

2017年02月22日

重庆啤酒 (600132.SH)

## 主战略不改，继续看好

■事件：公司21日晚间发布公告，①转让下属安徽九华山公司和安徽亳州公司的全部股权及债权，其中九华山公司100%股权转让对价人民币10元、公司原享有的15869万元债权转让对价2200万元；亳州公司100%股权转让对价人民币10元、公司原享有的3711万元债权转让对价3000万元；②公司董事长黎启基因工作变动原因辞去董事长、董事及相关职务，选举柯俊财为公司董事长，并增补陈伟豪为公司第八届董事候选人。

■此次转让子公司股权及债权是公司处理亏损资产战略的延续，对当期财务影响不大，且有益公司未来现金流。九华山公司和亳州公司均在2016年已关停所有生产业务，并已计提资产减值，此次转让未形成大额费用，合计收到现金5200万元，合计影响归属于母公司净利润1360万元，对公司当期财务影响较小。此次转让后可节省未来留置费用，有益公司未来现金流。

■董事会人员变更后仍以嘉士伯系高管为主，预计公司经营战略未有重大变动。新任董事长柯俊财先生自2014年起担任嘉士伯中国区首席执行官、重庆啤酒董事，未来将继续参与公司重大经营决策。目前公司高管中绝大部分为嘉士伯选派，公司战略和嘉士伯高度一致，即2018年前努力当前市场盈利提升，2018-2022年侧重价值再投资。预计公司经营战略未有重大变动，且不排除公司未来伴随嘉士伯在中国区的战略规划而进一步扩张的可能。

■投资建议：我们维持此前的盈利预测不变，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%、103.5%、22.9%，成长性突出；维持买入-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) | 133.5 | -149.3 | 51.5  | 25.3  | 20.6  |
| 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

公司快报

证券研究报告

啤酒

投资评级 买入-A

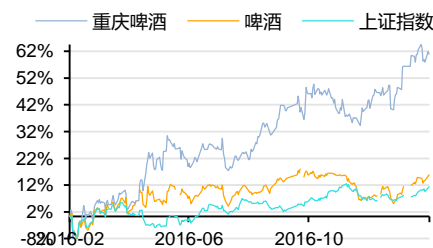
维持评级

6个月目标价：25.00元  
 股价(2017-02-21) 20.26元

交易数据

|           |              |
|-----------|--------------|
| 总市值(百万元)  | 9,805.26     |
| 流通市值(百万元) | 9,805.26     |
| 总股本(百万股)  | 483.97       |
| 流通股本(百万股) | 483.97       |
| 12个月价格区间  | 11.72/20.72元 |

股价表现



资料来源：Wind 资讯

| 升幅%  | 1M   | 3M    | 12M   |
|------|------|-------|-------|
| 相对收益 | 4.23 | 14.81 | 50.62 |
| 绝对收益 | 8.4  | 15.9  | 64.38 |

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

重庆啤酒：精耕西部，啤酒“次逻辑”最佳标的 2017-02-08

## 事件详请

- 1) 公司 2 月 21 日晚间发布公告,向磐石市绿野食品有限公司转让持有的重庆啤酒安徽九华山有限公司(以下简称“九华山公司”)的 100% 股权及本公司对九华山公司享有的人民币 15,868.51 万元债权。股权转让对价为人民币 10 元,受让公司债权的对价为人民币 2200 万元。
- 2) 公司发布公告,向磐石市绿野食品有限公司(以下简称“绿野公司”)转让持有的重庆啤酒安徽亳州有限责任公司(以下简称“亳州公司”)的 100% 股权及本公司对亳州公司享有的人民币 3,710.99 万元债权。股权转让对价为人民币 10 元,受让公司债权的对价为人民币 3000 万元。
- 3) 公司发布公告,原任董事长黎启基先生因工作变动原因,辞去本公司董事长、董事以及相关董事会专门委员会委员的职务;并经 2 月 21 日第八届董事会第八次会议审议,选举柯俊财先生为公司董事长。

## 转让子公司是公司“清资产”战略的延续,当期财务影响不大,有益未来现金流

按照公司提升盈利、处理亏损的战略,公司于 2015-2016 年先后关停或转让处理了 8 家工厂,并对关停工厂计提大额资产减值,造成 2015-2016 年报表净利润较低。长期来看,关停工厂有利于公司短期内集中提升核心市场盈利能力,战略性减少出血点,提高未来现金流。

本次转让的两家子公司此前已经关停并已计提减值,转让行为不形成大额费用。九华山公司和亳州公司由于经营状况不佳,处于严重资不抵债情况,分别已于 2016 年 5 月和 2016 年 10 月公告关停所有生产业务,并已计提资产减值。

表 1: 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<br>(万千升) | 关厂前一年盈亏<br>(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

本次转让的财务影响主要为收到现金和影响当期净利润:

- 1) 转让九华山公司收到现金 2200 万元,影响当期归属于母公司的净利润 900 万元;转让后预计可为公司节省每年 660 万元留置费用;  
公司转让九华山公司 100% 股权和享有的 15868.51 万元债权,其中股权转让对价 10 元、债权转让对价 2200 万元。
- 2) 转让亳州公司收到现金 3000 万元,影响当期归属于母公司的净利润 460 万元;转让后预计可为公司节省每年 520 万元留置费用;  
公司转让亳州公司 100% 股权和享有的 3710.99 万元债权,其中股权转让对价 10 元、债权转让对价 3000 万元。

按照公司披露的预盈公告,公司 2016 年净利润预计为 1.9 亿元;按照我们的盈利预测,公

司 2017 年净利润预计在 3.8 亿元左右。因此本次转让对公司整体财务影响不大。

表 2：本次转让的财务影响

| 转让子公司            | 所在省市 | 转让内容 |             | 转让对价<br>(收到现金) |         | 影响当期净利润 | 预计节省留置费用 |
|------------------|------|------|-------------|----------------|---------|---------|----------|
|                  |      | 股权   | 债权          | 股权             | 债权      |         |          |
| 重庆啤酒股份有限公司九华山分公司 | 安徽   | 100% | 15858.51 万元 | 10 元           | 2200 万元 | 900 万元  | 660 万/年  |
| 重庆啤酒安徽亳州有限责任公司   | 安徽   | 100% | 3710.99 万元  | 10 元           | 3000 万元 | 460 万元  | 520 万/年  |

资料来源：公司公告、安信证券研究中心

### 董事会人员仍以嘉士伯系高管为主，公司经营战略预计未有重大变化

公司董事会成员主要以嘉士伯选派高管为主，大多具有国际快消行业工作经验。公司在经营战略上与嘉士伯中国区战略保持高度一致，即 2018 年以前专注核心市场盈利提升，2018-2022 年侧重价值再投资。我们认为该项战略符合公司实际，2015-2016 年战略执行已取得非常良好成效，公司盈利能力大幅提升。

我们认为嘉士伯对公司管理举足轻重，此次董事会人员变更，仍然没有改变公司核心高管大部分均在嘉士伯或其子公司任职的情况。因此我们判断公司经营战略未有重大变化，未来 1-2 年仍将着重提升盈利水平，且不排除 2018 年后公司在嘉士伯在中国区的发展规划中获得进一步扩张的可能。

表 3：公司第七、八届主要高管变动情况

| 姓名                          | 职务        | 性别 | 年龄 | 任期起始时间          | 任期终止时间 | 备注    |
|-----------------------------|-----------|----|----|-----------------|--------|-------|
| 黎启基                         | 前董事长      | 男  | 54 | 2014 年 4 月 29 日 | 2018 年 | 辞职    |
| Roland Arthur Lawrence (罗磊) | 董事        | 男  | 58 | 2013 年 4 月 12 日 | 2018 年 |       |
| 方军涛                         | 董事        | 男  | 42 | 2014 年 4 月 29 日 | 2018 年 |       |
| 柯俊财                         | 前董事、新任董事长 | 男  | 50 | 2014 年 8 月 14 日 | 2018 年 | 新任董事长 |
| 汤澍浩                         | 董事        | 男  | 47 | 2014 年 4 月 29 日 | 2018 年 |       |
| Kaare Zoffmann Jessen (杨国睿) | 董事        | 男  | 40 | 2015 年 4 月 23 日 | 2018 年 |       |
| Gavin                       | 董事        | 男  | 55 | 2014 年 4 月      | 2018 年 | 已离任   |

资料来源：公司公告、安信证券研究中心

表 4：公司第七、八届主要高管工作经历

| 姓名                          | 主要工作经历  |
|-----------------------------|---|
| 黎启基                         | 历任安达信会计师事务所、群思（集团）有限公司及安海斯布希企业管理（上海）有限公司，并于 2011 年 5 月 3 日起加入嘉士伯啤酒厂香港有限公司工作。历任重庆啤酒股份有限公司第七届监事会监事。现任嘉士伯中国区首席财务官，本公司董事长。                    |
| Roland Arthur Lawrence (罗磊) | 澳大利亚籍；历任 Coles Myer Group of companies 财务部经理、集团财务总经理；沃尔玛（中国）资深副总裁及首席财务官，Lawrence and Associates Pte Ltd 董事总经理；现任嘉士伯啤酒厂有限公司亚洲区财务副总裁，本公司董事。 |
| 方军涛                         | 拥有美国城市大学颁发的工商管理硕士学位以及大连海事大学颁发的国际商务学士学位。历任嘉士伯公司亚太区企业事务部副总裁。之前，他曾在多家跨国企业出任过与企业事务相关的管理职务，其中包括中远集团，联邦快递，通用电气，福斯流体技术等。现任本公司董事。                 |
| 柯俊财                         | 毕业于香港大学理学系，并于 1991 年取得香港中文大学工商管理硕士学位。曾担任亨氏中国（Heinz China）总裁，以及亨氏龙凤公司（Heinz LongFong）董事总经理。历任嘉士伯中国区首席执行官职务。现任本公司董事。                        |
| 汤澍浩                         | 毕业于中国无锡轻工业学院，并获得北欧酿造学院酿造师专业文凭。自 1991 年开始在国内外啤酒企业从事酿造专业及供应链工作。现任嘉士伯中国人力资源部副总裁，本公司董事。   |
| Kaare Zoffmann Jessen (杨国睿) | 丹麦籍人士。哥本哈根大学法学硕士学位和哥本哈根商学院工商管理学士学位。历任嘉士伯云南和西南区总经理，昆明华狮啤酒有限公司及大理啤酒有限公司的法定代表人，重庆啤酒股份有限公司总经理，现任重庆啤酒股份有限公司董事。                                 |
| Gavin Brockett (已离任)        | 南非国籍，持有商学及会计学双学位，是南非及澳大利亚的注册会计师。曾在南非及欧洲担任 SABMiller 公司首席财务官。现任嘉士伯中国首席运营官，本公司董事。   |

资料来源：公司公告

## 结论：维持此前盈利预测不变

我们认为本次变动影响相对中性，维持此前盈利预测不变。

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，维持“买入-A”评级不变。



## 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

|                   | 2014   | 2015   | 2016E  | 2017E   | 2018E  | 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)     | 133.5   | -149.3  | 51.5  | 25.3    | 20.6    |
| 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     | 35.9    | 34.4    | 40.6  | 9.4     | -203.1  |
| 投资损失              | -44.8  | -43.1  | -43.9  | -43.5   | -43.7  | P/S       | 3.1     | 3.0     | 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  | 12.9    | 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