

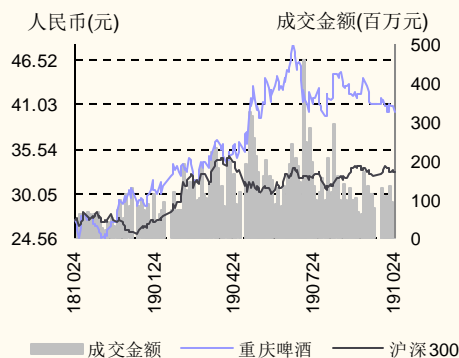
## 重庆啤酒 (600132.SH) 买入 (维持评级)

公司点评

市场价格 (人民币): 40.02 元

## 市场数据 (人民币)

总股本(亿股)	4.84
已上市流通 A 股(亿股)	4.84
总市值(亿元)	193.69
年内股价最高最低(元)	42.57/40.02
沪深 300 指数	3871
上证指数	2941



## 相关报告

- 1.《结构升级稳步推进,经营效率持续提升-重庆啤酒点评报告》,2019.8.26
- 2.《嘉士伯助力成长,经营效率傲视群雄-重庆啤酒深度报告》,2019.7.21

唐川

分析师 SAC 执业编号: S1130517110001  
tangchuan@gjzq.com.cn

寇星

联系人  
kouxing@gjzq.com.cn

## 结构升级趋势不减,第二市场加速开拓

## 公司基本情况 (人民币)

项目	2017	2018	2019E	2020E	2021E
摊薄每股收益(元)	0.68	0.83	1.30	1.17	1.37
每股净资产(元)	2.40	2.37	2.85	3.18	3.69
每股经营性现金流(元)	1.69	1.54	1.56	1.70	1.95
市盈率(倍)	31	37	31	34	29
净利润增长率(%)	82.03%	22.62%	56.14%	-9.88%	16.59%
净资产收益率(%)	28.31%	35.28%	45.74%	36.89%	37.08%
总股本(百万股)	483.97	483.97	483.97	483.97	483.97

来源: 公司年报、国金证券研究所

## 业绩简评

- 重庆啤酒前三季度实现营业收入 30.25 亿元,同比+3.47%;归母净利润 5.94 亿元,同比+54.39%;EPS1.23 元。公司 Q3 单季度实现营业收入 11.93 亿元,同比+2.79%;归母净利润 3.55 亿元,同比+103.2%。

## 经营分析

- **Q3 啤酒业务量减 2.1%、价增 6.8%,高档产品增长亮眼:** 公司 Q3 啤酒销售业务实现收入 11.76 亿,同比+4.5%;其中实现销量 31.49 万千升,同比-2.1%,吨价提升至 3735 元,同比+6.8%。分档次来看, Q3 公司高/中/低档产品收入分别同比+15.1%/+2.6%/+4.8%,中高档产品占比达到 85.1%，“醇麦国宾”加速市场推广，“特醇嘉士伯”等国际品牌产品铺市率明显提高, Q3 高端产品增长亮眼,结构升级顺利推进。
- **重庆表现平平、四川潜力释放,基地稳健+第二市场高增:** 分地区来看,公司 Q3 三大核心区域重庆/四川/湖南收入分别同比-0.2%/+31.5%/-2.5%。公司大本营重庆市场受天气影响预计销量下滑 3%以上,使得收入同比微降,但价格带上行仍在持续;四川省占率不断提升,第二市场影响力扩大。长期来看,公司在基地市场结构升级还未完成,四川和湖南市场增长潜力可观,聚焦战略下业绩增长动力足。
- **毛利率微降+期间费用率下降+大额非经常性损益, Q3 利润翻番:** 公司 Q3 实现毛利率 43.45%,较去年同期略有 0.31pct 下降,我们认为主要仍是受玻璃瓶等原材料价格上涨影响。公司 Q3 销售费用率和管理费用率分别同比-1.4pct/+0.7pct,销售费用率下降主要系中高端产品占比提升使得运输和促销费用边际降低;管理费用变化不大。另一方面,公司 Q3 因调整退休人员大额医保政策使得营业外收入增加 1.7 亿,由此也使得公司单季度归母净利润达到 3.55 亿,同比+103.2%,净利率达到 32.7%。扣除非经常性损益,公司 Q3 依旧实现归母净利润 1.83 亿,同比+14.45%,增速同比提升+7.62pct,主业经营稳健,实现有效成长。
- **新增拉罐生产线,提升罐化率促利润率提升:** 公司旗下的宜宾公司拟投资不低于 2.1 亿元新建一条年产能为 15 万千升的拉罐生产线。公司目前罐化率仅 15%左右,两条拉罐生产线已饱和,未来提升罐化率是行业大势所趋,既缓解了玻璃瓶价格压力和供应的难题又降低了运输成本,预计罐化率提升对公司净利率也将带来有效提升。

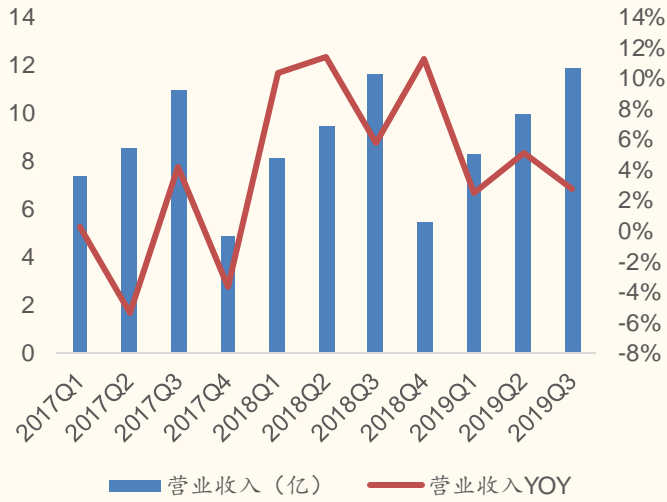
## 盈利预测

- 公司新增非经常性损益,因此我们调整了盈利预测;我们预计公司 19-21 年的收入分别为 36.00/38.61/41.65 亿元,同比增长 3.8%/7.3%/7.9%;归母净利润分别为 6.31/5.68/6.63 亿元,同比+56.1%/-9.9%/+16.6%,较上次预测分别+30.6%/+0.4%/+2.0pct;EPS 分别为 1.30 元/1.17 元/1.37 元;当前股价对应 PE 分别为 31X/34X/29X,维持“买入”评级。

## 风险提示

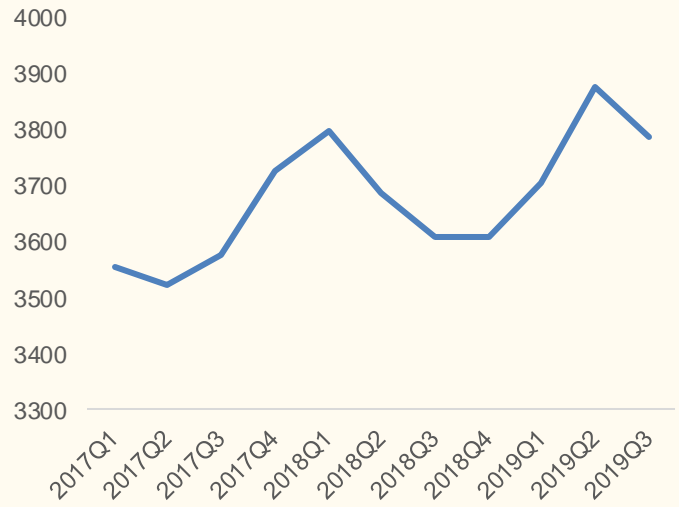
- 原材料价格上涨、关停出售工厂压制利润、关联交易

图表 1: 公司收入增速环比微降



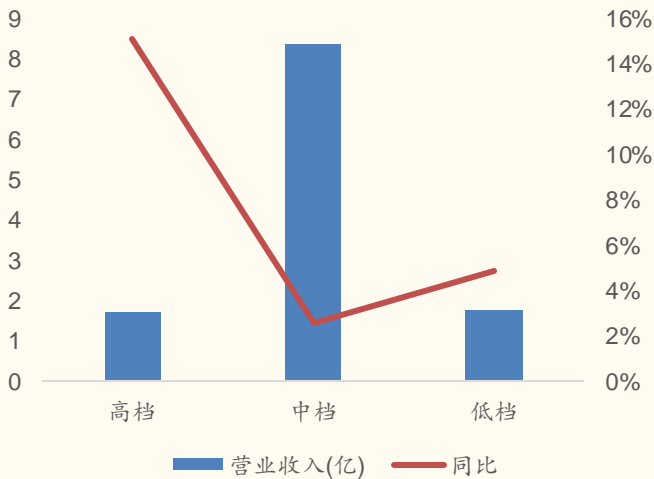
来源: 公司公告、国金证券研究所

图表 2: 公司吨价稳步提升 (元/吨)



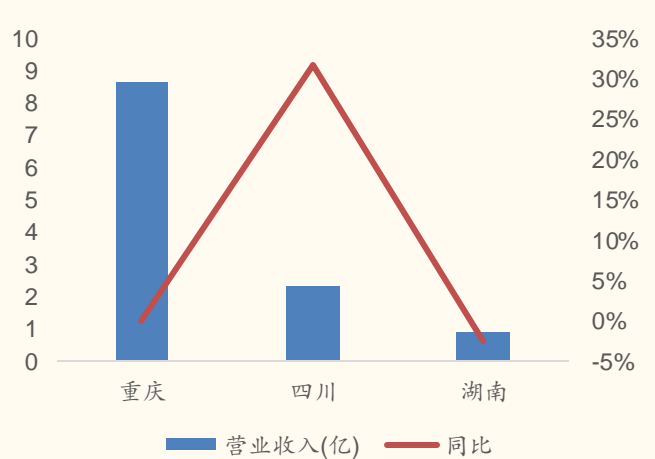
来源: 公司公告、国金证券研究所

图表 3: 公司 Q3 分档次收入情况



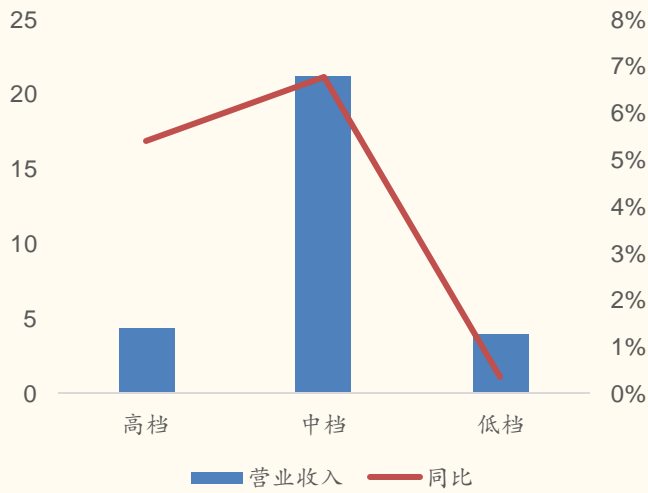
来源: 公司公告、国金证券研究所

图表 4: 公司 Q3 分地区收入情况



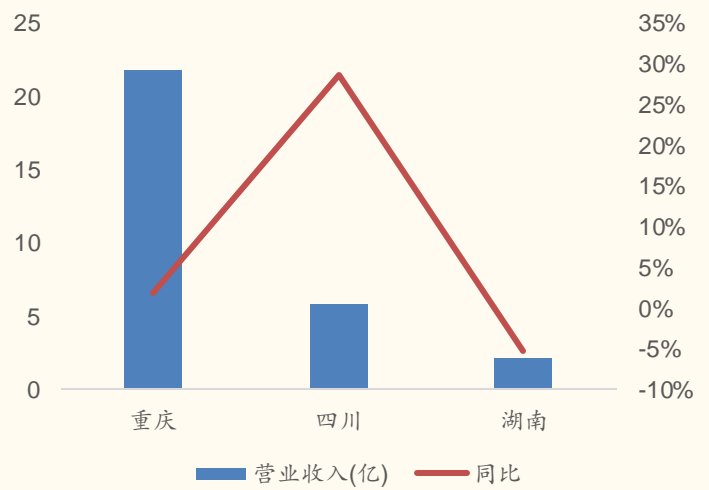
来源: 公司公告、国金证券研究所

图表 5: 公司 Q1-Q3 分档次收入情况



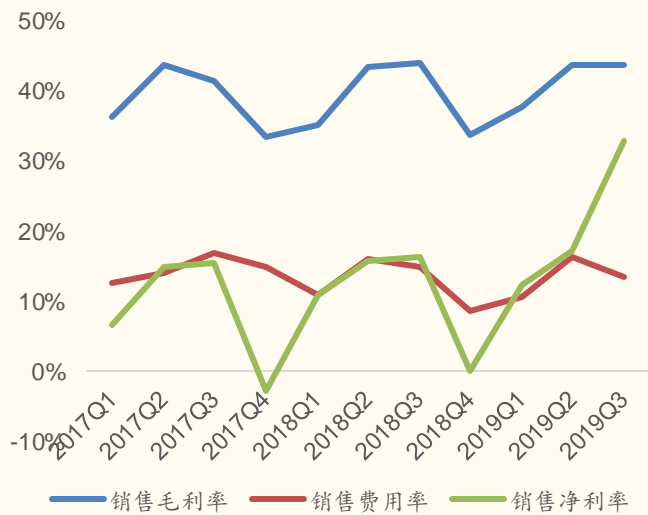
来源: 公司公告、国金证券研究所

图表 6: 公司 Q1-Q3 分地区收入情况



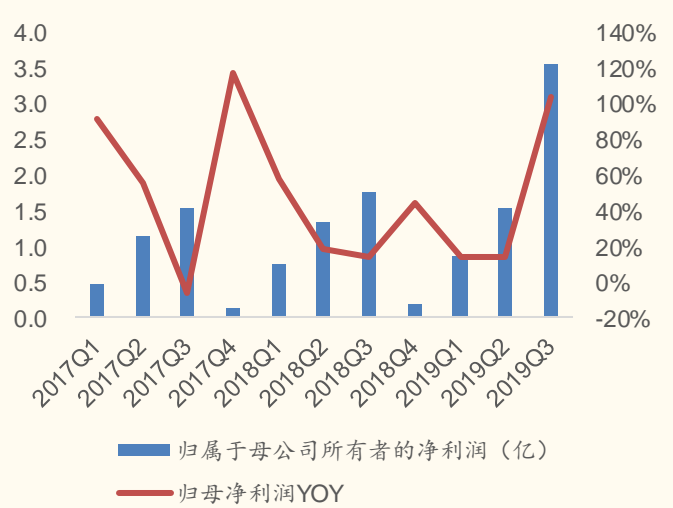
来源: 公司公告、国金证券研究所

图表 7: 公司核心财务指标



来源: 公司公告、国金证券研究所

图表 8: 公司 Q3 净利润创新高



来源: 公司公告、国金证券研究所

## 附录：三张报表预测摘要

### 损益表 (人民币百万元)

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>主营业务收入</b>	<b>3,196</b>	<b>3,176</b>	<b>3,467</b>	<b>3,600</b>	<b>3,861</b>	<b>4,165</b>
增长率		-0.6%	9.2%	3.8%	7.3%	7.9%
主营业务成本	-1,940	-1,926	-2,083	-2,130	-2,261	-2,412
%销售收入	60.7%	60.7%	60.1%	59.2%	58.6%	57.9%
毛利	1,256	1,249	1,385	1,470	1,600	1,753
%销售收入	39.3%	39.3%	39.9%	40.8%	41.4%	42.1%
营业税金及附加	-270	-265	-280	-270	-286	-304
%销售收入	8.4%	8.3%	8.1%	7.5%	7.4%	7.3%
营业费用	-446	-465	-455	-475	-498	-521
%销售收入	13.9%	14.7%	13.1%	13.2%	12.9%	12.5%
管理费用	-184	-156	-154	-155	-158	-162
%销售收入	5.7%	4.9%	4.4%	4.3%	4.1%	3.9%
息税前利润 (EBIT)	357	364	495	570	658	766
%销售收入	11.2%	11.5%	14.3%	15.8%	17.0%	18.4%
财务费用	-26	-23	-18	-19	-17	-17
%销售收入	0.8%	0.7%	0.5%	0.5%	0.4%	0.4%
资产减值损失	-227	-68	-93	-70	-65	-60
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	82	73	72	80	85	90
%税前利润	52.2%	21.2%	14.8%	10.5%	12.2%	11.2%
营业利润	187	334	480	593	693	799
营业利润率	5.8%	10.5%	13.9%	16.5%	17.9%	19.2%
营业外收支	-30	11	2	172	2	2
税前利润	157	345	482	765	695	801
利润率	4.9%	10.9%	13.9%	21.2%	18.0%	19.2%
所得税	-17	-19	-61	-84	-76	-88
所得税率	10.7%	5.5%	12.7%	11.0%	11.0%	11.0%
净利润	140	326	421	681	618	713
少数股东损益	-41	-3	17	50	50	50
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>181</b>	<b>329</b>	<b>404</b>	<b>631</b>	<b>568</b>	<b>663</b>
净利率	5.7%	10.4%	11.7%	17.5%	14.7%	15.9%

### 现金流量表 (人民币百万元)

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	140	326	421	681	618	713
少数股东损益	-41	-3	17	50	50	50
非现金支出	403	230	267	236	246	263
非经营收益	-68	-55	-84	-286	-108	-106
营运资金变动	95	319	141	126	66	75
<b>经营活动现金净流</b>	<b>569</b>	<b>820</b>	<b>744</b>	<b>756</b>	<b>823</b>	<b>945</b>
资本开支	-159	-318	-129	84	-136	-198
投资	85	179	44	0	0	0
其他	3	145	67	80	85	90
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-71</b>	<b>6</b>	<b>-18</b>	<b>164</b>	<b>-51</b>	<b>-108</b>
股权募资	0	0	0	0	0	0
债权募资	-623	-7	0	-243	0	0
其他	174	-399	-449	-400	-408	-417
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>-449</b>	<b>-405</b>	<b>-449</b>	<b>-643</b>	<b>-408</b>	<b>-417</b>
<b>现金净流量</b>	<b>49</b>	<b>421</b>	<b>278</b>	<b>278</b>	<b>365</b>	<b>419</b>

### 资产负债表 (人民币百万元)

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	268	689	967	1,245	1,609	2,029
应收款项	94	69	80	113	122	131
存货	826	631	337	350	341	344
其他流动资产	144	218	103	128	179	231
流动资产	1,332	1,607	1,486	1,836	2,251	2,735
%总资产	39.6%	45.8%	45.1%	50.9%	56.3%	60.8%
长期投资	306	133	187	187	187	187
固定资产	1,266	1,353	1,251	1,190	1,164	1,166
%总资产	37.6%	38.6%	37.9%	33.0%	29.1%	25.9%
无形资产	365	310	255	250	245	240
非流动资产	2,033	1,900	1,811	1,771	1,750	1,762
%总资产	60.4%	54.2%	54.9%	49.1%	43.7%	39.2%
<b>资产总计</b>	<b>3,366</b>	<b>3,506</b>	<b>3,298</b>	<b>3,607</b>	<b>4,000</b>	<b>4,496</b>
短期借款	7	0	243	0	0	0
应付款项	1,403	1,568	1,297	1,472	1,559	1,659
其他流动负债	111	139	199	199	198	218
流动负债	1,521	1,707	1,739	1,671	1,758	1,877
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	602	634	396	490	585	665
<b>负债</b>	<b>2,123</b>	<b>2,341</b>	<b>2,136</b>	<b>2,161</b>	<b>2,343</b>	<b>2,542</b>
<b>普通股股东权益</b>	<b>1,230</b>	<b>1,164</b>	<b>1,145</b>	<b>1,379</b>	<b>1,541</b>	<b>1,787</b>
少数股东权益	12	2	17	67	117	167
<b>负债股东权益合计</b>	<b>3,366</b>	<b>3,506</b>	<b>3,298</b>	<b>3,607</b>	<b>4,000</b>	<b>4,496</b>

### 比率分析

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>每股指标</b>						
每股收益	0.374	0.681	0.835	1.303	1.175	1.369
每股净资产	2.541	2.404	2.366	2.849	3.184	3.693
每股经营现金净流	1.177	1.694	1.538	1.563	1.701	1.952
每股股利	0.800	0.800	0.800	0.820	0.840	0.860
<b>回报率</b>						
净资产收益率	14.72%	28.31%	35.28%	45.74%	36.89%	37.08%
总资产收益率	5.38%	9.40%	12.25%	17.84%	14.71%	15.41%
投入资本收益率	25.54%	29.50%	30.80%	35.09%	35.32%	34.88%
<b>增长率</b>						
主营业务收入增长率	-3.85%	-0.64%	9.19%	3.83%	7.25%	7.87%
EBIT增长率	54.36%	1.78%	36.22%	15.06%	15.42%	16.41%
净利润增长率	-375.57%	82.03%	22.62%	56.14%	-9.88%	16.59%
总资产增长率	-9.55%	4.18%	-5.95%	9.37%	10.92%	12.40%
<b>资产管理能力</b>						
应收账款周转天数	6.3	4.5	4.9	4.5	4.5	4.5
存货周转天数	178.8	138.1	84.8	60.0	55.0	52.0
应付账款周转天数	60.2	80.4	81.3	82.0	82.0	82.0
固定资产周转天数	127.3	153.2	130.0	119.0	108.5	100.8
<b>偿债能力</b>						
净负债/股东权益	-29.10%	-59.11%	-62.29%	-86.08%	-97.07%	-103.80%
EBIT利息保障倍数	13.7	15.7	27.5	29.9	38.7	45.1
资产负债率	63.09%	66.77%	64.77%	59.12%	57.11%	54.56%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	4	4	12	12	26
增持	4	4	8	8	13
中性	1	1	2	3	3
减持	0	0	0	0	0
评分	1.67	1.67	1.55	1.61	1.45

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 买入； 1.01~2.0= 增持； 2.01~3.0= 中性  
3.01~4.0= 减持

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2019-07-21	买入	42.47	48.96~48.96
2	2019-08-26	买入	45.08	N/A

来源：国金证券研究所



投资评级的说明：

- 买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
- 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
- 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
- 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

**特别声明：**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视作出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海	北京	深圳
电话：021-60753903	电话：010-66216979	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	传真：010-66216793	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100053	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 7 楼	地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层	地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号 时代金融中心 7GH