

重庆啤酒 (600132)

啤酒销量下降 疫苗项目有新进展

——重庆啤酒 2008 年报点评

胡春霞 洪婷
 021-38676186 021-38676550
 huchunxia@gtjas.com hongting@gtjas.com

本报告导读:

- 08年公司啤酒销量和毛利率均下降。
- 乙肝疫苗项目完成2期A阶段，进入B阶段临床试验。

投资要点:

- 2008 年公司实现归属于母公司的 EPS0.34 元，低于我们之前的预期。公司营业收入为 21.21 亿元，同比上升 8.33%，营业利润为 1.76 亿元，同比下降 7.08%，归属于母公司的净利润为 1.63 亿元，同比上升 0.27%。
- 公司 08 年业绩低于预计的主要原因：1、由于雪灾、地震等突发事件，啤酒的销量为 97.93 万吨，同比下降 3.08%，低于之前公司 107 万吨的预期；2、由于 08 年进口大麦价格高企，公司吨酒成本上升 15%，虽然公司通过提价和提升产品结构使得公司吨酒价格上升 11.04%，但公司啤酒的毛利率还是从 48.55% 下降到 43.62%。
- 新建产能进程符合预期，搬迁产能获政府补贴增厚公司 08 年业绩。公司新建项目中涪陵分公司已经投产，北部新区分公司也已建成即将开始生产，将为公司未来啤酒销量的增长提供支撑。由于产能搬迁，全资子公司重庆啤酒安徽九华山有限公司收到搬迁补偿款 2600 万元，扣除这项营业外收入公司实际 EPS 为 0.29 元。
- 乙肝疫苗项目前景广阔，但至少仍需要 3-4 年才能创造收益。公司乙肝疫苗作为一种治疗性乙肝疫苗，如果研制成功将会获得巨大的市场和收益。该项目目前已经完成 2 期 A 阶段并于今年初进入第 2 期 B 阶段的临床试验，我们预计至少还要 3-4 年的时间，疫苗才能完成第 3 期临床试验进入大规模实际应用。
- 公司 09 年 1 季度啤酒销售量同比上升较大。一方面今年 1 季度没有去年雪灾的影响，另一方面大批农民工返乡，推动了公司啤酒在农村的消费，今年 1 季度销量同比增幅较大，达到 2007 年同期的销量水平，09 年公司完成销售计划的可能性较大。
- 业绩预测及投资建议：我们预计公司 09 年完成销售计划啤酒销量达到 104.8 万千升；原料大麦的价格有所下降，今年的毛利率将有较大回升。我们预测公司啤酒业务 09-10 年的 EPS 到 0.46 和 0.57 元，投资价值为 13.8 元。疫苗项目未来收益仍具不确定性，有一定的风险，但考虑其一旦研制成功将带来较大收益，我们给予其一定的溢价，确定目标价 20 元，目前价格已接近目标价，给予“中性”评级。

财务摘要 (百万元)	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	1,958	2,121	2,316	2,621	2,939
(+/-)%	6.5%	8.3%	9.2%	13.2%	12.1%
经营利润 (EBIT)	190	177	269	336	378
(+/-)%	-6%	-7%	52%	25%	13%
净利润	159	164	223	277	311
(+/-)%	6%	3%	36%	24%	12%
每股净收益 (元)	0.33	0.34	0.46	0.57	0.64
每股股利 (元)	0.05	0.10	0.14	0.17	0.19

利润率和估值指标	2007	2008	2009E	2010E	2011E
经营利润率 (%)	13%	11%	14%	15%	15%
市盈率	62	61	44	36	32
股息率 (%)	0.2%	0.5%	0.7%	0.8%	0.9%

请务必阅读正文之后的免责条款部分

评级:

中性

上次评级: 谨慎增持

目标价格:

¥ 20.00

上次预测: ¥ 11.25

当前价格:

¥ 19.76

2009.03.17

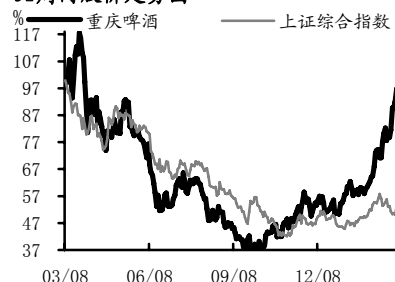
交易数据

52 周内股价区间 (元)	8.05 ~ 36.84
总市值 (百万元)	10,425
总股本/流通 A 股 (百万股)	484/292
流通 B 股/H 股	0/0
流通股比例	0.60
日均成交量 (百万股)	5.3
日均成交值 (百万元)	89.1

资产负债表摘要 (12/08A)

股东权益 (百万元)	1,127.62
每股净资产	2.14
市净率	9.6
净负债率	73.5%

52 周内股价走势图



相关报告

成本上涨，利润增速下降

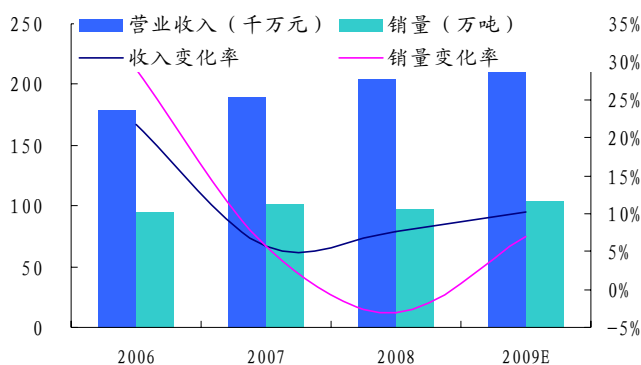
(08.11.03)

1. 啤酒销量和毛利率下降，业绩增长低于预期

2008 年公司营业收入为 21.21 亿元，同比上升 8.33%，营业利润为 1.76 亿元，同比下降 7.08%，归属于母公司的净利润为 1.63 亿元，同比上升 0.27%，每股收益为 0.34 元，低于我们之前的预期，主要原因如下：

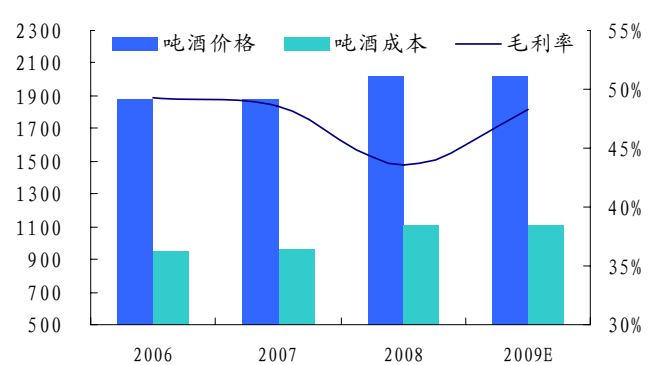
- 公司主营业务为啤酒，2008 年啤酒的收入占总收入的 96%。08 年啤酒销量为 97.93 万吨，同比下降 3.08%，未完成 107 万吨的销售计划。主要原因有：1、公司的啤酒销售集中以重庆为中心的西南地区，年初雪灾和 5 月地震对该地区的啤酒消费造成一定影响；2、为化解 2007 年下半年以来原料大麦价格上涨的压力，公司对部分产品进行提价，对销量也有所影响。
- 啤酒生产成本上升导致毛利率大幅下降。公司的主要原料为国产大麦，自 07 年下半年开始国产大麦的价格随着进口大麦的价格大幅上涨，公司 08 年的吨酒价格较 07 年上升 15%，虽然公司通过提价和产品结构调整，吨酒成本也提升了 11%，但毛利率还是从 48.55% 下降到 43.62%，下降 5 个百分点。

图 1：公司啤酒销售收入和销量的变化



数据来源：公司公告，国泰君安证券

图 2：公司吨酒价格，吨酒成本及毛利率变化



数据来源：公司公告，国泰君安证券

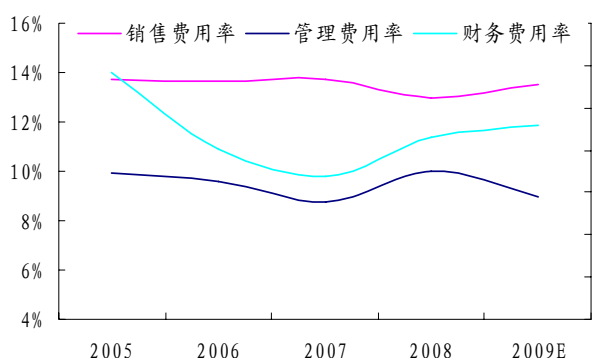
2. 各项费用率分析及预测

由于公司属于区域地产龙头，在西南地区特别是重庆市有一定的垄断地位。公司的销售费用的投入一直较为稳定，销售费用率也控制的较好。受经济减速，消费下降的影响，我们预计 09 年啤酒行业内争夺市场占有率的竞争将更加激烈，公司为了巩固现有市场，推动销量增长，销售费用的投入将有所上升。

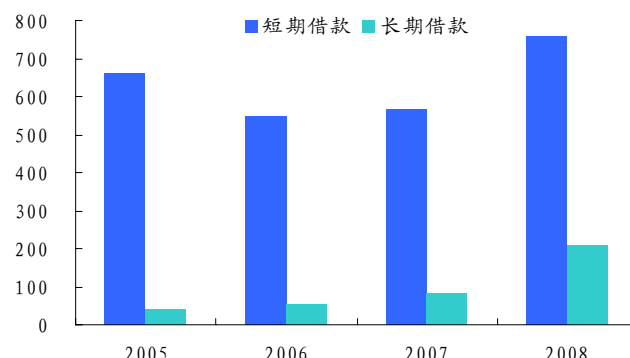
公司的财务费用率呈上升的趋势，由 07 年的 1.69% 上升到 08 年的 2.13%。主要原因是公司近期有较多的新建项目以及搬迁项目投入，公司 2008 年的长短期借款都较 07 年有大幅的上升，短期借款增加 1.94 亿元，上升 34.29%；长期借款增加 1.28 亿元，上升 158%。我们预计未来两年公司新建项目还将继续建设，财务费用率将略有上升。

公司管理费用率上升，我们预计 09 年公司将控制这方面的支出，恢复到 07 年的水平。

图 3: 销售费用率、管理费用率(左轴)和财务费用率(右轴)变换及预测 图 4: 公司长短期借款(百万元)变化



数据来源: 公司公告, 国泰君安证券



数据来源: 公司公告, 国泰君安证券

3. 新增产能进程符合预期, 搬迁产能带来政府补贴

2008 年公司各项新增产能项目的建设基本符合预期, 涪陵分公司已经投产, 北部新区分公司也已建成即将开始生产, 新建的产能支撑公司未来啤酒销量的增长。

2008 年子公司安徽九华山厂房完成搬迁, 收到政府 2600 万元的搬迁补偿款, 增厚公司每股收益 0.05 元。

除了已经完成搬迁的九华山项目之外, 公司目前还有湖南重庆啤酒国人有限责任公司 20 万吨搬迁新建项目正在建设之中, 预计于 2009 年完成。重庆啤酒六厂拟进行 30 万千升(一期 20 万千升)的产能搬迁改造项目, 预计于 2009 年开始施工。这两项搬迁改造项目不仅能够提高生产线的生产效率, 还能为公司带来搬迁补偿款。

表 1: 公司新增产能建设进程

项目名称	产能	项目金额(亿元)	项目进度
北部新区分公司	50 万千升 (1 期 25 万千升)	4.8	目前正在进行试生产前的设备调试工作
涪陵分公司	10 万千升 (1 期 5 万千升)	1.5	已于 2008 年 4 月投产
黔江分公司	20 万千升 (1 期 10 万千升)	1.5	资金投入进度为 10%

数据来源: 公司公告, 国泰君安证券

4. 乙肝疫苗进入 2 期 B 阶段临床试验

公司正在研制的“治疗性合成肽乙肝疫苗”项目目前已经完成了 2 期 A 阶段试验, 并于 2009 年 1 月开始 2 期 B 阶段的临床试验。我们预计公司需要至少 1 年半到 2 年的时间完成 2 期 B 阶段, 而之后的 3 期至少也需要 2 年的时间才能完成。

目前来看乙肝疫苗项目仍需要至少 3-4 年的时间才能完成试验进入市场。同时目前对公司乙肝疫苗的大范围应用的有效性还未有确定性的试验结果, 疫苗项目的未来效益仍有较大的不确定性。

5. 盈利预测和投资建议

由于公司乙肝疫苗项目至少还需要3—4年的时间才能完成,其未来收益还有一定的不确定性,我们预测未来业绩时并未计入乙肝疫苗的业务。

我们假设:

- 公司09年完成啤酒销售计划,销量达到104.8万千升,2010年销量增长10%。
- 公司通过产品结构升级,吨酒价格略有升高;08年底以来国产大麦的价格开始下跌,09年公司吨酒成本略有下降,毛利率回升。
- 销售费用率和财务费用率略有上升,管理费用率略有下降。

我们预测公司09-10年的业绩到0.46, 0.57元。参考我们对啤酒公司09年30倍左右的市盈率,我们给予公司啤酒业务的投资价值为13.8元。目前看,乙肝疫苗项目离研制成功还需要很长的时间,项目能否成功并产生效益也仍具有不确定性,该项目有一定的风险。但考虑到其一旦成功将会带来的巨大收益和对公司未来业绩的增厚,我们给予该项目一定的溢价,确定目标价为20元,目前价格已经接近目标价,给予“中性”评级。

表 2: 啤酒业务未来业绩的预测

	2007	2008	2009E	2010E
啤酒销量(万吨)	101	98	105	115
吨酒价格(元/吨)	1876	2084	2125	2189
吨酒成本(元/吨)	965	1110	1088	1110
啤酒收入(百万元)	1896	2040	2227	2524
啤酒成本(百万元)	975	1087	1140	1279
啤酒毛利率	49%	47%	49%	49%

数据来源: 国泰君安证券

表 3: 公司未来业绩的预测

	2007	2008	2009E	2010E
一、营业总收入	1958	2121	2316	2621
二、营业总成本	1768	1946	2047	2285
其中: 营业成本	1020	1211	1206	1352
营业税金及附加	248	235	266	301
销售费用	269	259	313	341
管理费用	171	189	208	236
财务费用	33	46	53	55
资产减值损失	27	7	0	0
三、其他经营收益				
投资收益	-0.06	1.43	0	0
汇兑收益				
四、营业利润	190	177	269	336
营业外收入	11	38	10	10
营业外支出	3	15	3	3
五、利润总额	198	200	276	343
所得税费用	33	34	50	62
六、净利润	166	166	226	281

归属于母公司所有者的净利润	159	164	223	277
少数股东损益	6	2	3	4

数据来源：国泰君安证券

作者简介:

胡春霞: 武汉大学金融学硕士, 国泰君安证券食品饮料行业研究员, 从业五年。
2008 年新财富食品饮料行业最佳分析师。

洪婷: 浙江大学金融学硕士, 2007 年 7 月加入国泰君安研究所, 目前从事食品饮料的研究工作。

免责声明

本报告的信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。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, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属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, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为我公司所有, 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, 需注明出处为国泰君安证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

国泰君安证券股票投资评级标准:

增持: 股票价格在未来 6~12 个月内超越大盘 15%以上;

谨慎增持: 股票价格在未来 6~12 个月内超越大盘幅度为 5% ~ 15%;

中性: 股票价格在未来 6~12 个月内相对大盘变动幅度为-5% ~ 5%;

减持: 股票价格在未来 6~12 个月内相对大盘下跌 5%以上。

国泰君安证券行业投资评级标准:

增持: 行业股票指数在未来 6~12 个月内超越大盘;

中性: 行业股票指数在未来 6~12 个月内基本与大盘持平;

减持: 行业股票指数在未来 6~12 个月内明显弱于大盘。

国泰君安证券研究所

上海

上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层

邮政编码: 200120

电话: (021) 38676666

深圳

深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层

邮政编码: 518026

电话: (0755) 23976888

北京

北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层

邮政编码: 100140

电话: (010) 59312799

国泰君安证券研究所网址: www.askgtja.comE-MAIL: gtjaresearch@ms.gtjas.com