

食品饮料行业

啤酒业务稳步攀升 疫苗概念渐行渐近

李辉

010-88092288-3612

Beldayj@hotmail.com

——重庆啤酒（600132）深度调研报告——

2009年8月11日

增持（首次）

6个月目标价

29 元

当前价格：22.89

相对指数表现



基本财务数据

指标	2008A	2009E	2010E	2011E
每股收益（元）	0.30	0.33	0.40	0.45
净资产收益率（%）	2.96	3.47	4.49	4.93
主营利润率（%）	34.17	40.00	44.00	50.00
市盈率（倍）	39	60	54	49

资料来源：公司公告

事件：

09年8月2日至4日，我们对公司总部、新厂区等进行了考察，与公司董秘等有关负责人就主营业务、乙肝疫苗临床试验进展等进行了沟通交流。

核心观点：

• 渠道优势无可比拟，奠定重庆市场垄断地位

重庆啤酒区域龙头地位不可替代，夯实重庆市场基础为公司不变战略；公司独具优势的西部市场的消费空间还有很大增量；

• 啤酒业战国时代，得西部者得天下，公司独具地缘优势

产能扩张，发展态势进入上行通道；

09年公司业绩直接受益于成本下降；

公司所属行业还具有估值优势；

公司经营活动的现金流一直保持良好的状况；

• 疫苗上市后可增厚EPS 约15元

治疗型乙肝疫苗广袤的市场需求，预计3-5年入市；

治疗用（合成肽）乙型肝炎疫苗成为产品上市的可能性很大。

鉴于至少在未来三年公司治疗性乙肝疫苗项目将不会给公司带来任何经营性收益，因此盈利预测主要集中在公司的啤酒业务。预计EPS 2009年在0.35元~0.4元。重庆啤酒为区域性啤酒业务公司，但财务状况要好于全国品牌的青岛啤酒和燕京啤酒。一方面公司啤酒业务稳步攀升，另一方面未来的疫苗上市会带来巨大的收益，综合考虑给予60倍PE，建议增持。

重要声明：本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对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。我公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，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。本报告版权归西南证券所有，未经书面许可，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。

重庆啤酒是由原重庆啤酒厂改制重组而来，隶属于重庆啤酒集团。于 1997 年 10 月上海证券交易所上市交易，公司实际控制人为重庆市国资委。始建于 1958 年的重啤以啤酒为主业，公司啤酒业务收入占主营业务收入的 98% 以上。公司的另一子公司——重庆佳辰生物工程有限公司，是 1997 年由重啤集团、第三军医大学、重庆大学三方联合发起组建，1998 年重庆啤酒用募股资金收购了其 52% 的股权，并利用 1999 年的配股资金对其进行了增资，目前该公司是重庆啤酒进军生物医药领域的主要力量。公司由建厂之初的总资产 60 万元，发展成拥有资产 46 亿元，集啤酒、饮料、生物制药、养殖及肉类加工于一体的大型企业集团，公司拥有 35 家子公司，其中从事啤酒主业的子公司 26 个，分布于重庆、四川、贵州、江苏、湖南、浙江、安徽等地，生产能力突破 300 万千升。重庆啤酒的销售情况态势良好。09 年第 1 季实现主营收入 4.4 亿元，营业利润 4084 万元，实现净利润 3265 万元。08 年，重庆啤酒营业收入为 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%。公司预计 2009 年实现啤酒销量 104.8 万千升，预计实现营业收入 23.19 亿元，预计成本 13.2 亿元，预计费用 5.61 亿元。

图 1，中国前十大啤酒产量（单位：万吨）



资料来源：国家统计局

公司定价能力强 渠道优势无可比拟 奠定重庆市场垄断地位

80 年代，重庆糖酒公司工商结合。重庆啤酒长期控制重庆糖酒公司渠道，从而控制二级批发商和终端。渠道的稳固力保重庆市场难以撼动。近年来公司在营销管理中加大市场投入、营销网络建设，加强了终端市场渠道管理，其突出特点是：经销商只负责区域内物流，而品牌、营销、价格等均由公司统一负责，其结果是公司对终端市场的控制能力进一步加强。公司主要通过品牌营销、积极推出高端产品来增加利润，而非低价格策略应对市场竞争。

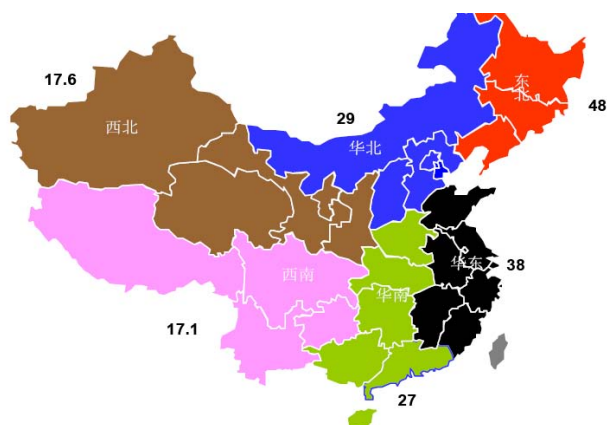
区域龙头地位不可替代 夯实重庆市场基础为不变战略

重庆啤酒属于区域性的生产企业，年产量100 万吨（集团公司还有80 万吨的产量）。公司在大重庆地区（含下属区县）市场占有率在 60%以上，在小重庆地区（市区）市场占有率在90%以上。所以公司在重庆地区占据几乎垄断的竞争优势，这种垄断优势除了体现为在重庆市场中其产品具有较好的价格弹性外，也为其在重庆地区的业务较好地控制生产成本和期间费用创造了条件。重庆啤酒的品牌属于我国十大啤酒品牌之一，在我国西部、西南部特别是重庆地区有较高的品牌知名度。其中，西南地区销售额占收入的70%左右，其他30%左右销售额来自华东地区（安徽、浙江）和华中地区（湖南）。公司主营啤酒业务近几年保持良好的发展态势，主营收入呈现快速发展态势，公司主营收入的增长主要是因为公司近几年来为了拓展其啤酒业务的未来发展空间，在夯实重庆啤酒本地市场的基础上，加大了对外地市场的扩张力度。公司下属的啤酒子公司主要有西昌公司、攀枝花公司、湖南国人公司、浙江大梁山公司和安徽九华山公司，以及从集团收购来的梁平和合川公司。从啤酒公司以及行业的毛利率、净利率比较可以看出，重庆啤酒的利润率始终保持行业较高的水平，这与公司及时调整产品结构、通过产品工艺技术革新降低成本有关。

公司独具优势的西部市场的消费空间还有很大增量，啤酒业战国时代，得西部者得天下，公司独具地缘优势

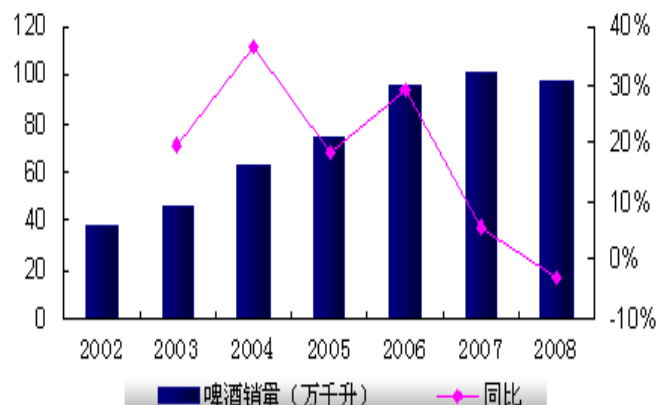
国家不断致力于提高农民收入水平，拉小城乡差距，农民收入的增加，对于啤酒业来说是个好消息。特别是 8 亿多农民的农村市场一直是我国啤酒行业发展的瓶颈，若农村市场的消费能力“激活”，则啤酒市场长期受益。公司的四川的市场份额维持在 8%左右，理论上存在扩张空间；重庆地区的核心销区占有量达到 90%以上，而近、远郊区的市场份额要低很多，09 年以来，重庆啤酒销售量同比上升空间较大。随着金融危机的影响，大批农民工返乡，推动了重庆公司啤酒在农村的消费。另外，由于目前西南啤酒市场的潜力巨大，近期来啤酒市场的增长空间一直处于其他区域前沿。重庆啤酒在区域内拥有垄断优势。重庆啤酒目前的市场主要集中在西南市场，在中部的省份如湖南等地也有一定的市场占有率。受经济和消费习惯等影响，我国啤酒消费东强西弱的现象十分明显，鉴于东部省份现有的高基数，未来人均消费的增长速度将放缓；我国啤酒行业量的增长潜力将主要来自人均收入相对较低、农村人口比重相对较高的中西部省份中国啤酒消费仍有很大的提升空间。从世界范围看，发达国家啤酒的人均消费量增长缓慢，而在经济增长较快地区，如东欧和中国的啤酒需求量和产量增长速度远远高于世界平均增长速度，增速比发达国家高 3%。中国啤酒消费存在着地域分布的不均衡性。中国啤酒行业的发展路径与世界啤酒的发展路径基本一致，也就是从发达地区向不发达地区过渡。区域发展的不平衡也为啤酒企业提供了抢占市场份额的机会以及行业增长的空间。对不发达地区的开发是各啤酒企业战略部署的重点。

图 2，我国各区域的啤酒人均消费状况（单位：升）



资料来源：国家统计局

图 3，重庆啤酒 2002-2008 年啤酒销量变化情况



资料来源：国家统计局

产能扩张 发展态势进入上行通道

6月10日，重庆啤酒股份有限公司六厂新建30万千升啤酒项目坐落在重庆市合川工业园区高阳片区拓展园，该项目总投资5亿元，该项目按照年产30万千升啤酒规模进行总体规划，设计、建造分两步实施，一期工程投资3亿元，按年产20万千升啤酒规模进行建造，并按国际上最先进的啤酒工艺布局进行整体规划设计，预计2010年4月前建成投产，老厂区在2010年6月30日完成搬迁。一期工程达到产能后年产值4.5亿元。

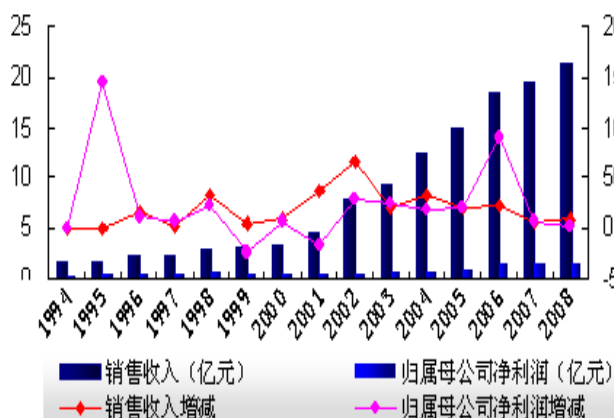
09业绩直接受益于成本下降 原材料成本的下降有助于企业盈利能力的提升

公司原材料实行统一采购、国产替代进口，主要用西北麦芽，澳麦量很小。公司华东厂常年使用苏北麦芽。预计09年大麦价格的下跌可使成本下降约20%。目前国内啤酒的生产成本中最大的两块是麦芽和包装材料。其中麦芽、酒花约占15—20%，包装材料占50%，估计与2008年相比，公司2009年平均生产成本将下降20%左右。这将显著地将公司的销售毛利率从2008年的44.46%提升至2009年的53%。

通过计算1998-2008年间啤酒行业的主要上市公司综合毛利率平均值（部分上市公司数据截至2007年），发现重庆啤酒的毛利率水平一直处于最高水平，而且非常稳定，最高时与行业平均值相差13个百分点（2004年）。这说明公司的经营管理水平特别是成本控制能力是很高的，这也印证了2008年公司的确在销量下滑情况下通过成本控制等方式，实现了收入和净利润的增长：08年公司使用的进口大麦价格上涨，吨酒成本上升15%，但公司通过提价和优化产品结构，吨酒价格上升了11%，毛利率从48.55%下降到43.62%，仅下降了4.93个百分点。

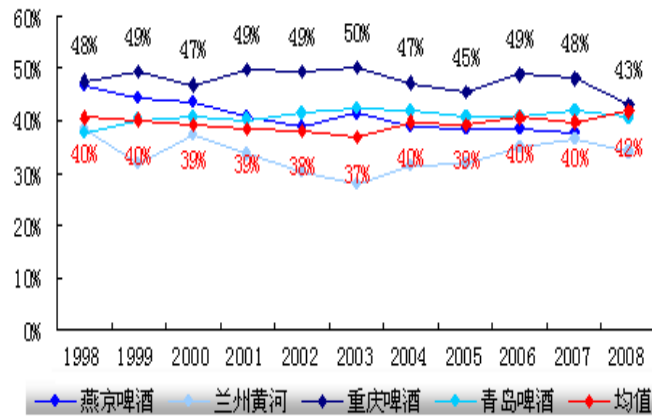
2008 年下半年以来，大麦、包装物、能源等价格出现了比较大幅度的下跌，有利于降低啤酒生产成本，这也为重庆啤酒今后的发展提供便利。

图 4，1994-2008 年重庆啤酒销售收入与净利润增长情况



资料来源：国家统计局

图 5，毛利率在行业中处于较高水平



资料来源：国家统计局

公司业绩受季节因素影响明显

重庆今年夏季季节反常，是凉夏。从以往的市场表现来看，二季度起，啤酒行业将进入传统的销售旺季，产量增速回升。今年夏季受季节因素影响，二季度销量或无惊喜。

集团啤酒资产未来将通过股权融资方式注入上市公司

除股份公司啤酒业务资产以外，集团公司亦有大量的啤酒业务。根据从公司的了解，股份公司的啤酒业务产能为 120 万吨，而集团公司通过最近两年的并购啤酒产能已超过 130 万吨。集团啤酒业务资产相当分散，不完全统计控股公司多达 13 家，主要分布在安徽（4 家）、浙江（2 家）、江苏（2 家）、四川（2 家）、重庆（2 家）、广西（1 家）。集团有意将啤酒业务资产全部注入上市公司。本来股改前公司已对集团啤酒业务资产进行了全面审计，并计划通过股份公司配股注入这部分资产，但由于股改而搁浅。集团公司已对外明确表示“十一五”期间将这部分资产注入上市公司。集团的啤酒业务资产注入虽可能大幅度提高公司的销售收入与盈利，但由于集团公司啤酒业务资产的净资产收益率只有 6~8%，明显低于股份公司的 10%，为此这部分资产如果一次性注入将肯定摊薄股份公司的整体盈利水平。

公司所属行业还具有估值优势

公司从属于弱周期性行业；之前未受到资金关注-关注板块的轮动性 随着近期市场走势围绕着能源、有色、煤炭等强周期行业展开，一些弱周期性的行业则仍然在较低的估值区间徘徊。事实上，自 09 年以来各概念板块的轮动中，弱周期性行业一直没有得到资金过多的关注。食品饮料行业作为弱周期的消费类行业，整体走势依然弱于大盘。从历史 PE 倍数比值来看，食品饮料行业，尤其是其中的饮料制造板块的相对估值优势已渐显现。事实上，与二级市场上疲弱的走势相反，以白酒和啤酒为代表的食品饮料业重点公司进入 09 年以来的经营情况并不算坏，并且从新近国家统计局公布的 1-4 月产销数据来看，白酒和啤酒业的业绩亦有着稳定增长的预期。在未来在板块轮转过程中，食品饮料行业将有望取得超额收益，不过这一过程也还有赖于 09 年行业公司的整体经营状况支持。

公司经营活动的现金流一直保持良好的状况

公司经营活动的现金流量一直保持良好的状况，公司在应收帐款的回笼方面管理良好，啤酒产销两旺，公司传统上都是每周与经销商结帐，实行现货现款，这种状况在原材料涨价的 06、07 年也没有改变。

疫苗上市后可增厚EPS 约15元

国情决定治疗型乙肝疫苗广袤的市场需求

据世界卫生组织的统计，世界上约 1/3 的人口曾经感染过乙肝病毒 (HBV)，其中约有 3.5 亿人成为 HBV 携带者，乙肝每年造成全球 50 多万人死亡。而我国目前有 HBV 携带者 1.3 亿人、慢性乙肝患者 3900 万人，每年的治疗支出高达 300 亿~500 亿元。尽管近年来，全球大力推广乙肝疫苗接种，但是，预防性疫苗没有治疗作用，对已感染者无效，且在新生儿人群中的接种有效率仅能达到 85%~95%。在当前国际范围内，对已经感染乙型肝炎病毒者尚无特效根治手段。

1989 年，第三军医大学吴玉章教授率领研究小组开展了针对乙肝的特异性免疫治疗研究，完成了乙肝病毒抗原的高分辨率免疫识别研究，在基于表位设计疫苗的系列理论和技术问题上取得了突破，建立了反向疫苗设计启动细胞免疫的治疗性疫苗的方法，创造性地提出了采用模拟抗原作为免疫原以克服免疫耐受的治疗性疫苗的技术路线。治疗用（合成肽）乙型肝炎疫苗为国家 1 类新药，是乙型肝炎治疗领域的历史突破的治疗药物。

表格 1：吴玉章的治疗型疫苗

抗原	由特异性表位决定的重组多肽
目的	针对免疫耐受唤起免疫应答，以细胞免疫为主
针对人群	慢性乙肝患者
研制策略	非Jenner 模拟天然感染

资料来源：卫生部《慢性乙型肝炎防治指南》

试验进程顺利 二期B 成功可能性大

吴玉章按照全新思路研发的“治疗用(合成肽)乙型肝炎疫苗”I期临床试验,通过对52名志愿者为期9个月的观察,初步证明该疫苗是安全的,可有效地在正常人体诱导针对乙肝病毒的特异性细胞免疫应答。而此前动物试验结果表明,该疫苗能够清除动物体内病毒,这也意味着有可能使人体肝炎病毒由阳性转为阴性。

I期和IIa期临床实验结果表明治疗用(合成肽)乙型肝炎疫苗具有良好的安全性和一定的有效性。治疗用(合成肽)乙型肝炎疫苗2003年6月取得SFDA新药临床实验批准,至2008年8月已完成了IIa期临床实验。I期和IIa期临床实验结果表明治疗用(合成肽)乙型肝炎疫苗具有良好的安全性,而IIa期临床实验共48例病人(治疗组+对照组),结果表明治疗用(合成肽)乙型肝炎疫苗具有一定的疗效(30%病人E抗原转阴或病毒滴度大幅度下降)。

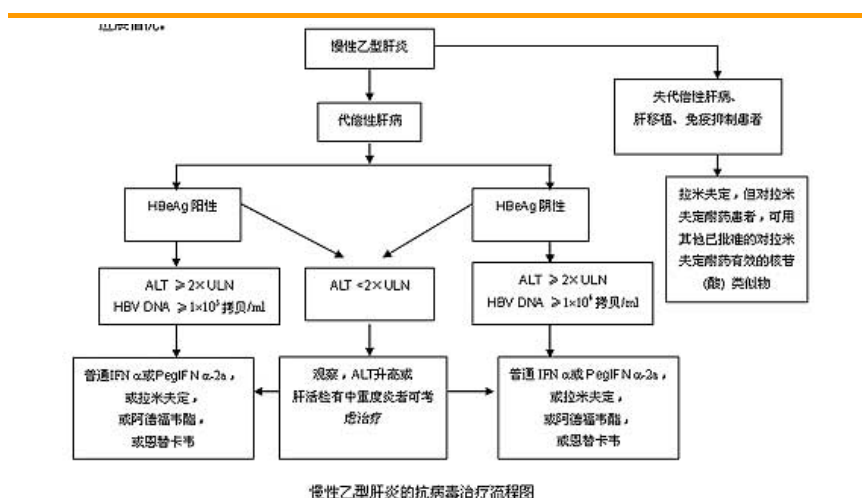
治疗用(合成肽)乙型肝炎疫苗IIb期临床实验已于2009年2月正式启动。IIb期临床实验按照国际通行的GCP临床实验原则,由美国Paramax(百诺科)合同研究组织作为临床实验的具体组织者和监督者。实验方案分为两组:

第一组 360例慢性乙型肝炎患者,由北大人民医院为组长单位共十家医院参加的多中心随机双盲安慰剂对照实验,按1:1:1比例随机分配进入600ug/支治疗组或900ug/支治疗组或安慰剂对照组。治疗期为0~28周共用药6支,上臂皮下注射(每4周注射一支)。观察期为48周,实验结束在第76周第二组120例慢性乙型肝炎患者,由浙江医大附属医院主导实验,观察治疗用(合成肽)乙型肝炎疫苗+干扰素混合用药的疗效。治疗剂量和方法第一组。

IIb期临床实验将可能出现比IIa期临床实更好的有效率。

由于治疗用(合成肽)乙型肝炎疫苗前期实验已表明其安全性,因此IIb期临床实验药物的有效性将成为关注重点。由于IIb期临床实验用药量比IIa期临床实验用药量增加了50%(IIa期4支,IIb期6支),理论上可以更强地激活乙肝病毒特异性T细胞免疫,显示更好的疗效。

图 6, 慢性乙型肝炎的抗病毒治疗流程图



资料来源：卫生部《慢性乙型肝炎防治指南》

治疗用（合成肽）乙型肝炎疫苗成为产品上市的可能性很大

年产 20 万支治疗用（合成肽）乙型肝炎疫苗中试平台建设完毕。

重庆佳辰生物工程有限公司建设的年产 20 万支治疗用（合成肽）乙型肝炎疫苗中试平台已通过验证，计划 2009 年生产 20 万支治疗用（合成肽）乙型肝炎疫苗试验用药。如果中试生产解决了规模生产工艺流程并标准化，则可以在中试平台的基础上扩大产能为年产 30 万支的单个生产平台，并根据市场需求情况对生产平台进行复制。因此，基本不存在产能瓶颈问题。治疗用（合成肽）乙型肝炎疫苗上市后销售收入和利润预测因此可以假设慢性乙型肝炎患者的人数在未来 10 多年内不变（新发生病例+慢性乙肝病毒携带者转化），患者到医院治疗的比例由 50% 上升至 70%，用药患者比例根据产品定价和上市时间逐步提高。同时根据乙肝治疗专家的推测，部分乙肝病毒携带者也会使用该药希望清除体内乙肝病毒。

疫苗盈利前景可观 收益巨大

产品上市定价按照市场定价原则定价或成本定价原则定价，并随着产品上市时间的推移逐步降低。目前慢性乙肝患者使用普通干扰素的费用在 1.5~3 万元（使用 1 到 2 年）、长效干扰素人均费用 5~6 万元、核苷类似物年人均费用为 1.2 万元左右，但需要长期服用。因此，如果治疗用（合成肽）乙型肝炎疫苗上市后按市场定价则初期可以定价人均费用 1.5~2 万元即 2500~3300 元/支，然后逐渐下调。目前为止，公司已先后投入 1 个亿左右用于疫苗的研发和设备购置，如果按成本定价，初期可能在人均费用 10000 元以内即 1500 元/支左右（成本+前期费用摊销+利润），然后逐步下调。初步估算治疗用（合成肽）乙型肝炎疫苗生产成本大概在 30 元/支（按 900ug/支），加上生产人员费用、固定成本费用产品成本应该在 100 元以内。保守测算治疗用（合成肽）乙型肝炎疫苗上市后 10 年净利润可能超过 200 亿元。该项目当前收购价值在 10 亿美元以上，按重庆啤酒公司占有 85% 权利和 4.84 亿股本计算，该项目可以贡献重庆啤酒 15 元的 EPS。从重庆佳辰目前的生产能力看，获得新药生产批文后 I 期可达产的疫苗供给量仅 40 万支（II 期达产后，年产量可达 100 万针），按每人、每疗程 4 针计算，能供给满足 10 万患者的需求（我国慢性病患者加慢性携带者至少 1.3 亿人）；按目前一般的乙肝治疗化学药物的定价水平，可以估测未来重庆啤酒治疗性乙肝疫苗的定价区间可控制在 1000~5000 元/针。最保守估计如果疫苗定价 1000 元，则上市销售的第一年，营业收入将达到 1000*40 万支，即 4 亿元。

盈利预测

以疫苗产品上市后成本定价的销售收入为例预计每股增厚 EPS15 元。鉴于至少在未来三年公司治疗性乙肝疫苗项目将不会给公司带来任何经营性收益，因此盈利预测主要集中在公司的啤酒业务。预计 EPS 2009 年为 0.35 元~0.4 元。重庆啤酒为区域性啤酒业务公司，但财务状况要好于全国品牌的青岛啤酒和燕京啤酒。一方面公司啤酒业务稳步攀升，另一方面未来的疫苗上市会带来巨大的收益。综合考虑给予 60 倍 PE，建议增持。

表格 2：主要报表及财务指标预测结果

单位：万元

利润表				现金流量表			
	2009E	2010E	2011E		2009E	2010E	2011E
营业收入	243940.83	280531.95	299681.00	净利润	15646.87	17211.56	19878.00
营业成本	143,691	170,559	202,451	加：折旧	13,027	14,113	15,289
营业毛利	86,105	78,382	67,230	运营资本的变化			
营业税金及附加	25,433	27,552	29,848	减：应收预付账款票据的增加	-221	-240	-260
销售费用	28,089	30,429	32,964	减：存货的增加	-6,918	-7,494	-8,118
财务费用	5,829	6,123	6,921	减：流动资产的其它科目的增加	-1,307	-1,416	-1,534
营业利润	19645.88	21177.69	22195	应付预收帐款的增加	2,315	2,508	2,717
净利润	15646.87	17211.56	19878.00	加：流动负债的其它科目的增加	5,565	6,029	6,531
资产负债表				经营活动产生的现金流量净额			
	2009E	2010E	2011E		19,190	22,741	25,252
流动资产				投资活动产生的现金流量			
应收票据	448	485	526	减：长期投资的增加	-76	-83	-90
应收帐款	2,429	2,631	2,851	减：无形及其它非流动资产的增加	-2,612	-2,830	-3,065
存货	89,947	97,441	105,560				
流动资产的其它科目合计	16,994	18,410	19,944	总资产报酬率	5.97%	3.71%	13.93%
流动资产合计	138,618	150,167	162,678	净利率率	1.99%	2.30%	5.00%
固定资产：				毛利率	2.93%	4.91%	7.37%
在建工程	52,838	57,240	62,009	净资产收益率	2.96%	3.49%	4.93%
固定资产	111,598	120,895	130,968	资产负债率	62.15%	61.09%	62.13%
固定资产合计	164,435	178,135	192,977	EBIT / 利息支出	1.92	-0.41	-2.90
长期投资净额	992	1,074	1,164	流动比率	0.74	0.77	0.80
无形资产及其它资产：				总资产周转率	0.71	0.71	0.71
无形资产	33,963	36,793	39,858	存货周转率	1.66	1.82	1.99
无形及其它非流动资产合计	33,963	36,793	39,858	付款周期(天)	4.39	4.39	4.39
非流动资产的其它科目合计	563	610	661	应收账款周转率	98.39	98.39	98.39
非流动资产合计	199,954	216,613	234,660	存货周转率	1.66	1.82	1.99
资产总计	338,572	366,780	397,338	应付账款 / 存货	33.47%	33.47%	33.47%
				长期投资 / 营收	0.43%	0.43%	0.43%

数据来源：公司公告、西南证券研发中心

西南证券投资评级说明

类别	级别	涵义
公司	买 入	未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅在20%以上
	增 持	未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅介于10%与20%之间
	中 性	未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅介于-10%与10%之间
	回 避	未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅在-10%以下
行业	强于大市	未来6个月内，行业整体回报高于沪深300指数5%以上
	跟随大市	未来6个月内，行业整体回报介于沪深300指数-5%与5%之间
	弱于大市	未来6个月内，行业整体回报低于沪深300指数-5%以下

重要声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对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。我公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，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。本报告版权归西南证券所有，未经书面许可，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。

西南证券研究发展中心

北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 4 层

邮编：100032

电话：（010）88092288-3507、3217

邮箱：market@swsc.com.cn

网址：<http://yf.swsc.com.cn/>