

啤酒



王晞 S0190200010075  
021-38565926  
wangx@xyzq.com.cn

强烈推荐（维持）

重庆啤酒（600132）

## 最新临床进展点评

2010年12月1日

## 投资要点

## 事件：

重庆啤酒发布公告，称截止到11月30日，以北京大学人民医院为中心实验室（组长单位）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”按临床试验方案正在各家临床医院正常进行临床试验，目前累计已有36例受试者完成了76周临床实验。以浙江大学医学院附属第一医院为中心实验室（组长单位）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”临床试验正在进行受试者的筛选入组工作，目前累计已入组了267例受试者。

## 点评：

- 公司披露的临床试验进展情况良好，也符合我们的预期。
- 北大组截至目前，有36例受试者完成76周临床试验。根据试验方案，完成临床试验的病例，会根据情况，进一步观察效果，并且对照组的受试者可以选择用治疗性疫苗或者接受其他药物治疗。我们相信随着时间的推移，越来越多的病例完成试验，将有充足的案例证实治疗性乙肝疫苗的效果。
- 浙大组累计入组267例，距离完成378例的目标已经很近。11月单月入组61人，比10月份入组人数增加不少。由于浙大组每个受试者在一个疗程给药15次，远高于北大组的6次，所以我们预计浙大组受试者出现预期疗效的时间会提前。
- 从现有情况分析，我们认为治疗性乙肝疫苗相比现有治疗药物具有更好的治疗效果，更优的安全性，副作用更小，未来成为一线治疗药物，几无疑问。从机理上看，存在彻底治愈乙肝的可能性，如果给药剂量足够，我们认为出现的可能性会大大增加。一旦在未来的临床数据中确认，那么该治疗性疫苗将成为革命性的品种。
- 我们对该治疗性疫苗的前景仍然充满信心，维持对公司的“强烈推荐”评级。近期重要的催化剂将是商务部批准嘉士伯收购公司股权，这将消除股权变动的不确定性，有助于公司未来主业持续增长，并且保证治疗性疫苗能继续保留在重庆啤酒上市公司的框架内良性发展。

## 附表

## 资产负债表

| 单位：百万元         | 2009 | 2010E | 2011E | 2012E |
|----------------|------|-------|-------|-------|
| <b>流动资产</b>    | 1405 | 1349  | 1502  | 1727  |
| 货币资金           | 380  | 316   | 422   | 581   |
| 交易性金融资产        | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 应收账款           | 28   | 27    | 29    | 30    |
| 其他应收款          | 74   | 56    | 64    | 68    |
| 存货             | 774  | 809   | 836   | 890   |
| <b>非流动资产</b>   | 1888 | 2022  | 2060  | 2080  |
| 可供出售金融资产       | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 长期股权投资         | 9    | 9     | 9     | 9     |
| 投资性房地产         | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 固定资产           | 1479 | 1598  | 1672  | 1706  |
| 在建工程           | 85   | 92    | 71    | 61    |
| 油气资产           | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 无形资产           | 306  | 300   | 295   | 289   |
| <b>资产总计</b>    | 3294 | 3371  | 3562  | 3807  |
| <b>流动负债</b>    | 1850 | 1823  | 1793  | 1822  |
| 短期借款           | 764  | 800   | 788   | 792   |
| 应付票据           | 2    | 6     | 5     | 5     |
| 应付账款           | 183  | 219   | 217   | 234   |
| 其他             | 902  | 799   | 784   | 791   |
| <b>非流动负债</b>   | 151  | 201   | 251   | 301   |
| 长期借款           | 151  | 201   | 251   | 301   |
| 其他             | 0    | 0     | 0     | 0     |
| <b>负债合计</b>    | 2001 | 2024  | 2044  | 2123  |
| 股本             | 484  | 484   | 484   | 484   |
| 资本公积           | 9    | 9     | 9     | 9     |
| 未分配利润          | 537  | 567   | 711   | 851   |
| 少数股东权益         | 89   | 94    | 99    | 104   |
| <b>股东权益合计</b>  | 1293 | 1347  | 1518  | 1684  |
| <b>负债及权益合计</b> | 3294 | 3371  | 3562  | 3807  |

## 现金流量表

| 单位：百万元            | 2009 | 2010E | 2011E | 2012E |
|-------------------|------|-------|-------|-------|
| 净利润               | 181  | 195   | 214   | 209   |
| 折旧和摊销             | 148  | 179   | 208   | 235   |
| 资产减值准备            | 30   | -6    | 6     | 3     |
| 无形资产摊销            | 10   | 10    | 10    | 10    |
| 公允价值变动损失          | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 财务费用              | 49   | 45    | 48    | 48    |
| 投资损失              | -2   | -1    | -1    | -1    |
| 少数股东损益            | 8    | 5     | 5     | 5     |
| 营运资金的变动           | -49  | 62    | 66    | 46    |
| <b>经营活动产生现金流量</b> | 459  | 342   | 423   | 453   |
| <b>投资活动产生现金流量</b> | -41  | -302  | -253  | -253  |
| <b>融资活动产生现金流量</b> | -188 | -104  | -64   | -40   |
| 现金净变动             | 230  | -64   | 106   | 159   |
| 现金的期初余额           | 266  | 380   | 316   | 422   |
| 现金的期末余额           | 496  | 316   | 422   | 581   |

## 利润表

| 单位：百万元          | 2009 | 2010E | 2011E | 2012E |
|-----------------|------|-------|-------|-------|
| <b>营业收入</b>     | 2260 | 2330  | 2435  | 2545  |
| 营业成本            | 1216 | 1239  | 1291  | 1370  |
| 营业税金及附加         | 241  | 256   | 268   | 280   |
| 销售费用            | 279  | 286   | 300   | 313   |
| 管理费用            | 227  | 245   | 256   | 267   |
| 财务费用            | 49   | 45    | 48    | 48    |
| 资产减值损失          | 42   | 20    | 10    | 10    |
| 公允价值变动          | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 投资收益            | 2    | 1     | 1     | 1     |
| <b>营业利润</b>     | 207  | 241   | 264   | 258   |
| 营业外收入           | 46   | 5     | 5     | 5     |
| 营业外支出           | 18   | 5     | 5     | 5     |
| <b>利润总额</b>     | 235  | 241   | 264   | 258   |
| 所得税             | 45   | 41    | 45    | 44    |
| 净利润             | 190  | 200   | 219   | 214   |
| 少数股东损益          | 8    | 5     | 5     | 5     |
| <b>归属母公司净利润</b> | 181  | 195   | 214   | 209   |
| <b>EPS（元）</b>   | 0.37 | 0.40  | 0.44  | 0.43  |

## 主要财务比率

|                | 2009   | 2010E  | 2011E  | 2012E  |
|----------------|--------|--------|--------|--------|
| <b>成长性(%)</b>  |        |        |        |        |
| 营业收入增长率        | 6.6%   | 3.1%   | 4.5%   | 4.5%   |
| 营业利润增长率        | 17.4%  | 16.1%  | 9.7%   | -2.4%  |
| 净利润增长率         | 10.9%  | 7.4%   | 9.9%   | -2.4%  |
| <b>盈利能力(%)</b> |        |        |        |        |
| 毛利率            | 46.2%  | 46.8%  | 47.0%  | 46.2%  |
| 净利率            | 8.0%   | 8.4%   | 8.8%   | 8.2%   |
| ROE            | 15.1%  | 15.5%  | 15.1%  | 13.2%  |
| <b>偿债能力(%)</b> |        |        |        |        |
| 资产负债率          | 60.8%  | 60.0%  | 57.4%  | 55.8%  |
| 流动比率           | 0.76   | 0.74   | 0.84   | 0.95   |
| 速动比率           | 0.31   | 0.27   | 0.34   | 0.42   |
| <b>营运能力(次)</b> |        |        |        |        |
| 资产周转率          | 0.70   | 0.70   | 0.70   | 0.69   |
| 应收帐款周转率        | 80.00  | 75.23  | 76.89  | 76.52  |
| <b>每股资料(元)</b> |        |        |        |        |
| 每股收益           | 0.37   | 0.40   | 0.44   | 0.43   |
| 每股经营现金         | 1.02   | 0.71   | 0.87   | 0.94   |
| 每股净资产          | 2.49   | 2.59   | 2.93   | 3.26   |
| <b>估值比率(倍)</b> |        |        |        |        |
| PE             | 196.41 | 182.88 | 166.41 | 170.51 |
| PB             | 29.61  | 28.43  | 25.11  | 22.56  |

## 投资评级说明

**行业评级** 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准, 投资建议的评级标准为:

推 荐: 相对表现优于市场  
中 性: 相对表现与市场持平  
回 避: 相对表现弱于市场

**公司评级** 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

强烈推荐: 相对大盘涨幅大于 15%  
推 荐: 相对大盘涨幅在 5% ~ 15%之间  
中 性: 相对大盘涨幅在-5% ~ 5%之间  
回 避: 相对大盘涨幅小于-5%

## 机构客户部联系方式

上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 21 层

邮编: 200135

传真: 021-38565955

北京市西城区武定侯街 2 号泰康国际大厦 6 层

邮编: 100140

传真: 010-66290200

## 重要声明

兴业证券系列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。