重庆啤酒（600132）

公司研究/点评报告

资产注入按计划推进，长期成长性有望持续增强

——重庆啤酒（600132）重大资产交易预案公告点评

点评报告/食品饮料行业　　2020 年 6 月 22 日

一、事件概述

6 月 21 日，公司发布重大资产购买及共同增资合资公司交易预案。嘉士伯香港拟将重庆嘉酿股权以现金形式转让给上市公司，双方共同将嘉士伯广东、昆明华狮、新疆啤酒、宁夏西夏嘉酿等公司股权注入重庆佳酿。本次交易对价尚未确定。

二、分析与判断

➢ 嘉士伯履行注资承诺，交易方案基本确定

2013 年，重庆啤酒成为嘉士伯集团成员。根据承诺，嘉士伯将于 2020 年底前将其与重庆啤酒存在潜在竞争关系的国内啤酒资产注入上市公司。2020 年 3 月 27 日，重啤与嘉士伯签署了《谅解备忘录》，对增资意向进行了初步约定。本次公告发布后，注入方式基本得以确定：1）嘉士伯香港将所持 48.58%的重庆嘉酿股权以现金形式转让给上市公司。2）嘉士伯咨询以所持嘉士伯工贸 100%股权、嘉士伯重庆 100%股权、嘉士伯广东 99%股权、昆明华狮 100%股权认购重庆嘉酿新增发股权，增发完成后嘉士伯咨询将持有重庆嘉酿 48.58%股权，重庆啤酒将持有重庆嘉酿 51.42%股权。3）嘉士伯啤酒厂向重庆嘉酿转让所持新疆啤酒 100%股权、宁夏西夏嘉酿 70%股权，重庆嘉酿以现金收购。交易完成后，嘉士伯国内啤酒资产中盈利能力较强的优质资产将基本注入上市公司。

拟注入资产组在 2019 年实现收入 72.75 亿元，同比+24.7%；归母净利润 7.62 亿元，同比+63.5%。拟注入资产成长性强，资产质量优异、净利率超 10%，高于上市公司净利率水平。按股权比例注入后将增厚上市公司业绩 3.92 亿元，约占 2019 年上市公司净利润的 60%。预计资产注入完成后，将极大增厚上市公司利润规模水平。不过本次公告并未透露交易对价。

➢ 上市公司产品矩阵进一步完善，西部市场竞争力明显强化

根据交易预案，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全部注入上市公司。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，成为啤酒行业上市公司中品牌覆盖最全、最广的公司之一。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。

➢ 疫情短期影响有望消退，公司长期成长性有望持续增强

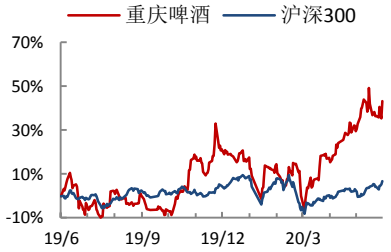
2020 年 5 月，中国规模以上啤酒企业产量 408.1 万千升，同比+14.6%。得益于需求恢复以及今年天气情况较热，啤酒行业基本面正处于快速修复中。2020Q1 公司销售占比 70%左右的现饮市场受冲击明显，4 月份工厂出货量已恢复正增长，5 月份出货量总体乐观。目前全国各地餐饮、夜店等渠道的经营正逐步复苏，疫情对公司业绩的短期冲击在逐步消退。我们认为，Q2、Q3 旺季动销的恢复有望抚平 Q1 疫情对公司业绩的负面冲击。公司目前正积极加大中高端产品的投放力度，加强易拉罐产品比重以适应大型商超及线上渠道的销售需求。总体看，短期疫情不改公司长期成长性。而未来资产注入实现后，预计公司的成长性将得到进一步增强。

推荐　　维持评级

当前价格：　61.40

交易数据	2020-6-19
近 12 个月最高/最低	63.9/38.81
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）	297.16
流通市值（亿元）	297.16

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

研究助理：熊航

执业证号：S0100118080028

电话：0755-22662016

邮箱：xionghang@mszq.com

相关研究

1. 重庆啤酒（600132）19 年报及 20 年一季报点评报告：短期疫情冲击难改长期向好趋势
2. 重庆啤酒（600132）点评报告：嘉士伯资产注入动作开启，西部寡头呼之欲出

三、盈利预测与投资建议

在不考虑资产注入的前提下，预计 20-22 年公司实现营业收入为 35.19/38.46/40.85 亿元，同比-1.8%/+9.3%/+6.2%；实现归母净利润 5.32/6.63/7.59 亿元，同比-19.0%/+24.6%/+14.5%，折合 EPS 为 1.10 元/1.37 元/1.57 元，对应 PE 为 56/45/39 倍。2020 年啤酒板块整体预期估值为 47 倍，公司估值略高于板块水平；考虑到嘉士伯注资落地，预计未来公司业绩增速将快于可比公司平均水平，维持“推荐”评级。

四、风险提示

疫情影响超预期、资产注入进度不及预期、玻璃瓶及大麦价格异常上涨、高端产品推广不及预期、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	3,846	4,085
增长率（%）	3.3%	-1.8%	9.3%	6.2%
归属母公司股东净利润（百万元）	657	532	663	759
增长率（%）	62.6%	-19.0%	24.6%	14.5%
每股收益（元）	1.36	1.10	1.37	1.57
PE（现价）	45.1	55.9	44.8	39.1
PB	20.9	23.8	25.5	26.0

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	3,846	4,085
营业成本	2,089	2,048	2,225	2,337
营业税金及附加	270	266	290	308
销售费用	492	521	512	517
管理费用	162	183	162	163
研发费用	0	0	0	0
EBIT	569	501	657	758
财务费用	9	(19)	(13)	(24)
资产减值损失	(22)	0	0	0
投资收益	79	74	75	76
营业利润	658	613	774	888
营业外收支	170	20	15	15
利润总额	827	633	789	903
所得税	99	76	94	108
净利润	729	557	695	795
归属于母公司净利润	657	532	663	759
EBITDA	743	658	812	907

资产负债表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	1254	873	1601	1274
应收账款及票据	58	52	64	65
预付款项	12	14	13	15
存货	364	699	280	729
其他流动资产	7	7	7	7
流动资产合计	1717	1824	1991	2254
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	3478	3457	3556
短期借款	0	0	0	0
应付账款及票据	448	464	478	511
其他流动负债	0	0	0	0
流动负债合计	1510	1617	1648	1737
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	390	390	390	390
非流动负债合计	493	493	493	493
负债合计	2003	2109	2141	2229
股本	484	484	484	484
少数股东权益	93	118	150	186
股东权益合计	1511	1368	1316	1327
负债和股东权益合计	3514	3478	3457	3556

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%	9.3%	6.2%
EBIT 增长率	14.8%	-11.9%	31.2%	15.4%
净利润增长率	62.6%	-19.0%	24.6%	14.5%
盈利能力				
毛利率	41.7%	41.8%	42.2%	42.8%
净利润率	18.3%	15.1%	17.2%	18.6%
总资产收益率 ROA	18.7%	15.3%	19.2%	21.4%
净资产收益率 ROE	46.3%	42.6%	56.8%	66.5%
偿债能力				
流动比率	1.1	1.1	1.2	1.3
速动比率	0.9	0.7	1.0	0.9
现金比率	0.8	0.5	1.0	0.7
资产负债率	0.6	0.6	0.6	0.6
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	1.1	1.2
每股指标（元）				
每股收益	1.4	1.1	1.4	1.6
每股净资产	2.9	2.6	2.4	2.4
每股经营现金流	1.5	0.5	2.8	0.7
每股股利	1.4	1.5	1.5	1.6
估值分析				
PE	45.1	55.9	44.8	39.1
PB	20.9	23.8	25.5	26.0
EV/EBITDA	38.3	43.8	34.6	31.4
股息收益率	2.3%	2.4%	2.5%	2.6%

现金流量表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	729	557	695	795
折旧和摊销	196	157	155	148
营运资金变动	(132)	(381)	592	(501)
经营活动现金流	705	239	1,352	352
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	0	0
筹资活动现金流	(398)	(711)	(747)	(784)
现金净流量	285	(380)	728	(326)

资料来源：公司公告、民生证券研究院

分析师与研究助理简介

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。