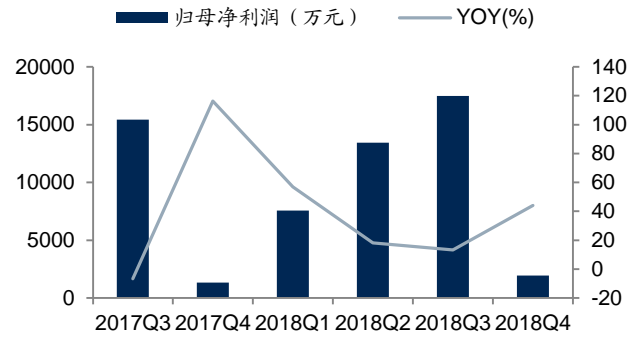
资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

图 3: 重庆啤酒分季度毛利率



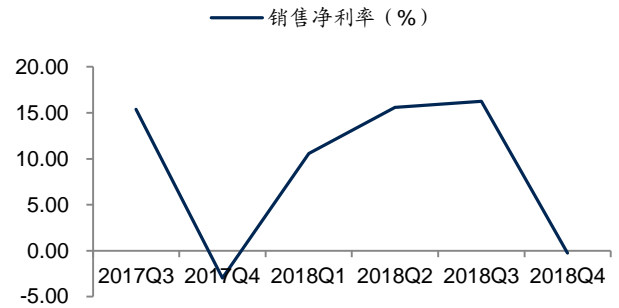
资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

图 2: 重庆啤酒分季度归母净利润及同比增速



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

图 4: 重庆啤酒分季度净利率



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

表 1: 估值与可比公司比较

公司	公司	投资	4月26日收盘价	总市值	EPS		PE	
代码	名称	评级	(元)	(亿元)	2018E	2019E	2018E	2019E
600132	重庆啤酒	买入	35.00	169	0.83	1.01	42.2	34.7
可比公司								
600600	青岛啤酒	买入	48.59	656	1.05	1.26	46.3	38.5
000729	燕京啤酒	增持	7.06	199	0.12	0.15	58.8	47.1
0291.HK	华润啤酒	增持	34.50	1119	0.35	0.55	98.6	62.7
平均							67.9	49.4

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测, 港股单位为港元

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2018	2019E	2020E	2021E		2018	2019E	2020E	2021E
现金及现金等价物	830	719	1052	955	营业收入	3467	3755	4033	4306
应收款项	67	35	75	42	营业成本	2083	2197	2355	2502
存货净额	337	685	410	753	营业税金及附加	280	289	294	301
其他流动资产	47	89	54	96	销售费用	455	477	500	517
流动资产合计	1281	1528	1591	1845	管理费用	154	150	153	155
固定资产	1235	1210	1179	1148	财务费用	6	12	11	11
无形资产及其他	254	254	254	254	投资收益	57	0	0	0
投资性房地产	0	0	0	0	资产减值及公允价值变动	93	40	30	30
长期股权投资	186	186	186	186	其他收入	(0)	0	0	0
资产总计	2978	3183	3215	3439	营业利润	384	607	708	810
短期借款及交易性金融负债	0	0	0	0	营业外净收支	58	(5)	(5)	(5)
应付款项	425	554	495	619	利润总额	457	602	703	805
其他流动负债	1115	1120	1128	1133	所得税费用	58	90	105	121
流动负债合计	1540	1674	1623	1752	少数股东损益	17	22	26	29
长期借款及应付债券	0	0	0	0	归属于母公司净利润	404	490	572	655
其他长期负债	276	276	276	276					
长期负债合计	276	276	276	276	现金流量表 (百万元)				
负债合计	1816	1950	1900	2029	净利润	404	490	572	655
少数股东权益	17	39	64	94	资产减值准备	93	40	30	30
股东权益	1162	1233	1316	1411	折旧摊销	174	1	1	1
负债和股东权益总计	2978	3183	3215	3439	公允价值变动损失	0	0	0	0
					财务费用	6	12	11	11
关键财务与估值指标					营运资本变动	146	124	(55)	120
每股收益	0.83	1.01	1.18	1.35	其它	(66)	(351)	273	(343)
每股红利	0.00	0.91	1.06	1.22	经营活动现金流	757	317	832	474
每股净资产	2.37	2.47	2.59	2.72	资本开支	(123)	0	0	0
ROIC	77%	137%	106%	221%	其它投资现金流	105	(4)	(4)	(4)
ROE	35%	41%	46%	50%	投资活动现金流	(18)	(4)	(4)	(4)
毛利率	40%	41%	42%	42%	权益性融资	0	0	0	0
EBIT Margin	13%	16%	17%	18%	负债净变化	0	0	0	0
EBITDA Margin	18%	16%	17%	18%	支付股利、利息	(400)	(424)	(495)	(567)
收入增长	9%	8%	7%	7%	其它融资现金流	(49)	0	0	(0)
净利润增长率	12%	14%	15%	16%	融资活动现金流	(449)	(424)	(495)	(567)
资产负债率	61%	61%	59%	59%	现金净变动	290	(111)	333	(97)
息率	0.0%	2.6%	3.0%	3.4%	货币资金的期初余额	689	830	719	1052
P/E	42.2	34.7	29.7	26.0	货币资金的期末余额	830	719	1052	955
P/B	15.0	14.3	13.7	13.0	企业自由现金流	698	276	802	444
EV/EBITDA	25.7	28.1	23.6	20.8	权益自由现金流	692	291	819	463

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