

重庆啤酒 (600132)

公司研究/调研报告

资产注入年内顺利完成，盈利能力有望持续提升

——重庆啤酒 (600132) 2020 年业绩预告点评

公司调研报告/食品饮料行业

2021 年 2 月 1 日

一、事件概述

1 月 29 日公司发布 2020 年业绩预告, 预计全年实现法定披露归母净利润 9.85~11.17 亿元, 与上年法定数据比+50%~+70%, 与上年追溯数据比-6%~+7%。实现备考归母净利润 7.49~8.81 亿元, 与上年法定数据比+14%~34%, 与上年备考数据比-5%~11%。归母扣非净利润 (法定披露数据) 3.82~5.14 亿元, 同口径-14%到 16%。

二、分析与判断

➤ 产品矩阵完善、高端产品占比提高预计推动同口径下主业利润实现增长

以 2020 年法定披露数据与 2019 年追溯重述数据比较, 归母净利润同比增速为-6%~+7%; 以 2020 年备考报表数据与 2019 年备考报表数据比较, 归母净利润增速为-5%~+11%。我们预计同口径下公司利润同比保持稳健增长, 主要是: (1) 公司持续实施产品高端化战略, 中高档及以上产品销量结构占比持续提升, 每百升主营业务利润改善。(2) 公司积极开展生产卓越化项目和运营成本管理项目: 成本费用得到节约; (3) 受宏观减税降费政策影响, 公司盈利能力得到强化。

2020 年前三季度, 公司高档/主流/大众产品收入占比为 21.86%/66.88%/11.26%, 同比分别+6.97ppt/-4.84ppt/-2.12ppt, 高端化趋势明显。目前公司拥有 10 个品牌, 其中 5 个是国际品牌, 5 个是本地强势品牌, 产品矩阵覆盖完整。随着嘉士伯在中国地区啤酒业务的全面注入, 公司中高端产品占比有望进一步提升。

➤ 合并报表是法定披露数据同比大增的主要原因, 2021 年将完全并表

2020 年公司法定披露归母净利润为 9.85~11.17 亿元, 同比+50%~70%, 主要是 2020 年 12 月公司完成重大资产重组, 标的公司业绩纳入合并范围, 影响金额约为 5.5 亿元。2020 年并表的标的公司包括嘉士伯 (中国) 啤酒工贸有限公司、嘉士伯啤酒企业管理 (重庆) 有限公司、嘉士伯啤酒 (广东) 有限公司、昆明华狮啤酒有限公司、新疆乌苏啤酒有限责任公司和宁夏西夏嘉酿啤酒有限公司。法定披露口径下, 上市公司向控股子公司重庆嘉酿注入资产对应业绩在 2019、2020 年度仍按原享有比例 (100%) (而非实际持股比例 51.42%) 计入归属上市公司股东净利润; 2021 年起该业绩将按上市公司对重庆嘉酿持股比例 (51.42%) 计入归属上市公司股东净利润。

➤ 并表完成后嘉士伯全面深化与公司合作, 中长期业绩有望稳健增长

重大资产重组完成后嘉士伯与公司合作将进一步内部化, 直接影响包括: (1) 2021 年关联交易金额将快速下降; (2) 嘉士伯增补在供应链及法律事务方面具有深厚背景的董事, 强化对公司相关事务的管控。总体策略上, 未来公司将通过市场调研等方式前瞻性地预测市场空间, 并不断抢占、开拓新市场, 同时兼顾经营效率; 公司将持续推进国际品牌和本地品牌的高端化, 从而保持业绩的稳定增长。

三、盈利预测与投资建议

2020 年 12 月公司完成重大资产重组, 我们根据业绩预告调整此前盈利预测。预计 2020-2022 年公司实现收入 101.73/115.15/121.27 亿元, 同比+184.0%/+13.2%/+5.3%; 实现归母净利润 10.90/12.21/13.35 亿元, 同比+66.0%/+12.0%/+9.3%, 折合 EPS 为 2.25 元/2.52 元/2.76 元, 对应 PE 为 60/53/49 倍。2021 年啤酒板块整体预期估值为 48 倍, 公司估值略高于板块平均水平。我们认为交易完成后公司生产效率将得到持续提升, 未来业绩增速将有望快于可比公司平均水平, 维持“推荐”评级。

推荐

维持评级

当前价格:

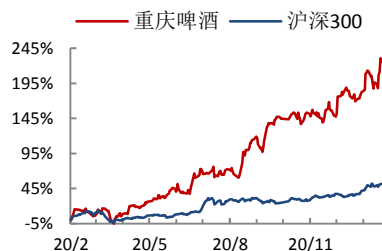
134.36 元

交易数据

2020-1-29

近 12 个月最高/最低	139.7/40.05
总股本 (百万股)	483.97
流通股本 (百万股)	483.97
流通股比例 (%)	100%
总市值 (亿元)	650.26
流通市值 (亿元)	650.26

该股与沪深 300 走势比较



资料来源: wind, 民生证券研究院

分析师: 于杰

执业证号: S0100519010004
 电话: 010-85127513
 邮箱: yujie@mszq.com

分析师: 熊航

执业证号: S0100520080003
 电话: 0755-22662016
 邮箱: xionghang@mszq.com

相关研究

1. 重庆啤酒 (600132) 2020 年三季报
 点评: 旺季动销顺畅, 20Q3 主业延续高增长
2. 重庆啤酒 (600132) 2020 年半年报
 点评: 20Q2 经营显著回暖, 关注未来长期成长性

四、风险提示

疫情反复导致需求不及预期、原材料成本价格异常上涨、食品安全风险等。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	3,582	10,173	11,515	12,127
增长率 (%)	3.3%	184.0%	13.2%	5.3%
归属母公司股东净利润 (百万元)	657	1,090	1,221	1,335
增长率 (%)	62.6%	66.0%	12.0%	9.3%
每股收益 (元)	1.36	2.25	2.52	2.76
PE (现价)	98.8	59.6	53.3	48.7
PB	45.8	36.0	28.5	28.2

资料来源：公司公告、民生证券研究院

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
营业总收入	3,582	10,173	11,515	12,127
营业成本	2,089	5,993	6,817	7,216
营业税金及附加	270	768	869	916
销售费用	492	1,689	1,848	1,855
管理费用	162	529	633	643
研发费用	0	0	0	0
EBIT	569	1,194	1,347	1,498
财务费用	9	(6)	4	20
资产减值损失	(22)	16	9	10
投资收益	79	74	75	76
营业利润	658	1,277	1,437	1,573
营业外收支	170	20	15	15
利润总额	827	1,297	1,452	1,588
所得税	99	155	173	190
净利润	729	1,142	1,279	1,398
归属于母公司净利润	657	1,090	1,221	1,335
EBITDA	743	1,351	1,502	1,646
资产负债表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	1254	3159	6736	6387
应收账款及票据	58	149	193	193
预付款项	12	41	41	45
存货	364	1664	667	1817
其他流动资产	7	7	7	7
流动资产合计	1717	5563	7672	8922
长期股权投资	246	321	396	472
固定资产	1152	1164	1108	1066
无形资产	246	197	155	122
非流动资产合计	1797	1654	1466	1303
资产合计	3514	7217	9138	10225
短期借款	0	0	0	0
应付账款及票据	448	1357	1466	1577
其他流动负债	0	0	0	0
流动负债合计	1510	4771	5160	5458
长期借款	0	0	1000	1700
其他长期负债	390	390	390	390
非流动负债合计	493	493	1493	2193
负债合计	2003	5263	6653	7650
股本	484	484	484	484
少数股东权益	93	145	203	266
股东权益合计	1511	1953	2485	2573
负债和股东权益合计	3514	7217	9138	10225

资料来源：公司公告、民生证券研究院

主要财务指标	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力				
营业收入增长率	3.3%	184.0%	13.2%	5.3%
EBIT 增长率	14.8%	110.0%	12.8%	11.2%
净利润增长率	62.6%	66.0%	12.0%	9.3%
盈利能力				
毛利率	41.7%	41.1%	40.8%	40.5%
净利润率	18.3%	10.7%	10.6%	11.0%
总资产收益率 ROA	18.7%	15.1%	13.4%	13.1%
净资产收益率 ROE	46.3%	60.3%	53.5%	57.9%
偿债能力				
流动比率	1.1	1.2	1.5	1.6
速动比率	0.9	0.8	1.4	1.3
现金比率	0.8	0.7	1.3	1.2
资产负债率	0.6	0.7	0.7	0.7
经营效率				
应收账款周转天数	6.3	5.2	5.5	5.6
存货周转天数	60.4	60.4	60.4	60.4
总资产周转率	1.1	1.9	1.4	1.3
每股指标 (元)				
每股收益	1.4	2.3	2.5	2.8
每股净资产	2.9	3.7	4.7	4.8
每股经营现金流	1.5	5.2	6.7	0.4
每股股利	1.4	1.5	1.5	1.6
估值分析				
PE	98.8	59.6	53.3	48.7
PB	45.8	36.0	28.5	28.2
EV/EBITDA	85.9	45.8	39.5	36.7
股息收益率	1.0%	1.1%	1.1%	1.2%
现金流量表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	729	1,142	1,279	1,398
折旧和摊销	196	174	164	158
营运资金变动	(132)	1,303	1,848	(1,311)
经营活动现金流	705	2,524	3,221	209
资本开支	107	(92)	(123)	(106)
投资	18	0	0	0
投资活动现金流	(22)	92	123	106
股权募资	0	0	0	0
债务募资	0	0	1,000	175
筹资活动现金流	(398)	(711)	233	(663)
现金净流量	285	1,905	3,577	(348)

分析师简介

于杰，北京大学经济学学士、硕士。2011年进入证券行业，现于民生证券研究院负责食品饮料、农业方向研究。

熊航，食品饮料行业分析师。江西财经大学金融学博士，曾任职于上市公司计划财务部、全国性股份制商业银行战略规划部。2018年加入民生证券。

分析师承诺

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，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。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅 15%以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅 5%~15%之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅-5%~5%之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅 5%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅 5%以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅-5%~5%之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅 5%以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（以下简称“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。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户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。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。