

证券研究报告—动态报告/公司快评

食品饮料

重庆啤酒 (600132)
买入

饮料

重大事件快评

(维持评级)

2020年09月16日

实现高质量注入，扬帆新征程

证券分析师：陈梦瑶 18520127266 chenmengyao@guosen.com.cn 证券投资咨询执业资格证书编码：S0980517080001
证券分析师：郭尉 15210587234 guowei1@guosen.com.cn 证券投资咨询执业资格证书编码：S0980518100001

事项：

继公司6月21日公告重大资产购买及共同增资合资公司交易预案后，9月12日公司发布重组草案，具体披露了本次交易架构、交易对价、借款情况及相关业绩承诺。增资完成后，重庆啤酒将持有重庆嘉酿51.42%的股权，通过本次交易，嘉士伯完成了将上市公司体系外的中国优质资产注入到上市公司体系内，未来有望形成协同发展。对此我们点评如下：

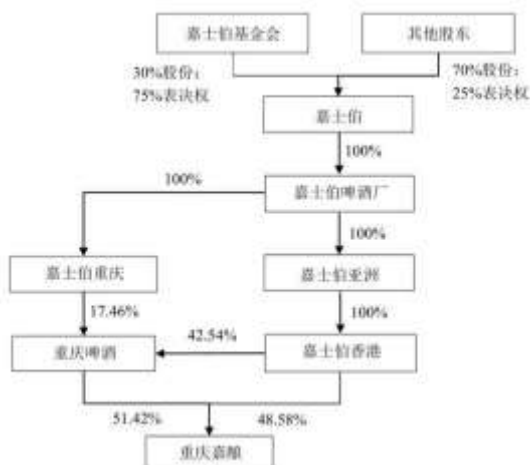
国信观点：

交易方案实现高质量落地，借款规模可控，优于市场此前预期。我们看好公司在嘉士伯资产注入后资源整合提效，产品、品牌、渠道协同发展体现规模化优势，区域竞争力及企业盈利能力进一步提升。维持2020-2022EPS为1.26/1.44/1.64元，对应70/62/54倍PE，上调一年期合理估值103.3-105.2元（原为77.8-79.2元），维持“买入”评级。

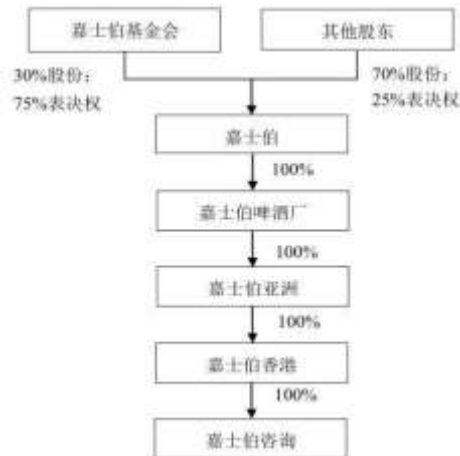
点评：

■ 三步交易实现高质量注入，对价估值合理

由上市公司先行收购重庆嘉酿48.58%的股权，后续再由重庆啤酒以拟注入业务、嘉士伯咨询以A包资产共同向重庆嘉酿增资及由重庆嘉酿收购嘉士伯啤酒厂持有的B包资产，使得资金支付由上市公司和重庆嘉酿共同承担，有助于减轻上市公司层面资金压力，具体交易内容包括三部分：（1）重庆嘉酿股权转让，即重庆啤酒以现金方式支付的方式向嘉士伯香港购买重庆嘉酿48.58%的股权，交易对价6.43亿元，对应嘉酿2019调整后利润/2020年预测利润分别估值为11.92x/10.03xPE；（2）重庆嘉酿增资，即重庆啤酒以拟注入资产（对价43.65亿元，对应重啤2019调整后利润/2020年预测利润分别估值为10.9x/13.22xPE）认购重庆嘉酿新增注册资本，嘉士伯咨询以A包资产（嘉士伯咨询持有的嘉士伯工贸100%股权、嘉士伯重庆管理100%股权（含天目湖啤酒100%股权及嘉士伯安徽75%股权）、嘉士伯广东99%股权、昆明华狮100%股权）（A包整体对价53.76亿元，对应A包资产2019调整后利润/2020年预测利润分别估值为11.6x/12.9xPE）认购重庆嘉酿新增注册资本，该增资完成后，重庆啤酒持有重庆嘉酿51.42%的股权，嘉士伯咨询持有重庆嘉酿48.58%的股权；（3）重庆嘉酿购买资产，即重庆嘉酿以现金支付方式向嘉士伯啤酒厂购买B包资产（嘉士伯啤酒厂持有的新疆啤酒100%股权对价9.2亿估值10.7x/9.2xPE、宁夏西夏嘉酿70%股权对价8.8亿估值10.9x/12.4xPE），总计交易对价17.94亿元。2019年归母净利润调整项包括：非经常性损益；2020年开始执行乌苏品牌特许权使用费对注入资产A包和B包的影响；注入资产A包可弥补亏损递延所得税资产影响；对总部管理费分摊。标的公司估值水平低于可比公司估值及今年消费行业资产重组估值均值15xPE，实现高质量注入。

图 1：交易前重庆嘉酿股权控制关系


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图 2：嘉士伯咨询、嘉士伯香港股权控制关系


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

■ 资产注入后收入利润扩容，利于整合资源规模化发展

根据交易方案具体对价情况，上市公司需支付现金 24.4 亿元，通过自有资金及外部借款筹措，将控制外部借款在 13.5 亿元以内，低于市场预期，有助于降低公司偿债压力。从资产包质量来看，2019 年嘉士伯拟注入资产营收 72 亿元，同增 24.72%；归母净利润为 7.62 亿元，同增长 63.52%，毛利率、净利率分别达到 51.81%及 11.08%，经营规模及毛利率均高于上市公司，同时嘉士伯对重庆嘉酿 2020-2023 年净利润作出承诺不低于 4898/5891/6211/6991 万元，对 A+B 包资产 2020-2023 年净利润承诺不低于 5.65/7.68/8.09/8.33 亿元。假设本次交易已于 2019 年 1 月 1 日完成，若剔除掉非经常性损益的影响，上市公司 2020 年 1-4 月备考收入达到 31.1 亿元增长 253.7%，EPS 由 0.17 元/股上升至 0.46 元/股，增厚 167.26%。2019 年备考收入规模将达到 102 亿元增长 185%，EPS 由 0.91 元/股上升至 1.26 元/股，增厚 38.12%。优质资产注入后资源整合优势不断显现，盈利能力有望持续提升。

表 1：交易主体 2019 年主要财务指标

报表科目	A 嘉士伯拟注入资产	B 重庆嘉酿	C 重庆啤酒
资产合计（亿元）	73.30	13.13	35.14
负债合计（亿元）	52.72	11.60	20.03
所有者权益（亿元）	20.58	1.53	15.11
营业收入（亿元）	72.75	10.78	35.82
归母净利润（亿元）	7.62	1.49	6.57(扣非 4.43)
相关指标			
资产负债率	71.92%	88.37%	57.00%
毛利率	51.81%	37.29%	41.69%
净利率	11.08%	14.09%	20.35% (扣非 14.38%)
净资产收益率	39.15%	99.45%	48.24% (扣非 34.08%)

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

此次嘉士伯拟注入的资产共涉及 6 家标的公司，旗下管理 11 家控股啤酒厂，广泛分布于新疆、宁夏、云南、广东、华东地区，涉及近 10 个高端及超高档品牌包括嘉士伯（高档）、乐堡（中高档）、凯旋 1664 等国际高端/超高端品牌（超高档），也包括乌苏（主流至高档）、西夏（低档至高档）、大理（主流至中高档）、风花雪月（高档）、天目湖（低档至主流）等地方强势品牌。注入资产在核心市场均拥有独特的强势区域品牌，如乌苏、大理、西夏等在所处地区占有主导性市场份额拥有强劲而完善的分销渠道，在城市分布和渠道分布中具备优势。我们认为优质资产的注入有利于上市公司整合资源、协同作战，扩容发挥规模效应优势，品牌矩阵将会进一步扩大，国际高端品牌与本地强势品牌互补发展，满足更多消费场景需求，在区域上覆盖至更广泛的市场，优化啤酒产能利用率，提高公司生产、物流等供应网络的运营效率，借助各区域市场的运作经验和优势品牌渠道资源，在更广、更长维度上实现持续性发展。

■ 投资建议

重庆啤酒作为嘉士伯唯一在 A 股上市的控股企业，是集团整合资源参与竞争的重要平台，历经多年大刀阔斧的改革调整，破而后立各项经营指标领衔国内啤酒企业。此次嘉士伯注入资产承诺兑现，优质资产、强势品牌的注入将进一步强化竞争力，“本地强势品牌+国际高端品牌”互补升级、形成更丰富的产品组合，公司优势区域市场将从重庆、四川、湖南等地扩展至新疆、宁夏、云南、广东、华东等全国市场，最大维度挖掘国内啤酒消费空间，向国际先进啤酒龙头看齐，有望长期持续地创造价值回报。

我们看好公司在嘉士伯资产注入后资源整合提效，产品、品牌、渠道协同发展体现规模化优势，区域竞争力及企业盈利能力进一步提升。维持 2020-2022EPS 为 1.26/1.44/1.64 元，对应 70/62/54 倍 PE，上调一年期合理估值 103.3-105.2 元（原为 77.8-79.2 元），维持“买入”评级。

表 2：可比公司估值

公司	投资评级	市值 (亿元)	股价 (元) 2020-9-11	EPS		PE	
				2019	2020E	2019	2020E
青岛啤酒	买入	1047	76.77	1.37	1.54	56.0	49.9
燕京啤酒	增持	202	7.18	0.08	0.09	89.8	79.8
华润啤酒	未评级	1600	49.30	0.44	0.73	112.0	67.5
平均						85.9	65.7
重庆啤酒	买入	432	89.30	1.36	1.26	65.4	70.9

资料来源：Wind，国信证券经济研究所预测，港股单位为港元

风险提示

行业景气度波动；渠道拓展缓慢；产能建设不达预期；

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2019	2020E	2021E	2022E		2019	2020E	2021E	2022E
现金及现金等价物	1254	1494	1590	1726	营业收入	3582	3672	3924	4235
应收款项	80	80	86	93	营业成本	2089	2130	2253	2401
存货净额	364	377	397	424	营业税金及附加	270	286	294	318
其他流动资产	20	110	118	127	销售费用	492	441	510	529
流动资产合计	1717	2061	2191	2370	管理费用	162	230	179	192
固定资产	1166	1203	1231	1250	财务费用	9	(26)	(26)	(29)
无形资产及其他	246	237	228	219	投资收益	79	72	72	72
投资性房地产	139	139	139	139	资产减值及公允价值变动	22	10	10	10
长期股权投资	246	246	246	246	其他收入	(3)	0	0	0
资产总计	3514	3886	4035	4224	营业利润	658	693	796	906
短期借款及交易性金融负债	3	200	200	200	营业外净收支	170	5	5	5
应付款项	448	440	463	494	利润总额	827	698	801	911
其他流动负债	1060	1182	1238	1316	所得税费用	99	91	104	118
流动负债合计	1510	1822	1901	2010	少数股东损益	72	0	0	0
长期借款及应付债券	0	0	0	0	归属于母公司净利润	657	608	697	793
其他长期负债	493	493	493	493					
长期负债合计	493	493	493	493	现金流量表 (百万元)				
负债合计	2003	2314	2393	2503	净利润	657	608	697	793
少数股东权益	93	93	93	93	资产减值准备	(71)	1	0	0
股东权益	1419	1479	1549	1628	折旧摊销	173	132	142	151
负债和股东权益总计	3514	3886	4035	4224	公允价值变动损失	(22)	(10)	(10)	(10)
					财务费用	9	(26)	(26)	(29)
					营运资本变动	74	11	46	67
					其它	99	(1)	(0)	(0)
					经营活动现金流	910	741	875	1000
					资本开支	(28)	(151)	(151)	(151)
					其它投资现金流	0	0	0	0
					投资活动现金流	(88)	(151)	(151)	(151)
					权益性融资	0	0	0	0
					负债净变化	0	0	0	0
					支付股利、利息	(398)	(547)	(627)	(713)
					其它融资现金流	261	197	0	0
					融资活动现金流	(535)	(350)	(627)	(713)
					现金净变动	287	240	97	136
					货币资金的期初余额	967	1254	1494	1590
					货币资金的期末余额	1254	1494	1590	1726
					企业自由现金流	720	501	636	758
					权益自由现金流	981	721	658	783

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

相关研究报告

《重庆啤酒-600132-2019 年年报及一季报点评：产品结构升级，短期受疫情冲击》——2020-04-22

《重庆啤酒-600132-重大事件快评：资产注入承诺兑现加速，看好资源整合优势》——2020-03-31

《重庆啤酒-600132-深度报告：破而后立领航起，借力扬帆待东风》——2019-11-20

《重庆啤酒-600132-2019 年中报点评：业绩符合预期，均价持续提升》——2019-08-26

《重庆啤酒-600132-2019 年一季报点评：业绩高增，现金积极，量价齐升》——2019-04-29

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行