



增持（首次）

疫苗研究顺利、啤酒主业稳定

——重庆啤酒（600132）2009 年报点评——

研究员

黄仕川

电话：023-63725713

邮箱：hsc@swsc.com.cn

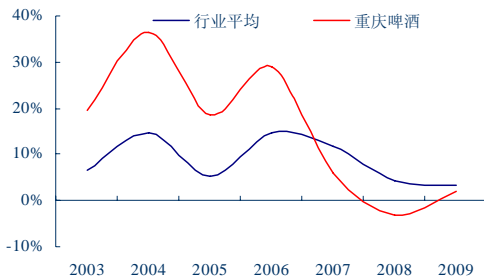
市场表现



主要观点：

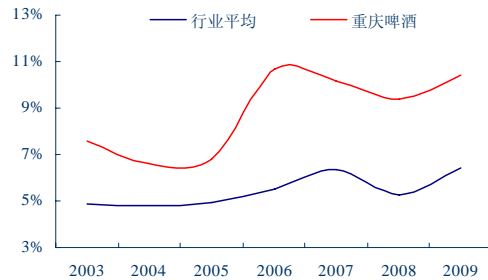
- **疫苗进展顺利。**公司于 2009 年 8 月正式收到国家食品药品监督管理局 II 期临床试验批件，乙肝疫苗研制开发进入新的阶段。目前，以北京大学人民医院为中心实验室的“治疗用（合成肽）乙型肝炎疫苗治疗慢性乙型肝炎的疗效及安全性的多中心、随机、双盲、安慰剂对照的 II 期临床研究”正在全国 16 家医院开展临床试验，计划试验周期 76 周/人，计划入组实验人数 360 人。计划于近期启动以浙江大学医学院附属第一医院为中心实验室的“治疗用（合成肽）乙型肝炎疫苗联合恩替卡韦治疗慢性乙型肝炎患者的疗效及安全性的随机、双盲、多中心 II 期临床研究”工作，该项试验初步计划试验周期 96 周/人，计划入组实验人数 396 人。目前，随着实验人员的招募，疫苗研究进展顺利，获得成功的概率在不断增加。另一方面，佳辰公司完成了研究人员的股权激励，将公司 8% 的股权赠予从事疫苗研发的吴玉章教授等人，这一制度有助于研究工作的顺利进行。
- **啤酒主业稳定。**①**销量增速略低行业平均，利润率提升。**2009 年重庆啤酒实现 100 万吨，较去年增长 2.1%，低于行业平均水平 3.2%。目前，重庆啤酒的行业市场占有率约为 2.4%。虽然销量增速慢于行业平均，但重庆啤酒的利润率一直保持较高水平。2009 年，重庆啤酒实现销售收入 22.6 亿元，利润总额 2.35 亿元，利润率为 10.4%，高于行业平均水平约 4 个百分点。重庆啤酒的高利润率在于较强的定价能力和区域垄断市场。②**重庆垄断与西部市场优势明显。**2009 年公司分区域销售收入来看，西南地区仍是主力，贡献 75.2% 的营业收入。华中市场基本保持在 10.4% 的水平不变，华东市场却有下降，从 2008 年的 16.7 下降至 14.4%。公司在重庆的垄断优势依然明显，在重庆市区的市场占有率在 90% 以上，在整个重庆地区市场占及率在 60% 以上，重庆为西部大农村和大城市结合的直辖市，3000 余万的人口将为重庆啤酒提供一个稳定的市场。重庆目前为西部经济发展的重点区域，享受国家政策扶持，人均消费水平已达 3000 美元，居民消费能力将大大提升。目前城镇化水平较低，但城镇化进程加快，啤酒市场的增长潜力也比较大。
- **盈利预测：土地出让增加短期利润。**公司与渝富公司达成土收收储协议，出让原有部分厂房土地，总价 2.5 亿元。首期付款 1.3 亿元将于今年 3 月前支付，剩余款项将于明年 3 月前付清。短期内，将大幅增加公司利润。预计 2010 年 EPS 为 0.655，当前股份对应市盈率 34.5 倍。市场都把目光聚集在疫苗之上，使其市盈率高于行业内其它上市公司。鉴于目前疫苗研究进展顺利，公司正在积极谋划“引进来”与“走出去”发展战略，我们认为当前的股价基本合理，给予“增持”评级。

图 1: 重庆啤酒与行业平均销量增速



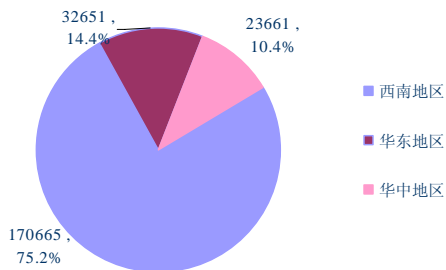
数据来源: WIND, 西南证券研发中心

图 2: 重庆啤酒与行业平均利润率



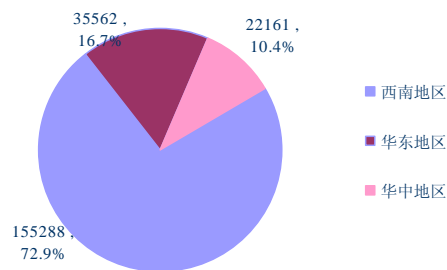
数据来源: WIND, 西南证券研发中心

图 3: 2009 年重庆啤酒分区域销售收入



数据来源: WIND, 西南证券研发中心

图 4: 2008 年重庆啤酒分区域销售收入



数据来源: WIND, 西南证券研发中心

表 1: 重庆啤酒与行业财务指标对比

年份	行业平均				重庆啤酒			
	利润率	销售费用率	财务费用率	管理费用率	利润率	销售费用率	财务费用率	管理费用率
2004	5.0%	12.0%	1.4%	7.9%	6.6%	15.0%	3.2%	10.0%
2005	5.3%	11.6%	1.3%	7.3%	6.8%	13.7%	2.9%	9.9%
2006	6.0%	10.5%	1.0%	6.8%	10.7%	13.6%	2.0%	9.6%
2007	6.4%	10.9%	0.9%	6.2%	10.1%	13.7%	1.7%	8.8%
2008	5.2%	12.2%	1.1%	6.0%	9.4%	12.2%	2.2%	8.9%
2009	6.4%	9.5%	1.0%	6.0%	10.4%	12.3%	2.2%	10.0%

数据来源: WIND, 西南证券研发中心

**报表预测**

单位: 百万

利润表	2009A	2010E	2011E	2012E	资产负债表	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	2260	2421	2593	2777	货币资金	297	315	337	413
营业成本	1216	1322	1416	1516	应收和预付款项	251	157	280	188
营业税金及附加	241	278	298	319	存货	774	836	889	958
营业费用	279	309	331	354	长期股权投资	9	9	9	9
管理费用	227	223	239	256	固定资产和在建工程	1564	1517	1465	1409
财务费用	49	33	20	8	无形资产和开发支出	306	304	302	299
资产减值损失	42	25	25	25	<b>资产总计</b>	3200	3137	3281	3277
<b>营业利润</b>	207	231	265	298	短期借款	764	389	278	0
其他非经营损益	28	160	150	30	应付和预收款项	851	909	894	955
<b>利润总额</b>	235	391	415	328	长期借款	151	151	151	151
所得税	45	59	62	49	其他负债	142	142	142	142
<b>净利润</b>	190	332	352	279	<b>负债合计</b>	1908	1591	1465	1248
少数股东损益	8	15	16	12	股本	484	484	484	484
<b>归属母公司净利润</b>	181	317	337	266	资本公积	9	9	9	9
<b>现金流量表</b>	<b>2009A</b>	<b>2010E</b>	<b>2011E</b>	<b>2012E</b>	留存收益	711	950	1203	1404
经营性现金净流量	493	474	216	509	<b>归属母公司股东权益</b>	1204	1443	1697	1897
投资性现金净流量	(188)	29	20	(82)	少数股东权益	89	103	119	132
筹资性现金净流量	(191)	(485)	(214)	(351)	<b>股东权益合计</b>	1293	1546	1816	2029
<b>现金流量净额</b>	114	17	22	76	<b>负债和股东权益合计</b>	3200	3137	3281	3277

数据来源: 西南证券研发中心

## 西南证券投资评级说明

---

**西南证券公司评级体系：买入、增持、中性、回避**

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上

增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间

中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间

回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下

**西南证券行业评级体系：强于大市、跟随大市、弱于大市**

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上

跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间

弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

## 免责声明

---

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。本报告版权归西南证券所有，未经书面许可，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。

**西南证券研究发展中心**

北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 4 层

邮编：100140

电话：（010）88092288-3507、3217

邮箱：market@swsc.com.cn

网址：<http://yf.swsc.com.cn/>