

重庆啤酒（600132）

强烈推荐（维持）

啤酒增长平稳，疫苗临床顺利

市场数据

报告日期	2011-8-1
收盘价(元)	70.46
总股本(百万股)	483.97
流通股本(百万股)	483.97
总市值(百万元)	34100.61
流通市值(百万元)	34100.61
净资产(百万元)	1456.76
总资产(百万元)	3750.03
每股净资产	3.01

主要财务指标

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	2375	2572	2790	3030
同比增长(%)	5.1%	8.3%	8.5%	8.6%
净利润(百万元)	362	193	197	211
同比增长(%)	99.4%	-46.6%	1.7%	7.3%
毛利率(%)	44.1%	44.2%	43.6%	43.3%
净利率(%)	15.2%	7.5%	7.0%	7.0%
净资产收益率(%)	25.4%	13.1%	12.1%	11.8%
每股收益(元)	0.75	0.40	0.41	0.44
每股经营现金流(元)	0.69	0.70	0.73	0.79

相关报告

《高增长来自一次性收益，长期还看疫苗》2011-3-24

《最新临床进展公告点评》2011-3-1

《治疗性乙肝疫苗临床进展公告》2011-2-11

投资要点

事件：

重庆啤酒公布 2011 年中报。公司实现啤酒销量为 50.42 万千升，比上年同期 44.71 万千升增加 12.77%；实现营业收入 12.39 亿元，比上年同期 10.64 亿元增加 16.45%；实现归属于母公司所有者的净利润 9515.43 万元，比上年同期 9247.96 万元增长 2.89%；中期每股收益为 0.20 元。

点评：

- **主业增长较快。**公司啤酒业务收入 11.85 亿元，同比增长 17.05%。收入增速快于啤酒销量的增长，得益于公司产品结构调整，中高端产品比例提高。
- **毛利率有所下降。**公司啤酒营业利润率为 45.18%，同比减少 0.93 个百分点。毛利率下降原因是原料成本有所上升。
- **公司公告披露，公司与嘉士伯（广东）签订《委托加工生产协议》。**根据协议，嘉士伯（广东）委托公司在重庆生产嘉士伯和 Tuborg（乐堡）品牌啤酒产品开展合作，预计 2011 年度接受委托加工啤酒产量将不超过 5000 千升，交易总金额为 2300 万元；预计 2012 年度接受委托加工啤酒产量不超过 30000 千升，交易总金额为 1.38 亿元。该协议至 2014 年 12 月 31 日为止。委托加工嘉士伯和乐堡品牌高端啤酒，表明重庆啤酒的生产品质得到大股东的认可。该项协议有助于提高公司业绩。

分析师 王晞
021-38565926
wangx@xyzq.com.cn
SAC:S0190510110011

- **治疗性乙肝疫苗临床进展顺利。**中报披露，以北大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”目前累计已有 241 例受试者完成了 76 周临床实验。以浙大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”也正常进行。
- 从中报信息可以看出，目前治疗性乙肝疫苗的临床顺利。北方组已经完成 241 例（76 周），从侧面应证了该药品的安全性。根据临床进展，我们预计在 10 月左右，全部入组病例都完成 76 周试验，考虑到数据处理时间，我们预计可能在年底前公布本期临床的结果。从目前草根调研的情况分析，我们认为治疗性乙肝疫苗安全、有效，其治疗效果远优于目前的药物，也超越正在做临床的一些治疗性疫苗产品。此外，该疫苗副作用很低、反弹不明显，这两点优势也明显优于现有药物。
- 中报披露，该治疗用（合成肽）乙肝疫苗已经获得及申请国内外专利。其中中国专利号为 ZL 02130738.5（已授权）；印度专利号为 240734（已授权）；美国专利受理号为 US101528350（审查中）。获得的专利也表明该疫苗的先进性得到认可。此外，重庆佳辰生物工程有限公司于 2011 年获得“重庆国家生物产业基地医药中试中心分中心”称号。
- 我们判断，公司的治疗性乙肝疫苗有望成为革命性的药物。从目前看，其作用机理与已有药物（干扰素、核苷类似物）不同，有希望做到彻底清除病毒。我们相信随着临床试验不断进展，会有更多的数据证明其价值。
- 盈利预测。近几年治疗性乙肝疫苗尚不能贡献业绩，公司仍然依靠啤酒业务。我们预估公司 2011-2013 年 EPS 分别是：0.40、0.41 和 0.44 元。考虑到治疗性乙肝疫苗的前景光明，年底有望公布临床结果，我们维持“强烈推荐”评级。
- 风险提示。原料成本波动，临床研究的风险。

表、重庆啤酒分季度业绩对比（单位：百万元、元、%）

主要数据	10-3Q	10-4Q	11-1Q	11-2Q	QOQ	2009	2010	YOY		说明
营业收入	870	441	466	773	66.1%	2260	2375	5.1%		
营业成本	493	253	265	421	58.7%	1216	1329	9.2%		
毛利	377	188	200	352	75.8%	1044	1047	0.2%		
销售费用	108	62	55	104	88.2%	279	308	10.4%		
管理费用	91	86	50	77	53.8%	227	286	26.2%		
财务费用	14	6	10	18	87.1%	49	47	-4.3%		
资产减值	-0	8	0	4	6076.3%	42	13	-69.8%		
公允价值	0	0	0	0		0	0			
投资收益	0	2	0	1		2	2	35.1%		
营业利润	71	-12	39	70	82.3%	207	151	-27.2%		
利润总额	74	218	43	84	98.0%	235	404	71.8%		
净利润	63	206	35	60	74.3%	181	362	99.4%		
EPS	0.131	0.426	0.072	0.125	74.3%	0.375	0.748	99.4%		
销售费用率	12.5%	14.1%	11.9%	13.5%	1.6%	12.3%	13.0%	0.6%		
管理费用率	10.4%	19.4%	10.7%	9.9%	-0.8%	10.0%	12.1%	2.0%		
财务费用率	1.6%	1.4%	2.1%	2.4%	0.3%	2.2%	2.0%	-0.2%		
所得税率	19.6%	6.2%	20.3%	25.6%	5.3%	19.2%	11.7%	-7.5%		
毛利率	43.3%	42.7%	43.0%	45.5%	2.5%	46.2%	44.1%	-2.1%		
净利润率	7.3%	46.7%	7.5%	7.8%	0.4%	8.0%	15.2%	7.2%		

资料来源：天软投资系统

附表

资产负债表

单位: 百万元	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	1342	1298	1409	1535
货币资金	237	120	120	120
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	31	33	36	39
其他应收款	150	118	138	153
存货	873	933	1026	1121
非流动资产	2211	2230	2161	2084
可供出售金融资产	0	0	0	0
长期股权投资	11	10	10	10
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产	1696	1706	1676	1615
在建工程	96	98	74	62
油气资产	0	0	0	0
无形资产	397	391	385	379
资产总计	3553	3529	3569	3619
流动负债	1956	1935	1826	1711
短期借款	896	889	774	623
应付票据	0	1	1	1
应付账款	224	233	259	282
其他	836	813	792	805
非流动负债	101	51	51	51
长期借款	101	51	51	51
其他	0	0	0	0
负债合计	2057	1986	1877	1762
股本	484	484	484	484
资本公积	11	11	11	11
未分配利润	711	740	869	1010
少数股东权益	74	72	74	76
股东权益合计	1496	1542	1693	1857
负债及权益合计	3553	3529	3569	3619

现金流量表

单位: 百万元	2010	2011E	2012E	2013E
净利润	362	193	197	211
折旧和摊销	168	196	215	233
资产减值准备	4	7	8	9
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	47	39	36	31
投资损失	-2	-1	-1	-1
少数股东损益	-5	-2	2	2
营运资金的变动	117	81	115	99
经营活动产生现金流量	456	337	351	384
投资活动产生现金流量	-325	-202	-153	-153
融资活动产生现金流量	-107	-253	-198	-231
现金净变动	24	-117	0	0
现金的期初余额	380	237	120	120
现金的期末余额	404	120	120	120

利润表

单位: 百万元	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	2375	2572	2790	3030
营业成本	1329	1434	1572	1719
营业税金及附加	244	262	285	309
销售费用	308	322	349	379
管理费用	286	283	307	333
财务费用	47	39	36	31
资产减值损失	13	5	5	5
公允价值变动	0	0	0	0
投资收益	2	1	1	1
营业利润	151	228	237	255
营业外收入	298	10	10	10
营业外支出	45	5	5	5
利润总额	404	233	242	260
所得税	47	42	44	47
净利润	357	191	199	213
少数股东损益	-5	-2	2	2
归属母公司净利润	362	193	197	211
EPS (元)	0.75	0.40	0.41	0.44

主要财务比率

	2010	2011E	2012E	2013E
成长性(%)				
营业收入增长率	5.1%	8.3%	8.5%	8.6%
营业利润增长率	-27.2%	51.1%	3.9%	7.4%
净利润增长率	99.4%	-46.6%	1.7%	7.3%
盈利能力(%)				
毛利率	44.1%	44.2%	43.6%	43.3%
净利率	15.2%	7.5%	7.0%	7.0%
ROE	25.4%	13.1%	12.1%	11.8%

偿债能力(%)

资产负债率	57.9%	56.3%	52.6%	48.7%
流动比率	0.69	0.67	0.77	0.90
速动比率	0.20	0.15	0.16	0.19

营运能力(次)

资产周转率	0.69	0.73	0.79	0.84
应收帐款周转率	72.50	72.55	72.93	72.87

每股资料(元)

每股收益	0.75	0.40	0.41	0.44
每股经营现金	0.69	0.70	0.73	0.79
每股净资产	2.94	3.04	3.34	3.68

估值比率(倍)

PE	94.22	176.50	173.50	161.70
PB	23.98	23.20	21.07	19.15

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

深圳市福田区益田路 4068 号卓越时代广场 15 楼 1502-1503

邮编: 518048

传真: 0755-82562090

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

重要声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准, 已具备证券投资咨询业务资格。

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

定期报告点评

本公司和作者无关。

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及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争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。