重庆啤酒（600132.SH）

资产注入完成，高端化推动盈利能力改善

事件：1 月 29 日晚间公司发布 2020 年业绩预增公告。公司 2020 年备考净利润 7.49-8.81 亿元，同比增长-5%~+11%；备考扣非净利润 5.71-7.03 亿元，同比增长-7%~+15%。

嘉士伯中国高端化战略稳步推进，备考盈利能力改善。由于 2020 年 12 月已完成资产注入，2020 年备考扣非归母净利润为 5.71-7.03 亿元，剔除一次性投行中介费约 6 千万后，备考扣非归母净利润为 5.94-7.26 亿元，同比增长-2.8%-18.8%；取中位数同比增长 8.0%。我们预计资产注入后公司收入端增幅为中个位数，则业绩增速高于收入增速，公司盈利能力改善，主要原因包括：1）公司主营业务稳步增长，通过实施高端化战略，中高档及以上产品销量结构占比持续提升。2）公司积极开展生产卓越化项目和运营成本管理项目，节约成本费用。3）宏观减税降费政策影响。

拆分来看：1）重啤本身注入前口径重啤 2020 年扣非净利润为 3.82-5.14 亿元，同比增长-14%~+16%。公司 2020 年前三季度扣非净利润 4.32 亿元，同比+7.24%；预计 Q4 扣非净利润与去年同期持平，全年扣非净利润 4.6 亿元，同比+4%。假设一次性投行中介费由上市公司支付，全额计入管理费用科目，则剔除后扣非归母净利润为 4.27-5.59 亿元，同比增长-3.6%~26.2%，保持平稳增长。据渠道调研显示，重庆主城区结构升级进展顺利，8 元醇麦国宾销量增长较快，叠加罐装结构升级，盈利能力改善。

2）嘉士伯中国拟注入资产 2020 年扣非归母净利润约为 7.8 亿元，同比+8.3%。计算依据为：法定披露口径下，2020 年标的公司业绩纳入合并范围并归属于非经常损益，该部分约为 5.5 亿元。假设将其按照 51.42%比例还原，则拟注入资产归母净利润为 10.7 亿元。根据公司公告，2020 年嘉士伯中国备考非经常损益 1.78 亿元，其中主要来源于资产重组，包括处置新疆工厂收益 1.2 亿元以及政府补助。粗略测算嘉士伯中国扣非归母净利润为 7.8 亿元，同比增长约 8.3%，完成业绩承诺目标。

盈利预测：嘉士伯中国资产注入落地，管理架构优化梳理基本完成。预计 2021 年继续加快产品结构升级，推动乌苏品牌全国化销售以及大城市计划。我们预计公司(备考口径)2020/21/22 年归母净利润分别为 8.3/10.5/12.8 亿元，分别同比+5.1%/26.2%/21.7%，对应 PE 78.2/61.9/50.9 倍，维持“买入”评级。

风险提示：疫情反复影响终端动销；上游原材料及包材成本波动；假设测算具有不确定性。

财务指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	3,467	3,582	10,660	12,508	14,528
增长率 yoy（%）	9.2	3.3	4.4	17.3	16.1
归母净利润（百万元）	404	657	832	1,050	1,277
增长率 yoy（%）	22.6	62.6	5.1(备考)	26.2	21.7
EPS 最新摊薄（元/股）	0.83	1.36	1.72	2.17	2.64
净资产收益率（%）	36.3	48.2	66.0	50.6	41.1
P/E（倍）	161.0	99.0	78.2	61.9	50.9
P/B（倍）	56.79	45.83	41.35	30.07	21.95

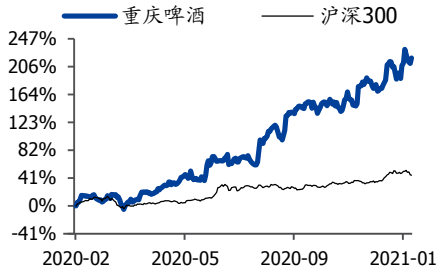
资料来源：贝格数据，国盛证券研究所

买入（维持）

股票信息

行业	饮料制造
前次评级	
最新收盘价	134.36
总市值(百万元)	65,026.37
总股本(百万股)	483.97
其中自由流通股(%)	100.00
30 日日均成交量(百万股)	2.10

股价走势



作者

分析师 符蓉
执业证书编号：S0680519070001
邮箱：furong@gszq.com

分析师 沈旸
执业证书编号：S0680520030004
邮箱：shenyang@gszq.com

相关研究

1、《重庆啤酒(600132.SH)G-ESG 评级报告》2021-01-06
2、《重庆啤酒（600132.SH）：产品结构持续升级，扣非净利润稳健增长》2020-10-25
3、《重庆啤酒（600132.SH）：最终交易方案超预期，业绩弹性增强》2020-09-13

财务报表和主要财务比率

资产负债表（百万元）

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	1486	1717	6263	4502	10591
现金	967	1254	4366	3832	8502
应收票据及应收账款	67	58	297	88	327
其他应收款	82	21	131	48	160
预付账款	11	12	56	22	64
存货	337	364	1406	506	1532
其他流动资产	23	7	7	7	7
非流动资产	1811	1797	1986	2143	2026
长期投资	186	246	366	416	466
固定资产	1235	1152	1190	1337	1196
无形资产	254	246	234	223	211
其他非流动资产	137	153	196	167	152
资产总计	3298	3514	8249	6646	12617
流动负债	1739	1510	5305	2120	6086
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	425	448	1766	749	2128
其他流动负债	1314	1063	3539	1372	3958
非流动负债	396	493	493	493	493
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	396	493	493	493	493
负债合计	2136	2003	5798	2613	6578
少数股东权益	17	93	878	1870	3077
股本	484	484	484	484	484
资本公积	0	0	0	0	0
留存收益	710	952	1113	1318	1566
归属母公司股东权益	1145	1419	1573	2163	2962
负债和股东权益	3298	3514	8249	6646	12617

现金流量表（百万元）

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	744	706	4002	215	5186
净利润	421	729	1617	2041	2484
折旧摊销	174	174	131	153	167
财务费用	18	9	33	52	62
投资损失	-72	-79	-138	-68	-68
营运资金变动	141	-132	2364	-1958	2546
其他经营现金流	62	5	-5	-5	-5
投资活动现金流	-18	-22	-176	-236	23
资本支出	144	129	69	107	-167
长期投资	21	18	-120	0	-50
其他投资现金流	146	126	-227	-129	-194
筹资活动现金流	-449	-398	-714	-512	-540
短期借款	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0	0
其他筹资现金流	-449	-398	-714	-512	-540
现金净增加额	278	285	3112	-533	4669

利润表（百万元）

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	3467	3582	10660	12508	14528
营业成本	2083	2089	5133	5925	6724
营业税金及附加	280	270	757	876	1017
营业费用	455	492	2345	2627	3051
管理费用	154	162	586	600	683
研发费用	0	0	107	125	116
财务费用	18	9	33	52	62
资产减值损失	93	-22	32	38	44
其他收益	17	28	90	60	50
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	72	79	138	68	68
资产处置收益	8	14	5	5	5
营业利润	480	658	1900	2400	2955
营业外收入	4	171	4	4	4
营业外支出	2	1	2	2	2
利润总额	482	827	1902	2402	2957
所得税	61	99	285	360	473
净利润	421	729	1617	2041	2484
少数股东损益	17	72	786	992	1207
归属母公司净利润	404	657	832	1050	1277
EBITDA	627	964	1949	2431	2940
EPS（元）	0.83	1.36	1.72	2.17	2.64

主要财务比率

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入(%)	9.2	3.3	4.4	17.3	16.1
营业利润(%)	43.7	36.9	189.0	26.3	23.2
归属于母公司净利润(%)	22.6	62.6	26.6	26.2	21.7
获利能力					
毛利率(%)	39.9	41.7	51.8	52.6	53.7
净利率(%)	11.7	18.3	7.8	8.4	8.8
ROE(%)	36.3	48.2	66.0	50.6	41.1
ROIC(%)	22.2	36.5	75.1	73.2	67.6
偿债能力					
资产负债率(%)	64.8	57.0	70.3	39.3	52.1
净负债比率(%)	-28.2	-50.7	-158.4	-83.0	-132.8
流动比率	0.9	1.1	1.2	2.1	1.7
速动比率	0.6	0.9	0.9	1.9	1.5
营运能力					
总资产周转率	1.0	1.1	1.8	1.7	1.5
应收账款周转率	73.9	57.2	60.0	65.0	70.0
应付账款周转率	4.5	4.8	4.6	4.7	4.7
每股指标（元）					
每股收益(最新摊薄)	0.83	1.36	1.72	2.17	2.64
每股经营现金流(最新摊薄)	1.54	1.46	8.27	0.44	10.72
每股净资产(最新摊薄)	2.37	2.93	3.25	4.47	6.12
估值比率					
P/E	161.0	99.0	78.2	61.9	50.9
P/B	56.8	45.8	41.3	30.1	22.0
EV/EBITDA	103.2	66.8	31.8	26.1	20.4

资料来源：贝格数据，国盛证券研究所

图表 1：备考利润及拆分利润还原测算

	备考利润表			重庆啤酒			嘉士伯拟注入资产		
单位：百万元	2019	2020E	yoy	2019	2020E	yoy	2019	2020E	yoy
归母净利润	792	749-881	-5~+11%	657	435-567	-34~-14%	749	1070	42.9%
非经常损益	181	178		214	53		32	293	
扣非归母净利润	611	571-703	-7~+15%	443	382-514	-14~+16%	717	777	8.3%
剔除一次性费用扣非归母净利润		594-726	-3~+19%		427-559	-4~+26%			

资料来源：公司公告，国盛证券研究所测算

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称"本公司"）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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及资料保持在最新状态，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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议,本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归"国盛证券有限责任公司"所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为"国盛证券研究所"，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10%以上

国盛证券研究所

北京
地址：北京市西城区平安里西大街 26 号楼 3 层
邮编：100032
传真：010-57671718
邮箱：gsresearch@gszq.com

上海
地址：上海市浦明路 868 号保利 One56　1 号楼 10 层
邮编：200120
电话：021-38934111
邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌
地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道 1115 号北京银行大厦
邮编：330038
传真：0791-86281485
邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳
地址：深圳市福田区福华三路 100 号鼎和大厦 24 楼
邮编：518033
邮箱：gsresearch@gszq.com