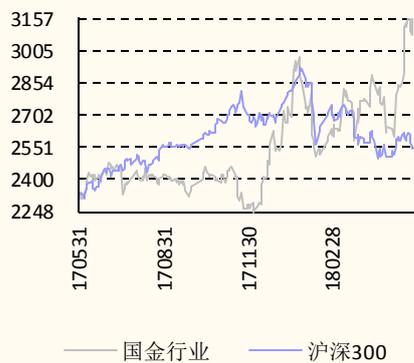


市场数据(人民币)

市场优化平均市盈率	18.90
国金啤酒指数	3154.30
沪深300指数	3833.26
上证指数	3135.08
深证成指	10465.54
中小板综指	10688.63



相关报告

1. 《提价未获正规渠道证实，成本压力逼出提价窗口-啤酒行业行业点评》，2018.1.5

于杰

分析师 SAC 执业编号: S1130516070001
yujie@gjzq.com.cn

申晟

分析师 SAC 执业编号: S1130517080003
(8621)60230204
shensheng@gjzq.com.cn

行业竞争趋缓，啤酒行业进入盈利提速期

行业观点

- **龙头领先于行业恢复，更加关注盈利能力的提升。**截至 2017 年年底，全国国内啤酒产量同比-2.3%，但华润/青岛的销量分别同比+0.9%/+0.6%，龙头企业相较行业的率先复苏，而同期整体行业产量同比下滑，可见地方小企业生存空间进一步受到挤压，市场份额向龙头进一步聚拢。龙头企业在熬过行业冰冻期后，CR5 的整体优势更为明显，在“大鱼吃小鱼”时代已过去，而小鱼越来越少的情况下，怎样改善自身盈利能力成为各大巨头发展的主题。
- **提价：直接提价及产品结构升级路径依然畅通。**此次巨头集体提价主要源于成本推动。啤酒成本中包装物成本占 50%左右，受环保政策影响主要包装物涨幅较大；同时交通部超载新规也对费用端形成一定压力。成本和费用端压力对各大厂商低端非盈利产品的挤压较重。除了成本端压力外，竞争格局相对稳定是提价基础，在整体区域、价格格局相对稳定情况下，龙头企业开始在优势区域试水提价，提价呈现从优势区域扩散至全国范围、从低端扩张至高端的趋势。
- **关厂：供应端的自我收缩，淘汰落后产能提高利用率。**前些年啤酒行业产能无序扩张是近年行业产能利用率快速下滑的主要原因。2010-16 年供给扩产超 2000 万千升，但同期销量仅增加 23 万千升，供需严重不匹配。在需求端未出现有效回暖之前，企业扩建产能意愿降低，资本开支降至冰点，供给侧自我收缩开启。近年来百威、华润等大商关小厂开大厂的趋势非常明显，均意在提升产能效率、扩大辐射范围，有助于降本增效。长期看来，如果啤酒厂商开始集体缩减产能，供给端自我收缩，产能利用率逐步上升，将降低恶性价格战的风险，有利于啤酒品牌利润率的提升。

投资建议

- **华润啤酒：产品结构高端化持续进行。**高端化是公司首要战略，从自身品牌升级和寻求国际合作两方面进行。(1) 推出新品勇闯天涯 SuperX，主打 8-9 元细分市场；(2) 继续加速推动原有高档产品如雪花纯生及脸谱系列快速增长以推动产品结构升级；(3) 与海外公司合作，引入高端产品。
- **燕京啤酒：三大主销区全部提价，18 年有望开启利润弹性。**燕京啤酒三大主销区全部开启提价动作，我们判断 18 年燕京有望开启利润弹性。同时，我们认为燕京业绩弹性的另一大推手——关厂动作，上半年或较难落地，下半年将是可观察的事件窗口。
- **青岛啤酒：基本盘稳固，费用下行确定带来业绩弹性。**公司年初以来实施费用精细化投放战略，将显著提高业绩弹性。2017 年及 2018Q1，销量分别同比+0.6%/1.3%，一方面是行业竞争趋缓表现，一方面也体现公司基本盘稳固。公司近日完成新任董事长及总裁的选举工作，预计“黄樊配”的顶层设计将顺利延续至下一届董事会，将有利于公司中长期经营策略的稳定执行。
- **重庆啤酒：产品升级持续，嘉士伯资产注入预期。**完成关厂及减低 SKU 等重点工作后，重啤借助产量低基数及嘉士伯品牌加持开启量价齐升通道，同时减产减值影响逐步减弱及结构升级持续将持续推动公司盈利情况改善。此前嘉士伯承诺将在 2020 年前国内啤酒资产注入以解决同业竞争问题。

风险提示

- **市场竞争加剧超预期：**啤酒行业竞争整体性趋缓，但部分区域市场仍存在较强竞争，若局部竞争扩大化或影响费用端。**天气因素不利：**低温对啤酒销售显著不利。

内容目录

一、龙头领先于行业恢复，更加关注盈利能力的提升.....	4
二、ASP 提升：直接提价及产品结构升级路径依然畅通.....	6
2.1 此轮提价始于成本，被动提价以缓解经营压力.....	6
2.2 淡季优势区域提价试水市场，由低端到中高端啤酒的提价趋势演绎.....	8
2.3 产品结构性升级是长期均价上升根本.....	10
三、关厂：供应端的自我收缩，淘汰落后产能提高利用率.....	13
3.1 现有产能过剩，利用率低.....	13
3.2 新建产能放缓+关闭低效工厂，龙头主动开启产能减负.....	13
3.3 关厂短期影响固定资产减值损失，长期稳定价格提升利润率.....	14
四、费用：竞争整体加剧的可能性极低，费用下滑趋势维持.....	16
五、重点公司解析.....	17
5.1 华润啤酒：产品结构高端化持续进行.....	17
5.2 燕京啤酒：三大主销区全部提价，18 年有望开启利润弹性.....	19
5.3 青岛啤酒：基本盘稳固，费用下行确定带来业绩弹性.....	19
5.4 重庆啤酒：产品升级持续，嘉士伯资产注入预期强.....	20
风险提示.....	20

图表目录

图表 1：龙头企业领先于行业率先复苏.....	4
图表 2：2010-2016 年期间公司市占率变化.....	5
图表 3：2005 年 CR5=47.3%（按销量）.....	5
图表 4：2016 年 CR5=73.3%（按销量）.....	5
图表 5：17 年年底开始提价的品牌、品类及区域.....	6
图表 6：我国啤酒生产成本要素构成.....	7
图表 7：青岛啤酒成本构成.....	7
图表 8：燕京啤酒成本构成.....	7
图表 9：重庆啤酒成本构成.....	7
图表 10：国内玻璃成本 2016 年开始上扬（元/吨）.....	7
图表 11：大麦价格 2017 年年底开始上涨超 15%.....	7
图表 12：我国各省市市占率最高的啤酒品牌.....	8
图表 13：华润的优势区域及主要竞争对手市场份额.....	8
图表 14：青啤的优势区域及主要竞争对手市场份额.....	9
图表 15：百威的优势区域及主要竞争对手市场份额.....	9
图表 16：燕京的优势区域及主要竞争对手市场份额.....	9
图表 17：嘉士伯的优势区域及主要竞争对手市场份额.....	9
图表 18：啤酒历史上的提价多集中在淡季.....	9
图表 19：国内主要品牌均价（元/千升）.....	10

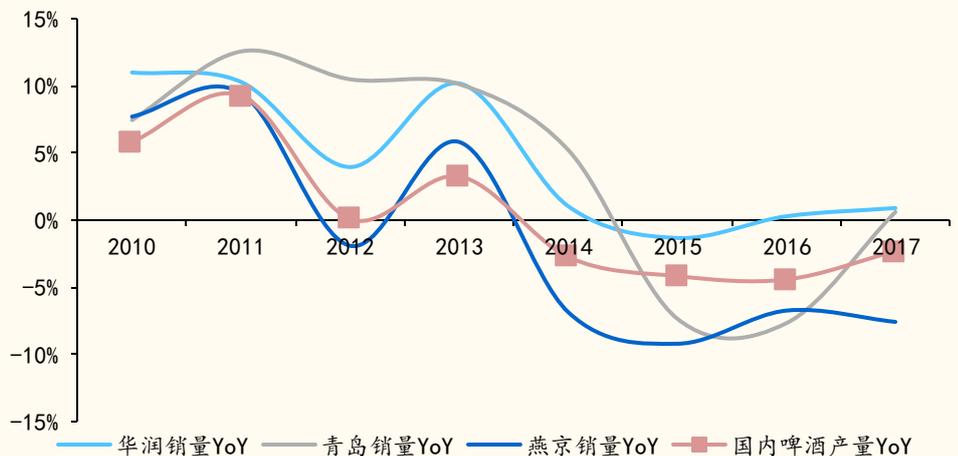
图表 20: 国内终端均价提升.....	11
图表 21: 中高档酒占比提升 (百万升).....	11
图表 22: 进口啤酒量及同比增速.....	11
图表 23: 国内啤酒吨价逐年提升 (元/千升).....	11
图表 24: 华润啤酒中高档新品——SuperX.....	12
图表 25: 燕京啤酒中高档新品——帝道.....	12
图表 26: 国内啤酒主要产品价格带.....	12
图表 27: 2010-2016 年啤酒行业新增产能 2108 万吨.....	13
图表 28: 啤酒产能利用率以及增速 YoY.....	13
图表 29: 国内主要啤酒公司资本性支出穿新低 (亿元).....	14
图表 30: 2016 年以来啤酒行业主要关厂事件.....	14
图表 31: 国内主品牌单位产品制造成本 (元/千升).....	15
图表 32: 国内主品牌单位产品制造成本增速.....	15
图表 33: 国内主品牌年折旧额 (百万元).....	15
图表 34: 国内主品牌年折旧占收入比重 (%).....	15
图表 35: 国内主要品牌资产减值损失 (百万元).....	15
图表 36: 国内主要品牌销售费用率.....	16
图表 37: 青岛啤酒 2017 年销售费用细项占比.....	16
图表 38: 燕京啤酒 2016 年销售费用细项占比.....	16
图表 39: 重庆啤酒 2017 年销售费用细项占比.....	16
图表 40: 主要啤酒公司销售费用率.....	17
图表 41: 主要啤酒公司期间费用率.....	17
图表 42: 国内主要啤酒厂家广告、促销费用率.....	17
图表 43: 华润啤酒全国布局图 (产能 (百万千升) / 啤酒厂数目).....	18
图表 44: 08 年以来的国内啤酒行业的并购计划.....	18

我们认为啤酒行业在经历了 2014 年整体需求下滑，收入规模停滞，费用投入的边际效益下降明显，传统野蛮式扩张模式受到考验，到 2015 年啤酒行业对利润诉求强烈，行业竞争随之开始放缓。目前啤酒行业的 CR5 已经接近 75%，行业集中度较高，在面对行业困境时共同寻找利润的可能性进一步提升，这一状况在 2016 年开始逐渐明朗，2017 年得到进一步确认，2018 年我们预计将加速向好。今年在收入端大概率不下滑的前提下，上市公司 EBITDA 大概率将加速好转。年初以来华润、燕京、青岛对旗下主要产品在多个区域均已提价，同时费用端各企业均执行压缩战略，加之今年大概率关厂动作将持续，因此我们认为今年啤酒行业业绩弹性有望大增。18 年行业看点在盈利端，盈利端改善速度取决于（1）提价（包含结构升级和直接提价）、（2）费用压缩、（3）关厂三个方面。

一、龙头领先于行业恢复，更加关注盈利能力的提升

截至 2017 年年底，全国国内啤酒产量同比-2.3%，但华润/青岛的销量分别同比+0.9%/+0.6%，龙头企业相较行业的率先复苏，而同期整体行业产量同比下滑，可见地方小企业生存空间进一步受到挤压，市场份额向龙头进一步聚拢。

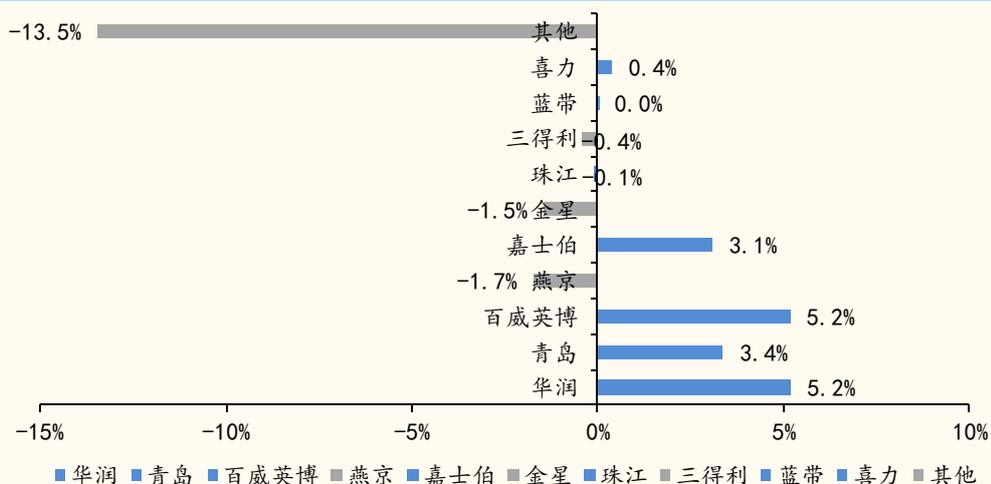
图表 1：龙头企业领先于行业率先复苏



来源：公司公告，Wind，国金证券研究所

啤酒有两个特殊属性决定了它受制于销售半径，具有明显的区域性销售特点，一是消费者对啤酒的新鲜度要求较高，二是啤酒产品的运输成本较高，所以早年国内有很多区域性啤酒企业，行业集中度较低。后来出现了一些强大的区域性品牌，走出自身的优势区域去建厂，辐射周围销售半径内的市场。随后伴随包装、运输技术的发展以及国际资本介入，并购成为主流厂商扩张的又一形式，地方品牌生存空间进一步压缩。2010-2016 年期间，华润、青岛、百威英博的市场份额持续上升，而其他小品牌则遭遇了不同程度的下滑。2010 年有三家地方啤酒品牌市长率超过 2%，分别是河南金星、重庆啤酒和广东金威。而 2013 年、2014 年重庆和金威分别被嘉士伯和华润收购，而金星份额持续下滑，地方啤酒企业在内外资巨头的联合夹击下，被逐渐边缘化。

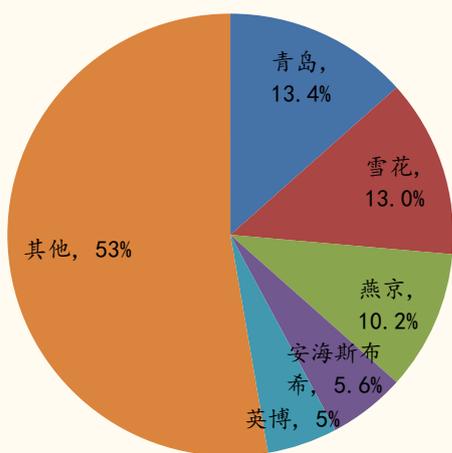
图表 2：2010-2016 年期间公司市占率变化



来源：欧睿国际，国金证券研究所

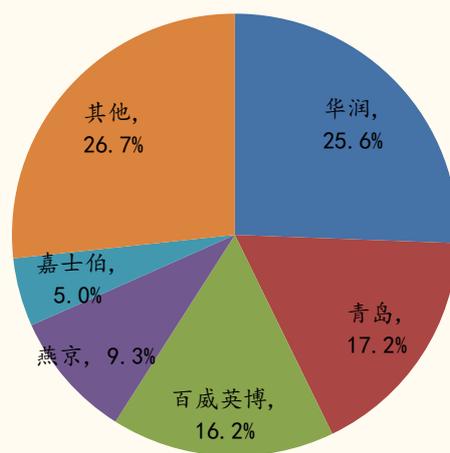
国内啤酒行业在度过了 2013 年前期疯狂的产能扩张后，行业需求的下滑再次加剧了行业的洗牌。小企业市场份再被压缩，而龙头企业在熬过行业冰冻期后，CR5 的整体优势更为明显，在“大鱼吃小鱼”时代已经基本过去，而小鱼越来越少的情况下，怎样改善自身盈利能力，成为各大巨头发展的主题。

图表 3：2005 年 CR5=47.3% (按销量)



来源：欧睿国际，公司公告，国金证券研究所

图表 4：2016 年 CR5=73.3% (按销量)



来源：欧睿国际，公司公告，国金证券研究所

几大龙头在行业低迷期都进行了不同程度的业务重组、管理层更迭以及经营思路的改变，利润指标也纳入了对于管理层业绩的考核中，未来利润将为成为龙头的优先执行战略。

- **华润专注于啤酒业务：**2015 年 9 月，华润创业宣布剥离非啤酒业务，从零售股转型至啤酒股，专营啤酒业务。2016 年 3 月，华润宣布和 SAB 达成协议，购入其 49% 的华润雪花啤酒的股份，这就意味着华润啤酒完全控制了雪花啤酒公司。2018 年 1 月华润雪花总经理侯孝还提出将用 3-5 年时间，实现利润翻番、市值翻番的“双翻番”目标。短期看，提价将会成为利润翻番的直接武器，而中期产品结构的提升将有助于进一步持续提高利润水平，而近期媒体报道的华润欲收购喜力中国业务，将有助于华润在高端啤酒市场的发展，对其品牌、份额等护城河构筑都会带来更长期的动力。
- **燕京新管理层上任，坚定提价：**2017 年 6 月，公司董事会换届顺利完成，赵晓东任新任董事长，自从换帅后，公司战略发展思路做了调整，提价+关厂成为主题。在关厂上，2017 年公司提出“抓两头，带中间”的策略，一边继续支持优势企业，一边投入更多精力在关闭劣势企业上。在提价上，

公司 17 年 12 月份在其三大主销区——北京、广西、内蒙全部开启了提价动作，此外大多数非核心区域也有提价动作。继年初北京市场清爽提价 30%、浙江仙都本生提价 5%之后，2 月份广西漓泉及内蒙雪鹿也执行了提价（预计 5%左右）。结构上，公司将重点推行听装啤酒和鲜啤的发展战略，提高中高档酒占比，通过优化产品结构来提高盈利能力。

- **青啤第二大股东变更，坚定提价&积极压缩无效费用：**2017 年 12 月青啤第二大股东朝日集团转让其所持 17.99%股份于复星集团。由于青啤集团仍是控股公司，所以青啤整体在战略上依然保持相对独立，未来不排除利用复星资源，战略协同的可能。今年以来，青啤也在多个地区实现对主要产品的提价，同时在强势地区积极压缩无效费用，销售费用端下行趋势已十分明显。
- **重啤被嘉士伯收购，积极营造高端市场：**2015 年嘉士伯完成对重庆啤酒的要约收购之后，重啤的经营策略发生转变，大刀阔斧进行产能改革，关闭低效工厂。产品方面，重啤借助嘉士伯品牌能力积极推广高端产品，营造产品品牌文化。

二、ASP 提升：直接提价及产品结构升级路径依然畅通

提价是企业改善利润的最直接途径。今年年初始，部分媒体报道华润、青岛、燕京等啤酒龙头企业将对产品进行提价，随后青啤公告为了应对成本上涨压力，部分区域部分产品提价不超过 5%，华润也确认部分地区提价事宜。

图表 5：17 年年底开始提价的品牌、品类及区域

品牌	地区	产品	提价幅度
燕京	北京	清爽	出厂价提 30%
	广西	多款产品	平均不超过 5%
	内蒙	多款产品	平均不超过 5%
	浙江	本生 460ml	终端进货结算价提 3 元/箱，整体提价幅度 15-20%
华润	浙江	雪花纯生、勇闯天涯、品尊等 9 款产品	提价 10-15%
青岛	山东	崂山、汉斯、易拉罐、经典等产品	平均不超过 5%
	全国	崂山啤酒 600 毫升装、绿兰莎啤酒 500 毫升装	零售价从 2 元涨至 2.5 元
	全国	瓶装 500ml	批发价由 36 元/箱涨为 38 元/箱
百威	全国	百威啤酒系列	平均不超过 5%
	全国	哈尔滨啤酒系列	平均不超过 5%

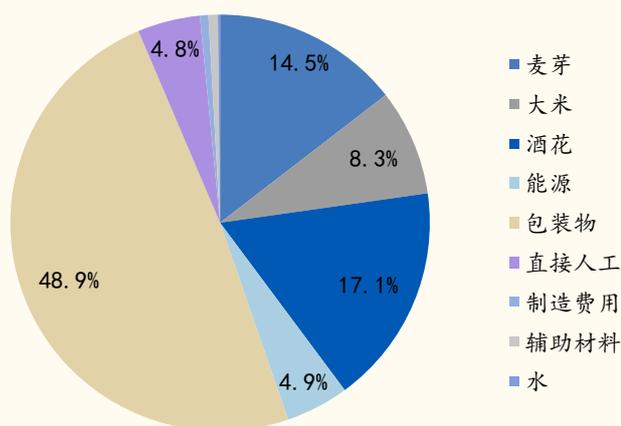
来源：公司公告，公开新闻，草根/公司调研，国金证券研究所

2.1 此轮提价始于成本，被动提价以缓解经营压力

啤酒成本主要包括：(1) 直接材料：麦芽、大米、酒花、水、包装物等；(2) 直接人工；(3) 制造费用；(4) 燃料及能源费用；(5) 其他。以青岛啤酒为例，啤酒制造成本主要由包装物及麦芽、酒花等原材料构成；而直接材料占青岛啤酒啤酒成本的比例约 65%左右，人工成本约为 5%-6%，制造费用近年来升至 20%左右；17 年青啤啤酒直接原材料成本占比相较于燕京啤酒高 10ppt 左右，燕京啤酒各成本要素占比相对稳定。

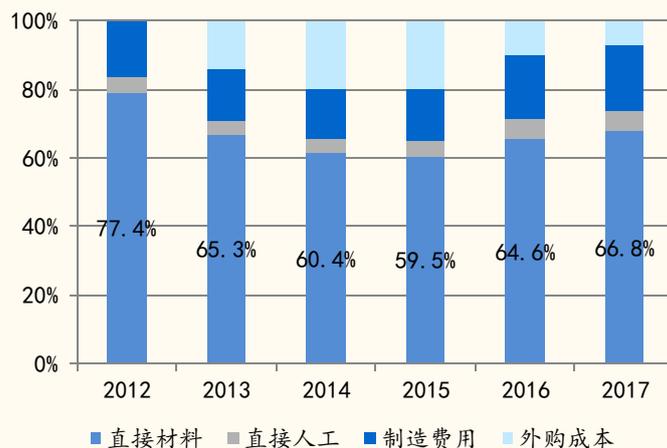
此次巨头集体提价的直接原因来源于成本推动。由于啤酒成本中包装物成本一般占 50%左右，其中玻璃瓶在包装成本中最大，超 70%，其次为易拉罐大约占比 20%，纸箱占比 5%左右，其余制造成本+原材料成本占 40%，可见包装物成本对啤酒生产成本影响较大。受国内环保政策影响，近一年多以来主要包装物涨幅较大；同时交通部超载新规也对费用端形成一定压力。综合来看，成本和费用端压力对各大厂商低端非盈利产品的挤压较重，客观上存在提价需求。

图表 6：我国啤酒生产成本要素构成



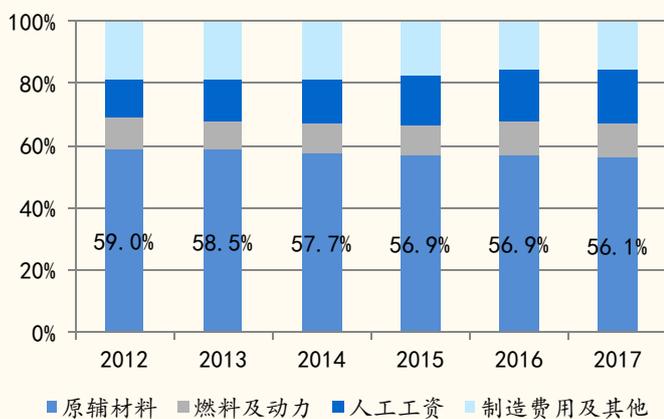
来源：公司公告，国金证券研究所

图表 7：青岛啤酒成本构成



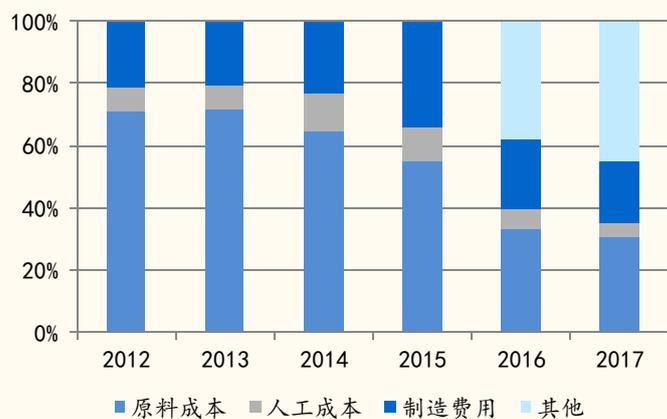
来源：公司公告，国金证券研究所

图表 8：燕京啤酒成本构成



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 9：重庆啤酒成本构成



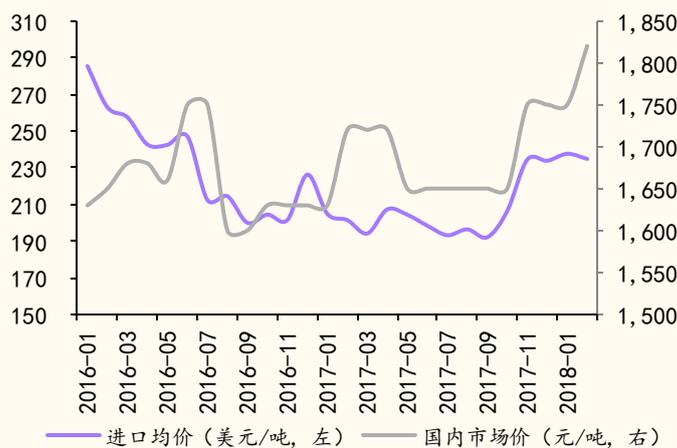
来源：公司公告，国金证券研究所

图表 10：国内玻璃成本 2016 年开始上扬（元/吨）



来源：Wind，国金证券研究所

图表 11：大麦价格 2017 年年底开始上涨超 15%



来源：Wind，国金证券研究所

由于玻璃瓶有回收的部分对冲，所以此次成本上涨最主要是纸箱和包材，分摊后成本影响较小，同时龙头企业有较强的议价能力，实际分摊至每瓶啤酒的成本涨幅小于涨价的幅度。此次涨价背后的动因更倾向于是在行业整体稳定，竞争非白热化的情况下，龙头开始趋于理性，将战略从先前不计成本抢占市场到提升自身的利润水平转变，而强势区域淡季提价成为他们全面提价的试水池。

2.2 淡季优势区域提价试水市场，由低端到中高端啤酒的提价趋势演绎

■ 各主要市场被划分完毕，竞争格局相对稳定

过去十年中，主要啤酒企业在国内市场不断收购、并购，追求规模效应，抢占市场份额，以华润、青啤为主的大型啤酒企业纷纷收购区域性啤酒厂商，同时外资酒企亦大举进军国内市场，不惜以巨资收购国内酒企。按照欧睿国际公布的 2016 年国内啤酒市场份额数据显示，华润、青岛、百威、燕京、嘉士伯等五大啤酒厂商在中国的市场占有率已合计达 73%，相较于 2005 年的 47% 大幅提升。

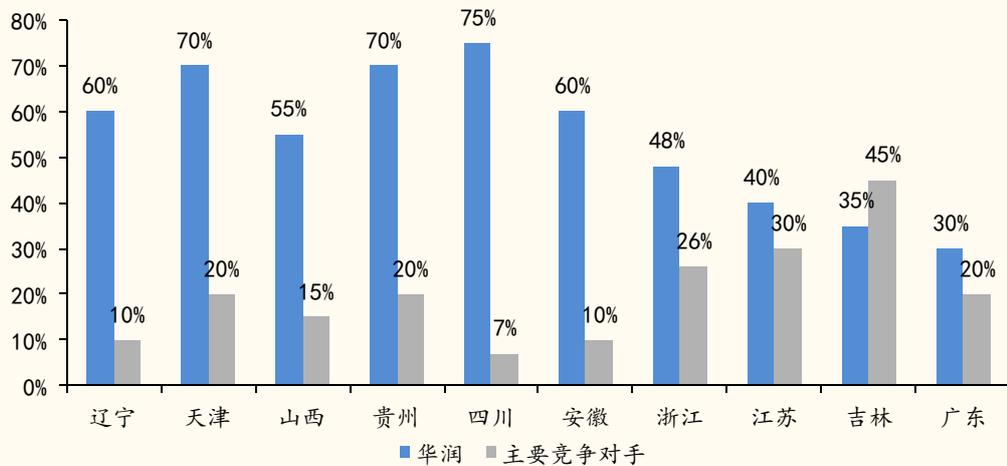
图表 12：我国各省市市占率最高的啤酒品牌



来源：酒业家官方,国金证券研究所

国内啤酒巨头目前已经将国内主要区域市场划分完毕，各主要区域都有一个或两个品牌占据主要市场份额，格局基本稳定。华润啤酒单品牌运营，在华北区域的辽宁、天津、山西以及西南的贵州、四川拥有超过 50% 的市场份额，在华东的安徽、浙江、江苏的优势也极为明显。同时还与百威英博争夺黑龙江和吉林地区，可以说全国范围内优势区域最广的龙头企业。

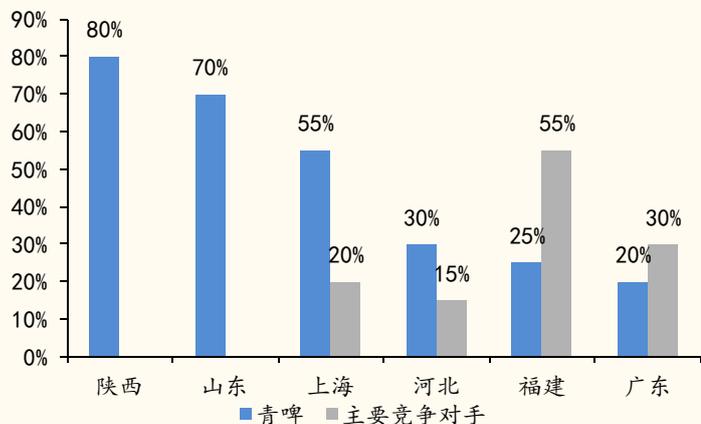
图表 13：华润的优势区域及主要竞争对手市场份额



来源：渠道调研,国金证券研究所

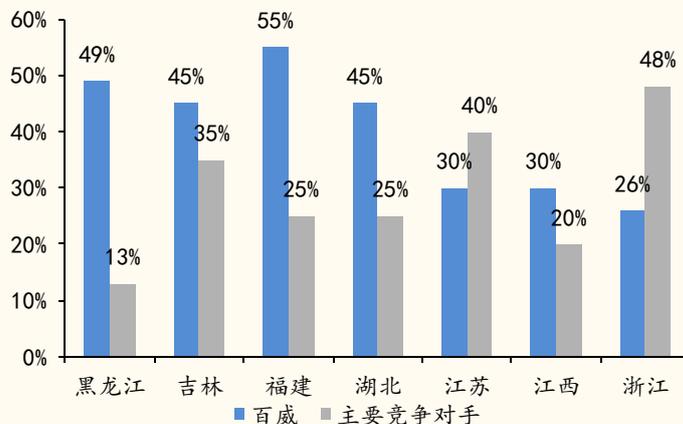
而目前市占率第二的青岛啤酒，在山东和陕西有绝对领先的市场优势，在上海的竞争优势也十分明显；而百威通过收购哈尔滨和雪津，占领了东北及福建市场，其主品牌在广东市场市占率也在逐渐赶超青岛啤酒；燕京在北京、内蒙以及广西占有绝对优势，旗下惠泉在江西以及福建有啤酒厂；而另一外资嘉士伯依托于重庆啤酒这一平台主攻中西部区域市场并取得良好效果。

图表 14：青啤的优势区域及主要竞争对手市场份额



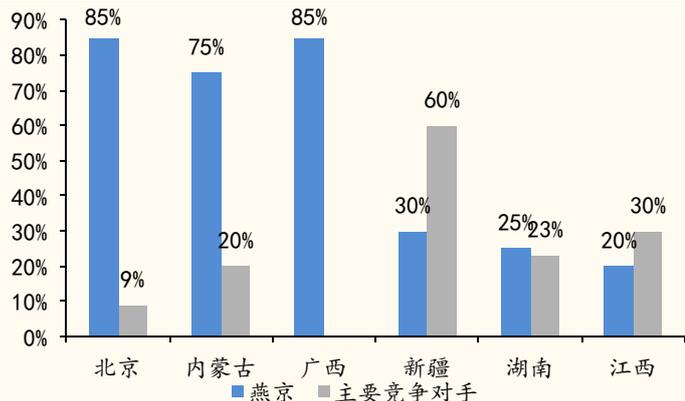
来源：渠道调研，国金证券研究所

图表 15：百威的优势区域及主要竞争对手市场份额



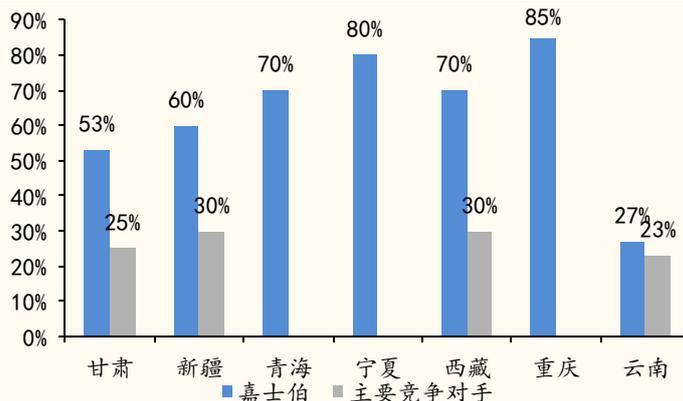
来源：渠道调研，国金证券研究所

图表 16：燕京的优势区域及主要竞争对手市场份额



来源：渠道调研，国金证券研究所

图表 17：嘉士伯的优势区域及主要竞争对手市场份额



来源：渠道调研，国金证券研究所

除区域份额优势外，各价格带也基本被瓜分完毕，每个品牌在相应的价格带亦有坚实的基础。金字塔最上端是百威英博，青岛啤酒其次，再往下是燕京及雪花。若不依靠并购，中低端品牌很难在短期超越相应的价格区间。整体区域格局相对稳定情况下，龙头企业开始在优势区域试水提价，以提高利润率。

■ 优势区域、淡季提价试水市场，低端提价向高端提价蔓延

啤酒提价多集中在淡季。啤酒消费有明显淡旺季之分，冬季是淡季。淡季可给予渠道及终端提供数月的缓冲时间，以期旺季来临时享受提价带来的利润贡献。

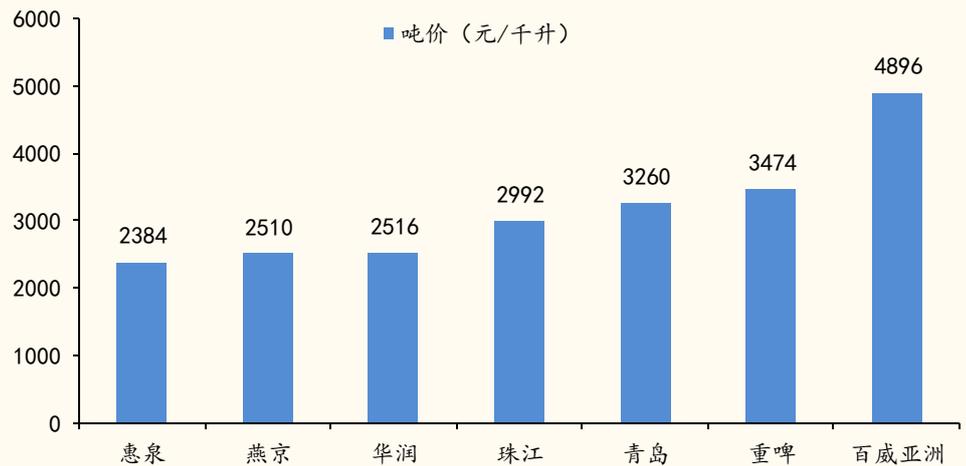
图表 18：啤酒历史上的提价多集中在淡季

提价时间	企业	提价区域	产品	提价幅度
2010 年底	华润雪花	吉林	500ml 瓶装、330ml 罐装	14%-20%
		四川、辽宁、安徽等	部分产品	10%
2011 年初	燕啤	北京	10 度清爽型啤酒	7%
2011 年底	百威英博	上海	580ml 罐装、330ml 瓶装	10%
2014 年初	燕京	北京	瓶装鲜啤、瓶装 10 度纯生	10%-20%

来源：公司公告，国金证券研究所

其次提价行为多发在格局较稳定、对价格相对不敏感的区域进行。浙江市场华润雪花份额约为 50%，燕京啤酒份额为 5-10%。而燕京浙江仙都厂年底率先对旗下“本生”产品提价，尽管燕京浙江市长额较低，但提价代表低端产品成本受迫严重。在这一背景下，浙江省内市场份额约 50%的第一大品牌华润雪花实际上确实具备提价的能力和基础。而燕啤从去年年底开始，在其三大主销区——北京、广西、内蒙全部开启了提价动作。继年初北京市场清爽提价 30%、浙江仙都本生提价 5%之后，2 月份广西漓泉及内蒙雪鹿也执行了提价（预计 5%左右）。此外，除前期媒体报道的燕京的非核心区域——浙江有提价动作之外，近期调研显示燕京在多个非强势市场燕京均有相关提价动作。华润雪花和燕京啤酒吨价相比其他啤酒品牌吨价较低，成本压力最大，提价动力最足。

图表 19：国内主要品牌均价（元/千升）



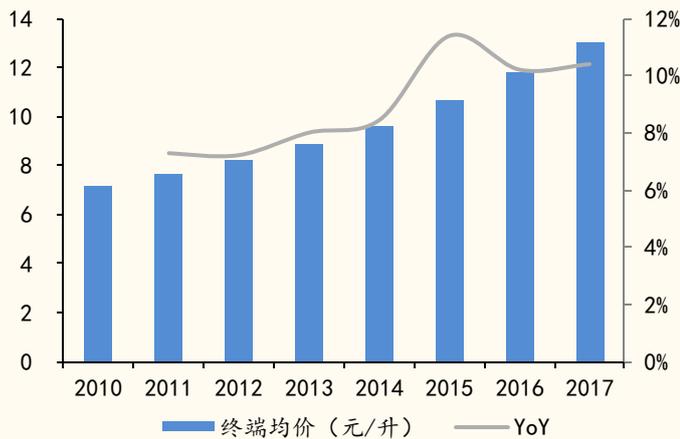
来源：公司公告，国金证券研究所

再次，低端产品价格带整体上移，势必将会促使高端产品提价。青岛啤酒定位中高端，产品价格线较长，各价格带都有对应产品，为防止提价带来的价格体系的紊乱，青啤公告显示只是在部分区域对部分产品采取提价，且幅度低于华润和燕京。近期有报道称对主品牌进行提价，年后批价由 57 元/件提升至 85 元/件，提价幅度接近 50%，其余子品牌后续有可能跟进提价；嘉士伯旗下重啤的部分产品亦存提价趋势，由低端到中高端啤酒的提价趋势正在演绎。此外，燕京清爽提价后，北京市场清爽终端价和鲜啤差距缩小至 1-2 元，这一情况也不可能长期维持，因此鲜啤及以上产品价格带小幅上移也应是情理之中。

2.3 产品结构升级是长期均价上升根本

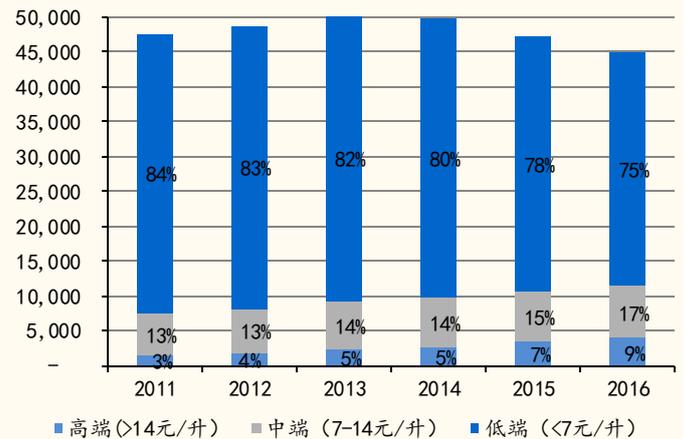
- **长期消费量提升空间有限：**2016 年中国人均啤酒消费 33.2 升，位列世界 60 位，虽然与啤酒传统消费国德国、巴西等国有较大差距，也小幅落后于与中国消费结构相近的韩国、日本（人均 41.4 升和 46.6 升），但是已高于泰国等东南亚国家。中国 2013 年人均消费量为 37.4 升，已接近同年韩国 40.5 升的水平，与日本的 48.2 升仅有 10 升的差距。日韩啤酒市场目前已经处于饱和阶段，人均销量已出现下降趋势。总体来说，目前国内行业增量空间已经较为有限。
- **中高档啤酒占比逐年提升：**从欧睿数据看，低档酒（<7 元/升）的销量占比从 2011 年的 84% 降至 75%，而中高端酒的比例连年上升，说明啤酒行业整体的产品结构在调整。产品结构的升级也直接反映在啤酒公司出厂价上，2010-2016 年华润的吨酒价格年均复合增速为 3%，而重庆啤酒则高达 6%。

图表 20: 国内终端均价提升



来源: Euromonitor, 国金证券研究所

图表 21: 中高档酒占比提升 (百万升)

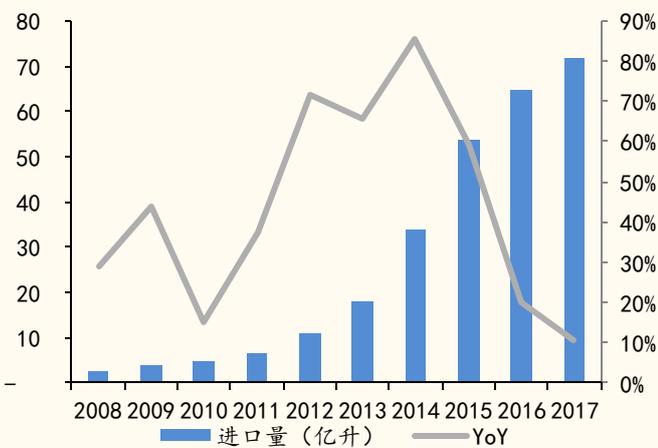


来源: Euromonitor, 国金证券研究所

■ 产品结构升级理念从高端到低端

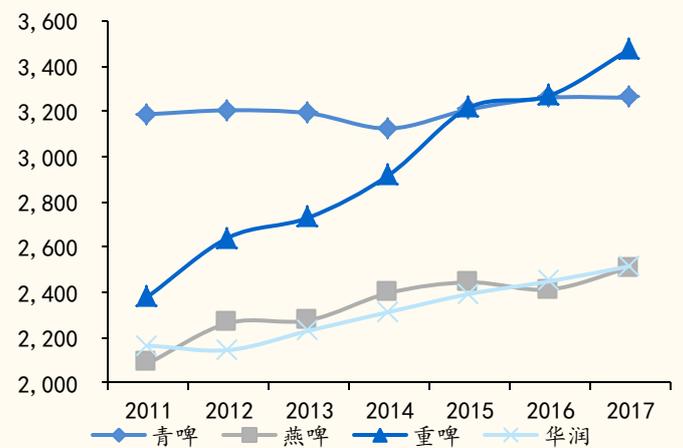
在 2014 年国内啤酒消费量下滑的同时, 进口啤酒依然保持着较高的增速, 吸引了国外巨头加速将高端产品铺向国内渠道。百威英博 17Q4 在中国恢复增长, 以科罗娜、时代和福佳白为代表的高端产品增速达双位数。实际上虽然国内销量前些年出现下滑, 百威英博在中国市场略好于整体, 2016 年整个行业销量下降 3.8%, 百威英博下降 1.2%; 而 2015 年整个行业销量下降 6%, 百威英博下降 0.4%, 这样的表现除了得益于百威英博具备强大的品牌和资金优势外, 也部分受益于其在中国的产品高端化布局。

图表 22: 进口啤酒量及同比增速



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 23: 国内啤酒吨价逐年提升 (元/千升)



来源: 公司公告, 国金证券研究所

青岛啤酒一直保持着在国内市场中高端的竞争优势, 不断推出高端新产品, 为消费者提供更丰富、多元化的产品。目前青岛的中高端产品“奥古特、鸿运当头、经典 1903、纯生”占总销量的比重超 40%。华润也在 2017 年的年报业绩说明会表示, 除了关心生产效率和成本, 更关注雪花品牌的升级, 着力发展高端产品, 布局超高端品牌。一方面, 公司会致力于转型升级, 持续推出符合年轻人个性和口味的中高档产品 (如 SuperX)。另外, 华润也会积极与国际知名啤酒公司保持接触, 助力中高端产品战略。燕京近日也在北京市场推出新的拉环装中高端新品——小度特酿“帝道”, 主打餐饮渠道, 也力求以年轻人为核心消费群体寻求新的市场突破点。

图表 24：华润啤酒中高档新品——SuperX



来源：公开资料，国金证券研究所

图表 25：燕京啤酒中高档新品——帝道



来源：公开资料，国金证券研究所

图表 26：国内啤酒主要产品价格带

	华润雪花	青岛啤酒	百威英博	燕京啤酒	重庆啤酒
低档 (<5元/500ml)	雪花冰酷、雪花勇闯天涯 (2005 年)、雪花清爽	青岛经典、崂山啤酒、崂山清爽、崂山劲爽	哈尔滨白啤 (2017 年)、哈尔滨冰纯、哈尔滨冰爽	燕京无醇 (2002 年)、燕京鲜啤、菠萝啤	重庆国宾系列、山城 (1985 年)
中档 (5-10元/500ml)	雪花纯生 (2009 年)	青岛纯生 (2012 年)、奥古特 (2010 年)、全麦白啤 (2015 年)、皮尔森 (2016 年)、崂山玩啤 (2018 年)	百威纯生 (2006 年)、百威啤酒、福佳白啤酒	燕京纯生	重庆纯生、嘉士伯、怡乐仙地、乐堡 (2012 年)
高档 (>10元/500ml)	雪花黑啤 (2017 年)、雪花概念系列 (脸谱) (2017 年)	黑啤 (2013 年)、1903 精酿 (2014 年)	银标大师 (2014 年)、科罗娜 (1995 年)、时代啤酒 (2011 年)、乐飞黑啤酒	燕京白啤 (2013 年)	克伦堡 1664、自然泡苹果汽酒 (2016 年)、

来源：天猫旗舰店，京东商城、括号里为中国上市时间

目前外资品牌在国内推广高端啤酒动作频发，2018 年年初嘉士伯宣布将花费约 5.2 亿人民币在中国推广乐堡、嘉士伯以及凯旋 1664 等高端品牌。2017 年 8 月百威英博与帝亚吉欧达成 5 年合约，拿下高端黑啤品牌健力士在中国大陆地区的独家运营权；9 月又将售价 15 元左右的低卡米凯罗啤酒引入中国，试图用健身、低热量等概念吸引追求健康的中国年轻人。我们相信国内啤酒厂商未来在中高端产品推新营销方面将投入更多精力，以实现产品结构持续优化和助推均价长期稳定提升。

总结来说，目前啤酒提价呈现以下几个趋势：(1) 提价动作不断，从去年年底起并有望持续；(2) 从只对强势区域、部分产品提价有望蔓延至泛区域性、多品类提价；(3) 国内品牌低端产品提价覆盖成本，中高端产品部分提价；国外

品牌提价本是常态化，但更倾向于引进高端产品，布局消费升级市场。

不过，提价能否真正带来利润的提升和整体运营状况的改变是多方博弈的结果：
 (1) 经销商博弈：华润、燕京是深度分销模式，对终端的控制力相对较强，提价更易传导，但小经销商能力有限，亦存在部分关键渠道无法完全覆盖的风险，而青啤和百威是大经销商渠道模式，提价能否深入到各个分销渠道还需时间考验；
 (2) 终端反馈：从厂商提价到传导至终端还需 2-3 个月的时间，考虑到为了提价顺利推行而返利也会在短期影响利润释放至报表端。同时，消费者对于提价是否完全接受还需到旺季才能得到真正检验。

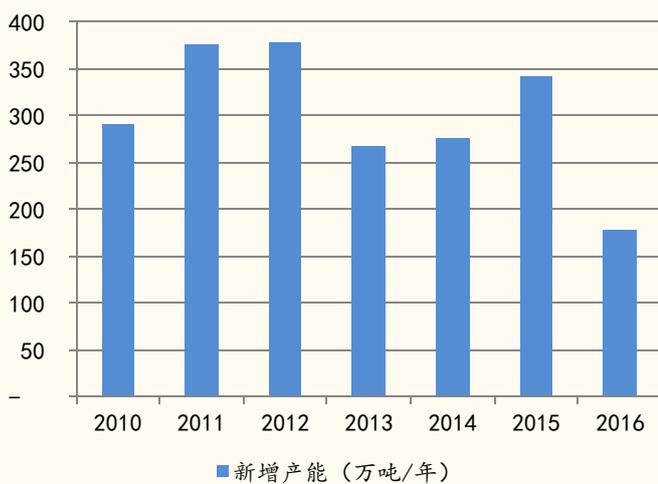
三、关厂：供应端的自我收缩，淘汰落后产能提高利用率

在 2014 年之前，我国的啤酒行业需求持续增长。参与企业通过不断扩大产能、并购从而形成规模效益压低成本，随后再以低价抢占市场、跑马圈地。这种模式使得行业毛利率始终处于下降的通道。

3.1 现有产能过剩，利用率低

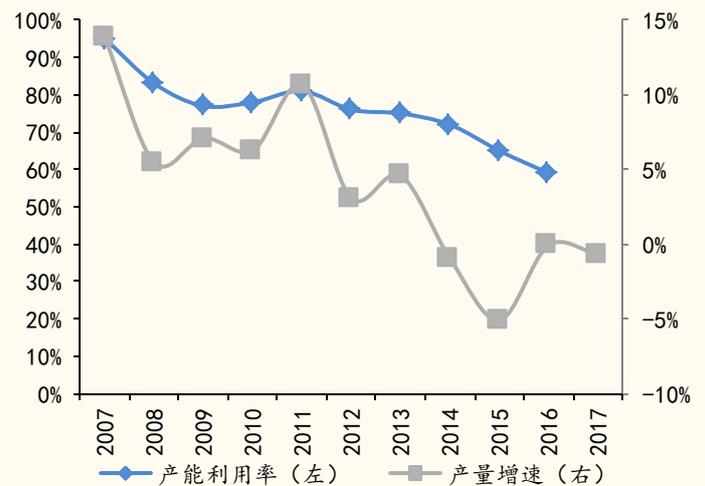
我们认为，从 2010 年开始的产能扩张是主流厂商基于认为中国消费者对于啤酒的需求会稳定增长的预判下进行跑马圈地的行为体现，啤酒行业产能的无序扩张是导致产能利用率快速下滑的主要原因，2010 年新一轮啤酒产能扩张开启，10-16 年供给扩产约 2,108 万千升，但是 2016 年啤酒行业销量仅比 2010 年增加 23 万千升，产能增加和销量增加严重不匹配。

图表 27：2010-2016 年啤酒行业新增产能 2108 万吨



来源：国家统计局，国金证券研究所

图表 28：啤酒产能利用率以及增速 YoY



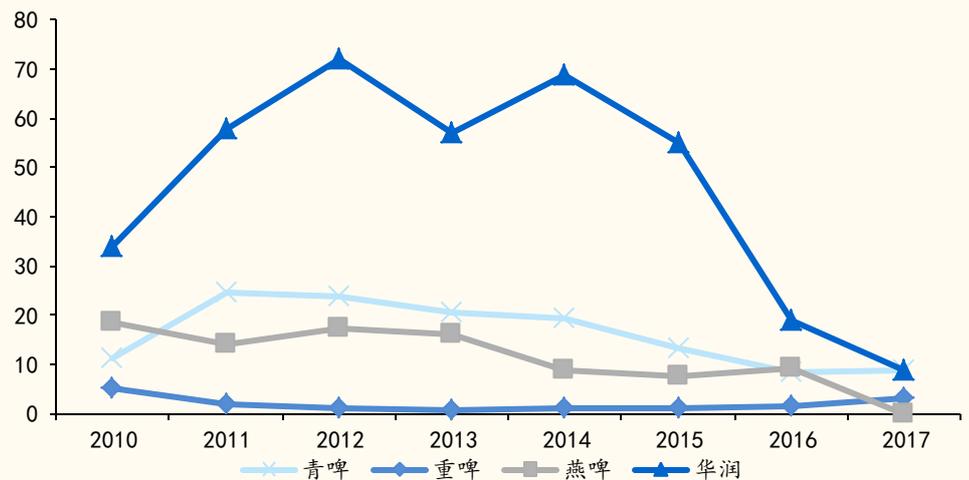
来源：国家统计局，Wind，国金证券研究所

根据国家统计局的数据，2016 年行业综合产能利用率仅为 59%，其中行业三甲华润、百威和青岛的产能利用率约为 65%-70%，燕京啤酒的产能利用率约为 60%，而其他中小型啤酒企业的产能利用率约为 45%-60%，相比 2011 年 82% 的产能利用率有明显下滑。

3.2 新建产能放缓+关闭低效工厂，龙头主动开启产能减负

过去跑马圈地的模式在终端消费增长乏力的情况下已经不再适用，在终端出现明显回暖之前，国内啤酒厂继续投资扩建产能的意愿降低。华润啤酒 2017 年资本开支为 8.67 亿元，而 2012 年的峰值为 72 亿元；青岛啤酒 2017 年资本开支为 8.9 亿元，而 2011 年的峰值为 24.4 亿元；燕京啤酒 2016 年资本开支约为 9.2 亿元，而 2010 年的峰值为 18.4 亿元。龙头新扩产能进一步缩减，供给侧自我收缩开启。

图表 29：国内主要啤酒公司资本性支出穿新低（亿元）



来源：Wind, 国金证券研究所

除了减少新增产能的投入，现有产能依然处于过剩的状态，龙头也开始从现有产能入手，关闭落后低效工厂，提供运营效率。嘉士伯 2016 年在中国关闭 17 家工厂，目前中国过剩保持在 15 家左右，关厂基本完毕，百威在 2016 年关停了 8 家工厂，目前尚有 40 家工厂，未来将减至 30 家左右；华润在 2015-2017 年关闭 8 家左右的工厂，18 年预计也将会把四川 5 家工厂合并。

图表 30：2016 年以来啤酒行业主要关厂事件

2016.01	重庆啤酒	关闭黔江分公司，销量约 1.3 万千升，占公司总销量的 1.4%
2016.02	百威英博	关停舟山工厂，舟山工厂一期设计规模年产啤酒 15 万千升
2016.02	重庆啤酒	关闭六盘水公司，销量约 3.8 万千升，占公司总销量的 3.8%
2016.04	百威英博	关停河南新乡亚洲啤酒厂
2016.05	重庆啤酒	关闭安徽亳州公司，亳州公司拥有约 4 万吨产能。
2016.07	重庆啤酒	转让宁波大梁山 70% 股权，大梁山啤酒销量 7 万升。
2016.1	重庆啤酒	转让嘉酿公司持有的六盘水公司 100% 股权
2017.01	华润啤酒	关停四川、安徽、上海的三家工厂
2017.02	重庆啤酒	转让九华山公司 100% 股权
2017.02	重庆啤酒	转让重庆啤酒亳州啤酒公司 100% 股权
2017.03	珠江啤酒	关闭汕头生产线，该线主要生产普通低端瓶装啤酒
2017.07	重庆啤酒	转让金山公司 60% 股权及对金山公司享有的 453.77 万元债权
2017 年	华润啤酒	2017 年共关闭 5 家工厂，黑龙江、安徽、浙江、山西、四川各一家，总计减少产能 80 万千升

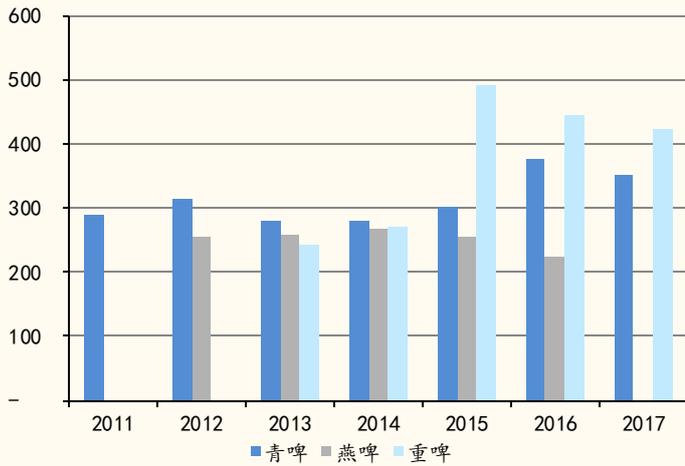
来源：公司公告，新闻整理，国金证券研究所

由于行业销量及盈利情况已渡过最困难时期，我们判断未来几年行业整体关厂数量应相较 15-17 年略有下降，但预计关厂动作仍会持续。此外，近年来百威、华润等大商关小厂开大厂的趋势非常明显，均意在提升产能效率、扩大辐射范围，有助于降本增效。长期看来，如果啤酒行业开启供给端自我收缩，产能利用率逐步上升，也将降低行业恶性价格战的系统性风险，利于净利率的提升。

3.3 关厂短期影响固定资产减值损失，长期稳定价格提升利润率

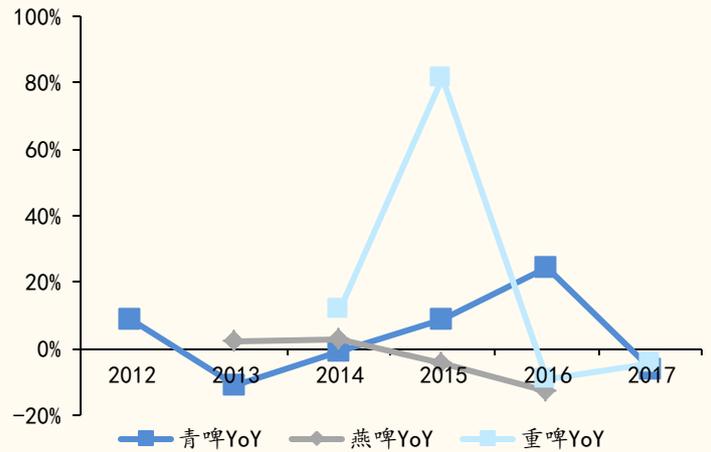
关厂在短期对于利润表的影响是折旧部分（成本端和费用端）以及资产减值损失。由于制造费用约占成本的 20%，虽然 2017 年青啤和重啤的单位制造成本有所下滑，但对毛利的作用有限。而年度折旧费用中，重啤在频繁的理顺产能后，整体占费用比重下滑，而燕京啤酒折旧费用占比较高，关闭产能较低的厂对于燕京的利润端来说影响更大。

图表 31: 国内主品牌单位产品制造成本 (元/千升)



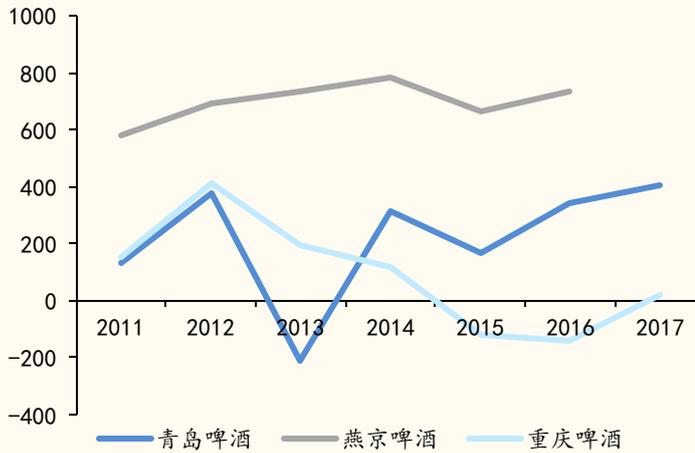
来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 32: 国内主品牌单位产品制造成本增速



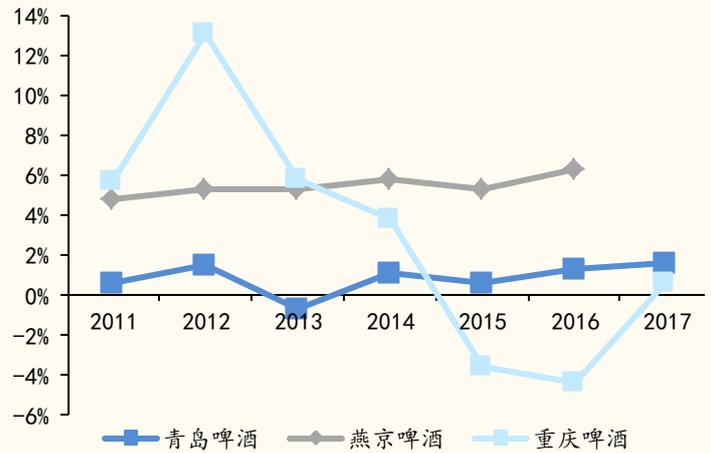
来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 33: 国内主品牌年折旧额 (百万元)



来源: 公司公告, 国金证券研究所

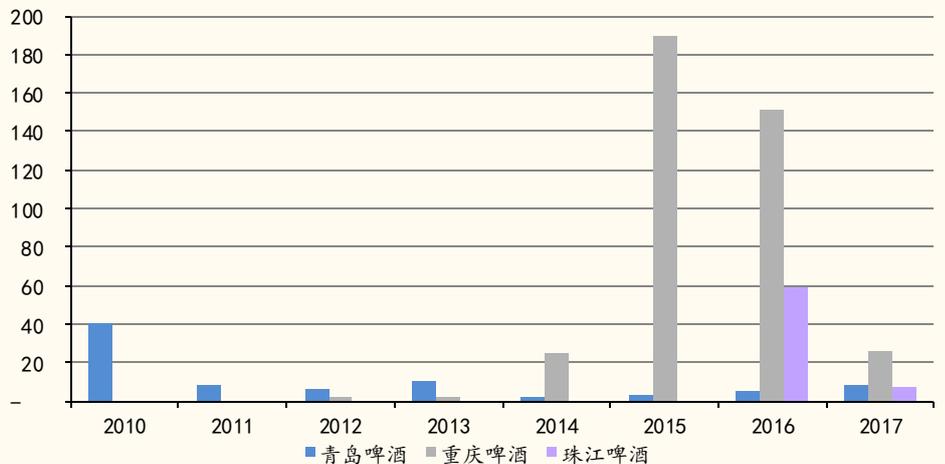
图表 34: 国内主品牌年折旧占收入比重(%)



来源: 公司公告, 国金证券研究所

从重庆 16 年密集关厂来看, 短期对利润表更多的是固定资产减值损失, 随着产能逐渐优化, 未来资产减值损失将会减小, 对利润影响有限。

图表 35: 国内主要品牌资产减值损失 (百万元)

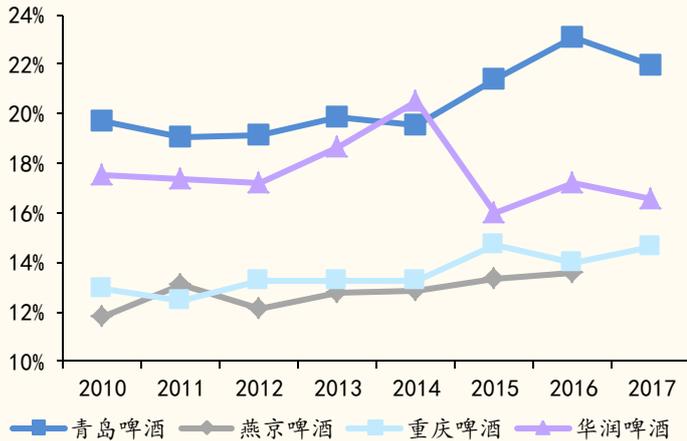


来源: 公司公告, 国金证券研究所

四、费用：竞争整体加剧的可能性极低，费用下滑趋势维持

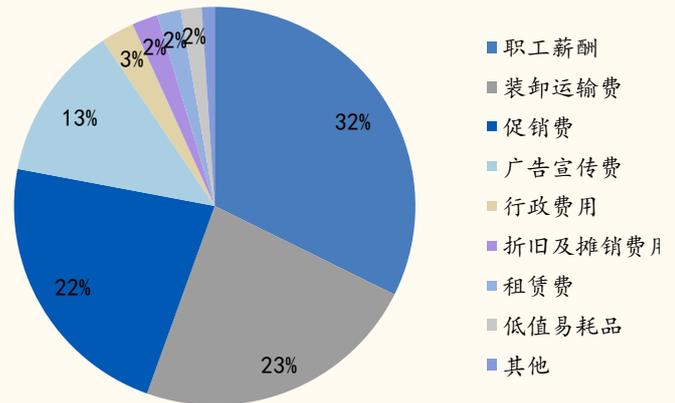
在整体行业竞争趋缓，龙头们企盼利润回升的时候，费用整体下滑趋势将大概率维持。销售费用细分品类中，广告促销费用分别占青啤和重啤销售费用总额的 35%和 41%，高于其他费用的占比，而仅占燕啤销售费用总额的 24%；在燕啤的销售费用占比中，职工薪酬占比 42%，占比最高，而职工薪酬约占青啤和重啤销售费用比重为 32%和 30%。市场竞争趋缓所带来的市场费用投放的下滑对于重啤、青啤影响更为明显。

图表 36：国内主要品牌销售费用率



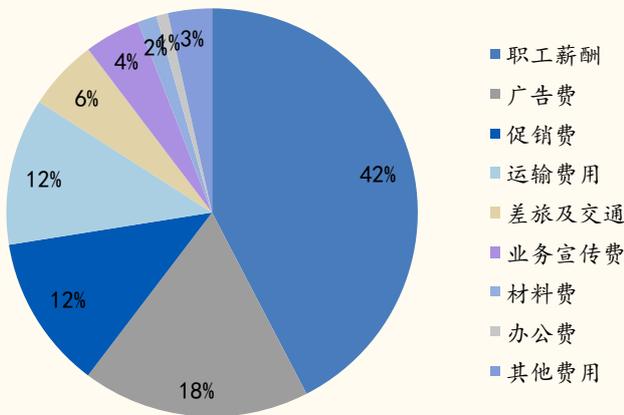
来源：Wind, 国金证券研究所

图表 37：青岛啤酒 2017 年销售费用细项占比



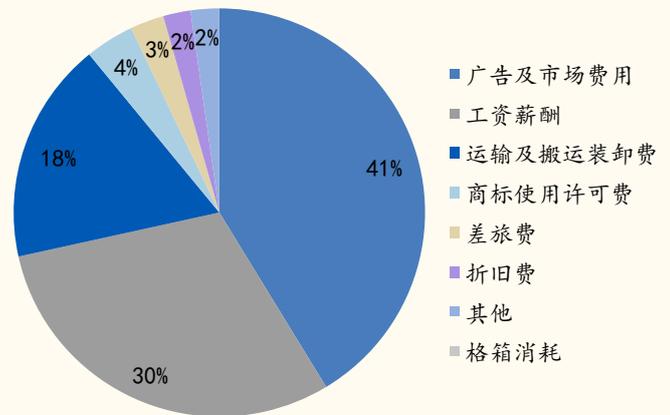
来源：公司公告, 国金证券研究所

图表 38：燕京啤酒 2016 年销售费用细项占比



来源：公司公告, 国金证券研究所

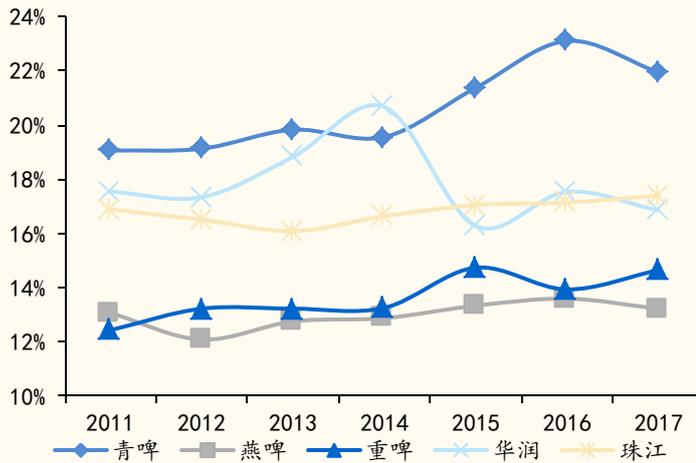
图表 39：重庆啤酒 2017 年销售费用细项占比



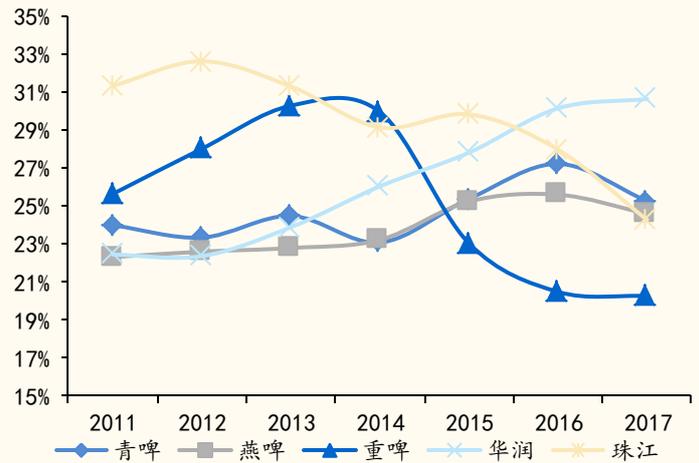
来源：公司公告, 国金证券研究所

预计体育营销投入今年不会过多影响费用端。2018 年是世界体育大年，俄罗斯世界杯、雅加达亚运会、女排世锦赛等重大赛事皆在年内举行，且举行时间均为夏季啤酒消费旺季。尽管 16 年同样有里约奥运会和欧洲杯两项重要赛事，但受制于时差因素，主要厂商均未投入过多。18 年赛事级别和时差情况显著好于 16 年（如俄罗斯世界杯主要开球时间覆盖 18:00-3:00，淘汰赛之后最晚 2:00，主要集中于在 22:00 和 23:00 两个时间），后续还要密切跟踪体育赛事营销费用支出情况，不过根据近期调研，预计百威和青啤（这两家体育营销费用较多）大概率不会大幅加大体育营销费用投入，尤其是青啤今年费用压缩战略非常清晰，因此我们判断今年的体育营销投放不会过多影响费用端，世界杯期间费用同比或略有上行，但全年看费用下行态势仍然清晰。

图表 40: 主要啤酒公司销售费用率



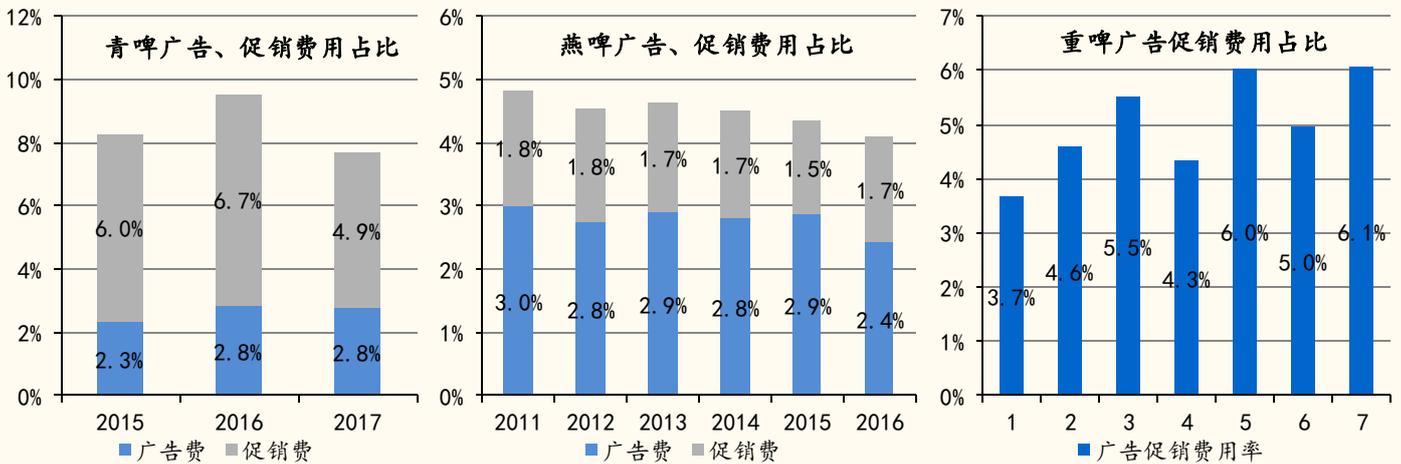
图表 41: 主要啤酒公司期间费用率



来源: 公司公告, 国金证券研究所

来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 42: 国内主要啤酒厂家广告、促销费用率



来源: 公司公告, 国金证券研究所

五、重点公司解析

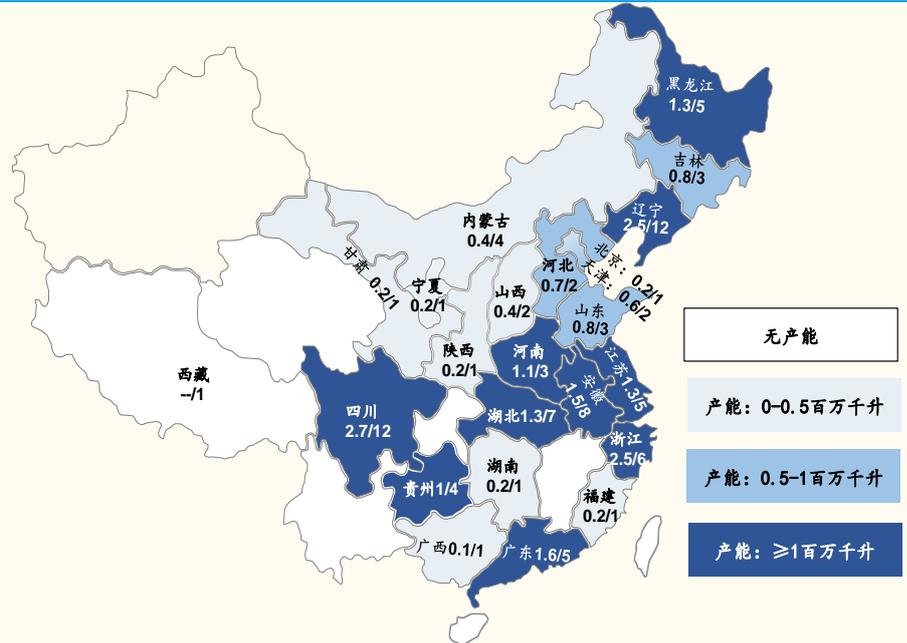
5.1 华润啤酒: 产品结构高端化持续进行

公司 2017 年收入 297 亿元, 同比+3.62%, 啤酒销量同比+0.9%, 而平均销售价格同比+2.7%。由于 2016 年 10 月公司完成收购雪花啤酒剩余 49% 股权, 2017 年归母净利润同比+86.8%。

- **产品结构高端化持续进行:** 高端化是公司的首要战略, 主要从自身品牌升级和寻求国际合作两方面进行。(1) 推出针对年轻人的新品勇闯天涯 Super, 主打 8-9 元细分市场; (2) 原有高档产品如雪花纯生、脸谱销售增速快, 雪花纯生增速在两位数, 而脸谱系列预计 18 年翻倍; (3) 与海外公司合作, 引入高端产品。
- **产能持续优化调整:** 2017 年开始公司开始关闭低效亏损工厂, 17 年关闭 5 家工厂, 预计 2018 年将会继续关闭一些生产效率低下的小厂。随着公司经营思路的调整, 销量增长重要性下降, 产能优化的阻力也将减小。截至 2017 年年底, 华润共有 91 间啤酒厂, 遍布于 25 个省市直辖市, 全国范围内的运营能力远高于其他企业。特别是在平均消费能力最强的华东、西南

地区产能布局最重。全国范围内的建厂设置，使得华润更贴近目标消费市场，能够迅速反应市场变化，对接终端能力更强。

图表 43：华润啤酒全国布局图（产能（百万千升）/啤酒厂数目）



来源：公司公告，国金证券研究所

- 低成本并购后，华润整合渠道的能力更强，外延空间足；08 年至今，按照单位并购成本来算，华润的收购成本大多控制在 200-400 美金/千升，而同期其他啤酒厂的收购成本大多在 500-1,500 美金/千升。并购后，华润整体整合渠道能力更强，它能够将雪花啤酒迅速铺向新并购的渠道和市场，目前雪花占华润总销售的 90%，单一品牌集中做市场能力强。而其他企业收购地方品牌后，大都采用多品牌分。

图表 44：08 年以来的国内啤酒行业的并购计划

收购方	时间	标的	收购成本 (每千升美金)	股权比例	产能 (万千升)
华润啤酒	2009 年 2 月	安徽天柱啤酒	218	80%	43
	2009 年 2 月	辽宁松林啤酒	218	85%	0
	2009 年 2 月	浙江洛克啤酒	218	100%	0
	2008 年 12 月	山东琥珀啤酒	171	90%	27
	2009 年 10 月	山东聊城啤酒	366	100%	9
	2009 年 10 月	华润雪花沈阳啤酒	293	100% (剩余 20%)	2
	2010 年 1 月	华润雪花滨州啤酒	463	100% (剩余 20%)	2
	2010 年 7 月	华润雪花浙江啤酒	105	27%	189
	2010 年 11 月	西湖啤酒	305	45%	22
	2011 年 1 月	奥克啤酒	137	100%	29
	2011 年 8 月	西湖啤酒	168	45%	22
	2011 年 7 月	商丘啤酒	308	100%	15
	2011 年 12 月	贵州茅台啤酒	593	70%	10
	2013 年 2 月	金威啤酒	584	100%	150
	2016 年 3 月	SABMiller 持有的 49% 股份	145	49%	990
嘉士伯	2008 年 2 月	兰州黄河啤酒	864	9%	3
	2010 年 5 月	重庆啤酒	2192	12%	16

	2013年3月	重庆啤酒	1631	增加了30.3%	120
	2013年11月	重庆啤酒集团资产管理	531	100%	48
青岛啤酒	2008年11月	烟台啤酒	258	39%	12
	2010年12月	山东新银麦啤酒	524	100%	550
燕京啤酒	2010年8月	河南月山	97	90%	36
百威英博	2011年3月	河南维雪啤酒	750	100%	50

来源：公司公告，国金证券研究所

5.2 燕京啤酒：三大主销区全部提价，18年有望开启利润弹性

- **提价产品预计覆盖燕京全年销量的 40-50%：**我们近期调研了解到，燕京啤酒在其三大主销区——北京、广西、内蒙全部开启了提价动作，非核心区域浙江也有提价动作。继年初北京市场清爽提价 30%、浙江仙都本生提价 5%之后，2 月份广西漓泉及内蒙雪鹿也执行了提价（预计 5%左右）。近期调研显示，河北市场也已提价（燕京在河北市场市占率约为 20-25%），这说明在非强势市场燕京也已开启提价。就目前可知的提价动作预计将覆盖超过 200 万吨量能，预计占燕京全年总销量的 40-50%，因此我们判断 18 年燕京有望开启利润弹性。同时，我们认为燕京业绩弹性的另一大推手——关厂动作，今年下半年之后将是可观察的重点事件窗口。
- **未来几年核心看点依然是关厂计划能否顺利实施：**目前，燕京啤酒总产能在 800 万千升上下，在北京、内蒙、广西、福建、湖北等市场占有率较高，但公司旗下大部分产能利用率低于 50%，因此关厂若实施将极大利好于业绩端。由于行业已于 15-16 年走出低谷，关厂高峰在 15-16 年已过，17 年以来行业实际关厂动作相对 15-16 年较少，均源自行业产量止跌及竞争格局趋缓。因此，关厂与否对于燕京而言仍是不定项，份额和利润短期仍是两难抉择。但我们认为，燕京未来缩减工厂数量、合并产能的概率较大，后续将持续关注。
- **管理层换届落地，总经理聘任事项大概率于今年完成：**2017 年 6 月，公司董事会换届顺利完成，赵晓东任新任董事长，1972 年出生，年仅 45 岁，事业成长空间大，有望为公司带来新鲜血液。赵总于 1998 年 11 月进入北京燕京啤酒集团公司以来，主要负责集团的设备管理工作以及燕京饮料有限公司的产品研发工作，历任北京燕京啤酒集团公司总经理助理，公司董事、副总经理，北京燕京饮料有限公司总经理，北京燕京啤酒投资有限公司（公司控股股东）董事。现任公司董事长、总经理，兼任北京燕京啤酒集团公司董事长、北京燕京啤酒投资有限公司（公司控股股东）副董事长。目前公司正在社会招聘总经理人选，预计此项动作大概率于今年内最终落地。
- **盈利预测：**预计 2018-2020 年公司实现营业收入 117.5 亿元/121.0 亿元/123.5 亿元，同比+5%/+3%/2%；归属上市公司利润为 3.65 亿元/4.55 亿元/5.60 亿元，同比+127%/25%/23%，折合 EPS0.13 元/0.16 元/0.20 元，目前股价对应 PE 为 71X/58X/46X，维持“买入”评级。

5.3 青岛啤酒：基本盘稳固，费用下行确定带来业绩弹性

- **费用下行战略明晰，利润弹性显著增大：**青岛啤酒销售费用率一直在行业中处于较高水平（见图 40）。据近期调研了解，公司年初以来积极实施费用精细化投放战略，压缩基本盘稳固的基地市场费用并部分转移至外围市场已取得更好的费用投放效果，总体看费用下行战略与行业趋势一致，这将显著提高公司业绩弹性。
- **费用下行战略下基本盘仍然稳固：**2017 年及 2018Q1，公司销量分别同比 +0.6%/1.3%，显著好于行业同期产量水平，尤其是在年初以来公司实施明确的压缩费用战略以来（2018Q1 销售费用率同比下降 0.2ppt），公司仍实现销量的正增长，我们认为一方面这是行业整体费用投放下行、竞争趋缓的表现，一方面也体现公司基本盘的稳固。

- **董事长选举及总裁变更事项完成：**公司近日公告，原董事长孙明波先生因年龄问题不再担任公司董事长一职，原总裁黄克兴先生接替孙明波先生成为青岛啤酒第八届董事会董事长，同时聘任原公司副总裁樊伟先生担任总裁一职。尽管新任董事长及总裁任期仍在已延期服役近一年的第八届董事会任期内，但我们预计第九届董事会换届“黄樊配”的顶层设计不会发生变化，这将有利于青岛啤酒中期经营策略的稳定执行。
- **盈利预测：**预计 2018-2020 年公司实现营业收入 276.65 亿元/287.20 亿元/296.70 亿元，同比+5.2%/+3.8%/3.3%；归属上市公司利润为 16.16 亿元/19.70 亿元/23.05 亿元，同比+28%/22%/19%，折合 EPS1.20 元/1.46 元/1.71 元，目前股价对应 PE 为 47X/39X/33X，给予“买入”评级。

5.4 重庆啤酒：产品升级持续，嘉士伯资产注入预期强

- **量价齐升，产品升级效用显著：**今年 Q1 公司啤酒销量同比+3.3%，吨价同比+6.8%，淡季依然保持着量价齐升的态势，公司指引 2018 年销量同比+4%至 92.34 万千升，淡季 Q1 销量目标完成率超 23%，全年销售目标有望超额完成。公司年初在核心市场对部分产品小幅提价，从报表端看，对销量影响不大。2017 年重啤大幅削减低端产品，低档产品占比大幅下滑，2017 年重庆销量同比+1.9%，而山城同比-22.7%，已基本完成重庆品牌对山城的替代。18 年将推出多款 10 元以上新品，未来总体产品价格带有望上移。此前嘉士伯承诺将在 2017-2020 年国内啤酒资产注入重啤以避免潜在同业竞争问题，重啤作为其唯一上市整合平台获注入预期强，嘉士伯除重啤外中国区产能超 180 万吨，约为当前重啤产能的 1.5X，未来背靠嘉士伯强大的产品储备，产品价格体系有望进一步提升。
- **盈利情况出现改善，区域扩张效果显著：**重啤积极调整经营策略，除了产品升级外，亦积极实施嘉士伯“大城市”战略，重点进军四川 4 个重点城市，集中资源打造区域化啤酒品牌力，有望带来销量有机增长，而重庆地区 10-12 元产品增速明显，四川地区扩张主要凭借 8 元以上高价产品，双管齐下，区域扩张效果显著。公司成功在 2016 年实现扭亏，2017 年归母净利同比+82%，主要是资产减值金额减小的影响，在 16 年密集关厂之后，未来大规模的资产减值影响将会逐步减弱，公司整体盈利能力有望持续向好。
- **盈利预测：**预计 2018-2020 年公司实现营业收入 34.5 亿元/37.2 亿元/40.0 亿元，同比+8.7%/+7.8%/7.2%；归属上市公司利润为 4.2 亿元/5.0 亿元/5.7 亿元，同比+27%/19%/14%，折合 EPS0.87 元/1.03 元/1.17 元，目前股价对应 PE 为 38X/32X/29X，维持“买入”评级。

风险提示

市场竞争加剧超预期：啤酒行业竞争整体性趋缓，但部分区域市场仍存在较强竞争，若局部竞争扩大化或影响费用端。

天气因素不利：若旺季气温不高，则对啤酒销售显著较为不利。

公司投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

行业投资评级的说明：

买入：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 15%以上；
增持：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5%—15%；
中性：预期未来 3—6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5%—5%；
减持：预期未来 3—6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5%以上。

特别声明:

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务专业投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中的专业投资者使用；非国金证券客户中的专业投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7GH