



食品饮料行业研究小组 滕文飞
☎ 021-53519888-1969
✉ terencelss@hotmail.com

业绩无起色 疫苗预期支撑股价

基本数据 (Y08)

报告日股价 (元)	20.52
12mth A 股价格区间 (元)	8.05/36.84
总股本 (百万股)	483.97
无限售 A 股/总股本	60.29%
流通市值 (百万元)	5,987.44
每股净资产 (元)	2.21
PBR (X)	9.29
DPS (Y08 拟, 元)	每 10 股派 1.0 元

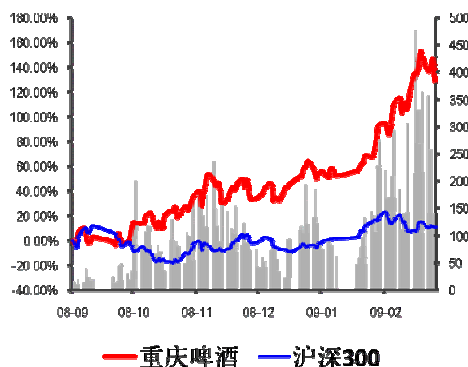
主要股东 (Y08)

重庆啤酒(集团)有限公司	32.82%
S&N ASIA PACIFIC LIMITED	17.46%
重庆市合川区银源商贸公司	2.13%

收入结构 (Y08)

啤酒销售	96.19%
------	--------

最近 6 个月股价与沪深 300 指数比较



相关编号: 09TWF-CT03

■ 动态事件:

公司近日披露了 2008 年年报, 公司营业收入 21.21 亿元, 同比增长 8.33%; 利润总额 19972.88 万元, 同比增长 0.69%; 净利润 16363.29 万元, 同比增长 2.73%; 每股收益 0.34 元。

■ 主要观点:

08 年公司业绩增长低于预期

截止到 08 年 3 季度, 公司盈利状况尚佳, 第 4 季度公司营业收入仅增加 3.72 亿, 拖累了全年的业绩。

08 年啤酒销量下降 3% 毛利率持续走低

由于受到诸多不利因素的影响, 08 年啤酒销量下降 3.07%。公司在西南优势市场的收入增长还是比较可观的, 但华东地区出现明显下滑, 随着 08 年下半年啤酒价格的持续回落, 公司 09 年原材料成本有望大幅降低, 09、10 年的毛利率水平有望持续提高。

09 年开始公司产能逐步释放

今年以来公司有多个项目将陆续建成投产。其中安徽九华山项目已经于 08 年底开始生产。年内重庆北部高新工业园的 25 万千升产能也将投产, 鉴于啤酒行业 09 年 1、2 月份销售情况普遍好于预期。我们判断新产能的投产将有利于公司继续拓展市场份额,

■ 投资建议:

未来六个月内, 维持“大市同步”评级

预计公司 09、10 年 EPS 分别为 0.37 元、0.40 元。此盈利预期是基于公司啤酒主营业务预测得出的, 乙肝疫苗前景尚存在很大的不确定性, 而目前公司股价已基本反应了其未来的盈利预期, 故给予公司“大市同步”评级。

■ 数据预测与估值:

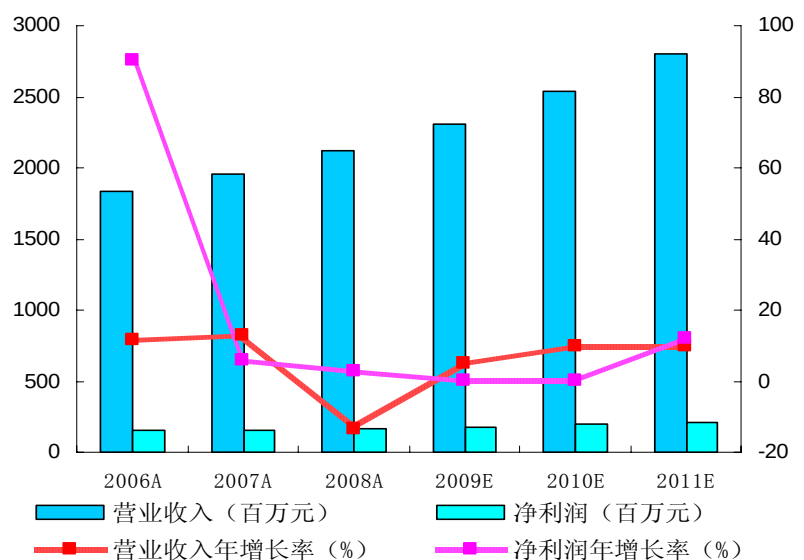
至 12 月 31 日 (¥.百万元)	2007A	2008A	2009E	2010E
营业收入	1958.09	2121.22	2312.13	2543.34
年增长率	12.94%	8.33%	5%	10%
归属于母公司的净利润	159.28	163.63	176.72	194.39
年增长率	6.04%	2.73%	9%	10%
每股收益 (元)	0.33	0.34	0.37	0.40
PER (X)	62.35	60.69	56.20	51.09

注: 有关指标按最新总股本为 483.97 百万股计算

一、08 年公司业绩增长低于预期

公司发布的 08 年年报称：08 年公司营业收入为 21.21 亿元，同比增长 8.33%；利润总额 19972.88 万元，同比增长 0.69%；净利润 16363.29 万元，同比增长 2.73%；每股收益 0.34 元，净资产收益率为 15.30%。截止到 08 年 3 季度，公司盈利状况尚佳，第 4 季度公司营业收入仅增加 3.72 亿，拖累了全年的业绩。预计自 09 年开始公司业绩会由于行业回暖而逐步复苏。

图 1 重庆啤酒业绩预测图

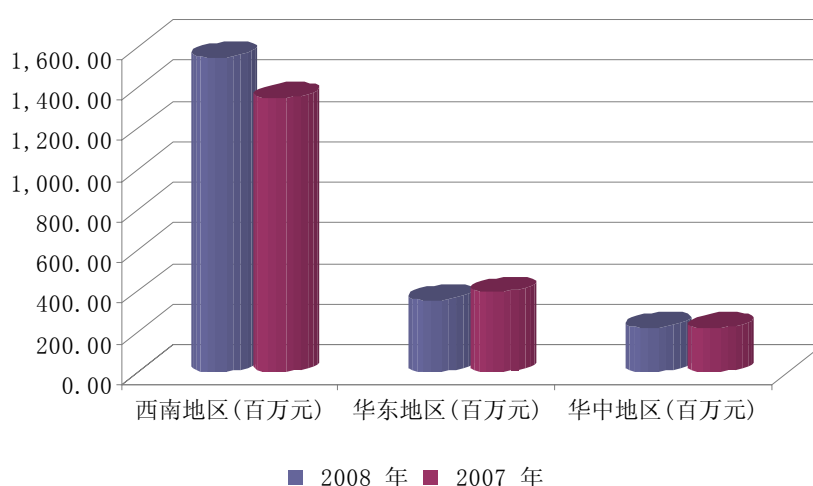


数据来源：公司定期公告 上海证券研究所

二、08 年啤酒销量下降 3% 毛利率持续走低

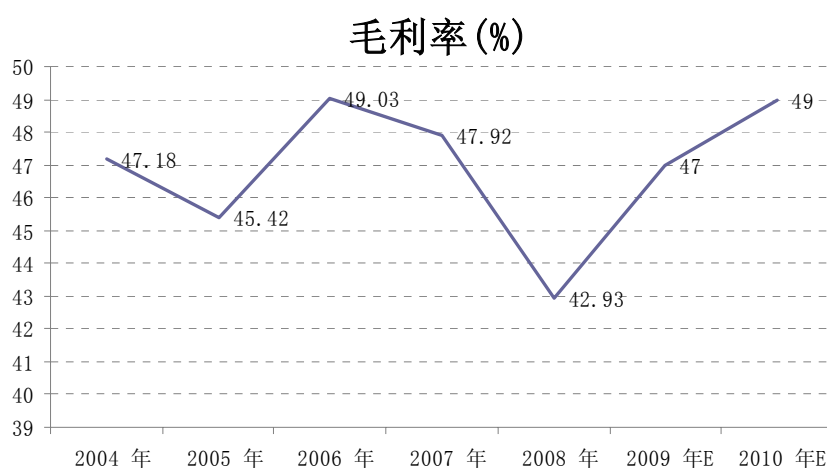
公司表示，由于受到诸多不利因素的影响，08 年啤酒销量下降 3.07%。公司在西南优势市场的收入增长还是比较可观的，但华东地区出现明显下滑，经济危机对于东南沿海的冲击率先体现出来。08 年公司啤酒产品由于提价幅度不及成本上升的幅度，导致毛利率水平持续走低。随着 08 年下半年啤麦价格的持续回落，公司 09 年原材料成本有望大幅降低，09、10 年的毛利率水平有望提高。

图 2 公司啤酒分地区销售情况



数据来源：公司公告，上海证券研究所

图 3 重庆啤酒毛利率变化预测图



数据来源：公司公告，上海证券研究所

三、09 年开始公司产能逐步释放

今年以来公司有多个项目将陆续建成投产。其中安徽九华山项目已经于 08 年底开始生产。年内重庆北部高新工业园的 25 万千升产能也将投产，鉴于啤酒行业 09 年 1、2 月份销售情况普遍好于预期。我们判断新产能的投产将有利于公司继续开拓市场份额，在整个行业恢复增长的时候，产能能够有效配合。生产规模的扩大将有效提高公司的盈利能力，同时在关键市场投入更多的产能也有助于抵御其它竞争

对手的入侵。但过快的扩张产能也带来较重的财务负担。

表 1 重庆啤酒公司在建产能

工程名称	设计产能	进度
重庆北部新区高新工业园	50 万千升（一期 25 万千升）	年内一期投产
湖南国人公司	20 万千升	年内完成建设
安徽九华山公司	20 万千升（一期 10 万千升）	一期已投产
重庆市黔江正阳工业园区	20 万千升（一期 10 万千升）	累计投资 1,827 万元

数据来源：公司公告 上海证券研究所整理

四、乙肝疫苗业务前景尚不明朗

公司公告称：公司控股子公司重庆佳辰生物工程有限公司于 2009 年元月 11 日在重庆召开关于“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 II 期临床试验研究者会议，重庆佳辰生物工程有限公司将于近期启动 II 期后续临床实验的工作。乙肝疫苗目前仍处于二期临床阶段，是否有效以及能否成功推出市场，其前景尚需观察。疫苗研制进展情况有可能对于股价造成较大影响。

五、投资建议

预计公司 09，10 年 EPS 分别为 0.37 元、0.40 元；对应的动态市盈率为 56.20 倍，51.09 倍。其市盈率水平远高于其它同行业上市公司。此盈利预期是基于公司啤酒主营业务预测得出的，而目前股价靠乙肝疫苗盈利预期支撑的因素较多，鉴于目前乙肝疫苗前景尚存在很大的不确定性，目前公司股价已基本反应了未来的盈利预期，故给予公司“大市同步”评级。

六、附表

附表 1 重庆啤酒损益表及预测 (单位: 百万元人民币)

指标名称	2007 A	2008 A	2009 E	2010 E
营业总收入	1958.09	2121.22	2,312.13	2,543.34
营业总成本	1767.9	1946	2,089.60	2,280.99
营业税金及附加	248.22	234.77	240	250
销售费用	268.53	259.29	270	290
管理费用	171.43	188.52	190	200
财务费用	33.07	45.72	40	30
投资收益	-0.06	1.43	1	1
营业外收入	11.34	37.94	10	10
营业外支出	3.1	14.87	5	5
利润总额	198.36	199.73	216.53	256.35
所得税费用	32.81	33.74	58.46	69.22
净利润	165.55	165.99	179.72	197.39
归属于母公司所有者的净利润	159.28	163.63	176.72	194.39
少数股东权益	6.26	2.36	3	3
每股收益 (元)	0.33	0.34	0.37	0.40

数据来源: 公司定期报告 上海证券研究所 (本盈利预测仅考虑公司啤酒主营业务, 未包括乙肝疫苗盈利预期)

分析师承诺

分析师 郭昌盛 滕文飞

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级		定义
超强大市	Superperform	股价表现将强于基准指数 20%以上
跑赢大市	Outperform	股价表现将强于基准指数 10%以上
大市同步	In-Line	股价表现将介于基准指数±10%之间
落后大市	Underperform	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级		定义
有吸引力	Attractive	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	Neutral	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数±5%
谨慎	Cautious	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人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。

在法律允许的情况下，我公司或其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，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。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责条款具有修改权和最终解释权。