资产注入如期落地，夯实西部龙头地位

公司点评

● **事件：**公司公布重大资产购买及共同增资合资公司的预案：（1）公司以现金向嘉士伯香港购买其持有重庆嘉酿 48.58%的股权；（2）公司和嘉士伯咨询对重庆嘉酿增资，其中公司以现金和其他资产进行增资，嘉士伯咨询以嘉士伯广东等四项资产进行增资，增资完成后，公司持有不少于重庆嘉酿 51.42%的股权；（3）重庆嘉酿以现金向嘉士伯啤酒厂购买新疆啤酒 100%的股权、宁夏西夏嘉酿 70%的股权。若本次重组顺利完成后，则意味者嘉士伯将其在中国具有控制权的啤酒资产全部注入到重庆啤酒，符合预期。

● **资产注入利于西部龙头地位夯实，长期效应显著**

——**整合和盘活西部区域优质资产，夯实西部龙头地位，提高定价权；**将上市公司的核心优势区域市场扩展至新疆、宁夏、云南、广东、华东等全国市场，增强区域市场竞争力，充分发挥协同和规模效应，提高产能利用率。

——获得乌苏、西夏、大理、风花雪月、天目湖等区域强势品牌，**在丰富产品矩阵+满足消费者多元化需求的同时，减少委托加工**（包括嘉士伯广东委托股份公司生产嘉士伯、乐堡等国际品牌产品，2019 年委托金额约 5.89 亿元）和**品牌使用许可**（如 2019 年公司获得乌苏啤酒品牌许可，2020 年关联交易额度约 3.46 亿元）等，进一步增厚利润。

——**消除同业竞争协议限制**，如新疆啤酒实行 10 个大城市计划，以河南市场为例，2020 年乌苏啤酒进入郑州市场，为避免与嘉士伯国际产生竞争；两个品牌进行分渠道运作，其中乌苏啤酒负责（中小型）商超、餐饮渠道；国际品牌负责大型连锁商超、卖场、夜场/KTV/酒吧等渠道。重组完成将消除同业竞争协议限制，整合渠道费用资源，提高资产盈利水平。

● **嘉士伯中国资产并入或增厚公司 EPS15%+。**2018 年嘉士伯在中国采用“大城市”方法，集中资源扩大市场占有率和品牌影响力，到 2019 年底已扩展到 20 多个大城市。2019 年嘉士伯中国继续强劲增长，判断销量约 180 万吨（亚洲销量 372 万吨，中国占比约 50%），实现销售收入 89.99 亿丹麦克朗（约合 95 亿元人民币），自然增长 19%，其中量价分别贡献 8%和 10%，分产品来看，国际品牌 K1664、本地优势品牌乌苏和大理销量分别同比增长 50%、45%和 11%。2019 年重庆啤酒销量 94 万千升，我们推测公司体外（主要包括 A 包资产、B 包资产）中国销量约 90-100 万吨，与公司体量相当；2019 年嘉士伯集团净利润 74.77 亿丹麦克朗，其中亚洲占比约 33%，即约 24.7 亿丹麦克朗，推测来自中国净利润约 12.1 亿丹麦克朗（约合 12.8 亿元人民币），若将嘉士伯资产并入公司，我们测算对公司 EPS 的贡献或可超过 15%。

● **盈利预测及投资建议。**考虑到预案尚未披露相关资产具体信息，我们暂不调整盈利预测，预计公司 2020-2022 年归母净利润为 5.42/6.87/7.81 亿元，同比增长-17.6/26.9/13.6%，EPS 分别为 1.12/1.42/1.61 元，当前股价对应 PE 为 45.8/36.1/31.8X。我们认为疫情短期影响公司业绩，但不改变嘉士伯赋能下，公司高端化增长逻辑，维持“强烈推荐”评级。

● **风险提示：**疫情时间拉长持续冲击餐饮消费，原料价格持续上涨等风险。

财务摘要和估值指标

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	3,467	3,582	3,445	3,852	4,060
增长率(%)	9.2	3.3	-3.8	11.8	5.4
净利润(百万元)	404	657	542	687	781
增长率(%)	22.6	62.6	-17.6	26.9	13.6
毛利率(%)	39.9	41.7	41.9	42.3	42.4
净利率(%)	11.7	18.3	15.7	17.8	19.2
ROE(%)	36.3	48.2	41.4	41.9	39.0
EPS(摊薄/元)	0.83	1.36	1.12	1.42	1.61
P/E(倍)	73.6	45.2	54.9	43.2	38.1
P/B(倍)	26.0	20.9	23.2	19.7	16.4

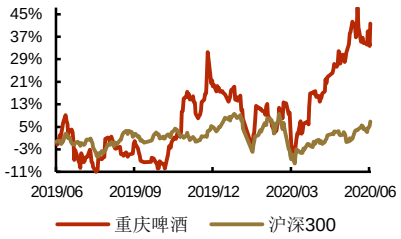
强烈推荐（维持评级）

孙山山（分析师）
sunshanshan@xsdzq.cn
证书编号：S0280520030002

张向伟（联系人）
zhangxiangwei@xsdzq.cn
证书编号：S0280119090008

市场数据	时间 2020.06.19
收盘价(元):	61.4
一年最低/最高(元):	38.3/64.2
总股本(亿股):	4.84
总市值(亿元):	297.16
流通股本(亿股):	4.84
流通市值(亿元):	297.16
近 3 月换手率:	46.29%

股价一年走势

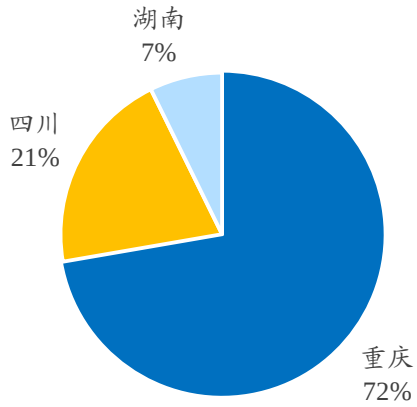


相关报告

《疫情短期冲击销量，不改变高端化逻辑》2020-04-19

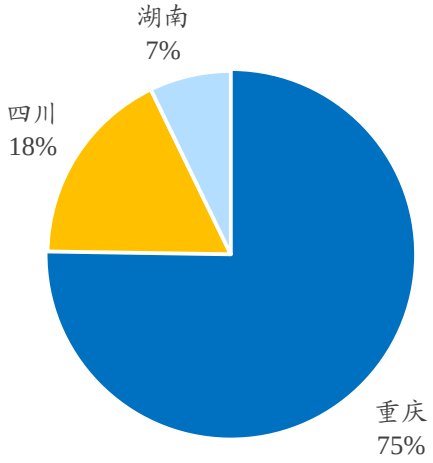
《西南啤酒龙头，嘉士伯赋能，未来持续受益高端化》2020-02-23

图1： 重庆啤酒收入区域构成



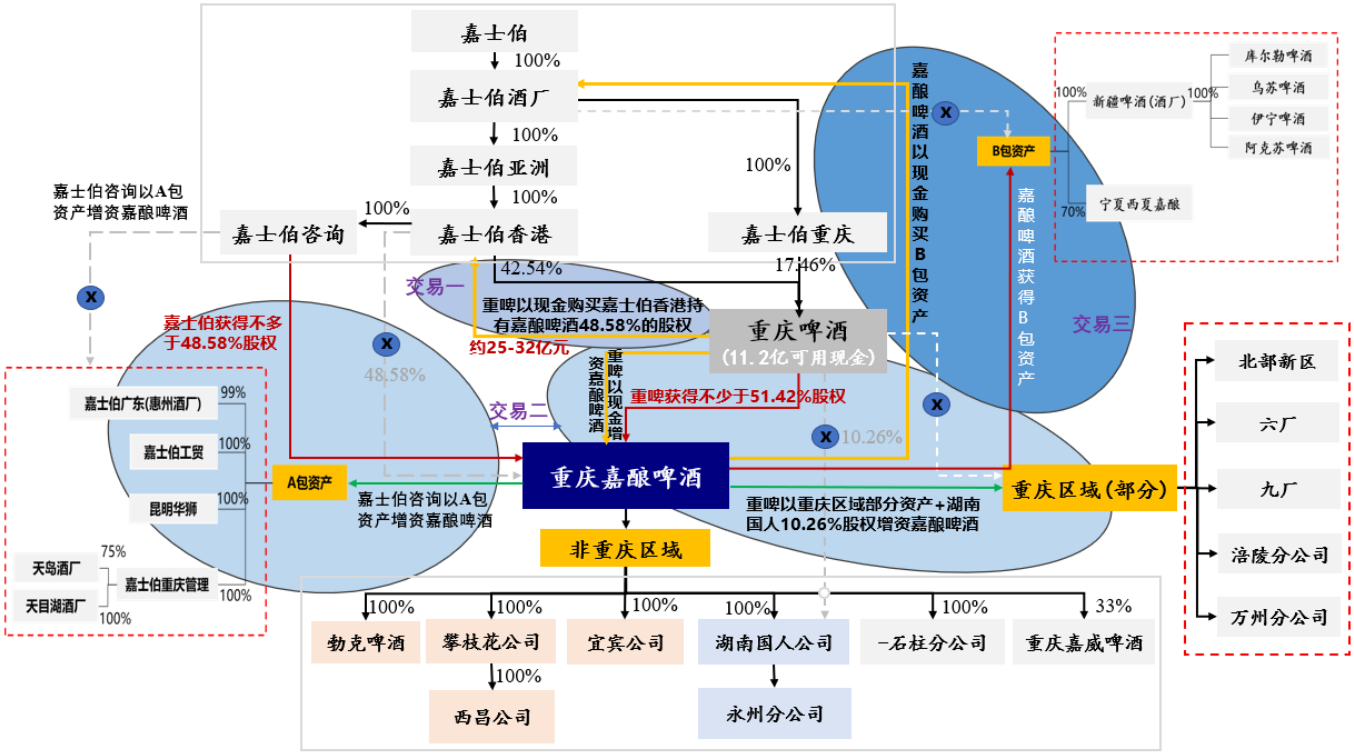
资料来源：公司公告，新时代证券研究所

图2： 重庆啤酒毛利区域构成



资料来源：公司公告，新时代证券研究所

图3： 重庆啤酒资产重组预案拆分



资料来源：公司公告，新时代证券研究所

表1： 重啤利润构成（百万元）

项目	2016A	2017A	2018A	2019A
公司净利润	139.94	326.12	421.26	728.54
归母净利润	180.99	329.46	403.98	656.93
归属于嘉酿啤酒少数股东利润	-44.76	-0.95	17.76	71.87
归属于嘉酿啤酒少数股东利润占比	-32.0%	-0.3%	4.2%	9.9%

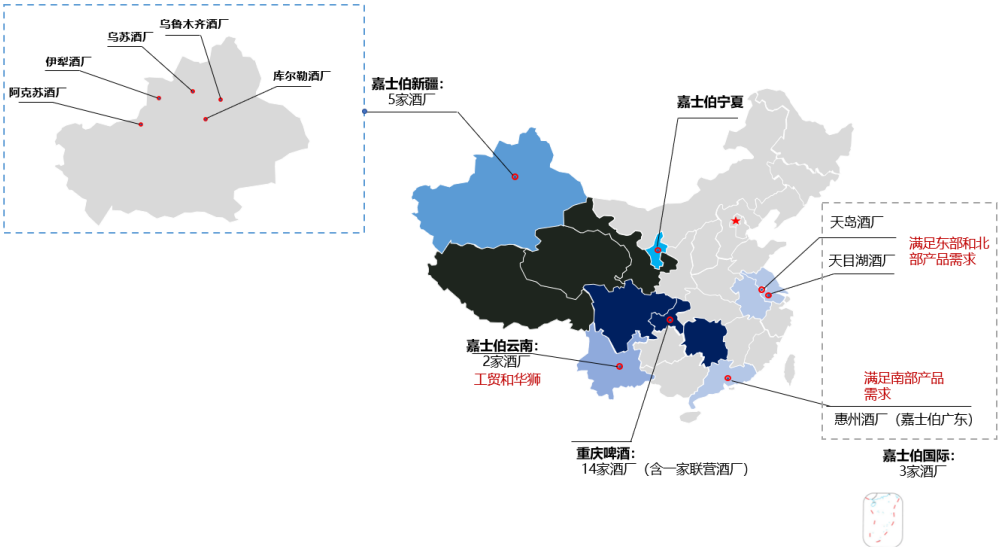
资料来源：公司公告，新时代证券研究所

表2： 重庆嘉酿啤酒市值测算

项目	相关指标
公司估值 PE-2019	45
公司市值（亿元）	297
嘉酿啤酒估值 PE-2019 上限	45
嘉酿啤酒估值 PE-2019 下限	35
嘉酿啤酒少数股权价值上限（亿元）	32
嘉酿啤酒少数股权价值下限（亿元）	25

资料来源：公司公告，新时代证券研究所测算

图4： 嘉士伯在中国资产分布



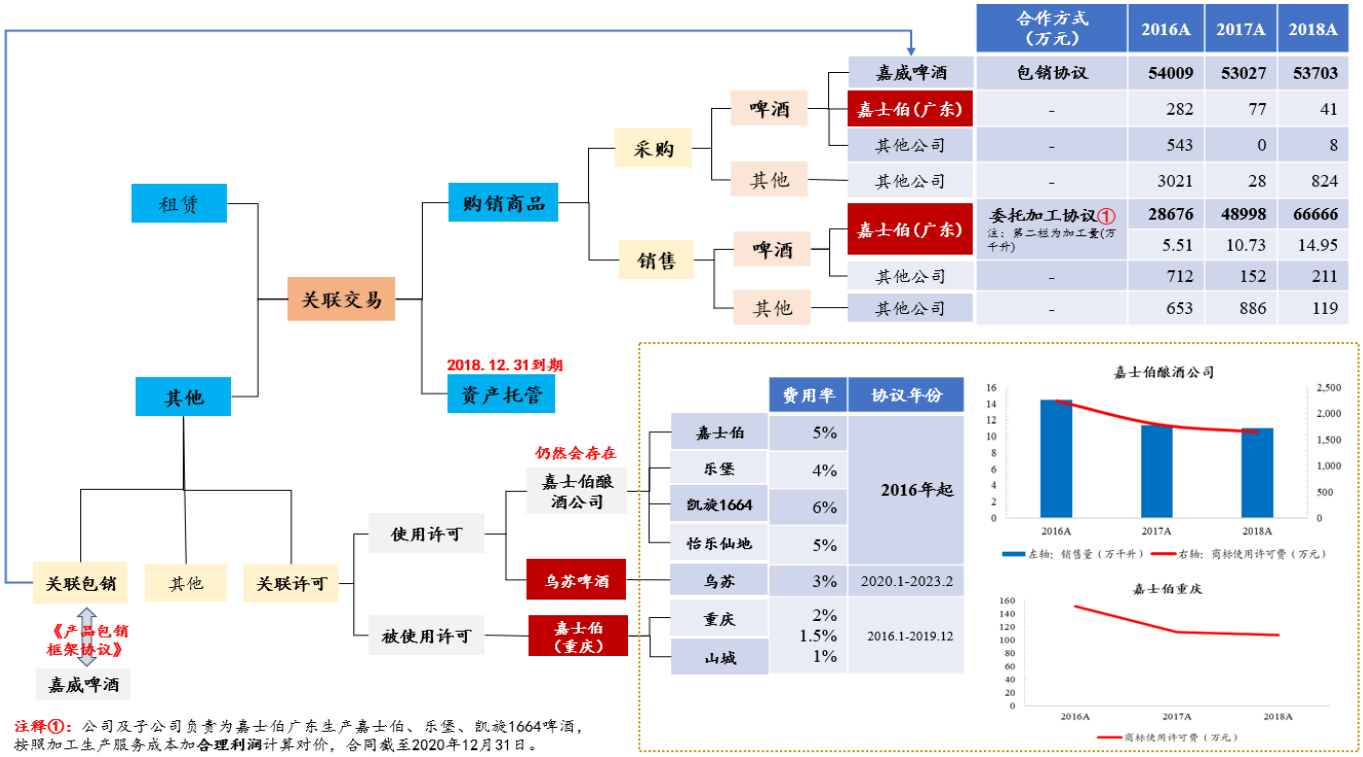
资料来源：公司公告，嘉士伯中国官网，新时代证券研究所

表3： 嘉士伯中国拟注入相关资产的情况

业务板块	酒厂	产能	品牌	优势市场	备注
嘉士伯新疆	五家酒厂，9 条生产线	50 万吨	乌苏、新疆+嘉士伯、乐堡等	新疆	新疆市场占有率 75%以上
嘉士伯宁夏	一家酒厂	30 万吨	西夏+嘉士伯、乐堡等	宁夏	宁夏市场占有率 80%以上
嘉士伯云南	嘉士伯工贸公司	100 万吨（目前投产 10 万吨）	大理桥头堡、苍洱牌大理啤酒、风花雪月啤酒等	云南	目前在建 100 万吨(一期 50 万吨)啤酒项目，预计 2025 年 100 万吨产能建成，大理啤酒产品占有率在云南省有望达到 50%以上
	昆明华狮啤酒	约 20 万吨	华狮等	云南	主销昆明，曲靖，玉溪，楚雄
嘉士伯国际部	天目湖酒厂（嘉士伯江苏）	20 万吨	K1664、皇冠铝瓶、嘉士伯、乐堡等）+本地强势品牌（天目湖）	以江苏为主，覆盖上海、浙江、安徽、河南、山东等周边省份	2019 年 4 月嘉士伯中国第一条 SLEEK(纤体罐)拉罐生产线竣工投产，每小时生产 50000 罐 SLEEK 拉罐。
	天岛酒厂（嘉士伯安徽）	20 万吨	“天岛”等	安徽、江苏等	嘉士伯中国第一条精酿线 2019 年 10 月竣工投产，整体装备水平处行业领先地位。
	惠州酒厂（嘉士伯广东）	10 万吨	嘉士伯、乐堡、K1664 等	广东等	10%外销，90%内销

资料来源：公司公告，新时代证券研究所

图5： 重庆啤酒主要的关联交易



合作方式（万元）	2016A	2017A	2018A
嘉威啤酒 包销协议	54009	53027	53703
嘉士伯（广东） -	282	77	41
其他公司 -	543	0	8
其他公司 -	3021	28	824
嘉士伯（广东） 委托加工协议① 注：第二栏为加工量（万千升）	28676	48998	66666
	5.51	10.73	14.95
其他公司 -	712	152	211
其他公司 -	653	886	119

资料来源：公司公告，新时代证券研究所

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	**1486**	**1717**	**1207**	**1651**	**1754**
现金	967	1254	743	1084	1235
应收票据及应收账款合计	67	58	62	72	70
其他应收款	82	21	78	33	84
预付账款	11	12	10	15	11
存货	337	364	308	438	347
其他流动资产	23	7	7	7	7
非流动资产	**1811**	**1797**	**1674**	**1745**	**1738**
长期投资	186	246	365	482	600
固定资产	1235	1152	974	989	919
无形资产	254	246	186	122	68
其他非流动资产	137	153	149	151	150
资产总计	**3298**	**3514**	**2881**	**3396**	**3492**
流动负债	**1739**	**1510**	**966**	**1247**	**1066**
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款合计	425	448	0	0	0
其他流动负债	1314	1063	966	1247	1066
非流动负债	**396**	**493**	**493**	**493**	**493**
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	396	493	493	493	493
负债合计	**2136**	**2003**	**1459**	**1739**	**1559**
少数股东权益	17	93	140	147	120
股本	484	484	484	484	484
资本公积	0	0	0	0	0
留存收益	710	952	760	675	592
归属母公司股东权益	1145	1419	1283	1510	1813
负债和股东权益	**3298**	**3514**	**2881**	**3396**	**3492**

现金流量表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	**744**	**706**	**119**	**969**	**719**
净利润	421	729	589	694	754
折旧摊销	174	174	138	146	159
财务费用	18	9	8	20	17
投资损失	-72	-79	-76	-75	-75
营运资金变动	141	-132	-542	179	-133
其他经营现金流	62	5	4	5	-3
投资活动现金流	**-18**	**-22**	**58**	**-147**	**-73**
资本支出	144	129	-242	-46	-125
长期投资	21	18	-119	-119	-118
其他投资现金流	146	126	-303	-312	-317
筹资活动现金流	**-449**	**-398**	**-688**	**-480**	**-495**
短期借款	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0	0
其他筹资现金流	-449	-398	-688	-480	-495
现金净增加额	**278**	**285**	**-511**	**342**	**150**

利润表（百万元）	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	**3467**	**3582**	**3445**	**3852**	**4060**
营业成本	2083	2089	2002	2222	2340
营业税金及附加	280	270	276	277	284
营业费用	455	492	448	505	527
管理费用	154	162	152	154	162
研发费用	0	0	0	0	0
财务费用	18	9	8	20	17
资产减值损失	93	-22	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
其他收益	17	28	18	22	21
投资净收益	72	79	76	75	75
营业利润	**480**	**658**	**651**	**766**	**830**
营业外收入	4	171	4	5	5
营业外支出	2	1	1	1	1
利润总额	**482**	**827**	**654**	**770**	**834**
所得税	61	99	65	75	79
净利润	**421**	**729**	**589**	**694**	**754**
少数股东损益	17	72	47	7	-26
归属母公司净利润	**404**	**657**	**542**	**687**	**781**
EBITDA	627	964	762	888	958
EPS（元）	0.83	1.36	1.12	1.42	1.61

主要财务比率	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入(%)	9.2	3.3	-3.8	11.8	5.4
营业利润(%)	43.7	36.9	-1.0	17.6	8.4
归属于母公司净利润(%)	22.6	62.6	-17.6	26.9	13.6
获利能力					
毛利率(%)	39.9	41.7	41.9	42.3	42.4
净利率(%)	11.7	18.3	15.7	17.8	19.2
ROE(%)	36.3	48.2	41.4	41.9	39.0
ROIC(%)	63.2	177.0	87.0	161.5	161.1
偿债能力					
资产负债率(%)	64.8	57.0	50.6	51.2	44.6
净负债比率(%)	-28.2	-50.7	-18.2	-36.2	-38.8
流动比率	0.9	1.1	1.2	1.3	1.6
速动比率	0.6	0.9	0.9	1.0	1.3
营运能力					
总资产周转率	1.0	1.1	1.1	1.2	1.2
应收账款周转率	73.9	57.2	0.0	0.0	0.0
应付账款周转率	4.5	4.8	0.0	0.0	0.0
每股指标（元）					
每股收益(最新摊薄)	0.83	1.36	1.12	1.42	1.61
每股经营现金流(最新摊薄)	1.45	1.82	0.25	2.00	1.48
每股净资产(最新摊薄)	2.37	2.93	2.65	3.12	3.75
估值比率					
P/E	73.6	45.2	54.9	43.2	38.1
P/B	26.0	20.9	23.2	19.7	16.4
EV/EBITDA	46.9	30.1	38.8	32.9	30.4

资料来源：公司公告、新时代证券研究所

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，新时代证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及新时代证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

孙山山，食品饮料分析师，深圳大学经济学硕士，2017 年 9 月从事券商行业研究工作，曾就职于国信证券，任食品饮料分析师。现任新时代证券，从事食品饮料行业研究。

投资评级说明

新时代证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐：	未来6－12个月，预计该行业指数表现强于同期市场基准指数。
中性：	未来6－12个月，预计该行业指数表现基本与同期市场基准指数持平。
回避：	未来6－12个月，预计该行业指数表现弱于同期市场基准指数。

市场基准指数为沪深 300 指数。

新时代证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐：	未来6－12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅在20%以上。该评级由分析师给出。
推荐：	未来6－12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅介于5%－20%。该评级由分析师给出。
中性：	未来6－12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数变动幅度介于-5%－5%。该评级由分析师给出。
回避：	未来6－12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数跌幅在5%以上。该评级由分析师给出。

市场基准指数为沪深 300 指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

免责声明

新时代证券股份有限公司经中国证券监督委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由新时代证券股份有限公司（以下简称新时代证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

新时代证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给新时代证券客户的，属于机密材料，只有新时代证券客户才能参考或使用，如接收人并非新时代证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，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。新时代证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

新时代证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。新时代证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是新时代证券在发表本报告当日的判断，新时代证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但新时代证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。新时代证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的新时代证券网站以外的地址或超级链接，新时代证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

新时代证券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进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。新时代证券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。

除非另有说明，所有本报告的版权属于新时代证券。未经新时代证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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，均为新时代证券的商标、服务标识及标记。

新时代证券版权所有并保留一切权利。

机构销售通讯录

北京	**郝颖　销售总监**	
	固话：010-69004649 邮箱：haoying1@xsdzq.cn	
上海	**吕莜琪　销售总监**	
	固话：021-68865595 转 258 邮箱：lvyouqi@xsdzq.cn	
广深	**吴林蔓　销售总监**	
	固话：0755-82291898 邮箱：wulinman@xsdzq.cn	

联系我们

新时代证券股份有限公司　研究所

北京：北京市海淀区北三环西路99号院西海国际中心15楼　　邮编：100086

上海：上海市浦东新区浦东南路256号华夏银行大厦5楼　　邮编：200120

广深：深圳市福田区福华一路88号中心商务大厦23楼　　邮编：518046

公司网址：http://www.xsdzq.cn/