

2017年02月08日

重庆啤酒 (600132.SH)

## 精耕西部，啤酒“次逻辑”最佳标的

■公司是啤酒行业“次逻辑”最佳标的。我们定义的“次逻辑”是指不同于啤酒行业巨头之间继续整合，进一步提高集中度，从而推动行业寡头格局形成，行业盈利能力整体提升——这是啤酒行业最主要矛盾。行业“次逻辑”是从企业层面实施的产品升级、管理改善、企业内部整合提升效率等，我们认为重庆啤酒是“次逻辑”最佳标的。

■公司核心竞争力是对重庆市场高且稳定的市场占有率，极强的渠道掌控力为产品升级提供坚实的市场基础。公司主要销售区域在大重庆区域、部分四川和湖南市场，产能140万吨左右。公司在重庆区域市场占有率85%以上，是绝对的龙头。公司2015-2016年持续推进产品主要价格带由4元向6-8元的升级，实际盈利能力大幅提升。2017年公司将继续推进6-8元占比扩大，并更重视10元产品推广，引导持续升级。考虑到主城区向周边市场的传导作用，我们认为公司主导的产品结构和消费升级仍有较大潜力。

■关停亏损工厂虽影响报表利润，但实际业绩靓丽。公司2015-2016年受关停工厂、玻璃瓶减值、商标减值的影响，计提大额资产减值损失导致报表利润未能反映实际业绩。若剔除一次性费用影响，公司实际利润增长迅速，预计2016年主业实际增速接近40%。

■外资控股，公司内部具备盈利持续改善的动力，外部具备资产注入预期。2013年嘉士伯入主重啤后，原大股东重啤集团完全退出公司经营管理，公司面貌焕然一新。2017年已进入嘉士伯承诺解决同业竞争的窗口期，公司有望迎来嘉士伯在华其他啤酒资产注入。据嘉士伯2015年报披露，嘉士伯15年在华销量约250万千升（其中重啤约99万千升），市场占有率约5%。重啤作为“西部之王”嘉士伯在华最重要啤酒资产平台，业内预期其有望获得嘉士伯的资产注入，并借力其强力品牌和已占有的市场份额，继续巩固中国西部市场龙头地位。

■投资建议：首次覆盖给予买入-A投资评级，12个月目标价25.00元。我们预计公司2016年-2018年的收入增速分别为1.20%、2.61%、4.51%，净利润增速分别为-390.1%（扭亏为盈）、103.5%、22.9%，成长性突出；首次给予买入-A的投资评级，12个月目标价为25.00元，相当于2017年31.25倍的动态市盈率。

■风险提示：产品升级可能放缓，资产注入增厚不达预期

(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
主营收入	3,168.6	3,323.7	3,363.6	3,451.4	3,606.9
净利润	73.4	-65.7	190.5	387.6	476.3
每股收益(元)	0.15	-0.14	0.39	0.80	0.98
每股净资产(元)	2.64	2.36	2.71	3.51	4.93

盈利和估值	2014	2015	2016E	2017E	2018E
市盈率(倍)	133.2	-148.9	51.3	25.2	20.5
市净率(倍)	7.7	8.6	7.5	5.8	4.1
净利润率	2.3%	-2.0%	5.7%	11.2%	13.2%
净资产收益率	5.8%	-5.8%	14.5%	22.8%	20.0%
股息收益率	1.0%	1.0%	0.3%	0.0%	-2.1%
ROIC	-4.8%	-4.9%	14.1%	20.2%	43.0%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

## 公司深度分析

证券研究报告

啤酒

投资评级 买入-A

首次评级

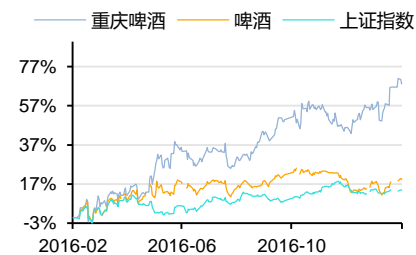
6个月目标价：25元

股价(2017-02-07) 19.89元

### 交易数据

总市值(百万元)	9,626.19
流通市值(百万元)	9,626.19
总股本(百万股)	483.97
流通股本(百万股)	483.97
12个月价格区间	11.72/20.21元

### 股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	8.49	6.54	53.44
绝对收益	8.45	7.17	67.54

苏铖

分析师

SAC 执业证书编号：S1450515040001  
sucheng@essence.com.cn  
021-35082778

吕睿竞

报告联系人

lvrij@essence.com.cn

### 相关报告

## 内容目录

投资摘要.....	4
<b>1. 中国啤酒行业：诸强角力，增长从量转到“价”.....</b>	<b>5</b>
1.1. 诸强角力，前五大啤酒竞争胶着.....	5
1.2. 啤酒行业的消费升级：消费升级明显，中高端啤酒发展更快.....	6
<b>2. 重庆啤酒：深耕重庆市场，打开新局面.....</b>	<b>7</b>
2.1. 公司概况：嘉士伯控股的重庆区域啤酒龙头.....	7
2.1.1. 股权结构.....	7
2.1.2. 销售区域：大重庆区域、部分四川市场、部分湖南市场.....	8
2.1.3. 产品及品牌：自有品牌、嘉士伯旗下品牌.....	8
2.1.4. 渠道：餐饮为主.....	9
2.1.5. 发展愿景：先节流后开源，成为“最成功、最专业、最具吸引力的公司”.....	9
2.2. 核心竞争力：区域市场市占率高，为产品升级提供坚实市场基础.....	10
<b>3. 内部经营：产品成功升级，实际业绩靓丽.....</b>	<b>11</b>
3.1. 契合行业趋势，产品成功升级，盈利加速增长.....	11
3.1.1. 升级进程由主城区向周边市场传导，尚有较大潜力.....	12
3.1.2. 2017 年公司将推出中高端新品，有望支撑盈利继续快速增长.....	13
3.2. 处理亏损资产，报表利润“掩盖”实际业绩.....	13
3.2.1. 处理亏损资产影响报表表现.....	13
3.2.2. 剔除一次性费用影响后，实际业绩靓丽.....	14
3.2.3. 2016-2017 年度资产减值损失预测.....	15
3.3. 17-18 年经营展望：升级持续进行，关厂告一段落.....	15
<b>4. 外部预期：窗口期临近，有望获嘉士伯在华资产注入.....</b>	<b>16</b>
<b>5. 盈利预测与建议.....</b>	<b>17</b>
附录 1：嘉士伯品牌（授权）使用许可协议.....	18
附录 2：分产品收入测算表.....	18

## 图表目录

图 1：中国啤酒近年产量规模变化.....	5
图 2：中国啤酒前 5 大企业份额变化趋势.....	5
图 3：东西部啤酒产量比较（2004-2015）.....	6
图 4：东西部人均年消费量比较（2015）.....	6
图 5：行业销量变动：CAGR(2001-2016)=4%.....	6
图 6：行业吨酒价格变动：CAGR(2001-2016)=5%.....	6
图 7：重庆啤酒股权结构.....	7
图 8：重庆啤酒主要工厂和销售区域：重庆区域、四川和湖南部分区域.....	8
图 9：重庆啤酒生产的主要品牌及产品.....	9
图 10：嘉士伯的两步走战略.....	10
图 11：重啤经营活动净现金流显著改善.....	10
图 12：主要产品销量变化：中高端占比明显提升.....	11
图 13：公司吨酒价格持续提升.....	11
图 14：产品升级由主城区向周边市场传导.....	12

图 15: 公司收入成本及毛利率变动 (2015-2016) .....	14
图 16: 2016 三季度, 公司毛利率变动转负为正.....	14
图 17: 报表利润: 亏损或较少盈利 .....	15
图 18: 实际利润: 剔除减值损失影响后, 业绩靓丽 .....	15
图 19: 嘉士伯在华资产架构 .....	17
表 1: 嘉士伯授权重啤商标使用许可费协议情况示例 (2016 年后) .....	9
表 2: 关停工厂 (或对亏损工厂) 计提的减值损失.....	13
表 3: 瓶型削减计划及对应减值损失.....	14
表 4: 嘉士伯在华资产布局 .....	16
表 5: 嘉士伯品牌 (授权) 使用许可协议.....	18
表 6: 分产品收入测算表.....	18

## 投资摘要

行业背景发生有利变化，有利于啤酒投资情绪恢复，我们认为当前适度布局啤酒行业的机会成本低于以往任何时候。①百威收购米勒招致反垄断调查，华润啤酒股权回归华润集团，港股华润创业更名“华润啤酒”，剥离非啤酒业务，加码主业，存强烈收购预期；②国外媒体（彭博）报道朝日集团有可能转让其持有的青岛啤酒 19.99% 股权，如果被国内其他巨头购入，则有可能引起国内啤酒格局巨变；③啤酒行业产量数据好转，连续 5 个月正增长，12 月增幅达到 15%。④部分啤酒公司具备业绩和题材（例如国企改革、资产注入）。例如珠江啤酒和重庆啤酒业绩快速增长，重庆啤酒有嘉士伯主导整合的预期，燕京啤酒有国企改革预期。

重啤是啤酒行业“次逻辑”最佳标的。我们定义的“次逻辑”是指不同于啤酒行业巨头之间继续整合，进一步提高集中度，从而推动行业寡头格局形成、行业盈利能力整体提升——这是我们认为的研究啤酒行业需要抓住的“主要矛盾”。

行业“次逻辑”是从企业层面实施的产品升级、管理改善、企业内部整合提升效率等，我们认为重庆啤酒是“次逻辑”最佳标的。

重庆啤酒拥有绝对话语权的区域市场，产品升级十分顺利。公司核心竞争力是对重庆市场高且稳定的市场占有率，极强的渠道掌控力为产品升级提供坚实的市场基础。公司主要销售区域在大重庆区域、部分四川和湖南市场，产能 140 万吨左右。公司在重庆区域市场占有率 85% 以上，是绝对的龙头。

公司 2015-2016 年持续推进产品主要价格带由 4 元向 6-8 元的升级，实际盈利能力大幅提升。2014 年公司产品结构中，4 元产品占比 70% 以上；至 2016 年三季度末<sup>1</sup>4 元产品占比一下将至 20% 以下，6 元产品占比 50% 左右，8 元产品占比 15% 左右。

2017 年后公司将继续推进 6-8 元占比扩大，并更重视 10 元产品推广，引导持续升级。考虑到主城区向周边市场的传导作用，我们认为公司主导的产品结构和消费升级仍有较大潜力。我们预计 2017-2018 年，4 元产品占比将继续下行，6 元产品占比有望持续提升 3-5pct，8 元产品有望提升 2-4pct，10 元有望在目前低占比基础上提升 3-5pct。

产品结构的提升带来吨酒价格上升和综合毛利率上升。根据我们的预测模型，2017-2018 年公司吨酒价格有望每年提升 3%；毛利率有望提升 2-2.5%。

关停亏损工厂虽影响报表利润，但还原报表，实际业绩靓丽。公司 2015-2016 年受关停工厂、玻璃瓶减值、商标减值的影响，计提大额资产减值损失导致报表利润未能反映实际业绩。若剔除一次性费用影响，公司实际利润增长迅速，预计 2016 年主业实际增速接近 40%。

外资控股，公司内部具备盈利持续改善的动力，外部具备资产注入预期。2013 年嘉士伯入主重啤后，原大股东重啤集团完全退出公司经营管理，公司面貌焕然一新。2017 年已进入嘉士伯承诺解决同业竞争的窗口期，业内预期公司有望迎来嘉士伯在华其他啤酒资产注入。据嘉士伯 2015 年报披露，嘉士伯 15 年在华销量约 250 万千升（其中重啤约 99 万千升），市场占有率约 5%。重啤作为“西部之王”嘉士伯在华最重要啤酒资产平台，有望借力其强力品牌和已占有的市场份额，继续巩固中国西部市场龙头地位。

<sup>1</sup> 2016 年全年数据暂未公布，预计较三季度末大体一致、略有提升；

## 1. 中国啤酒行业：诸强角力，增长从量转到“价”

### 1.1. 诸强角力，前五大啤酒竞争胶着

啤酒行业消费整体快速增长长期结束，行业集中度已大幅提升。

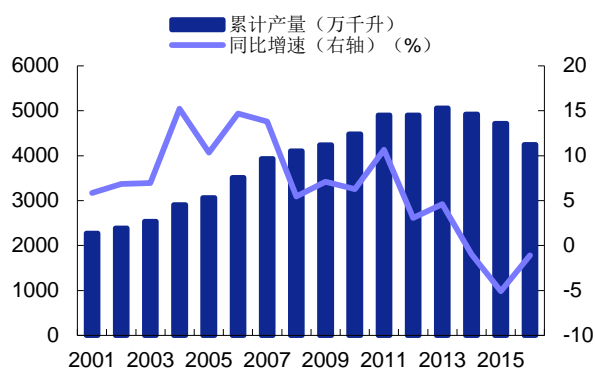
中国啤酒行业在本世纪前十年经历了高速增长期，全国年产量由 2001 年 2274 万千升上升至 2013 年 5062 万千升，年复合增长率约 7%。其中在最高 2004-2006 年高速增长期，年增速达到 10-15%。

2014 年后主要市场接近饱和，替代品竞争加剧，啤酒行业产销量首次出现下降，至 2015 年末，全国啤酒年产量 4715 万千升；2016 年全年产量预计与 2015 年持平。

#### 行业较为集中，已形成几大巨头

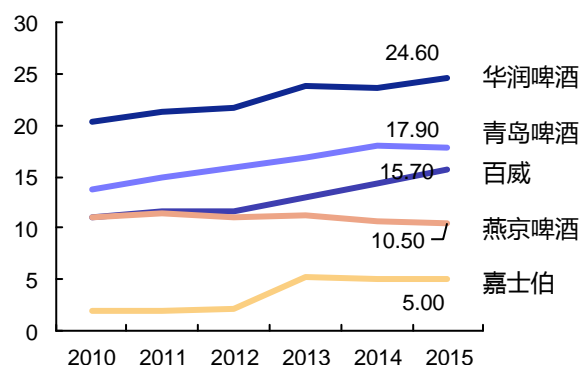
中国啤酒行业经过十余年的增长期后，已由过去诸多小啤酒厂林立的形势转变为形成华润、百威、青啤、燕京等几大啤酒巨头的竞争格局，根据欧睿按销量统计的市场份额数据，截至 2015 年末，中国啤酒行业 CR5>70%，前五位分别为华润、青岛啤酒、百威、燕京啤酒和嘉士伯。

图 1：中国啤酒近年产量规模变化



资料来源：wind、安信证券研究中心

图 2：中国啤酒前 5 大企业份额变化趋势



资料来源：欧睿、公开资料、安信证券研究中心

行业格局稳定仍然言之过早，巨头竞争激烈，区域间不平衡

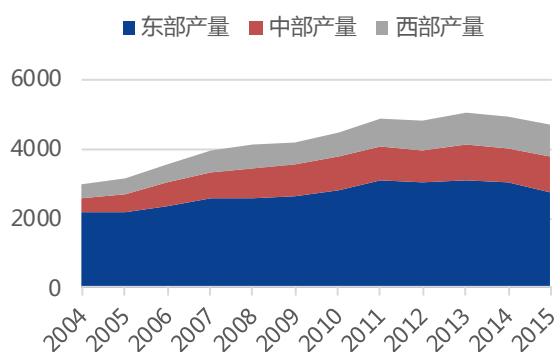
#### (1) 激烈竞争影响企业盈利

一方面，几大巨头之间在产品、渠道各方面的激烈竞争仍未停止，在大部分区域市场，巨头之间竞争态势胶着。无论说哪家企业会笑到最后都言之过早，角力过程中可能发生的并购、合作等事件都可能影响行业格局走向。这种角力态势对于处于竞争中的参与企业来说，意味着资源消耗和对提价的谨慎态度，啤酒企业向内努力削减部分费用，提升利润率，向外仍需面对竞争对手的较强威胁，总体来说各个啤酒巨头都进入相对较为艰难的经营局面。

#### (2) 全国啤酒消费仍极不均衡，西部地区尚有较大机会

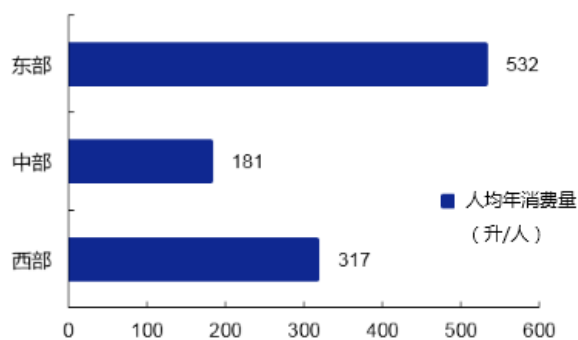
另一方面，和其他消费产品类似，啤酒消费在中国区域市场间极不平衡。无论是啤酒总产量，还是人均年消费量，东部地区都显著高于中、西部地区。以 2015 年数据为例，东部地区啤酒总产量为 2745 万千升，人均年消费量 532 升；中部地区总产量 1020 万千升，人均年消费量 181 升；西部地区总产量 950 万千升，人均年消费量 317 升。

图 3：东西部啤酒产量比较（2004-2015）



资料来源：wind、安信证券研究中心

图 4：东西部人均年消费量比较（2015）



资料来源：wind、安信证券研究中心

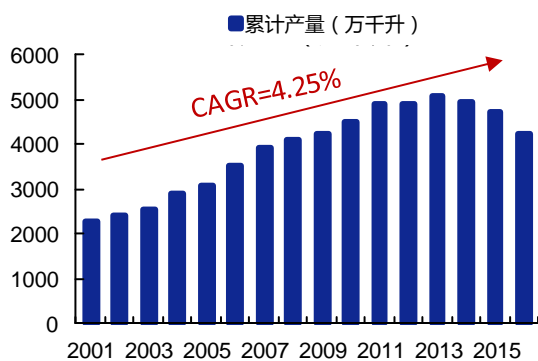
## 1.2. 啤酒行业的消费升级：消费升级明显，中高端啤酒发展更快

中国啤酒行业经历了量主导的高速增长长期后，正逐渐进入价主导的消费升级阶段，吨酒价格持续提升，中高端价位的产品发展明显快于低端产品。

2013 年后虽然啤酒行业整体消费量在下降，但吨酒价格持续上升，由 2013 年 3584 元上升至 2015 年 3956 元，两年同比增速分别为 7%和 4%；

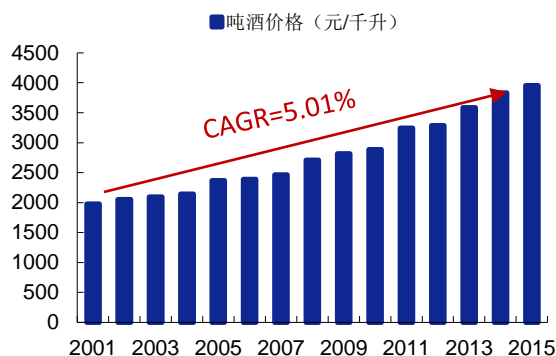
从 2001-2016 年整体形势看，行业销量整体 CAGR 约为 4%，行业吨酒价格变动经过 2011 年后的快速发展后整体 CAGR 已达到 5%以上，全面超越了销量增长率。

图 5：行业销量变动：CAGR(2001-2016)=4%



资料来源：wind、安信证券研究中心

图 6：行业吨酒价格变动：CAGR(2001-2016)=5%



资料来源：wind、安信证券研究中心

分产品层级来看，中高端啤酒发展态势持续向好。旺盛需求推动中高端啤酒发展迅速。

伴随中国消费升级整体进程，消费者对中高端啤酒的需求旺盛，一方面体现在追求更佳口味、更多品种体验，从进口啤酒的迅猛发展可见一斑，另一方面也体现在啤酒价格接受度逐步提高。

## 2. 重庆啤酒：深耕重庆市场，打开新局面

2015 年重庆啤酒实现啤酒销量 99 万千升，同比下滑 5.5%，占全国啤酒行业份额约 2.3%，与母公司嘉士伯合计市场份额约 5%。

重庆啤酒虽然不是全国几大巨头之一，但其在重庆地区的特殊地位使其具备了极强的盈利能力和发展潜力。经过历史发展，重庆啤酒在当地形成了极强的品牌认知度和渠道掌控力。单看重庆区域市场，重庆啤酒是绝对的王者。

### 2.1. 公司概况：嘉士伯控股的重庆区域啤酒龙头

重庆啤酒股份有限公司前身为重庆啤酒厂，成立于 1958 年，主要从事啤酒生产与销售。2013 年嘉士伯要约收购重庆啤酒股份，控股 60%，原大股东重啤集团完全退出重庆啤酒股份有限公司的经营管理。自此，重庆啤酒已完全蜕变为嘉士伯经营管理的啤酒外企。

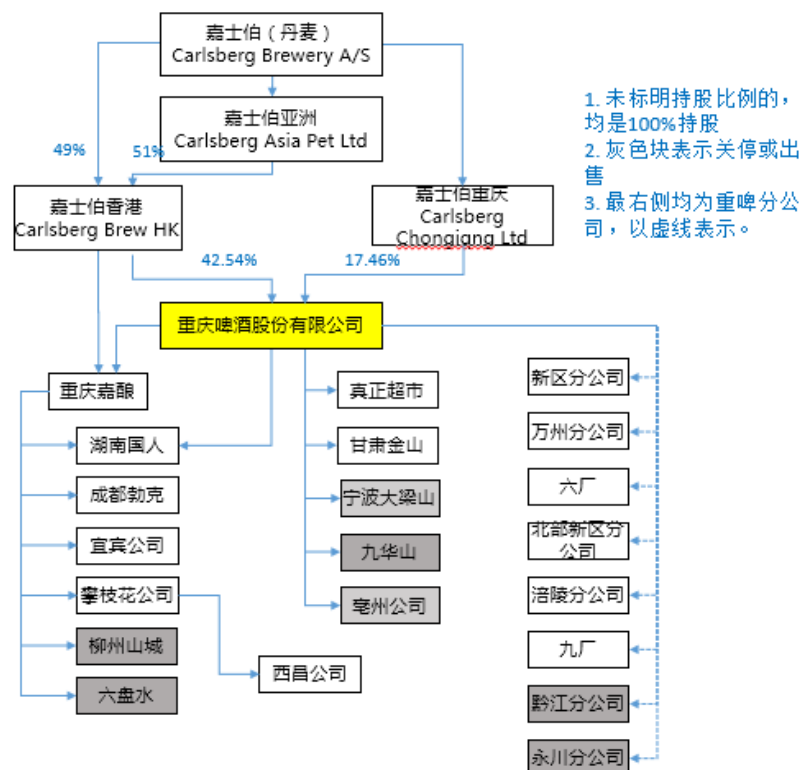
重啤是嘉士伯在华布局最重要的节点，嘉士伯从高管及中层管理人员、经营体制、生产流程、产品布局等各层面，全方位对重啤实行了“嘉士伯式”的改造。经过几年时间，重庆啤酒这个重庆区域啤酒龙头的经营改善已初见成效。

#### 2.1.1. 股权结构

嘉士伯啤酒厂(丹麦)(Carlsberg Brewery A/S)通过其在中国控股平台嘉士伯香港(Carlsberg Brewery HK)和嘉士伯重庆(Carlsberg Chongqing Ltd)实现对重庆啤酒股份有限公司的控股。

重庆啤酒股份有限公司下属分子公司，主要分布在重庆、四川、湖南等区域。2014-2016 年公司对其部分亏损的分子公司、工厂进行关停或出售处理。

图 7：重庆啤酒股权结构



资料来源：公司公告、安信证券研究中心

### 2.1.2. 销售区域：大重庆区域、部分四川市场、部分湖南市场

重庆啤酒主要销售区域为大重庆区域、以及四川省和湖南省部分市场。

其中大重庆区域为其核心市场，收入、利润占比均在总体 70%以上。大重庆区域主要包括重庆主城区、重庆周边市场和部分四川零星县市。

截至 2016 年末，重庆啤酒拥有 15 家啤酒工厂，其中包括一家联营工厂（嘉威）。其中重庆地区有 8 家啤酒厂、四川地区 4 个啤酒厂、湖南地区 3 个啤酒厂。经过 2014-2015 年产能调整（关停亏损工厂等）后，目前公司产能约 140 余万吨，产能利用率约 70%。

**图 8：重庆啤酒主要工厂和销售区域：重庆区域、四川和湖南部分区域**



**销售区域：3个省份**  
**啤酒工厂：15家，产能140万吨，产能利用率70%**  
**重庆8家、四川4家、湖南3家**  
**重庆市场份额：85%以上**

资料来源：公司公告、安信证券研究中心

### 2.1.3. 产品及品牌：自有品牌、嘉士伯旗下品牌

重庆啤酒生产销售的产品主要包括自有品牌和嘉士伯旗下品牌。

其中，自有品牌主要指山城品牌、重庆啤酒品牌，对应产品为老山城啤酒、重庆国宾、重庆纯生、国宾 33、国宾 66 等。

嘉士伯旗下品牌主要是乐堡、嘉士伯等，对应产品为乐堡、嘉士伯冰纯、凯旋 1664、怡乐仙地等。这些产品由嘉士伯授权重庆啤酒在特定区域生产销售，根据协议约定的比例，由重啤以销售额为基础按比例向嘉士伯支付许可费。



图 9：重庆啤酒生产的主要品牌及产品

品类	价格带	品牌	产品	图例
超高端	12元及以上	嘉士伯（授权）	嘉士伯冰纯、凯旋1664等	
	10元左右	重庆（自有品牌）	重庆纯生	
中高端	8元左右	嘉士伯（授权）	乐堡	
	6元左右	重庆（自有品牌）	重庆国宾	
中低端	4元及以下	山城（自有品牌）	老山城	
		重庆（自有品牌）	国宾33、国宾66等	

资料来源：公开资料、安信证券研究中心

表 1：嘉士伯授权重啤商标使用许可费协议情况示例（2016 年后）<sup>2</sup>

协议主体	经营范围	时期	产品	年度总销量	许可费
公司 VS 嘉士伯（丹麦）	-	2016.1.1 起	嘉士伯	-	净销售收入*5%
			乐堡	-	净销售收入*4%
			凯旋 1664	-	净销售收入*6%
			怡乐仙地	-	净销售收入*5%

资料来源：公司公告、安信证券研究中心

#### 2.1.4. 渠道：餐饮为主

重庆啤酒市场主要消费场所仍是较传统的餐饮市场。从重庆啤酒经营情况来看，餐饮消费占总体消费 90%以上。

渠道调研显示，除了夜店等少数场所外，大部分餐馆、酒楼酒水单基本由重庆啤酒生产的产品、品牌所占据，显示了重啤对当地市场极有力的渠道掌控力。

渠道掌控力具有极强的延续性，基于已形成的良好渠道关系，重啤能够以较低交易成本、较快推广效率来推广新产品、执行公司的产品升级策略。这也是其他啤酒企业无法复制的优势。

#### 2.1.5. 发展愿景：先节流后开源，成为“最成功、最专业、最具吸引力的公司”

2013 年嘉士伯入主重庆啤酒后，重庆啤酒即明确了两步走的发展战略，该战略符合大股东嘉士伯的愿景，即在原重啤大面积亏损经营不佳的基础上，先节流后开源逐步提升公司盈利水平、增加价值投资、增强股东回报。

第一阶段是 2014-2018 年“‘资’援新征程”（即“Funding the journey”）项目，即在这段时间内逐步改善公司低利润池、低增长势头、相对高成本的局面，改善公司财务制约，努力筹

<sup>2</sup> 其他商标使用许可费详细内容详见附录；

集资金，使公司运营逐步获得相对灵活的空间。在第一阶段中，嘉士伯中国的整体目标是节省出 15-20 亿丹麦克朗（约合等量人民币，报告日 1 丹麦克朗≈0.995 人民币）。

第二阶段是 2018-2022 年“扬帆 22”（即“Sail 22”）项目，即在完成第一阶段目标后，公司进而利用更高的利润，进一步推动价值增长和可能的股东回报。

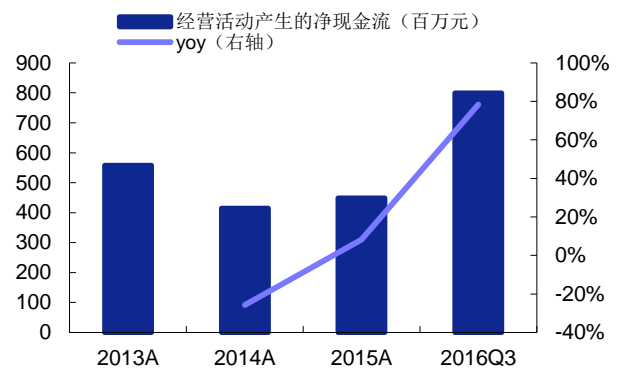
在此战略规划下，我们预计公司经营重点仍将是继续深耕重庆市场，持续挖掘产品升级带来的潜在盈利提升。

图 10：嘉士伯的两步走战略



资料来源：公司公告、安信证券研究中心

图 11：重啤经营活动净现金流显著改善



资料来源：公司公告、安信证券研究中心

## 2.2. 核心竞争力：区域市场市占率高，为产品升级提供坚实市场基础

重庆啤酒近年来主要经营重点为重庆市场产品升级，并已取得非常良好的成效。主要原因在于公司在其核心市场（大重庆区域）享有稳定的高市场占有率。

一是公司在核心区域市场占有率 85% 以上；

大重庆区域又分为重庆主城区和周边市场，其中重庆主城区相对更核心。根据草根和渠道调研资料，我们估测主城区收入、利润占大重庆区域 50% 左右。在主城区，公司市场占有率可达 90% 以上。

二是渠道调研显示，重庆居民对重庆啤酒及其旗下产品具有极强的本土情结，忠诚度极高，无论消费者还是渠道，对公司的新老产品接受度都很高，使得公司推广新产品具有很好的市场基础。

三是核心区域的收入、利润占公司整体 70% 以上，因此产品升级成功将为公司整体带来较大的业绩弹性。

单看重庆市场，重庆啤酒是绝对的王者，百威、华润、青岛啤酒等国内巨头短期内无法在重庆市场威胁重啤的绝对领导地位。从各个产品层级看，重庆啤酒均做到品类覆盖，并具有很高的市占率和渠道掌控力；即使在夜店等超高端渠道中，在百威历来的优势战场，重庆啤酒仍有对应等级的产品与之抗衡，凯旋 1664、嘉士伯冰纯等产品的销售亦很火爆。

总之，重啤在核心市场的高市占率，使得其产品升级战略具有较高的成功可能性：

1) 产品升级本身符合国内啤酒行业升级的趋势；

- 2) 从中国啤酒行业情况看，中高端啤酒正是外资啤酒的强项，百威、喜力、嘉士伯成绩不俗。我们认为嘉士伯完全具备产品升级的能力；
- 3) 重庆市场较为特殊，重啤在此绝对的龙头地位保证产品升级能够较顺利地实施落地。

### 3. 内部经营：产品成功升级，实际业绩靓丽

重庆啤酒 2014-2016 年产品升级取得了非常良好的效果，重庆市场啤酒产品已从 4 元以下产品为主，全面提升至 6-12 元多层次的产品结构。我们认为产品结构的提升意味着实际经营的大幅改善，包括利润和利润率提升、毛利率提升等等。

但由于同期公司采取了一系列关停亏损工厂、处理亏损资产的动作，产生了大额资产减值损失等一次性费用，使得报表呈现的净利润、毛利率等指标不能同步反映公司实际业绩的改善。我们认为不含资产减值损失的净利润数据能更准确反映公司实际业绩的靓丽表现。

#### 3.1. 契合行业趋势，产品成功升级，盈利加速增长

公司主导的啤酒消费升级主要是产品推动型，通过推出新产品、替代原有低价低毛利产品的方式推进。

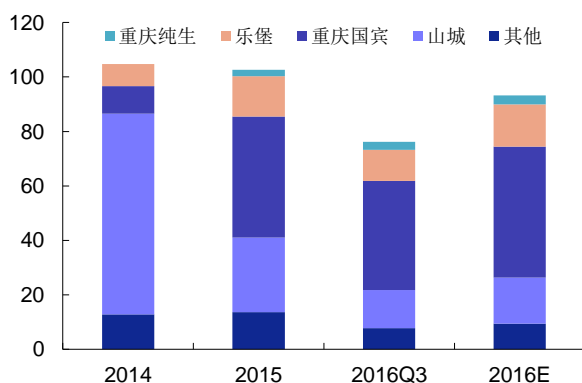
按品牌分，主要由重庆国宾替代老山城；嘉士伯旗下品牌突破中高端产品线。

重庆啤酒自有品牌下的重庆国宾，终端销售价格在 6 元左右，主要用于替代原 4 元左右的老山城啤酒；属嘉士伯品牌的乐堡、嘉士伯、凯旋 1664 等产品，终端销售价分别为 8 元、10-12 元左右，从 2014 年后陆续开始销售，其中 8 元乐堡是 2015 年表现较突出的中高端大单品；另外，重庆、山城品牌下亦有中高端产品布局，例如重庆纯生终端价格 10 元左右、山城 1958 终端价格 12 元以上。

2014 年以前，重庆啤酒主要产品为老山城啤酒，价格多在 4 元以下，销量占比达总体 70% 以上。以 2016 年前三季度数据估算，目前产品结构整体已有较大提升：重庆国宾对老山城替代十分成功，老山城销量占比降至 20% 以下、重庆国宾销量占比达到 50% 左右；中高端产品发展迅猛，乐堡销量占比达到 15% 以上、重庆纯生销量占比达到 4% 左右；超高端产品也有显著增长，但由于消费需求结构的客观限制，销量占比不足 1%。

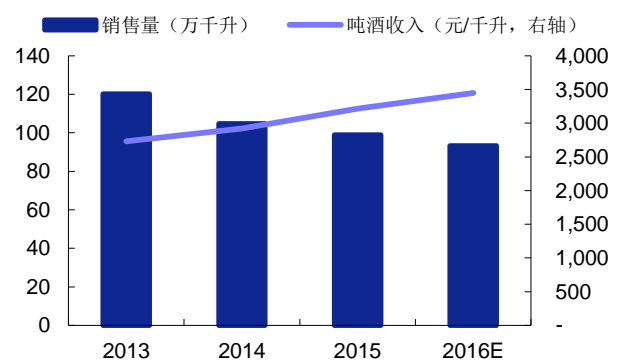
按吨酒收入算，2014-2016 年重庆啤酒吨酒价格有明显提升。

图 12：主要产品销量变化：中高端占比明显提升



资料来源：公司公告、安信证券研究中心

图 13：公司吨酒价格持续提升



资料来源：wind、安信证券研究中心

### 3.1.1. 升级进程由主城区向周边市场传导，尚有较大潜力

就目前情况看，公司主导的啤酒消费升级主要由产品推动。2014 年公司推出年度新品乐堡啤酒，由于较淡口感、创新的拉环设计和外形包装，产品具有很强市场冲击力，2015 年在上一年的低基数下增长迅速，销量由 2014 年的 8.13 万吨迅速增长至 11.44 万吨，增速 82%。2016 年受天气、营销方式等因素影响，乐堡增速有所放缓。

但我们并不认为升级进程就此终结。证据有二：

一是周边地区产品升级刚刚开始。渠道调研显示，在大重庆区域，主城区乐堡销量增速在经历 2015 年 80% 以上的高速增长后确实放缓，但周边地区 2016 年乐堡销量达到 40% 以上，且目前周边地区的乐堡销量基数尚不大，仍有较大潜力挖掘。辅以恰当的营销支持，乐堡及类似价位产品有望延续 2015 年的高速增长。

二是主城区高价新产品继续加速放量。从公司披露的数据可以看出，终端价格 10 元左右的重庆纯生在 2016 年表现亮眼，增速达到 20% 以上。我们以 2016 年前三季度数据估算，其全年销量在 3.3 万吨左右，基数较小，尚有较大增长空间。根据渠道调研资料，我们估计 2016 年重庆纯生的放量主要由主城区放量推动，其在地区增速应在 30-40% 以上。可见主城区的产品升级也并没有止步在 8 元乐堡产品上，消费市场对 10-12 元产品仍有较高接受度和旺盛需求。

综上，我们认为后续产品升级仍会继续由主城区向周边市场传导，主城区关注更高价产品的推广情况，周边市场关注 8-10 元产品放量。

图 14：产品升级由主城区向周边市场传导

产品	价格带	市场区域	2014	2015	2016	2017E	主要看点
乐堡	8元	主城区	新推出	主要爆发地带 增速>80%	增速放缓		
		周边市场		量较小	销量增速预计 高于40%，量级 仍然不大尚有	预计持续放量	有望在周边市场放量，进 一步提升中高端产品占比
		整体		销量爆发，增 速80%	销量占比达到 15%，整体增速 放缓		
重庆纯生	10元	主城区			销量增速预计 超过35%		
		周边市场			暂无大变动		在主城区持续放量，有望 复制乐堡2015年的良好情 形；并在稍后时间内向周 边市场传导
		整体		高价产品，表 现平淡	整体增速 23%，预期外表 现亮眼		
嘉士伯、乐堡新品等	10-12元	主城区				公司确定将推出10 元乐堡新品、同时 加大10-12元产品	
		周边市场					纯生在16年的高增速可能 佐证了市场对10-12价格 带具有超预期的接受度。 期待公司侧重引导后，高 端产品的销售表现
		整体					带动整体消费升级

资料来源：安信证券研究中心

### 3.1.2. 2017 年公司将推出中高端新品，有望支撑盈利继续快速增长

公司 2017 年预计将推出乐堡新品，终端价格定位预计在 10 元左右；同时，基于 2016 年重庆纯生等产品的亮眼表现，2017 年将更加重视 10-12 元产品的推广和销售。

可以清晰地看出公司对啤酒消费升级的持续引导轨迹：2015-2016 年主推 6-8 元产品，2017 年及以后更加侧重 10-12 元产品。至少从公司层面看，产品升级进程仍未结束。结合当地市场情况，我们认为重庆市场具备继续升级的潜力，公司亦有相应的意愿和能力，因此 2017 年公司有望持续维持盈利高速增长态势。

保守估计，预计 2017 年公司乐堡产品销量占比将由 2016 年 16% 左右（预测数）<sup>3</sup> 继续提升至 18% 左右；毛利率有望由 2016 年 41% 左右（预测数）继续提升 2pct 至 43% 左右；吨酒收入有望由 2016 年 3540 元左右（预测数）提升 3pct 至 3655 元左右。

## 3.2. 处理亏损资产，报表利润“掩盖”实际业绩

公司贯彻 2014-2018“‘资’援新征程”项目，在 2014-2016 年集中处理亏损资产，包括关停部分亏损工厂、对部分玻瓶、商标计提减值准备等。

### 3.2.1. 处理亏损资产影响报表表现

处理亏损资产，一方面形成大额减值损失等一次性费用，影响报表净利润数据；另一方面，关停工厂造成的员工遣散费用数额巨大，均计入生产成本中，导致 2014-2016 年度毛利率一度受到抑制。

#### (1) 大额减值损失“拖累”报表利润

公司 2015 年计提资产减值损失 3.45 亿元，相当于当年归母净利润（-0.65 亿）的数倍；2016 年计提资产减值损失约 2 亿元，相当于当年归母净利润（约 1.9 亿元）同等体量。大额资产减值损失使得公司报表利润与实际业绩偏离较大，“掩盖”了公司产品升级带来的经营靓丽表现。

公司资产减值损失主要分为三部分：对关停工厂的固定资产计提资产减值准备并转入损益；对废弃瓶型的玻瓶计提资产减值准备并转入损益；由于山城产品被替代，对“山城”商标计提资产减值准备并转入损益。

表 2：关停工厂（或对亏损工厂）计提的减值损失

已关闭/出售工厂	所在省市	关厂前一年销量 (万千升)	关厂前一年盈亏 (百万元)	计提减值	公告时间
重庆嘉酿啤酒有限公司綦江分公司	重庆	1.50	-0.98		2014
柳州山城啤酒有限责任公司	广西	2.20	-53.2	-40.6	2015
重庆啤酒股份有限公司九华山分公司	安徽	2.00	-65.47	-40.72	2015
重庆啤酒股份有限公司永川分公司	重庆	1.56	-32.52	-29.84	2015
重庆啤酒股份有限公司黔江分公司	重庆	1.26	-48.64	-43.51	2016
重庆啤酒集团六盘山啤酒有限责任公司	贵州	3.72	-40.17	-28.27	2016
重庆啤酒安徽亳州有限责任公司	安徽	2.73	-16.99	-3.69	2016
重庆啤酒集团宁波大梁山有限公司	浙江	7.02	-5.8	-2.24	2016

资料来源：公司公告、安信证券研究中心

<sup>3</sup> 根据 2016 年前三季度数据及最新调研资料的估测数。2016 年度官方数据尚未公布；

表 3: 瓶型削减计划及对应减值损失

时间	计划淘汰瓶型数量	对应玻璃瓶减值	剩余瓶型
2014	36	NA	
2015	6	NA	
2016	7	3000-4000 万元	
2017	7	预计基本和 2016 年持平	
2018	8		
2019	5		
2020	13		4

资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心

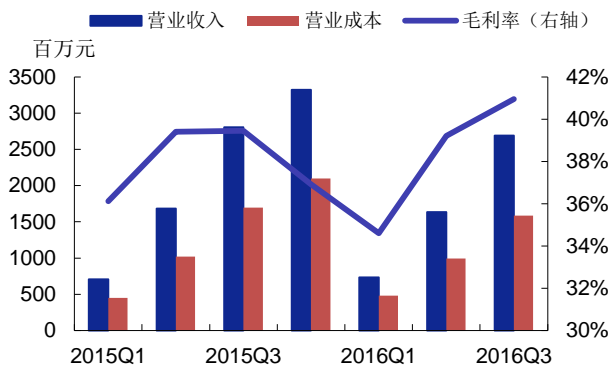
资产减值项影响当期报表利润, 但属于一次性费用, 不影响公司未来现金流。

### (2) 遣散费用计入成本, 使毛利率数据一度较低

另外, 关停工厂需要支付员工遣散费用, 该费用计入生产成本, 造成在会计处理期公司营业成本持续较高, 因此即使 2015-2016 年公司产品结构明显升级, 但同期毛利率并未体现同步变化。

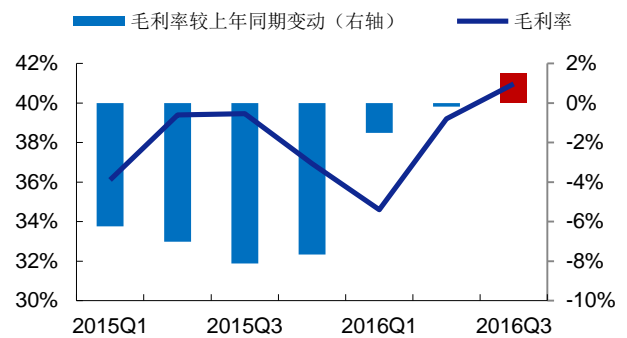
但可喜的是, 2016 上半年基本结束了遣散费用的会计处理, 从三季度报表可见, 毛利率变动重新转正, 同比提升 1.5pct。

图 15: 公司收入成本及毛利率变动 (2015-2016)



资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心

图 16: 2016 三季度, 公司毛利率变动转负为正



资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心

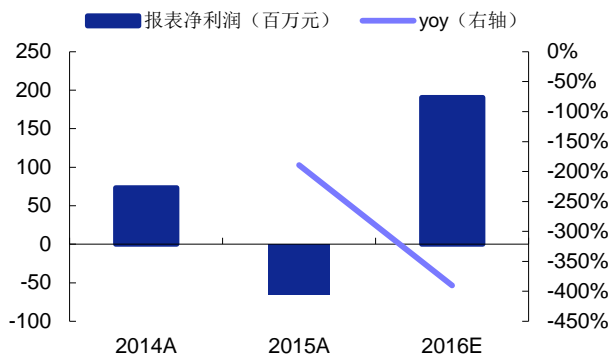
### 3.2.2. 剔除一次性费用影响后, 实际业绩靓丽

为剔除以上一次性费用的影响, 直观反映公司主业经营的实际业绩, 我们使用不含资产减值损失的净利润来考量公司经营。

从报表端看, 公司 2014 年盈利 0.22 亿元 (不含少数股东损益), 2015 年亏损 0.66 亿, 根据公司最新公布的业绩预盈公告, 2016 年度净利润约 1.9 亿;

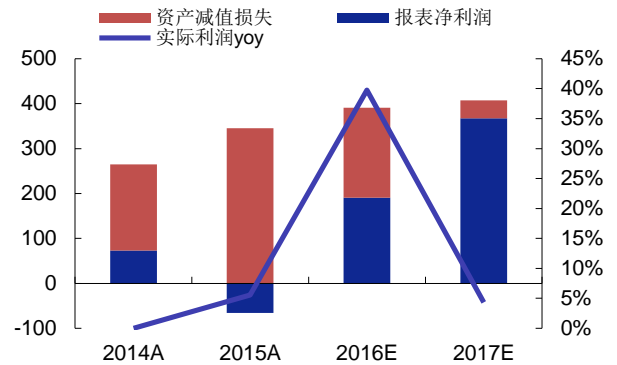
而如果剔除资产减值损失, 公司 2014 年实际盈利 2.65 亿元, 2015 年实际盈利 2.79 亿、2016 年实际盈利约 3.9 亿。可见公司 2015 年“实际利润”增速已为 5%, 2016 年增速快速涨至 39.8%, 产品升级带来的盈利提升已见成效。

图 17: 报表利润: 亏损或较少盈利



资料来源: 公司公告、安信证券研究中心

图 18: 实际利润: 剔除减值损失影响后, 业绩靓丽



资料来源: 公司公告、安信证券研究中心

### 3.2.3. 2016-2017 年度资产减值损失预测

2016 年前三季度, 公司计提 1.36 亿资产减值准备并转入损益。在四季度, 计提 6000-7000 万资产减值损失。其中 1000-2000 万为山城商标减值, 并对三家亏损工厂计提 4000-5000 万减值损失。

2017 年的资产减值, 分三个类别看:

(1) 关厂方面, 我们预计公司 17 年暂无进一步关厂动作, 并且由于在 16 年四季度对三家并未关停但经营略差的工厂已经计提了资产减值, 因此 17 年工厂减值方面压力减小。我们预计 2017 年这方面资产减值损失应在 1000 万以下;

(2) 玻瓶减值方面, 瓶型削减是一项既定计划, 每年按照既定计划削减, 当年计提的减值准备金额与削减的平行数量基本成比例。公司 2017 年预计削减 7 个瓶型, 和 2016 年削减数量相同, 因此我们预计 2017 年玻瓶方面的减值和 2016 年基本一致, 在 3000-4000 万;

(3) 山城商标方面, 经过 2016 年四季度减值后, 山城商标的账面余额还有 2000 万元左右, 预计 2017 年不计提该项减值。

综上, 我们预计 2017 年资产减值损失数额 4000 万元左右。

### 3.3. 17-18 年经营展望: 升级持续进行, 关厂告一段落

我们判断, 公司盈利能力将持续提升。

如前所述, 我们认为公司产品升级由主城区向周边市场的传导仍未结束, 加上公司 2017 年将着力推广高端产品 (终端价格 10-12 元), 2017-2018 年公司产品结构仍会保持较快的升级速度, 预计 8-12 元产品销量占比有望上升至 20% 以上 (2016 年约为 18%), 这一变化有望将毛利率提升 2pct 至 43% 附近。

根据我们的模型测算, 预计 2017 年公司不含减值损失的净利润约在 4.2-4.3 亿, 较 2016 年提升 5-7%。

另一方面, 公司的资产减值损失数额较 2015、2016 年将会有大幅下降, 并且公司在 2016 年四季度已计提部分预期外的减值准备, 使得公司明年业绩压力大幅下降。如果 2017 年公司资产减值损失符合我们的预计在 4 千万左右, 则按模型测算 2017 年公司报表净利润预计在 3.8 亿元左右, 较 2016 年提升 90% 以上。

因此, 我们认为无论从实际经营层面、还是报表层面, 2017 年公司都将迎来业绩大幅改善的良好局面。

#### 4. 外部预期：窗口期临近，有望获嘉士伯在华资产注入

2013 年嘉士伯要约收购重庆啤酒时，曾对证监会作出承诺，在未来 4-7 年（即 2017-2020 年）彻底解决嘉士伯与重庆啤酒在中国市场的同业竞争问题。

业内预计，解决同业竞争的最终方案很可能是将嘉士伯的其他在华啤酒资产注入重庆啤酒。如果事情发展和此预计一致，则重庆啤酒获得资产注入后将有望成为中国西部啤酒市场的重量级玩家，成为“西部之王”嘉士伯在中国的唯一啤酒平台。

根据嘉士伯公司年报，2015 年嘉士伯在中国区啤酒销量约为 250 万千升，除了重啤销量外，其他在华资产销量 150 万千升，约重啤体量的 1.5 倍。嘉士伯（含重啤）在中国市占率为 5% 左右，基于其已经占有的市场份额和在中高端啤酒市场的不俗表现，在解决同业竞争问题后，重啤有望借助嘉士伯的品牌力和已有市场，继续拓展重庆以外的西部市场，成为西部市场重量级玩家。

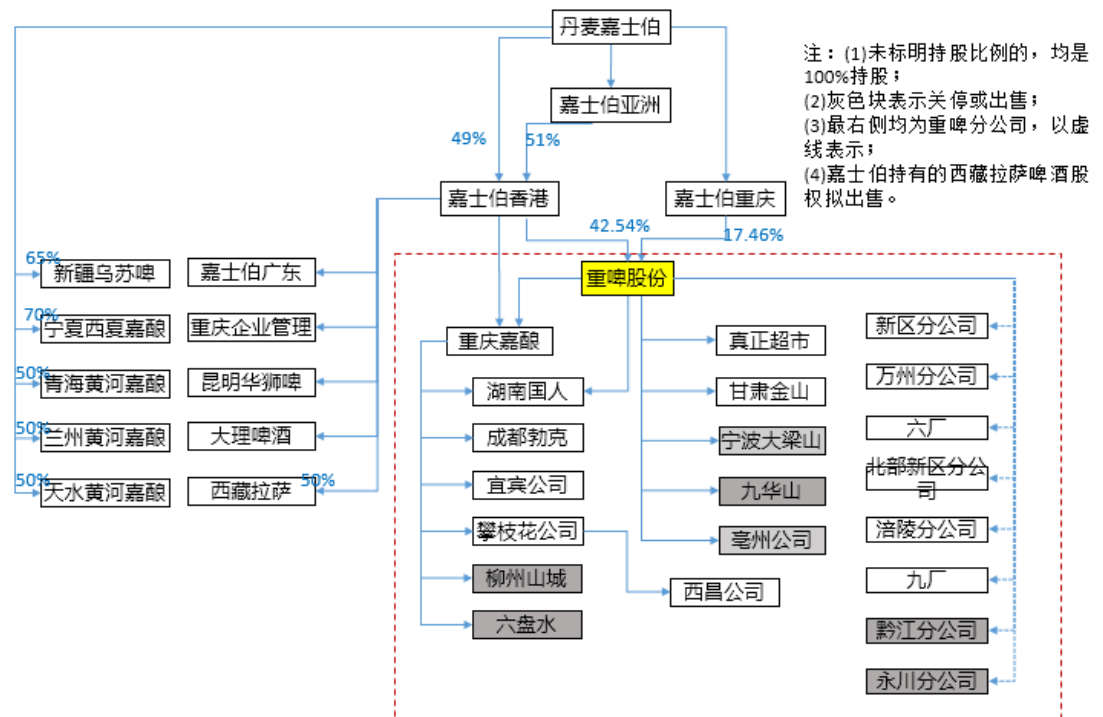
**表 4：嘉士伯在华资产布局**

公司名称	公司类型	行业	持股比例	备注
嘉士伯香港	子公司	投资	100%	控股平台
嘉士伯广东	子公司	制造业	99%	广东地区啤酒销售
昆明华狮啤酒有限公司	子公司	制造业	100%	嘉士伯香港
新疆乌苏啤酒有限公司	子公司	制造业	65%	丹麦嘉士伯，新疆啤酒花
宁夏西夏嘉酿有限公司	子公司	制造业	70%	丹麦嘉士伯，宁夏农垦集团
大理啤酒有限公司	子公司	制造业	100%	嘉士伯（中国）啤酒工贸有限公司；嘉士伯香港
重庆啤酒股份有限公司	子公司	制造业	60%	
重庆嘉酿有限公司	子公司	制造业	79%	主要管理重啤股份旗下部分啤酒资产
嘉士伯啤酒企业管理（重庆）有限公司	子公司	商务服务、投资	100%	
西藏拉萨啤酒有限公司	联营/合营/参股	制造业	50%	另 50%由西藏发展股份有限公司持有
兰州黄河嘉酿有限公司	联营/合营/参股	制造业	50%	另 50%由兰州黄河股份有限公司持有
青海黄河嘉酿有限公司	联营/合营/参股	制造业	50%	另 50%由兰州黄河股份（33%）和青海生物产业园开发建设有限公司（17%）共同持有
酒泉西部啤酒有限公司	联营/合营/参股	制造业	50%	另 50%由兰州黄河股份有限公司持有
天水黄河嘉酿有限公司	联营/合营/参股	制造业	50%	另 50%由兰州黄河股份有限公司持有

资料来源：嘉士伯年报、安信证券研究中心



图 19：嘉士伯在华资产架构



资料来源：公司公告、公开资料、安信证券研究中心

## 5. 盈利预测与建议

自 2013 年嘉士伯入主重庆啤酒后，经过几年的经营调整，重庆啤酒面貌已焕然一新。原大股东重啤集团已完全退出公司经营，公司近年来致力于啤酒主业的业绩提升，深耕重庆市场，引导区域啤酒消费升级。

- (1) 从行业层面看，国内啤酒行业以量主导的高速增长期已经结束，价格主导的中高端啤酒发展迅猛。国内中高端啤酒是外资品牌的强项，例如百威、喜力、嘉士伯均又不俗成绩。嘉士伯控股的重庆啤酒有能力做好啤酒消费（产品）升级；
- (2) 公司内部经营明确向好。嘉士伯控股后，公司从中高层人员、生产流程、产品体系均有很大革新，目前在通过产品升级推进公司注重业绩、节省资金、提升运营灵活空间的战略。
- (3) 由于关厂、计提减值等大刀阔斧的改革动作，导致报表利润、报表毛利率未能反映公司靓丽的实际业绩。公司实际经营上，产品成功升级已大力拉动盈利能力提升。考虑到核心市场中主城区向周边市场的传导效应，结合公司持续引导升级的产品策略，我们认为产品升级仍有较大空间。
- (4) 外部预期方面，公司是嘉士伯在华资产的重要一环，是嘉士伯在华唯一控股的啤酒上市公司。同时嘉士伯承诺解决同业竞争的窗口期已经临近，业内预期公司有望迎来嘉士伯在华其他啤酒资产注入。据嘉士伯 2015 年报披露，嘉士伯 15 年在华销量约 250 万千升（其中重啤约 99 万千升），市场占有率约 5%。重啤将有望借力其强力品牌和已有市场份额，继续巩固中国西部市场龙头地位。

我们预计公司 2016-2018 年 EPS 为 0.39/0.80/0.98 元，考虑到公司未来 3 年可能的高成长性，我们认为公司现在的估值处于较低水平，给予公司 2017 年 30 倍 PE，目标价 25.00 元，首次给予“买入-A”评级。

## 附录 1：嘉士伯品牌（授权）使用许可协议

表 5：嘉士伯品牌（授权）使用许可协议

协议主体	经营范围	时期	产品	年度总销量	许可费
公司 VS 嘉士伯 (丹麦)	重庆市、湖南省、四川省辖下广安、达州、南充、遂宁、内江、泸州、宜宾、攀枝花和西昌	2016. 1. 1 起	嘉士伯	-	净销售收入*5%
			乐堡		净销售收入*4%
			凯旋 1664		净销售收入*6%
			怡乐仙地		净销售收入*5%
		2012. 4. 20-2016. 12. 31	嘉士伯特醇	1500 千升以内	净营业额*10%
				超出 1500 千升	净营业额*5%
2012. 4. 20-2013. 6. 30	乐堡	2000 千升以内	营业额*10%		
		超出 2000 千升	营业额*5%		
		2013. 7. 1-2014. 3. 30	-	营业额*1. 33%	
		2014. 4. 1-2015. 3. 31	-	营业额*2. 66%	
2015. 4-2016. 12. 31	-	-	营业额*4%		
湖南国人 vs 嘉士伯广东	重庆市、湖南省、浙江省辖下宁波、台州、金华、舟山、绍兴、杭州、嘉兴、湖州、温州、四川省辖下广安、达州、南充、遂宁、内江、泸州、宜宾、攀枝花和西昌	2014. 2. 1-2015. 1. 31	乐堡	-	营业额*1. 33%
		2015. 2. 1-2016. 1. 31			营业额*2. 66%
		2016. 2 之后			营业额*4%
成都勃克 vs 嘉士伯酿酒	四川省内	2015. 8. 1-2021. 5. 9	乐堡	-	净销售收入*4%

资料来源：公司公告、安信证券研究中心

## 附录 2：分产品收入测算表

表 6：分产品收入测算表

产品	价格带	毛利率 (估测)	2014	2015	2016Q3	2016E	2017E	2018E	
山城	4 元左右	30%	销量 (万千升)	73. 7	27. 5	14	17. 00	12. 00	10. 00
			销量同比增速		-62. 7%		-30. 0%	-29. 4%	-16. 7%
			销量占比	<b>70. 3%</b>	<b>26. 8%</b>	<b>18. 4%</b>	<b>18. 3%</b>	<b>13. 0%</b>	<b>10. 5%</b>
			收入 (亿, 估测)	20. 64	7. 70	3. 92	4. 76	3. 36	2. 80
重庆国 宾	6 元左右	43%	销量 (万千升)	10. 12	44. 36	40	48	51. 36	52. 90
			销量同比增速		338. 3%		8. 2%	7. 0%	3. 0%
			销量占比	<b>9. 7%</b>	<b>43. 2%</b>	<b>52. 6%</b>	<b>51. 7%</b>	<b>55. 6%</b>	<b>55. 8%</b>
			收入 (亿, 估测)	3. 54	15. 53	14. 00	16. 80	17. 98	18. 52
乐堡	8 元左右	54%	销量 (万千升)	8. 13	14. 8	11. 44	15. 5	17. 05	18. 755
			销量同比增速		82. 0%	3%	4. 7%	10. 0%	10. 0%
			销量占比	<b>7. 8%</b>	<b>14. 4%</b>	<b>15. 5%</b>	<b>16. 7%</b>	<b>18. 5%</b>	<b>19. 8%</b>
			收入 (亿, 估测)	3. 66	6. 66	5. 15	6. 98	7. 67	8. 44
重庆纯 生	10 元左右	52%	销量 (万千升)		2. 44	3	3. 3	4. 95	6. 93
			销量同比增速			23. 0%	35. 2%	50. 0%	40. 0%
			销量占比	<b>NA</b>	<b>2. 4%</b>	<b>3. 9%</b>	<b>3. 6%</b>	<b>5. 4%</b>	<b>7. 3%</b>
			收入 (亿, 估测)		1. 27	1. 56	1. 72	2. 57	3. 60
嘉士伯	12 元以上	70%	销量 (万千升)	12. 83	1. 7	0. 25	0. 4	0. 6	0. 9
			销量 (万千升)		11. 9	7. 56	9	7	6. 3
其他		30%	销量占比	<b>12. 2%</b>	<b>13. 2%</b>	<b>10. 3%</b>	<b>9. 7%</b>	<b>7. 6%</b>	<b>6. 6%</b>
			收入 (亿, 估测)	3. 59	3. 33	2. 12	2. 52	2. 03	1. 83
销量汇总 (推算)			104. 8	102. 7	76	92. 8	92. 36	94. 8858	
收入汇总 (推算)			31. 43	34. 49	26. 74	32. 77	33. 61	35. 19	
综合毛利率 (推算)				40. 26%	0. 00%	41. 8%	43. 3%	44. 3%	

资料来源：公司公告、安信证券研究中心

## 财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E	(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>营业收入</b>	3,168.6	3,323.7	3,363.6	3,451.4	3,606.9	<b>成长性</b>					
减:营业成本	1,755.5	2,096.5	1,994.0	1,996.8	2,051.2	营业收入增长率	-6.4%	4.9%	1.2%	2.6%	4.5%
营业税费	288.2	273.3	276.0	285.0	295.0	营业利润增长率	-83.4%	-497.2%	-300.4%	96.1%	19.0%
销售费用	420.1	489.9	450.0	475.0	490.0	净利润增长率	-53.7%	-189.4%	-390.1%	103.4%	22.9%
管理费用	460.2	232.7	230.0	225.0	236.0	EBITDA 增长率	-31.8%	-56.9%	254.2%	45.9%	13.4%
财务费用	69.5	43.6	29.0	25.0	25.0	EBIT 增长率	-61.2%	-171.7%	-465.7%	83.7%	18.0%
资产减值损失	191.3	345.1	200.0	40.0	20.0	NOPLAT 增长率	-182.1%	-20.9%	-317.8%	94.8%	20.7%
加:公允价值变动收益	-	0.1	-	-	-	投资资本增长率	-22.8%	-23.9%	36.4%	-43.3%	45.0%
投资和汇兑收益	44.8	43.1	43.9	43.5	43.7	净资产增长率	-21.2%	-14.1%	15.3%	28.8%	38.8%
<b>营业利润</b>	28.7	-114.0	228.5	448.1	533.4	<b>利润率</b>					
加:营业外净收支	-3.7	3.5	20.0	11.7	15.9	毛利率	44.6%	36.9%	40.7%	42.1%	43.1%
<b>利润总额</b>	25.0	-110.6	248.5	459.9	549.3	营业利润率	0.9%	-3.4%	6.8%	13.0%	14.8%
减:所得税	56.5	43.0	43.0	56.5	56.5	净利润率	2.3%	-2.0%	5.7%	11.2%	13.2%
<b>净利润</b>	73.4	-65.7	190.5	387.6	476.3	EBITDA/营业收入	10.2%	4.2%	14.7%	20.9%	22.7%
						EBIT/营业收入	3.1%	-2.1%	7.7%	13.7%	15.5%
<b>资产负债表</b>						<b>运营效率</b>					
	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016E</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	固定资产周转天数	209	175	152	136	117
货币资金	124.5	219.0	504.5	1,554.1	1,725.4	流动营业资本周转天数	-14	-31	-10	-17	-18
交易性金融资产	-	38.1	12.7	16.9	22.6	流动资产周转天数	174	152	189	249	299
应收账款	73.8	82.9	72.8	86.7	81.2	应收帐款周转天数	8	8	8	8	8
应收票据	-	2.0	10.5	5.0	3.7	存货周转天数	137	121	135	129	122
预付帐款	13.0	10.0	33.9	3.1	32.1	总资产周转天数	469	414	426	466	494
存货	1,159.1	1,074.5	1,454.0	1,010.5	1,428.8	投资资本周转天数	258	189	191	168	143
其他流动资产	3.7	12.0	5.5	7.0	8.2	<b>投资回报率</b>					
可供出售金融资产	1.0	1.0	0.7	0.9	0.9	ROE	5.8%	-5.8%	14.5%	22.8%	20.0%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	-0.8%	-4.1%	4.9%	8.6%	9.5%
长期股权投资	197.8	238.9	238.9	238.9	238.9	ROIC	-4.8%	-4.9%	14.1%	20.2%	43.0%
投资性房地产	-	-	-	-	-	<b>费用率</b>					
固定资产	1,747.4	1,479.1	1,363.5	1,237.7	1,101.6	销售费用率	13.3%	14.7%	13.4%	13.8%	13.6%
在建工程	40.0	15.9	18.1	19.7	20.8	管理费用率	14.5%	7.0%	6.8%	6.5%	6.5%
无形资产	498.0	463.0	459.5	455.7	451.6	财务费用率	2.2%	1.3%	0.9%	0.7%	0.7%
其他非流动资产	67.0	84.9	62.3	71.3	72.7	三费/营业收入	30.0%	23.1%	21.1%	21.0%	20.8%
<b>资产总额</b>	3,925.3	3,721.2	4,236.8	4,707.6	5,188.3	<b>偿债能力</b>					
短期债务	753.1	630.0	1,119.5	1,000.0	1,000.0	资产负债率	63.8%	67.2%	66.8%	61.6%	51.6%
应付帐款	1,218.1	1,317.5	1,160.7	1,358.6	1,180.8	负债权益比	176.6%	205.2%	201.5%	160.2%	106.5%
应付票据	-	-	5.6	2.2	1.2	流动比率	0.62	0.66	0.83	1.02	1.37
其他流动负债	229.3	234.6	226.9	259.4	225.1	速动比率	0.10	0.17	0.25	0.64	0.78
长期借款	-	-	110.3	-	-	利息保障倍数	1.41	-1.61	8.88	18.93	22.34
其他非流动负债	305.7	320.0	208.6	278.1	268.9	<b>分红指标</b>					
<b>负债总额</b>	2,506.2	2,502.1	2,831.5	2,898.3	2,676.0	DPS(元)	0.20	0.20	0.06	-0.00	-0.43
少数股东权益	142.4	77.8	92.8	108.5	125.0	分红比率	131.8%	-147.4%	15.1%	-0.1%	-44.1%
股本	484.0	484.0	484.0	484.0	484.0	股息收益率	1.0%	1.0%	0.3%	0.0%	-2.1%
留存收益	829.6	667.2	828.5	1,216.9	1,903.3						
<b>股东权益</b>	1,419.1	1,219.1	1,405.2	1,809.4	2,512.3						

## 现金流量表

现金流量表						业绩和估值指标					
	2014	2015	2016E	2017E	2018E		2014	2015	2016E	2017E	2018E
净利润	-31.5	-153.6	190.5	387.6	476.3	EPS(元)	0.15	-0.14	0.39	0.80	0.98
加:折旧和摊销	226.0	210.0	236.9	248.0	259.2	BVPS(元)	2.64	2.36	2.71	3.51	4.93
资产减值准备	191.3	345.1	-	-	-	PE(X)	133.2	-148.9	51.3	25.2	20.5
公允价值变动损失	-	-0.1	-	-	-	PB(X)	7.7	8.6	7.5	5.8	4.1
财务费用	64.2	32.9	29.0	25.0	25.0	P/FCF	35.8	34.3	40.5	9.3	-202.6
投资损失	-44.8	-43.1	-43.9	-43.5	-43.7	P/S	3.1	2.9	2.9	2.8	2.7
少数股东损益	-104.9	-87.9	15.0	15.8	16.5	EV/EBITDA	26.3	58.1	21.3	12.8	11.1
营运资金的变动	222.6	43.1	-643.3	751.9	-665.2	CAGR(%)	-333.9%	-247.5%	26.4%	-333.9%	-247.5%
<b>经营活动产生现金流量</b>	414.2	448.3	-215.8	1,384.7	68.0	PEG	-0.4	0.6	1.9	-0.1	-0.1
<b>投资活动产生现金流量</b>	-79.1	-100.9	-50.3	-80.9	-81.9	ROIC/WACC	-0.5	-0.5	1.4	2.1	4.4
<b>融资活动产生现金流量</b>	-546.8	-252.9	551.6	-254.2	185.2	REP	-8.7	-10.6	3.5	3.8	1.2

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

## ■ 公司评级体系

### 收益评级：

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

### 风险评级：

- A — 正常风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B — 较高风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

## ■ 分析师声明

苏铖声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

## ■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以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，并向本公司的客户发布。

## ■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。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，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	葛娇妤	021-35082701	gejy@essence.com.cn
	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	许敏	021-35082953	xumin@essence.com.cn
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
北京联系人	原晨	010-83321361	yuanchen@essence.com.cn
	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
	王秋实	010-83321351	wangqs@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	周蓉	010-83321367	zhourong@essence.com.cn
深圳联系人	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市虹口区东大名路638号国投大厦3层

邮编： 200080

北京市

地址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编： 100034