

暂不评级 首次

重庆啤酒（600132）

2010 年 3 月 15 日

未来几年结构调整成为主题

未来主导公司股价的仍是其药业

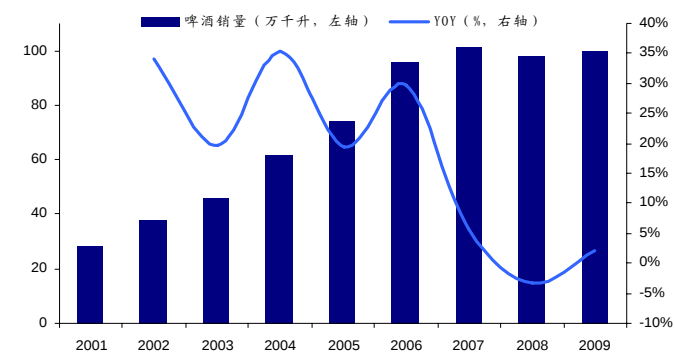
食品饮料行业分析师：赵勇
SAC 执业证书编号：S0850209090682
zhaoyong@htsec.com
021-23219460

近期公司发布 2009 年度报告，拟按 2009 年 12 月 31 日的总股本为基数，每 10 股派现金 3 元（含税）。2009 年公司销售啤酒 100 万千升，实现销售额 22.6 亿（啤酒 21.9 亿），净利润 1.82 亿，分别同比增长 2.11%、6.56%（啤酒 7.2%）和 10.9%，2009 年完全摊薄 EPS 为 0.37 元。公司 2009 年现金流量数据表现一般，销售商品收到现金同比负增长约 2.4%，产生的经营性现金流量依旧为负，而且相比 2008 年负数更大。

公司在啤酒销量仅增长 2.11% 的水平下，实现啤酒收入增长 7.2%，并带动总收入增长 6.56%。这些数据表明公司产品结构调整仍在持续，公司近几年一直在加强产品结构调整的力度。2009 年公司吨酒价格为 2187 元/吨，相比 2009 年提高 4.97%。同时，在原材料成本降低的背景下，公司啤酒产品毛利率提高 3.2 个百分点，至 46.82%。在期间费用率维持稳定的情况下，公司营业利润大幅增长 17.43%，并带动公司净利润增长 10.9%，实现净利润增长超过收入增长，收入增长超过销量增长。

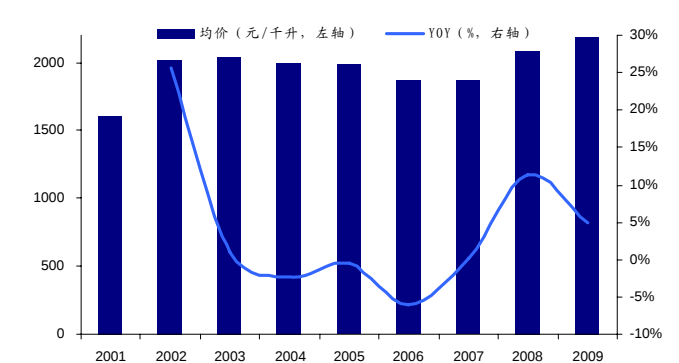
正如表 1 和表 2 中数据所示，公司啤酒销量增速在 2006 年之后开始放缓，啤酒收入增长主要来自产品结构调整所致，公司啤酒吨价从 2007 年开始出现恢复性增长。我们预计未来几年公司仍将聚焦结构调整，这也符合我们对整个行业的判断（参见《啤酒行业深度报告：销量增速放缓产品结构调整走出舞台》）。公司在年报中披露今后将继续推动品牌建设和品牌营销策略，提升中高档产品的推广。

图 1 公司啤酒销量增速 2006 年之后开始放缓



资料来源：海通证券研究所

图 2 公司啤酒吨价从 2007 年开始大幅提升



资料来源：海通证券研究所

据了解，重庆啤酒股份公司拥有的品牌主要有：重庆、山城、国人、大梁山和天目湖等。其中零售价在 3 元以下的单品共有：山城绿色大瓶型、重庆牌啤酒、易拉罐装山城啤酒等；零售价在 3-5 元的中档产品有：清爽山城水晶装（白色瓶型）；零售价在 5-8 元之间的高档产品有：山城 1958、山城 1958 国宾系列、重庆纯生的。公司目前还没有 10 元以上的主打产品。公司目前的销量结构仍是金字塔型，低档产品摊费用、中档产品要收入、中高档产品要利润。

重庆啤酒股份公司目前总产能约 130 万吨（2009 年新增 10 万吨啤酒产能和 3.5 万吨麦芽生产能力），主要集中在西南地区，其中四川重庆拥有 90 万吨，华东地区 30 万吨，湖南地区 20 万吨产能。此外，重庆啤酒集团公司还拥有大量产能，但盈利能力并不强。

在重庆地区重庆啤酒股份有限公司拥有 75% 的市场份额，雪花拥有 15% 的份额，其余均为青岛等。青岛啤酒主攻中高档市场，而雪花主攻中低档市场。近几年两大巨头夹攻，重庆啤酒招架很有难度。但我们相信随着公司产品结构调整到位，尤其在强推其中高档产品“山城 1958”和重庆纯生等，再加上区域市场的本土客情关系，短时间内重庆市场仍将是公司的战略利润池市场。但长远来看，我们对其市场份额的丢失仍表担忧。

股份公司计划 2010 年实现啤酒销量 112 万千升，同比增长 12%。计划实现营业收入 25.86 亿，同比增长 14.4%，其中销量贡献 12% 的增长，产品结构调整带动吨酒价格提升 2.4 个百分点。

公司还披露关于乙肝方面的信息如下：在乙肝疫苗临床研究试验方面，佳辰公司于 2009 年 8 月 25 日正式收到国家食品药品监督管理局关于“治疗用（合成肽）乙型肝炎疫苗”药物临床试验批件（批件号：2009L08669），同意本品进行 II 期临床试验，标志着乙肝疫苗研制开发进入新的阶段。截至本报告日，以北京大学人民医院为中心实验室的“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多中心、随机、双盲、安慰剂对照的 II 期临床研究”正在全国 16 家医院开展临床试验，计划试验周期 76 周/人，计划入组实验人数 360 人，目前已入组实验人数为 322 人。佳辰公司计划于近期启动以浙江大学医学院附属第一医院为中心实验室的“治疗用（合成肽）乙型肝炎疫苗联合恩替卡韦治疗慢性乙型肝炎患者的疗效及安全性的随机、双盲、多中心 II 期临床研究”工作，该项试验初步计划试验周期 96 周/人，计划入组实验人数 396 人。

我们对重庆啤酒公司未作盈利预测，同时也未对其进行评级。

信息披露

分析师负责的股票研究范围

赵勇：食品饮料行业

重点研究上市公司：五粮液、贵州茅台、泸州老窖、水井坊、山西汾酒、青岛啤酒、燕京啤酒、张裕、金枫酒业、古越龙山

公司评级、行业评级及相关定义

我们的评级制度要求分析师将其研究范围中的公司或行业进行评级，这些评级代表分析师根据历史基本面及估值对研究对象的投资前景的看法。每一种评级的含义分别为：

公司评级

买入：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅在15%以上；

增持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于5%与15%之间；

中性：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与5%之间；

减持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅低于-15%。

行业评级

增持：我们预计未来6个月内，行业整体回报高于市场整体水平5%以上；

中性：我们预计未来6个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与5%之间；

减持：我们预计未来6个月内，行业整体回报低于市场整体水平5%以下。

免责条款

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，海通证券研究所力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。海通证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所授权许可，任何引用、转载以及向第三方传播的行为均可能承担法律责任。