

分析师

苏静然

电话: 010-88085978

Email: sujingran@hysec.com

食品、饮料行业

重庆啤酒年报点评



重庆啤酒：
主业增长有限，疫苗促业绩尚需时日

重庆啤酒 2009 年报业绩如下：公司主营业务收入、营业利润和归属于母公司股东净利润为 22.6 亿元、2.35 亿元和 1.81 亿元，分别同比增长了 6.56%、17.73%和 10.91%。我们认为最重要的原因来自于原材料价格下降这一行业性利好。（参见 3 月 9 日我们在《燕京啤酒：高增长如何持续？》报告中对啤酒行业的整体分析）。对于重啤未来的增长，我们关注两个因素：

1、西南市场增长受限，外省市场拓展效率不高，预计未来产量增长略低于行业 6%-8% 的增速

2、疫苗或可成为公司业绩爆发点和股价催化剂，但近期贡献收益概率较小，且对公司整体发展战略可能形成干扰

预计公司 2010 年、2011 年每股收益达到 0.42 元和 0.47 元，对应目前股价市盈率分别为 55 倍和 46 倍，首次给与“持有”投资评级。

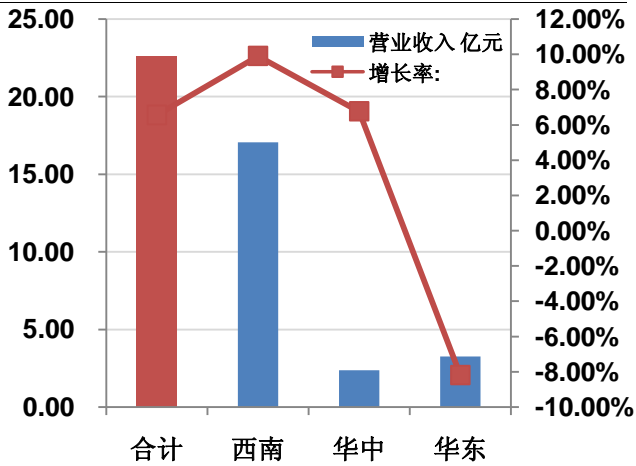
1、啤酒主业增长将保持与行业持平速度发展

1.1 产量增长缓慢，且收入和利润严重依赖西南市场

2009 年公司销售啤酒 100 万千升，增长 2.11%，低于行业 7% 的增速。由于吨酒价格提升和原材料价格下降，公司主营收入和净利润分别增长 6.56% 和 10.91%。2009 年无论收入还是利润，都高度依赖公司西南市场：西南地区收入约为总营业收入的 70%，增长率接近 10%，远高于公司整体 6.56% 的增长；净利润占比约为总营业利润的 95.6%，净利润增长率为 9%，高于公司整体利润增长率。

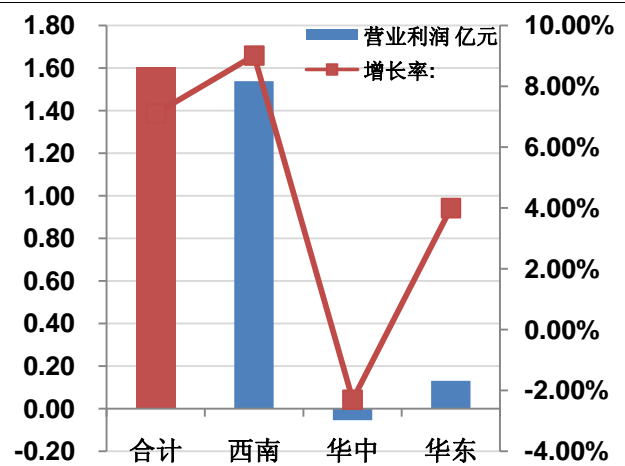
结论：重庆及西南市场的增长仍将是公司未来收入和利润增长的关键，外埠子公司扩张在财务效益上远低于股份公司，对整体收益率作用为减法。

图 1: 重啤各区域市场收入及增长情况



资料来源: 宏源证券

图 2: 重啤各区域净利润及增长情况



资料来源: 宏源证券

1.2 突围困难，乐观预计未来三年公司整体增长略低于行业

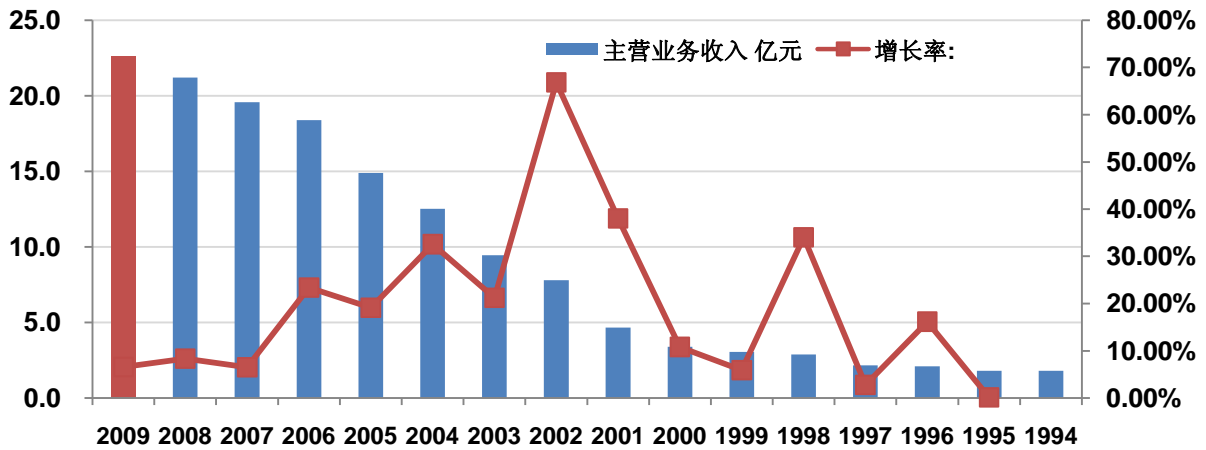
重庆啤酒区域特点表现为：强势市场增长放慢且受外来入侵者影响严重；外埠市场扩张效果不佳。

西南市场中重庆占公司整体销售收入的 60%，其他地区占销售收入 8-10%。公司重庆市场份额超过 85%，需求较为稳定。西南市场整体市场占有率约为 40%。由于受到华润雪花（华润在四川市场占有率接近 50%，呈日益扩大态势）、青岛啤酒（成都设厂）、燕京啤酒（南昌建厂）入侵，自 2007 年后公司整体收入增长从 20% 锐减至 6.5%，2008 年、2009 年增速仍徘徊于 6-7% 之间。目前公司仍努力在重庆扩大产能抢占市场。我们认为尽管公司为西南龙头，受限于整个区域市场需求限制和外来竞争加剧，未来 3 年内重庆市场增长率保持在 10% 以下，西南市场整体增长保持在 6-8% 的增速。

其他外埠市场集中在浙江、安徽和湖南，累计销售收入占比低于 30%。浙江、安徽和湖南均是各大龙头企业必争之地，竞争激烈。公司为保证在外埠市场一定的市场份额，每年需支出大量营销和管理费用。子公司亏损面较大，整个华中地区子公司营业利润为负。

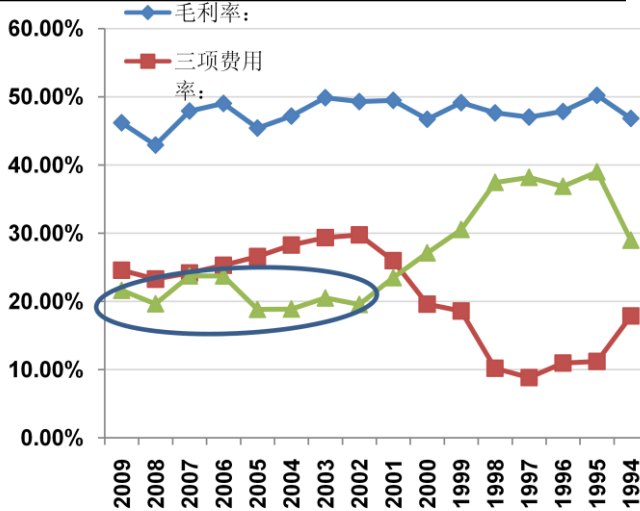
预计公司未来 3 年销售收入增长率为 6%-8%，保持低速增长。

图 3: 1994-2009 年销售收入及增速



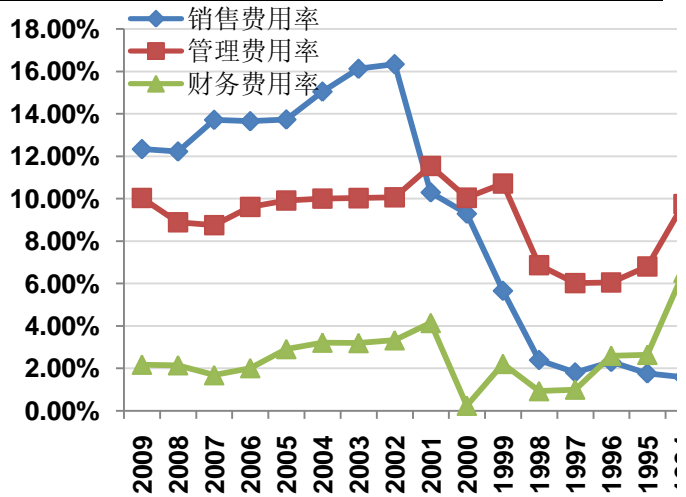
资料来源: 宏源证券

图 4: 1994-2009 公司毛利率与费用率趋势图



资料来源: 宏源证券

图 5: 1994-2009 公司三项费用率趋势图



资料来源: 宏源证券

2、疫苗业务有望成为公司业绩爆发点，但近期贡献收益概率不高

公司乙肝疫苗已于 2009 年 8 月收到国家食品药品监督管理局批文，同意进行二期临床试验。我国 13 亿人口中肝炎病人和乙肝病毒携带者比例约为 10%。该产品为治疗用合成肽乙型肝炎疫苗，用于治疗慢性肝炎，若能顺利投放市场，必将极大促进公司业绩增长。但预计要经过三期临床试验并正式上市至少需要 2-3 年的时间，近期对公司业绩贡献不大，我们将保持密切跟踪。

3、估值

预计公司 2010 年、2011 年每股收益达到 0.42 元和 0.47 元，对应目前股价市盈率分别为 55 倍和 46 倍，首次给与“持有”投资评级。

销售经理：万玮
联系电话：010-88085990
电子信箱：wanwei1@hysec.com

免责条款：

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。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，不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果，本公司概不负责。

本公司所隶属机构及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，也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有，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，需注明出处为宏源证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

宏源证券评级说明	类别	评级	定义
投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后6-12个月的公司股价（或行业指数）涨跌幅相对同期的上证指数涨跌幅为标准。	公司评级	买入	未来 6-12 个月跑赢上证综指+15%以上
		增持	未来 6-12 个月跑赢上证综指+5%~+15%
		持有	未来 6-12 个月与上证综指偏离-5%~+5%
		减持	未来 6-12 个月跑输上证综指 5%以上
	行业评级	增持	未来 6-12 个月跑赢上证综指+5%以上
		中性	未来 6-12 个月与上证综指偏离-5%~+5%
		减持	未来 6-12 个月跑输上证综指 5%以上