

重庆啤酒 (600132): 销售抗压力强, 短期市场波动不改长期价值

2019年07月16日

强烈推荐/维持

重庆啤酒 | 公司报告

啤酒行业从增量进入存量市场, 主导逻辑已由营收端向利润端转移。我们认为2019年将是啤酒行业基本面出现拐点的一年, 一方面行业产品结构持续优化, 毛利率改善预期强劲。行业从2014年至今产量已经经历了连续下滑, 于2018年企稳并小幅增长0.5%。行业已经度过了快速增长阶段, 目前进入存量时期, 产品内部结构的变化将接替量增成为行业发展新的推动力。产品结构升级叠加18年提价效应的释放, 毛利率改善预期强烈。另一方面, 费用率的改善在今年较为显著, 主要体现在增值税率的下调、产能优化带来的未来行业费用改善预期以及销售费用率的降低。基于以上分析, 我们认为主导行业的逻辑将转变为产品结构升级和费用率的改善, 而费用率的改善是行业整体性受益, 因此公司层面的落脚点将在产品结构升级和产能优化上。

短期市场波动不改公司长期价值, 公司基本面稳健向好。根据我们的调研了解到, 二季度公司销量或有所承压, 主因公司的主要基地重庆市场雨水较多, 且去年同期基数较高。**但我们认为短期量的影响并不改变公司的基本面, 我们重申公司的逻辑应着眼于产品结构升级。**虽然公司目前中高端营收占比高达87%, 但公司仍致力于产品内部结构的优化。今年年初公司推出重庆纯国宾, 希望把6元的消费者往8元及以上的价格带引导, 目前纯国宾动销情况良好, 基本符合公司预期。另一方面, 公司在产品结构升级的赛道上具备天然的优势。我们在3月份发布行业深度报告《结构升级, 啤酒三岔路口的最佳指引》中指出, 啤酒行业未来的突破方向将是高端化, 且大概率将由国际品牌领导。公司独占嘉士伯、乐堡等国际品牌西南地区的销售权, 在产品结构升级方面具备较强的竞争力。公司也用高端品牌在四川和湖南市场进行开拓, 调研了解到, 今年两地销量均有所增长, 进一步带动产品结构改善。总的来说, 公司的基本面稳健向好, 主导逻辑未变, 短期市场价格的波动并不改变公司长期的价值。

盈利预测: 预计2019-2021年营业收入分别为38.18/42.51/47.98亿元, 同比增长10.11%/11.36%/12.87%, 归母净利润为5.31/6.82/8.83亿元, 同比增长26.11%/28.39%/29.48%, EPS分别为1.06/1.37/1.79元, 给予公司40倍估值, 12个月目标价54元, 空间25%以上, 维持“强烈推荐”评级。

风险提示: 食品安全风险; 新品推广不及预期; 省外扩张不达预期等。

财务指标预测

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	3,175.52	3,467.34	3,817.76	4,251.29	4,798.23
增长率(%)	-0.64%	9.19%	10.11%	11.36%	12.87%
净利润(百万元)	326.12	421.26	531.24	682.08	883.16
增长率(%)	133.04%	29.17%	26.11%	28.39%	29.48%
净资产收益率(%)	28.31%	35.28%	34.48%	34.75%	34.95%
每股收益(元)	0.68	0.83	1.06	1.37	1.79
PE	61.35	50.27	39.34	30.40	23.34

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

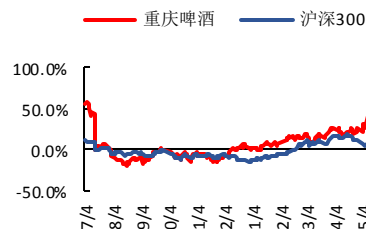
未来3-6个月重大事项提示:

2019-08-24 2019年中报披露

交易数据

52周股价区间(元)	23.72-48.45
总市值(亿元)	199.15
流通市值(亿元)	199.15
总股本/流通A股(万股)	48397/48397
流通B股/H股(万股)	/
52周日均换手率	0.57

52周股价走势图



资料来源: wind、东兴证券研究所

首席分析师: 刘畅

010-66554017

liuchang_yjs@dxzq.net.cn

执业证书编号:

S1480517120001

研究助理: 吴文德

010-66554025

wuwd@dxzq.net.cn

附表: 公司盈利预测表

资产负债表					利润表						
单位: 百万元					单位: 百万元						
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产合计	1607	1486	1928	2438	3088	营业收入	3176	3467	3818	4251	4798
货币资金	689	967	1420	1923	2564	营业成本	1926	2083	2245	2432	2661
应收账款	27	67	52	49	50	营业税金及附加	265	280	310	342	378
其他应收款	42	13	14	16	18	营业费用	465	455	515	561	624
预付款项	18	11	11	11	11	管理费用	156	154	172	187	206
存货	631	337	357	366	372	财务费用	23	18	-13	-17	-22
其他流动资产	41	23	23	23	23	研发费用	0	0	0	0	0
非流动资产合计	1900	1811	1784	1754	1718	资产减值损失	67.98	93.40	70.00	60.00	40.00
长期股权投资	132	186	186	186	186	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	1333	1235	1217	1193	1161	投资净收益	73.19	71.56	70.00	70.00	70.00
无形资产	309	254	251	247	244	加: 其他收益	25.46	17.11	5.00	5.00	5.00
其他非流动资产	8	4	4	4	4	营业利润	334	480	594	762	987
资产总计	3506	3298	3712	4192	4806	营业外收入	12.41	3.93	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	1707	1739	1912	1952	1983	营业外支出	1.86	2.14	0.00	0.00	0.00
短期借款	0	0	0	0	0	利润总额	345	482	594	762	987
应付账款	503	425	461	506	554	所得税	19	61	62	80	104
预收款项	76	84	96	109	123	净利润	326	421	531	682	883
一年内到期的非流动	0	243	243	243	243	少数股东损益	-3	17	18	18	18
非流动负债合计	634	396	276	276	276	归属母公司净利润	329	404	513	664	865
长期借款	0	0	0	0	0	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
负债合计	2341	2136	2188	2228	2259	成长能力					
少数股东权益	2	17	35	53	71	营业收入增长	-0.64%	9.19%	10.11%	11.36%	12.87%
实收资本 (或股本)	484	484	484	484	484	营业利润增长	79.25%	43.67%	23.53%	28.39%	29.48%
资本公积	0	0	0	0	0	归属于母公司净利润	27.05%	29.39%	27.05%	29.39%	30.28%
未分配利润	451	468	812	1234	1799	获利能力					
归属母公司股东权益	1164	1145	1489	1911	2476	毛利率 (%)	39.35%	39.93%	41.20%	42.80%	44.54%
负债和所有者权益	3506	3298	3712	4192	4806	净利率 (%)	10.27%	12.15%	13.91%	16.04%	18.41%
现金流量表	单位: 百万元					总资产净利润 (%)	9.40%	12.25%	13.83%	15.84%	18.00%
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	ROE (%)	28.31%	35.28%	34.48%	34.75%	34.95%
经营活动现金流	820	744	771	771	942	偿债能力					
净利润	326	421	531	682	883	资产负债率 (%)	67%	65%	59%	53%	47%
折旧摊销	457.59	415.79	83.03	81.25	84.97	流动比率	0.94	0.85	1.01	1.25	1.56
财务费用	23	18	-13	-17	-22	速动比率	0.57	0.66	0.82	1.06	1.37
应收账款减少	0	0	15	3	-1	营运能力					
预收账款增加	0	0	11	13	14	总资产周转率	0.92	1.02	1.09	1.08	1.07
投资活动现金流	6	-18	-38	-44	-23	应收账款周转率	81	74	64	84	97
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	应付账款周转率	7.48	7.47	8.61	8.79	9.05
长期股权投资减少	0	0	0	0	0	每股指标 (元)					
投资收益	73	72	70	70	70	每股收益 (最新摊薄)	0.68	0.83	1.06	1.37	1.79
筹资活动现金流	-405	-449	-160	-224	-278	每股净现金流 (最新摊)	0.87	0.57	1.18	1.04	1.32
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产 (最新摊)	2.40	2.37	3.08	3.95	5.12
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	61.35	50.27	39.34	30.40	23.34
资本公积增加	0	0	0	0	0	P/B	17.35	17.63	13.56	10.57	8.16
现金净增加额	421	278	573	502	641	EV/EBITDA	23.92	21.29	28.63	22.32	16.98

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

相关报告汇总

报告类型	标题	日期
公司	《重庆啤酒：啤酒销量淡季不淡，全年有望实现量价齐升》	2019-04-29
公司	《重庆啤酒：持续增长强动力，量价齐升将可期》	2019-04-16
公司	《重庆啤酒：关厂增效，坚定高端，重庆啤酒走在行业最前端》	2019-03-08
公司	《重庆啤酒：产品机构升级推动利润持续改善》	2018-08-27

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

刘畅

东兴证券研究所大消费组长、首席分析师。先后职于天风证券研究所、东方基金、泰达宏利基金。杜伦大学金融学一等学位，北京航空航天大学工学、法学双学位。2017年11月加入东兴证券研究所，负责食品饮料、商贸零售、社会服务、轻工造纸、农林牧渔、纺织服装的研究工作。2018年获得万得wind平台综合影响力第一名，万得wind食品饮料最佳分析师第三名，同花顺ifind食品饮料最佳分析师第二名。

研究助理简介

吴文德

美国匹兹堡大学金融学硕士，2018年加入东兴证券研究所，从事食品饮料行业研究。

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。