重庆啤酒（600132）

公司研究/点评报告

交易方案确定，长期成长性得到强化

——重庆啤酒（600132）重大资产交易草案公告点评

点评报告/食品饮料行业　　2020 年 9 月 14 日

一、事件概述

9 月 13 日，公司发布重大资产购买及共同增资合资公司交易草案。草案主要内容包括：（1）嘉士伯香港向公司转让重庆嘉酿 48.58%股权，对价 6.43 亿元；（2）重庆嘉酿增资，重庆啤酒以重啤拟注入业务（对价 43.65 亿元）认购，嘉士伯咨询以 A 资产包（对价 53.76 亿元）认购，完成后重庆啤酒持有重庆嘉酿 51.42%股权；嘉士伯咨询持有 48.58%股权。（3）嘉士伯啤酒厂向重庆嘉酿转让 B 资产包，重庆嘉酿支付现金对价 17.94 亿元，预计现金将分 9.15/8.79 亿元两期支付。

二、分析与判断

➢ 交易对价确定，最终方案下公司现金支出压力较小

与 2020 年 6 月的交易预案相比，本次草案进一步明确了交易双方所需要支付的对价。本次交易共作价 121.78 亿元，上市公司需支付的现金总额为 24.38 亿元。其中 6.43 亿元需在重庆嘉酿股权转让完成日起 5 个营业日支付；B 资产包现金对价中的 9.15 亿元需在股权转让完成日 5 个营业日内支付，8.79 亿元在 2021 年底前支付即可。因此，上市公司短期现金压力约为 15.59 亿元。资金安排上，公司以自有资金及外部贷款的形式支付对价，其中法国巴黎银行、渣打银行提供 3.5 亿元贷款用于收购重庆嘉酿股权；提供 10 亿元用于收购 B 资产包，嘉士伯对上述贷款提供担保。

➢ 交易完成后公司业绩将得到显著增厚，长期成长性显现

交易完成后，上市公司 2019 年备考营业收入/归母净利润将达到 102.12/7.92 亿元，较实际金额分别+185.11%/+20.59%，收入端增厚程度更为显著。业绩承诺方面，嘉士伯承诺 2020~2023 年度（若 2020 年底前完成交割则承诺 2020~2022 年业绩，若之后完成交割则承诺 2021~2023 年业绩），重庆嘉酿净利润不低于 0.49/0.59/0.62/0.70 亿元，资产包 A+B 净利润不低于 5.65/7.68/8.09/8.33 亿元，预计上市公司完成交易后的新增权益利润约为 3.16/4.25/4.48/4.64 亿元。

➢ 上市公司产品矩阵进一步完善，西部市场竞争力明显强化

通过本次交易，嘉士伯在新疆、宁夏、云南、广东、华东等地所拥有的优质啤酒资产将注入上市公司。交易完成后，公司将拥有嘉士伯、乐堡、凯旋 1664 等国际高端/超高端品牌，同时拥有重庆、山城两个本地品牌，以及乌苏、西夏、大理、风花雪月、天目湖等地方强势品牌。公司将形成从国际高端品牌到地区强势品牌的完整覆盖，成为啤酒行业中不多的能够形成“本地强势品牌 +国际高端品牌”的市场参与者。从市场布局看，本次交易完成后，上市公司的核心优势区域市场将从重庆、四川、湖南等地扩展至新疆、宁夏、云南、广东、华东等全国市场。从销售渠道来看，嘉士伯拟注入资产所处市场的分销网络将补强上市公司现有分销渠道。

三、盈利预测与投资建议

我们以资产注入从 2021 年起并表为核心假设，预计 20-22 年公司实现营业收入为 35.19/101.79/110.25 亿元，同比 -1.8%/+189.3%/+8.3%；实现归母净利润 5.32/11.76/13.01 亿元，同比-19.0%/+121.1%/+10.7%，折合 EPS 为 1.10 元/2.43 元/2.69 元，对应 PE 为 81/37/33 倍。2020/2021 年啤酒板块整体预期估值为 52/34 倍，公司完成交易后估值将与板块平均水平基本相当。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：　89.30

交易数据	2020-9-11
近 12 个月最高/最低	91.29/40.25
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）	432.19
流通市值（亿元）	432.19

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 年半年报点评：20Q2 经营显著回暖，关注未来长期成长性
2. 重庆啤酒（600132）重大资产交易预案点评：资产注入按计划推进，长期成长性有望持续增强

四、风险提示

资产注入进度不及预期、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	3,519	10,179	11,025
增长率（%）	3.3%	-1.8%	189.3%	8.3%
归属母公司股东净利润（百万元）	657	532	1,176	1,301
增长率（%）	62.6%	-19.0%	121.1%	10.7%
每股收益（元）	1.36	1.10	2.43	2.69
PE（现价）	65.7	81.3	36.8	33.2
PB	30.5	34.6	25.7	25.9

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	3,519	10,179	11,025
营业成本	2,089	2,048	6,087	6,560
营业税金及附加	270	266	769	832
销售费用	492	501	1,479	1,577
管理费用	162	183	539	584
研发费用	0	0	0	0
EBIT	569	520	1,305	1,472
财务费用	9	(6)	16	35
资产减值损失	(22)	7	9	10
投资收益	79	74	75	76
营业利润	658	613	1,384	1,533
营业外收支	170	20	15	15
利润总额	827	633	1,399	1,548
所得税	99	76	167	185
净利润	729	557	1,232	1,363
归属于母公司净利润	657	532	1,176	1,301
EBITDA	743	678	1,460	1,620

资产负债表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	1254	867	3867	6501
应收账款及票据	58	52	171	175
预付款项	12	14	36	41
存货	364	706	1995	878
其他流动资产	7	7	7	7
流动资产合计	1717	1818	6424	7726
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	3471	7889	9028
短期借款	0	0	0	0
应付账款及票据	448	464	1309	1434
其他流动负债	0	0	0	0
流动负债合计	1510	1610	4544	4928
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	2103	6036	7121
股本	484	484	484	484
少数股东权益	93	118	174	236
股东权益合计	1511	1368	1853	1906
负债和股东权益合计	3514	3471	7889	9028

主要财务指标	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力				
营业收入增长率	3.3%	-1.8%	189.3%	8.3%
EBIT 增长率	14.8%	-8.5%	150.8%	12.8%
净利润增长率	62.6%	-19.0%	121.1%	10.7%
盈利能力				
毛利率	41.7%	41.8%	40.2%	40.5%
净利润率	18.3%	15.1%	11.6%	11.8%
总资产收益率 ROA	18.7%	15.3%	14.9%	14.4%
净资产收益率 ROE	46.3%	42.5%	70.0%	77.9%
偿债能力				
流动比率	1.1	1.1	1.4	1.6
速动比率	0.9	0.7	1.0	1.4
现金比率	0.8	0.5	0.9	1.3
资产负债率	0.6	0.6	0.8	0.8
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	93.4	79.2	77.7
总资产周转率	1.1	1.0	1.8	1.3
每股指标（元）				
每股收益	1.4	1.1	2.4	2.7
每股净资产	2.9	2.6	3.5	3.5
每股经营现金流	1.5	0.5	5.5	6.6
每股股利	1.4	1.5	1.5	1.6
估值分析				
PE	65.7	81.3	36.8	33.2
PB	30.5	34.6	25.7	25.9
EV/EBITDA	56.5	62.5	27.6	23.7
股息收益率	1.6%	1.6%	1.7%	1.8%

现金流量表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	729	557	1,232	1,363
折旧和摊销	196	164	164	158
营运资金变动	(132)	(395)	1,319	1,707
经营活动现金流	705	232	2,645	3,191
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	(387)	3,001	2,634

资料来源：公司公告、民生证券研究院

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，食品饮料行业研究助理。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。