

**重庆啤酒(600132)/饮料制造**
**产品升级顺利，对外扩张可期**
**评级：买入(首次)**

市场价格：24.66

目标价格：28.48

分析师：范劲松

执业证书编号：S0740517030001

电话：021-20315138

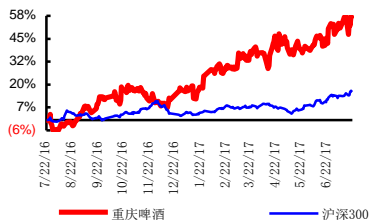
Email：fanjs@r.qlzq.com.cn

联系人：龚小乐

Email：gongxl@r.qlzq.com.cn

**基本状况**

总股本(百万股)	484
流通股本(百万股)	484
市价(元)	24.66
市值(百万元)	11,935
流通市值(百万元)	11,935

**股价与行业-市场走势对比**

**相关报告**
**公司盈利预测及估值**

指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	3,323.75	3,195.92	3,261.40	3,400.64	3,581.31
增长率 yoy%	4.90%	-3.85%	2.05%	4.27%	5.31%
净利润	-65.68	180.99	360.76	430.97	425.00
增长率 yoy%	-189.44%	375.57%	99.33%	19.46%	14.28%
每股收益(元)	-0.14	0.37	0.75	0.89	1.02
每股现金流量	0.93	1.18	0.84	1.27	1.23
净资产收益率	-5.75%	14.72%	29.98%	35.95%	40.79%
P/E	—	49.34	33.08	27.69	24.23
PEG	—	0.13	0.33	1.42	1.70
P/B	6.78	7.26	9.92	9.95	9.88

备注：

**投资要点**

- 核心观点：**我们认为拥有嘉士伯国际品牌背书的重啤在行业中率先迎来业绩拐点，中高端产品结构顺利上移驱动公司盈利水平快速提升，资产减值损失高峰期过后业绩有望得到充分释放。当下的重啤已在重庆市场深耕多年并成功升级，正在发力四川市场，未来更有望扩张至全国，成为嘉士伯在华的资本运作平台。目标价 28.48 元，首次覆盖，给予“买入”评级。
- 重啤率先迎来业绩拐点，区域龙头强势崛起。**1) 背靠全球巨头嘉士伯，盈利拐点率先到来：2016 年公司实现 1.8 亿元净利润，彻底扭转下滑局面，同期国内同业公司继续下滑。2) 产品结构上移驱动盈利水平快速提升：近三年山城销量占比由 70% 下降至 10%，而重庆销量占比由 10% 提升至 53%，中端产品替代非常顺利；2016 年乐堡销量同比增长 21%，一季度同比增长 53%，中高端产品结构升级有效带动毛利率提升至 40%。3) 费用管控成效显著叠加资产减值损失高峰期过后业绩有望充分释放：受关厂、淘汰玻瓶、商标计提资产减值影响表观数据未能充分体现公司销售情况，我们认为后续包装物跌价准备影响将明显减弱，预计每年计提 3-4 千万元减值损失。
- 成长路径：重庆→四川→全国，“中国嘉士伯”指日可待。**1) 重庆：品牌营销+产品优化+高市占率，推动产品结构快速升级。我们认为嘉士伯+足球、乐堡+音乐的情景营销有效提高品牌力；嘉士伯国际品牌优势助力本土企业加速优化产品结构；公司在重庆市占率高达 85%，凭借强势市场把控能力高效执行产品升级战略。2) 四川：深度聚焦核心市场，市占率提升空间充足。重啤在四川产能充足，全省啤酒产能约 450 万吨，重庆啤酒 75 万吨位列第二；目前重啤在四川区域市占率仅 10%，且在省内产品结构整体偏低，未来结构升级潜力充足；长期来看在外企精耕细作、高效管理风格下，公司中高端产品有望得到快速渗透。3) 全国：承诺临近兑现，重啤有望成为嘉士伯在华的资本运作平台。嘉士伯在华销量中重庆啤酒占据近一半份额，2017 年进入嘉士伯承诺窗口期，基于重啤为嘉士伯在国内的唯一控股上市公司，我们认为未来重啤有望成为其在华的资本运作平台。
- 投资建议：**目标价 28.48 元，首次覆盖，给予“买入”评级。我们预计 2017-2019 年公司分别实现营业收入 32.61、34.01、35.81 亿元，同比增长 2.05%、4.27%、5.31%；实现净利润 3.61、4.31、4.93 亿元，同比增长 99.33%、19.46%、14.28%，对应 EPS 分别为 0.75、0.89、1.02 元。12 个月目标价 28.48 元，对应 2018 年 32xPE，首次覆盖，给予“买入”评级。
- 风险提示：**产品升级趋势放缓、对外扩张不及预期、食品安全事件风险

## 内容目录

啤酒行业日渐成熟，量变到质变大势所趋.....	- 5 -
国内啤酒产量基本见顶，未来将继续处于调整期.....	- 5 -
产品升级+格局改善驱动行业健康发展，量变转质变趋势显现.....	- 6 -
重啤率先迎来业绩拐点，区域龙头强势崛起.....	- 8 -
世界啤酒巨头嘉士伯旗下的重庆区域优质龙头.....	- 8 -
公司迎来盈利转折点，复苏态势逐渐显现.....	- 9 -
中高端产品结构上移驱动公司盈利水平快速提升.....	- 9 -
费用管控初见成效，资产减值损失高峰期过后业绩有望充分释放.....	- 12 -
成长路径：重庆→四川→全国，“中国嘉士伯”指日可待.....	- 14 -
重庆：品牌营销+产品优化+高市占率，推动产品结构快速升级.....	- 14 -
四川：深度聚焦核心市场，市占率提升空间充足.....	- 17 -
全国：承诺临近兑现，重啤有望成为嘉士伯在华的资本运作平台.....	- 21 -
投资建议：目标价 28.48 元，首次覆盖，给予“买入”评级.....	- 25 -
盈利预测.....	- 25 -
相对估值法.....	- 27 -
投资建议.....	- 27 -
风险提示.....	- 27 -

## 图表目录

图表 1：啤酒产量连续三年下滑.....	- 5 -
图表 2：啤酒产量下滑趋势减缓.....	- 5 -
图表 3：人口老龄化趋势影响啤酒销量.....	- 5 -
图表 4：美国啤酒消费量呈下降态势.....	- 5 -
图表 5：我国啤酒人均消费量发展历程.....	- 6 -
图表 6：我国啤酒人均消费量与国外仍有差距.....	- 6 -
图表 7：中高端啤酒销量占比逐年上升.....	- 6 -
图表 8：中高端啤酒市场份额占比逐年上升.....	- 6 -
图表 9：高端啤酒销量和收入增长迅猛.....	- 7 -
图表 10：未来 5 年产品结构预测.....	- 7 -
图表 11：进口啤酒数量增加至 64.6 万千升.....	- 7 -
图表 12：进口啤酒占国内啤酒产量达 1.43%.....	- 7 -
图表 13：2016 年国内啤酒市场份额一览.....	- 8 -
图表 14：我国 CR3 占比与国外仍有差距.....	- 8 -
图表 15：控股公司及股权结构.....	- 8 -
图表 16：2016 年重啤净利润拐点出现.....	- 9 -
图表 17：重啤净利率呈上升态势.....	- 9 -

图表 18: 重庆占比增至 53%，山城占比减至 17% .....	- 9 -
图表 19: 两年间重庆顺利替代山城，乐堡表现靓丽 .....	- 9 -
图表 20: 2016 年三费构成一览 .....	- 10 -
图表 21: 高中低档营收对比图 .....	- 10 -
图表 22: 高中低档毛利率对比图 .....	- 10 -
图表 23: 中高档营收占比从 82% 升至 86% .....	- 11 -
图表 24: 2016 年毛利率同比提高 2.39% .....	- 11 -
图表 25: 高中低档销量和收入一览 .....	- 11 -
图表 26: 重啤吨价向国际品牌靠拢 .....	- 11 -
图表 27: 重啤吨价逐年上升 .....	- 11 -
图表 28: 重啤吨价和毛利率呈正相关性 .....	- 11 -
图表 29: 重啤吨价随重庆 GDP 呈正相关性 .....	- 11 -
图表 30: 2016 三费管控成效显著 .....	- 12 -
图表 31: 重啤期间费用率较同行下行 .....	- 12 -
图表 32: 重啤毛利率较同行提升 .....	- 12 -
图表 33: 重啤净利率较同行大幅回升 .....	- 12 -
图表 34: 2016 年三费构成一览 .....	- 13 -
图表 35: 近三年资产减值损失大幅增加 .....	- 13 -
图表 36: 剔除减值损失后的营业利润表现靓丽 .....	- 13 -
图表 37: 资产减值损失计提情况一览 .....	- 13 -
图表 38: 嘉士伯中超联赛官方啤酒 .....	- 14 -
图表 39: 乐堡啤酒，拉开快乐 .....	- 15 -
图表 40: 乐堡开躁全球音乐计划 .....	- 15 -
图表 41: 重啤代表品牌和产品结构一览 .....	- 15 -
图表 42: 委托加工和授权许可合作模式 .....	- 16 -
图表 43: 嘉士伯旗下品牌及价位 .....	- 16 -
图表 44: 2016 年重庆地区收入占比 75% .....	- 17 -
图表 45: 重啤在重庆市场份额占比 85% .....	- 17 -
图表 46: 四川省 2016 年产量和增速领先全国 .....	- 17 -
图表 47: 四川省啤酒产量逐年递增 .....	- 17 -
图表 48: 四川省人均消费量低于全国平均水平 .....	- 18 -
图表 49: 四川省啤酒吨价较全国处于中上水平 .....	- 18 -
图表 50: 全国各地啤酒人均消费量和吨价地图 .....	- 18 -
图表 51: 重啤董事会与高管履历 .....	- 19 -
图表 52: 重啤董事会与高管经营计划 .....	- 20 -

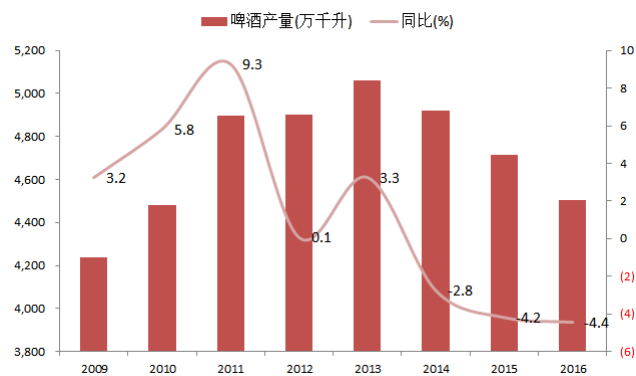
图表 53: 重啤在四川市场产能充足.....	- 20 -
图表 54: 2016 年四川销售收入同比增长 20% .....	- 20 -
图表 55: 重啤在四川省占率约 10%.....	- 21 -
图表 56: 重啤在四川产能位列第二.....	- 21 -
图表 57: 四川市场代表市县销售情况.....	- 21 -
图表 58: 重啤以及宜宾公司与宜宾县政府签订协议.....	- 21 -
图表 59: 嘉士伯在华公司一览.....	- 22 -
图表 60: 嘉士伯在华市场份额.....	- 22 -
图表 61: 嘉士伯在华份额地图.....	- 22 -
图表 62: 我国啤酒行业市场区域高市占率品牌示意图.....	- 23 -
图表 63: 我国啤酒行业市场份额格局.....	- 24 -
图表 64: 销售分项预测.....	- 26 -
图表 65: 可比公司估值表.....	- 27 -
图表 66: 重庆啤酒财务预测三张表.....	- 28 -

## 啤酒行业日渐成熟，量变到质变大势所趋

国内啤酒产量基本见顶，未来将继续处于调整期

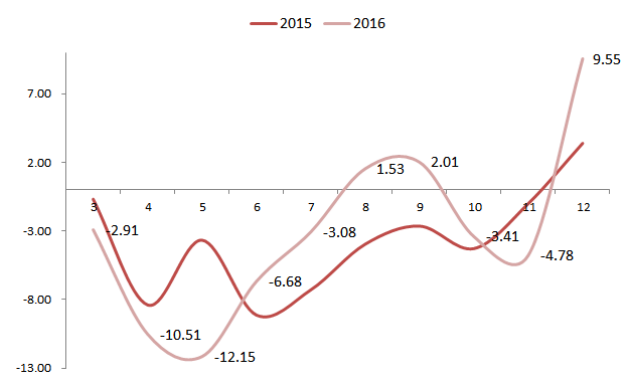
- 啤酒行业产量从过去高增长时代进入调整期新常态。**中国啤酒产量自2014年4921.85万千升首次同比下降2.8%以来连续三年下滑，2016年产量为4506.4万千升，同比下降4.4%。
  - 从宏观角度来看：**国家出台如酒驾、八项规定、露天烧烤大排档清理等政策措施对啤酒的产销量产生了一定的影响。
  - 从微观角度来看：**随着消费者健康意识的提高和消费结构的改善，传统啤酒对消费者的吸引力不足，不断出现的低酒精饮品成为了啤酒替代品。从美国啤酒发展角度来看，年轻群体18-29岁啤酒消费下滑明显，被葡萄酒、酒精饮料所替代。
  - 从人口结构来看：**我国人口结构存在整体上移的趋势，占比较高的年龄层由20-24岁及40-44岁上移至25-29岁及45-49岁，人口老龄化在一定程度上导致了啤酒需求的下滑。
  - 从人均啤酒消费量角度：**我国人均啤酒消费量达35升，略高于世界平均水平，低于日本、韩国，远低于德国，人均啤酒消费量还存在一定上升空间。2016年下半年啤酒产量下滑趋势有所减缓，从量来看啤酒行业进入调整期。

图表1：啤酒产量连续三年下滑



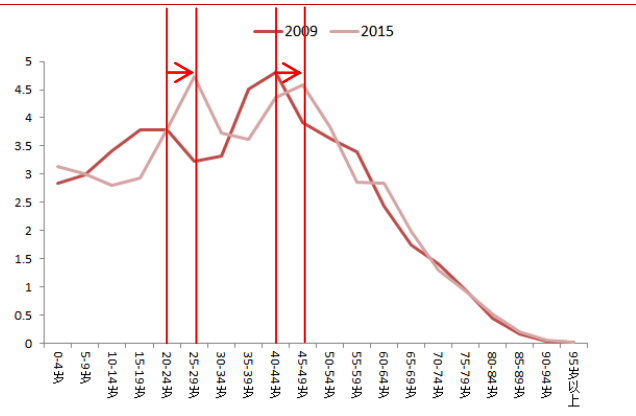
来源：wind、中泰证券研究所

图表2：啤酒产量下滑趋势减缓



来源：wind、中泰证券研究所

图表3：人口老龄化趋势影响啤酒销量



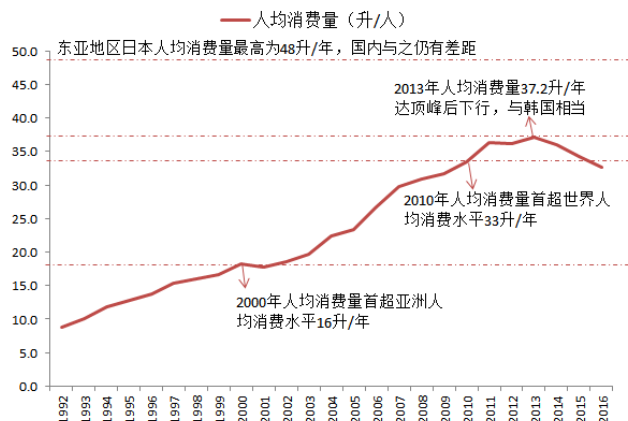
来源：wind、中泰证券研究所

图表4：美国啤酒消费量呈下降态势

年龄段	啤酒 (%)	葡萄酒 (%)	酒精饮料 (%)
18至29岁			
1992-1994	71	14	13
2012-2013	41	24	28
变化	-30	+10	+15
30到49岁			
1992-1994	48	31	17
2012-2013	43	29	24
变化	-5	-2	+7
50+岁			
1992-1994	28	37	30
2012-2013	29	46	19
变化	+1	+9	-11

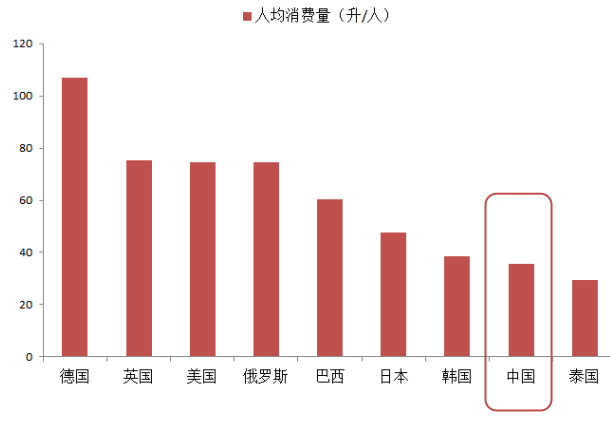
来源：wind、中泰证券研究所

图表5：我国啤酒人均消费量发展历程



来源：wind、中泰证券研究所

图表6：我国啤酒人均消费量与国外仍有差距

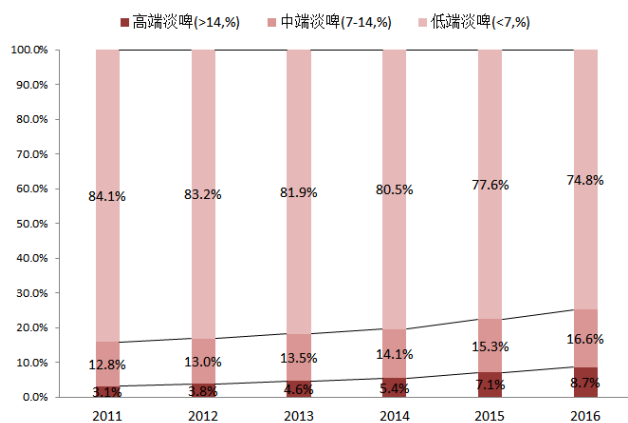


来源：wind、中泰证券研究所

产品升级+格局改善驱动行业健康发展，量变转质变趋势显现

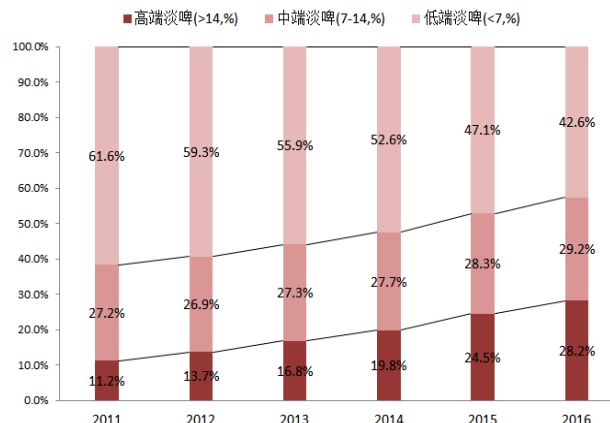
- 产品结构升级有望驱动行业毛利率水平提升。2011-16 年啤酒中高端销量占比从 15.9% 提升到 25.3%，市场份额占比从 38.4% 提高到了 57.4%。16 年高端啤酒销量同比增长 16.1% (2011-2016 CAGR=21.5%)，收入同比增长 19.2% (2011-2016 CAGR=28.7%)，可以看出消费需求正在由无差异化低端型啤酒向高品质化中高端啤酒转移，由 EUROMONITOR 预测 2017 年高端淡啤收入占比 32% 首超中端，2018 年高端淡啤收入占比 36% 首超低端，至 2020 年，高中低端收入占比分别为 44.2%、28.3%、27.5%，综合来看产品结构升级是啤酒行业未来发展趋势。

图表7：中高端啤酒销量占比逐年上升

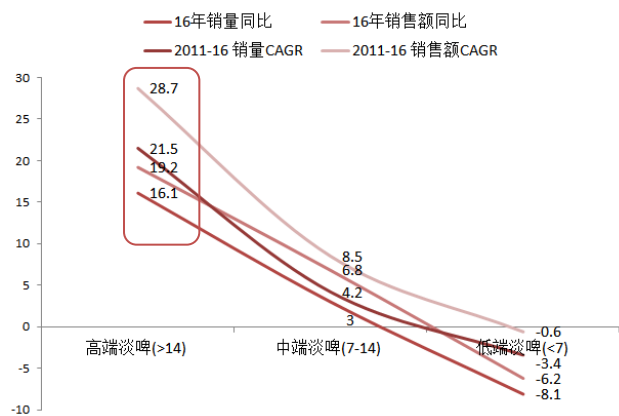


来源：EUROMONITOR、中泰证券研究所

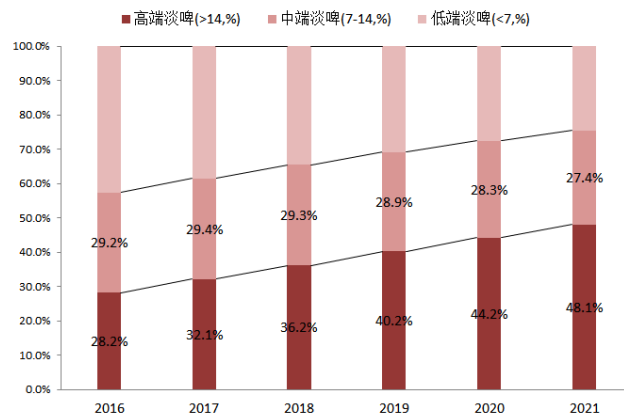
图表8：中高端啤酒市场份额占比逐年上升



来源：EUROMONITOR、中泰证券研究所

**图表 9：高端啤酒销量和收入增长迅猛**


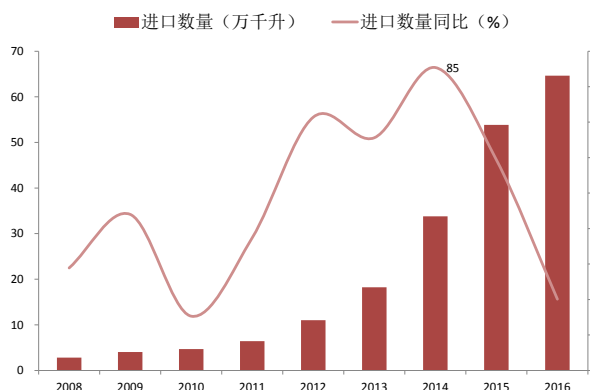
来源：EUROMONITOR、中泰证券研究所

**图表 10：未来 5 年产品结构预测**


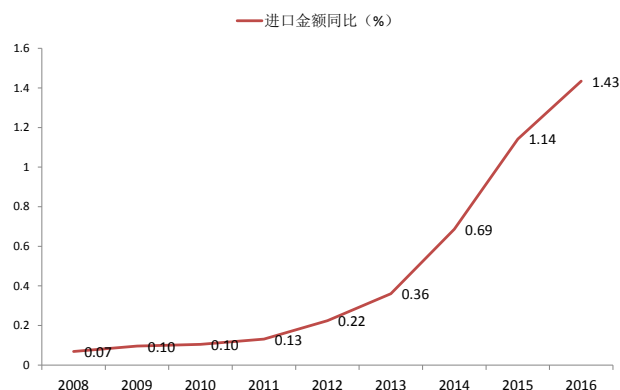
来源：EUROMONITOR、中泰证券研究所

■ 我国进口啤酒量 CAGR 达 48% 侧面印证啤酒行业消费升级趋势。

2008-2016 年我国进口啤酒数量经历了飞速增长，2014 年增速最高达 85%，而后随着国内啤酒调整增速放缓，但是 2016 年仍有 20% 的增长，而进口啤酒占国内啤酒产量比例达到了 1.43% 最高点，进口啤酒数量的增加充分反映了国内消费水平的升级。

**图表 11：进口啤酒数量增加至 64.6 万千升**


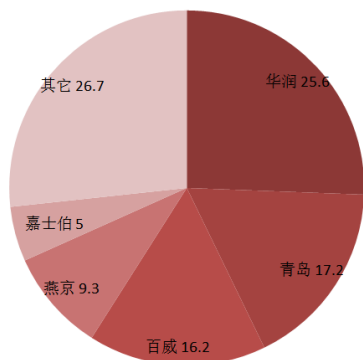
来源：wind、中泰证券研究所

**图表 12：进口啤酒占国内啤酒产量达 1.43%**


来源：wind、中泰证券研究所

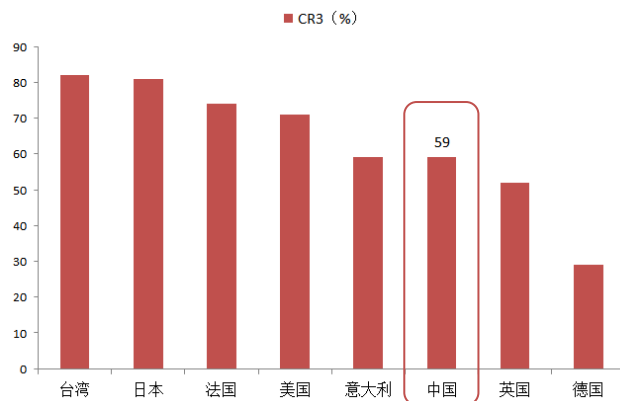
- 竞争格局变化有望带来费用率的改善。截止 2016 年，国内啤酒行业排名前五分别为华润雪花(25.6%)、青岛啤酒(17.2%)、百威英博(16.2%)、燕京啤酒(9.3%)、嘉士伯(5.0%)，前五大啤酒厂商占据了 73.3% 的市场份额，近年竞争格局变化不大。其中嘉士伯占比 5% 位列第五，虽在国内市场占有一席之地，但与龙头差距较大，未来市场份额扩大存在一定的挑战。2014 年以前整个啤酒行业处于大品牌企业跑马圈地、收购兼并的阶段，从竞争的角度看高费用投放使行业盈利能力低下。目前啤酒行业还没有绝对的龙头出现，我国 CR3 为 59%，对比国外未来不排除走向大鱼吃大鱼的寡头格局，实现从 CR5→CR4→CR3 的转变，届时竞争格局改善，费用率有望随之降低。

图表 13：2016 年国内啤酒市场份额一览



来源：EUROMONITOR、中泰证券研究所

图表 14：我国 CR3 占比与国外仍有差距



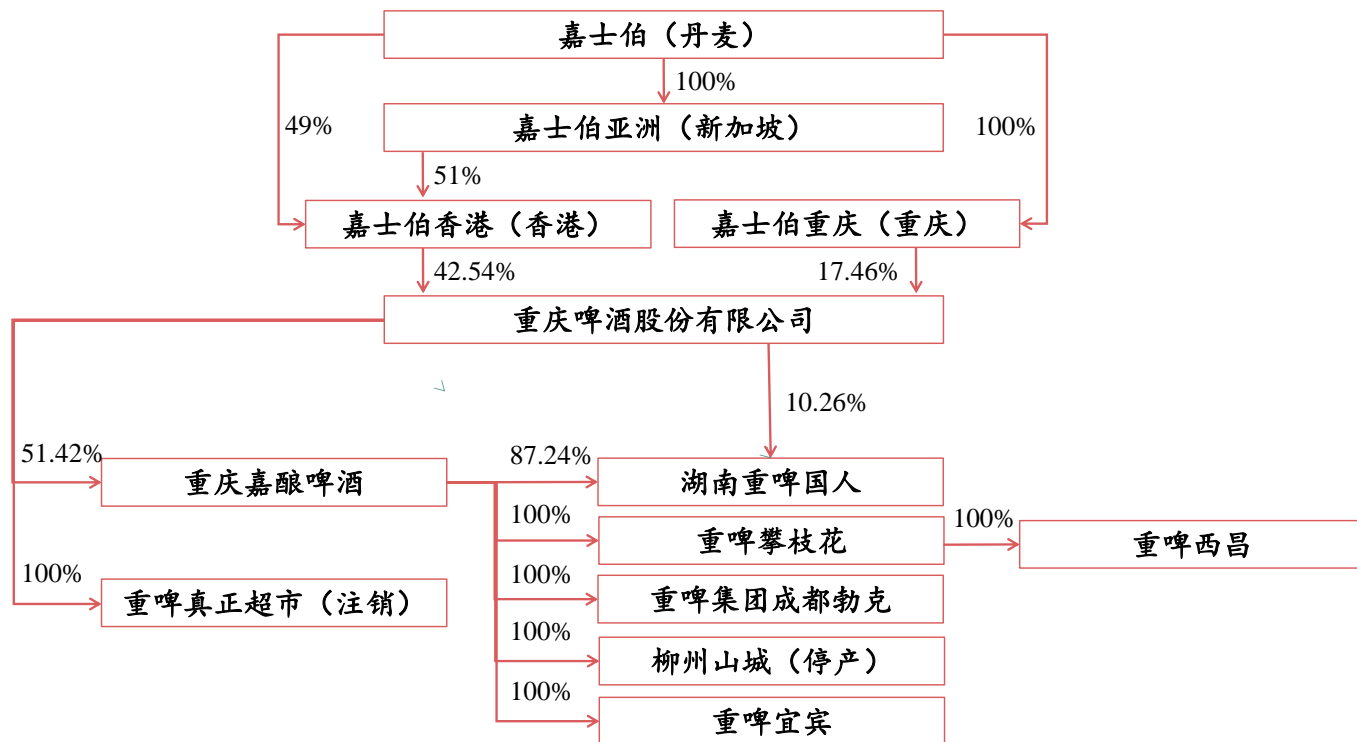
来源：EUROMONITOR、中泰证券研究所

### 重啤率先迎来业绩拐点，区域龙头强势崛起

#### 世界啤酒巨头嘉士伯旗下的重庆区域优质龙头

- 重庆啤酒是我国啤酒行业中仅有的四家上市公司之一，主要从事啤酒制造与销售业务，其前身重庆啤酒厂成立于 1958 年，是国际知名啤酒酿造商嘉士伯集团的成员企业。嘉士伯分别通过嘉士伯香港及嘉士伯重庆合计持有上市公司 60% 股权。

图表 15：控股公司及股权结构



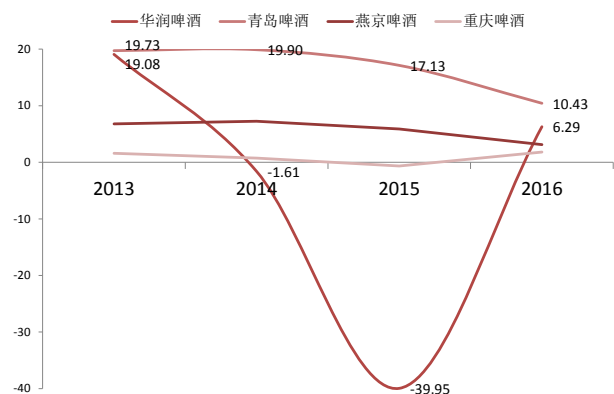
来源：公司年报、中泰证券研究所



公司迎来盈利转折点，复苏态势逐渐显现

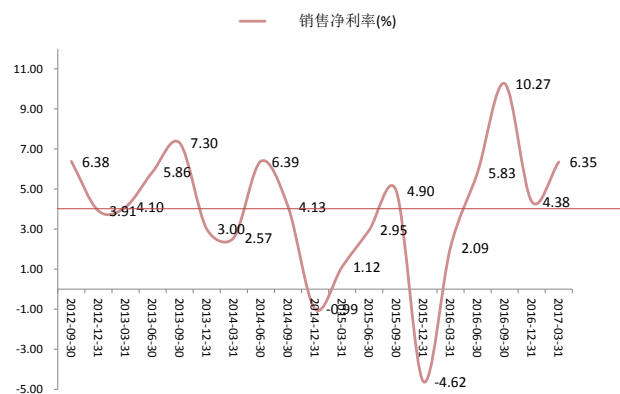
- 重庆啤酒 2016 年扭转净利润下滑的局面，实现 1.81 亿元的归母净利润。横向比较来看青岛和燕京则继续下滑，华润表现也很耀眼。从重啤净利率走势来看，全年销售净利率均在平均值 4% 以上，我们认为重啤先于行业走向复苏之路。

图表 16：2016 年重啤净利润拐点出现



来源：wind、中泰证券研究所

图表 17：重啤净利率呈上升态势

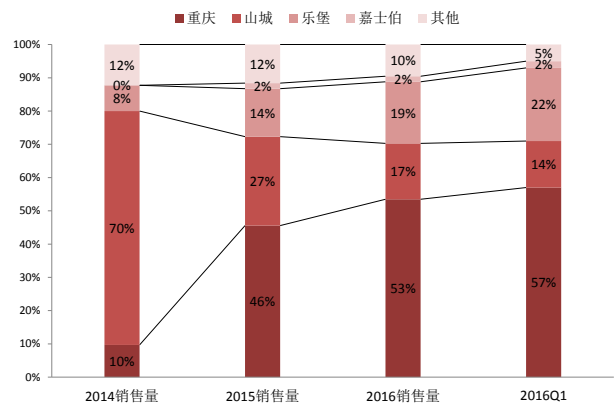


来源：wind、中泰证券研究所

中高端产品结构上移驱动公司盈利水平快速提升

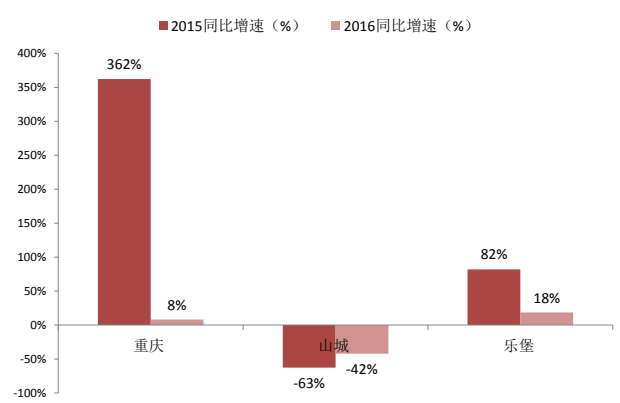
- 本地品牌重庆替代山城，嘉士伯旗下乐堡单品表现突出，重啤产品结构持续升级。2015-2016 两年间山城品牌销量增速分别为-63%、-42%，销量减至 15.93 万千升，占比 17%。而重庆品牌连续增加 363%、8%，销量增至 50.59 万千升，占比 53%。乐堡是 2016 年表现较突出的中高端大单品，销量占比超过山城达 19%，同比增长 21%。由于公司继续执行产品高端化战略，本地山城品牌生产量、销售量均大幅下降，重庆国宾替代老山城趋势明显。2017Q1 山城、重庆、乐堡销量占比分别为 14%、57%、22%，销量分别为 2.82 万吨、11.74 万吨、4.6 万吨，我们认为重啤中高端产品结构升级趋势有望持续。

图表 18：重庆占比增至 53%，山城占比减至 17%



来源：公司年报、中泰证券研究所

图表 19：两年间重庆顺利替代山城，乐堡表现靓丽



来源：公司年报、中泰证券研究所

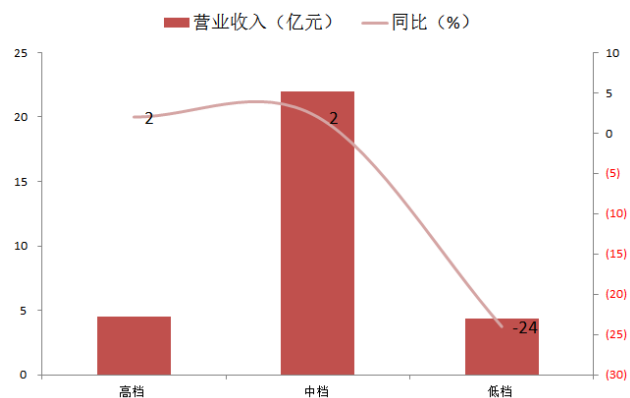
图表 20：2016 年三费构成一览

主要产品	2014销售量 (万千升)	2015销售量 (万千升)	2016销售量 (万千升)	2015年同比 (%)	2016年同比 (%)	2014年占比 (%)	2015年占比 (%)	2016年占比 (%)
重庆	10.12	46.78	50.59	362%	8%	10%	46%	53%
山城	73.68	27.50	15.93	-63%	-42%	70%	27%	17%
乐堡	8.13	14.79	17.52	82%	18%	8%	14%	19%
嘉士伯	0.00	1.73	1.56		-10%	0%	2%	2%
其他	12.83	11.90	9.02	-7%	-24%	12%	12%	10%
汇总	104.76	102.70	94.62			100%	100%	100%

来源：公司年报、中泰证券研究所

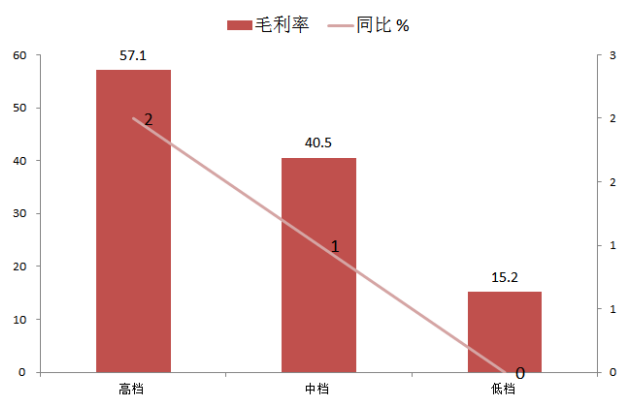
- 中高端品牌持续发力驱动毛利率水平提升。** 1) 从档次角度来看：中、高档营收均同比小幅上涨 2%，低档大幅下降 24%，中高档营收占比从 82% 升至 86%，公司推动产品高端化战略，着力打造中高档系列产品，对盈利能力不佳、投资回报不足的低档产品进行替换和升级；公司 2015 年毛利率仅为 36.92%，2016 年在产品结构升级的基础上有效带动毛利率重回 40%。2) 从吨价角度看：重啤吨价为 3378 元/吨领先国内同业公司逐步向国际高端巨头嘉士伯、百威靠拢，近两年吨价分别同比增长 44%、4% 从侧面反映了重啤中高端的成功升级。从近五年数据可以看出重啤吨价和重庆 GDP 呈增相关性，重啤毛利率和重啤吨价呈增相关性，我们预计未来三年重庆经济水平会保持双位数增长，由此带动重啤吨价的上升而进一步驱动公司毛利率的提高，综合来看我们认为公司中高端产品结构的顺利升级有效拉动了公司毛利率水平的提升。

图表 21：高中低档营收对比图



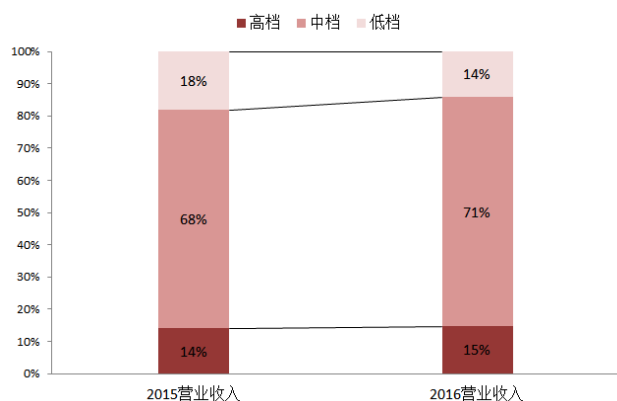
来源：公司年报、中泰证券研究所

图表 22：高中低档毛利率对比图



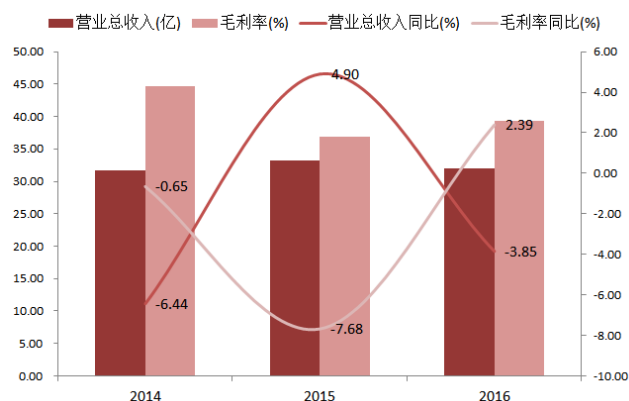
来源：公司年报、中泰证券研究所

图表 23: 中高档营收占比从 82% 升至 86%



来源: 公司年报、中泰证券研究所

图表 24: 2016 年毛利率同比提高 2.39%



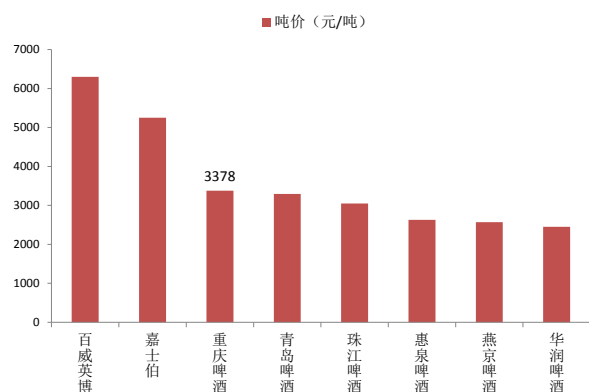
来源: 公司年报、中泰证券研究所

图表 25: 高中低档销量和收入一览

产品档次	销量(千升)	同比(%)	占比(%)	销售收入(亿元)	同比(%)	占比(%)	毛利率(%)	主要代表品牌
高档(>8)	8.7	-1%	9%	4.6	2%	15%	57%	嘉士伯系列, 乐堡纯生, 重庆纯生
中档(4-8)	62.7	-1%	66%	22.0	2%	71%	41%	乐堡及重庆国宾系列
低档(<4)	23.2	-24%	25%	4.4	-24%	14%	15%	重庆33, 山城系列(不含山城1958)

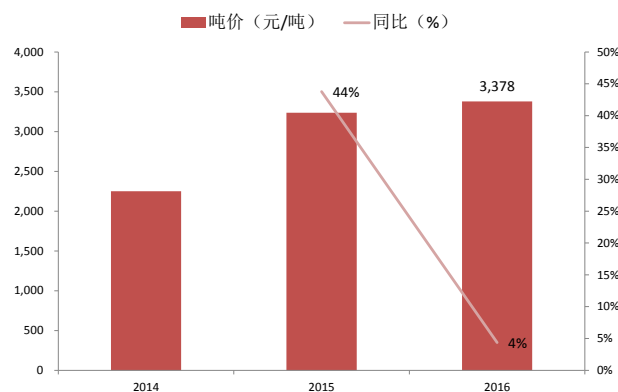
来源: 公司年报、中泰证券研究所

图表 26: 重啤吨价向国际品牌靠拢



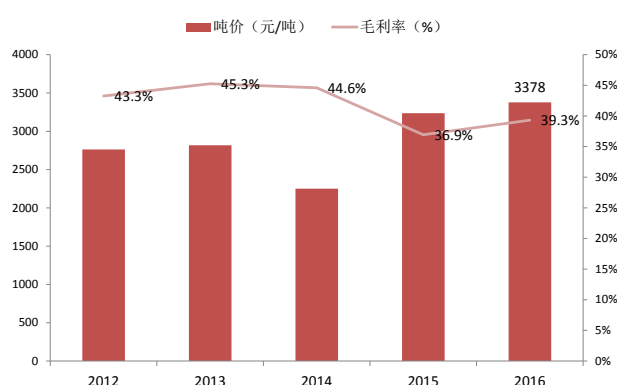
来源: wind、公司年报、中泰证券研究所

图表 27: 重啤吨价逐年上升

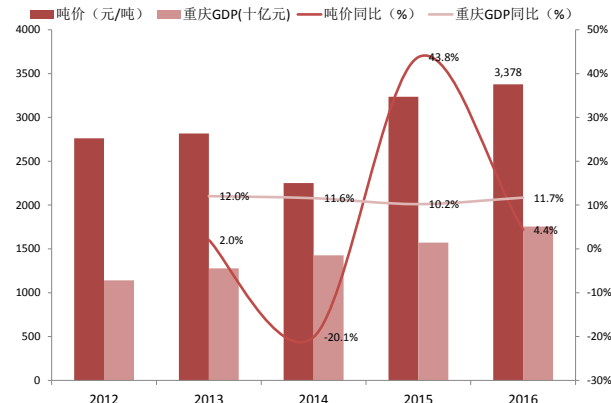


来源: wind、公司年报、中泰证券研究所

图表 28: 重啤吨价和毛利率呈正相关性



图表 29: 重啤吨价随重庆 GDP 呈正相关性

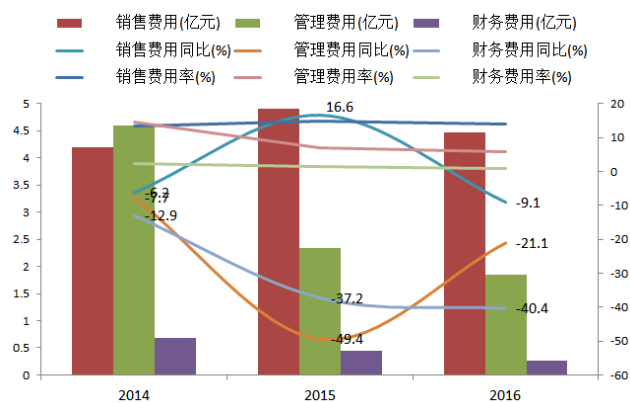


来源: wind、公司年报、中泰证券研究所

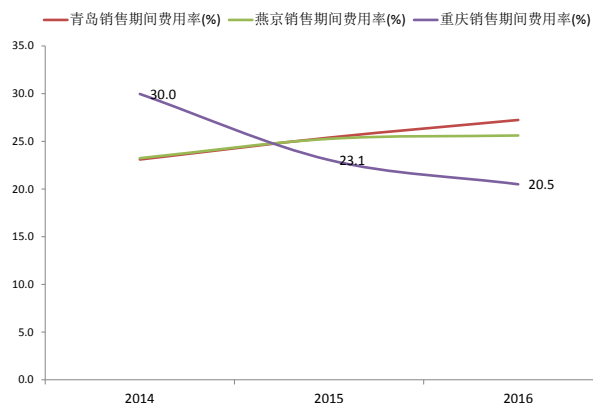
来源: wind、公司年报、中泰证券研究所

**费用管控初见成效，资产减值损失高峰期过后业绩有望充分释放**

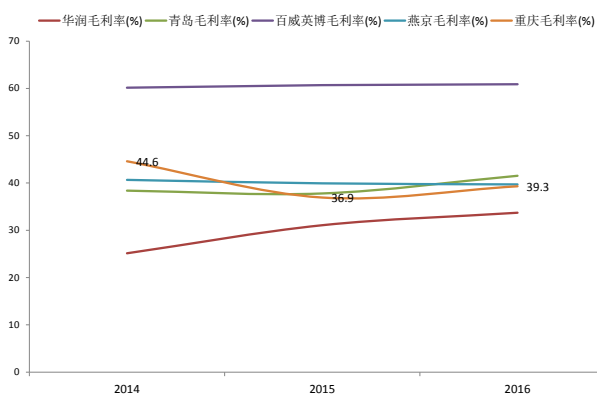
- 三费管控驱动公司净利率大幅回升。**2016 年公司销售费用率为 13.94%，同减 0.8%，主因促销费用减少；管理费用率为 5.75%，同减 1.25%，主因关厂导致员工薪酬减少；财务费用率 0.81%，同减 0.5%，主因公司继续与巴黎银行合作资金池业务、利息支出减少。从 2017Q1 来看，销售费用率为 12.30%，同减 1.64%；管理费用率为 7.89%，同增 2.14%；财务费用率为 0.46%，同减 0.35%。在经营情况改善及成本节约的影响下，公司 2016 年净利率达 4.38%，较去年-4.62%实现由负转正大幅度上升，国产五巨头净利率逐步靠拢。管理费用方面，今年存在少量部分职工安置费用，销售费用方面会因高端产品在成都等大城市投放而有所增加，我们认为前期高端产品费用投入有助于提升品牌力，后期费用趋稳后将释放更大的业绩弹性。

**图表 30：2016 三费管控成效显著**


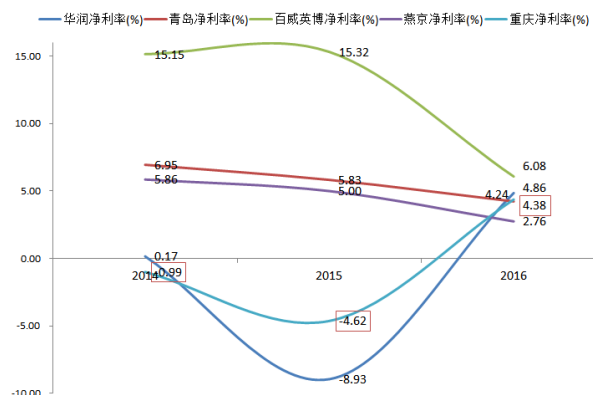
来源: wind、中泰证券研究所

**图表 31：重啤期间费用率较同行下行**


来源: wind、中泰证券研究所

**图表 32：重啤毛利率较同行提升**


来源: wind、中泰证券研究所

**图表 33：重啤净利率较同行大幅回升**


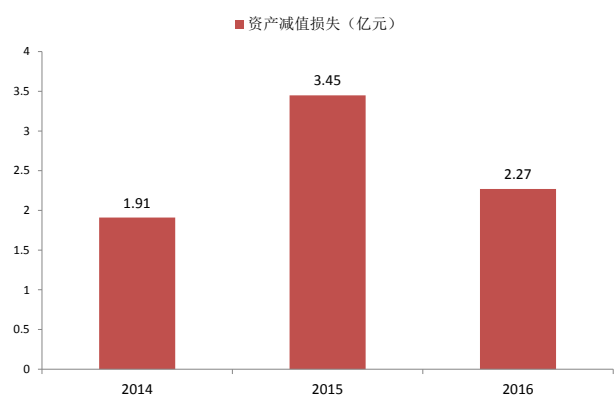
来源: wind、中泰证券研究所

**图表 34：2016 年三费构成一览**

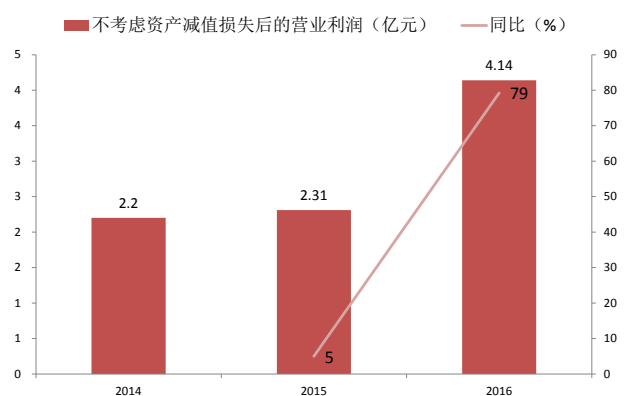
项目	具体情况
三费构成	销售费用 4.46 亿元 (-9.10%)，销售费用率 13.94% (-0.8%)，主要系销量下降及公司开展运营成本管理项目所带来的促销费用减少
	管理费用 1.84 亿元 (-21.1%)，管理费用率 5.75% (-1.25%)，主要系管理效率的提高和关厂导致员工薪酬减少
	财务费用 0.26 亿元 (-40.4%)，财务费用率 0.81% (-0.50%)，主要系公司继续与巴黎银行合作资金池业务，利息支出减少

来源：wind、中泰证券研究所

- 资产减值损失计提高峰期已过，公司净利润有望得到充分释放。**行业需求疲软、业绩下滑背景下公司瘦身自救，优化生产网络并淘汰落后产能，但也因此造成大量的资产减值损失，从而对利润端造成了较大的负面影响。主要表现为关停工厂、玻瓶计提、山城商标计提资产减值准备三个方面。扣除资产减值损失因素影响后，营业利润同比增长 79%，表现十分靓丽。我们预计后续大规模关厂可能性较小，淘汰玻瓶而带来的包装物跌价损失平均每年计提 3-4 千万元，尚未计提的 2650 万元“山城牌”商标减值准备从会计角度上看不用计提了，我们认为计提高峰期已过的重庆啤酒已卸下沉重包袱并轻装上阵，预计在费用管控和产能优化调整后，公司的利润端有望得到充分释放。

**图表 35：近三年资产减值损失大幅增加**


来源：wind、中泰证券研究所

**图表 36：剔除减值损失后的营业利润表现靓丽**


来源：wind、中泰证券研究所

**图表 37：资产减值损失计提情况一览**

项目	具体情况
资产减值损失	<b>关停公司固定资产减值计提：</b> 公司为不断提高盈利能力持续考量多种方案，包括优化目前公司现有的啤酒生产厂家的部署、出让、关停冗余的一些机构或企业、人员优化以及提高生产现代化的水平。公司自 2015 年开始先后对重庆嘉酿啤酒有限公司綦江分公司、柳州山城啤酒有限责任公司、重庆啤酒安徽九华山有限公司、永川分公司、黔江分公司、重庆啤酒集团六盘水啤酒有限责任公司、重庆啤酒安徽亳州有限责任公司等七家分子公司进行关停。16 年固定资产减值损失 1.51 亿元，我们预计未来资产减值损失将会明显降低
	<b>存货减值计提：</b> 根据公司供应链提高生产效率、降低采购成本的需要，以及为适应公司品牌策略和产品结构的逐步调整而确定的啤酒瓶型及总量的优化方案，逐渐简化公司的玻瓶包装，最终在全国范围内只使用 4 种玻瓶。2016 年度计提包装物跌价准备 4,329.39 万元，截至资产负债表日，公司已计提的包装物跌价准备余额为 25,034.63 万元。目前公司淘汰玻瓶而带来的包装物跌价损失已经度过计提高峰，整体来看平均每年存货跌价损失将会维持在 3-4 千万
	<b>“山城牌”啤酒系列商标减值计提：</b> 随着公司的品牌战略调整，2016 年该品牌啤酒销量继续下降。2016 年对原值为 9,920.06 万元使用寿命不确定的“山城牌”啤酒注册商标计提减值准备 2,150.00 万元，累计已计提减值准备 7,270.06 万元。虽然仍有 2000 多万尚未计提但从会计角度上看不用计提了

来源：中泰证券研究所

## 成长路径：重庆→四川→全国，“中国嘉士伯”指日可待

重庆：品牌营销+产品优化+高市占率，推动产品结构快速升级

- **嘉士伯与足球渊源深厚，通过高频率赛事曝光提高品牌影响力。**嘉士伯是世界第四大酿酒集团，于1847年创立，总部位于丹麦哥本哈根，自1988年开始已连续赞助了7届欧洲杯赛事；自1992年开始，嘉士伯就成为了利物浦足球会的胸前广告赞助商；嘉士伯中国于2014年3月与中超联赛签约，这是继2012年赞助欧洲杯、2013年开始成为全球最大的足球联赛之一英超的官方啤酒后，嘉士伯再度拥抱足球赛事，充分体现了嘉士伯对中国市场的看重。嘉士伯通过足球营销巩固品牌曝光率和消费者忠诚度，增强了品牌影响力。
- **乐堡携带着音乐基因，通过音乐节提高品牌影响力。**乐堡啤酒是全球嘉士伯旗下的品牌，于2012年进入中国，作为受全球年轻消费者青睐的时尚啤酒品牌，乐堡啤酒拥有目前国内唯一的创新易拉啤酒瓶盖“拉乐环”设计，加上疯狂流淌着的音乐基因、清爽顺口的口感和淡雅适中的苦度，给年轻消费群带来视觉、听觉、味觉全方位的享受。乐堡啤酒对音乐的热爱深植于乐堡的品牌基因之中，曾赞助世界上规模最大的露天音乐节英国格拉斯顿伯里音乐节等，在中国举办乐堡重庆绿放音乐节、草莓音乐节、乐堡大篷车音乐巡演等特色活动，2017李宇春携手 Major Lazer 开启 Tuborg Open 乐堡开躁全球音乐计划，品牌定位集中在“快乐开启者”的乐堡啤酒致力于用音乐作为与年轻人深度沟通的方式，进一步扩大品牌影响力。

图表 38：嘉士伯中超联赛官方啤酒



来源：中泰证券研究所

图表 39：乐堡啤酒，拉开快乐



来源：中泰证券研究所

图表 40：乐堡开躁全球音乐计划



来源：中泰证券研究所

- **重啤借助嘉士伯集团的国际化品牌效应优化产品结构。**重庆啤酒的产品主要包括自有品牌和嘉士伯旗下品牌。自有品牌包括山城、重啤等，嘉士伯旗下品牌产品包括乐堡、嘉士伯冰纯、凯旋 1664、怡乐仙地等。重啤与嘉士伯有委托加工和授权许可两种合作模式。委托加工模式下公司只有相应嘉士伯品牌的生产权，而授权许可模式下公司缴纳相应的许可费便拥有制造、营销和销售相关品牌啤酒的权利，产品集中在重庆、四川、湖南等地。经授权许可自 2016 年 1 月 1 日起，公司及部分下属子公司可以使用嘉士伯、乐堡、特醇嘉士伯、冰纯嘉士伯、凯旋 1664、怡乐仙地等商标。我们认为公司将充分发挥本地品牌与国际品牌相结合的效应不断优化产品和品牌结构，进一步巩固核心竞争力。

图表 41：重啤代表品牌和产品结构一览

档次	价格(元)	代表品牌	代表产品	营业收入 (亿元)	同比 (%)	营收占比 (%)	毛利率 (%)
超高端	>12	嘉士伯系列，乐堡纯生，重庆纯生	凯旋1664，重庆黑啤	4.6	2	15	57.1
高端	8-12		纯生、乐堡纯生、重庆金樽、嘉士伯冰纯/特醇、山城				
中端	4-8	乐堡及重庆国宾系列	重庆国宾33/66、乐堡、怡乐仙地	22.0	2	71	40.5
低端	<4	重庆33，山城系列（不含山城1958）	山城、重庆	4.4	-24	14	15.2
经营计划	<b>产品战略上：</b> 继续推动高端化战略，着力打造中高档系列产品，对盈利能力不佳、投资回报不足的低档产品进行替换和升级 <b>区域操作：</b> 中高档产品聚焦城市和城郊，低档产品覆盖村镇，确保整体市场份额稳定的同时提升整体盈利能力						

来源：公司年报、中泰证券研究所

图表 42：委托加工和授权许可合作模式

合作模式	时间	协议	委托品牌	许可费
授权许可	20160101起	重庆啤酒及下属部分子公司分别与嘉士伯酿酒有限公司签订许可协议	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%
委托加工	2011-2017年底	重庆啤酒与嘉士伯啤酒(广东)有限公司签订委托加工生产协议	Tuborg(乐堡)	委托加工对价按照加工生产服务成本(包括生产成本、销售税金及附加、财务费用、搬运费等)加合理利润计算
	2014-2017年底	重庆啤酒与嘉士伯啤酒(广东)签订 Kronenbourg 1664 Blanc(凯旋1664白)品牌啤酒委托加工协议	Kronenbourg 1664 Blanc(凯旋1664白)	
	2014-2017年底	湖南重庆啤酒国人有限责任公司与嘉士伯啤酒(广东)签订委托加工生产协议	Tuborg(乐堡)	
	2015-2018年底	重庆啤酒集团成都勃克有限公司与嘉士伯啤酒(广东)签订委托加工生产协议	Tuborg(乐堡)	

来源：公司年报、中泰证券研究所

图表 43：嘉士伯旗下品牌及价位

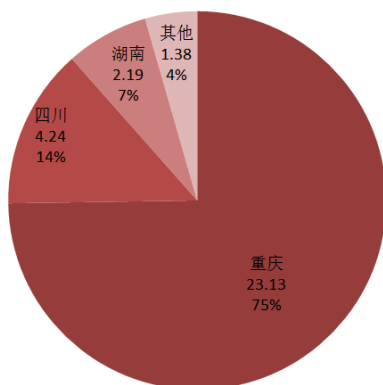
			
【天猫超市】嘉士伯 国产乐堡啤酒 330ml/瓶清爽小麦拉格啤酒 总销量: 11446 ¥ 6.00	【天猫超市】嘉士伯 怡乐仙地柠檬味啤酒330ml/瓶 果味啤酒 总销量: 54510 ¥ 6.80	【天猫超市】嘉士伯 冰纯嘉士伯啤酒10.3P 清爽顺滑型 600ml瓶 总销量: 1639 ¥ 8.10	【天猫超市】嘉士伯 Kronenbourg 1664凯旋白啤酒330ml瓶装啤酒 总销量: 30680 ¥ 12.50

来源：天猫、中泰证券研究所

- 核心市场重庆市占率高，充足把控能力助推产品升级战略落地。**重啤在核心市场重庆拥有的 85% 的高市占率，区域龙头强劲把控能力为产品升级战略创造良好的市场条件。1) **市场份额方面**：公司主营业务地区为重庆、四川和湖南，其最主要的核心市场是重庆市场，2016 年重庆地区收入占比达 75%，重啤在重庆市场份额占比 85%，我们认为公司在核心区域重庆具有绝对优势。2) **产品依赖方面**：重庆消费者对本地重庆啤酒具有极强的本土情结，愿意消费本地酒，发展本地酒企，对重啤旗下产品接受度很高，餐饮市场消费基本由重啤产品占据。我们认为重啤在重庆市场的龙头地位稳固，凭借强势市场把控能力高效执行产品升级战略。

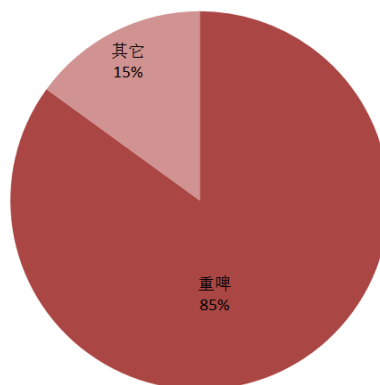


图表 44：2016 年重庆地区收入占比 75%



来源：wind、中泰证券研究所

图表 45：重啤在重庆市场份额占比 85%

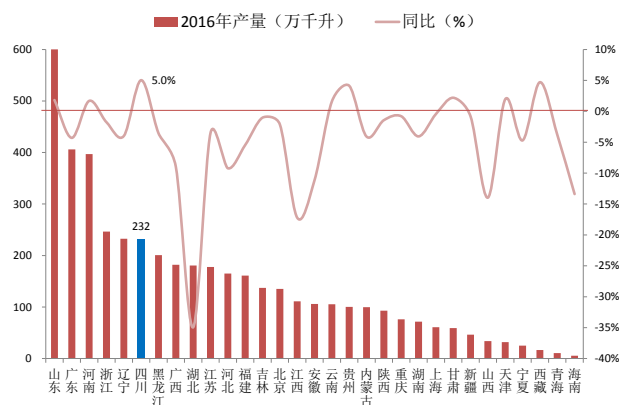


来源：中泰证券研究所

### 四川：深度聚焦核心市场，市占率提升空间充足

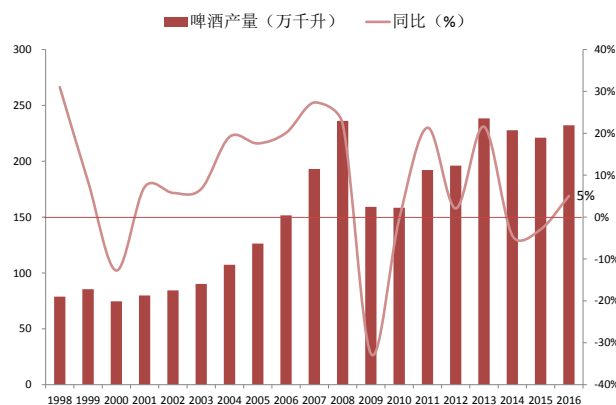
- **四川省啤酒市场率先全国走出低谷。**从 2016 年全国各地区啤酒产量及增速来看，山东省啤酒产量为 600 万千升，同比增长 1.8%，位居榜首，四川省啤酒产量为 232 万千升，同比增长 5.0%，位居第六，啤酒产量增速高达 5% 领先全国。2016 年全国啤酒产量为同比下降 4.4%，而四川省同比增长 5% 率先走出低谷。2017 年 5 月，四川省啤酒产量 22.1 万千升，同比增长 1.8%，2017 年 1-5 月，四川省啤酒产量 101.6 万千升，同比增长 1.1%，综合来看，四川省啤酒市场呈现回暖态势。

图表 46：四川省 2016 年产量和增速领先全国



来源：wind、中泰证券研究所

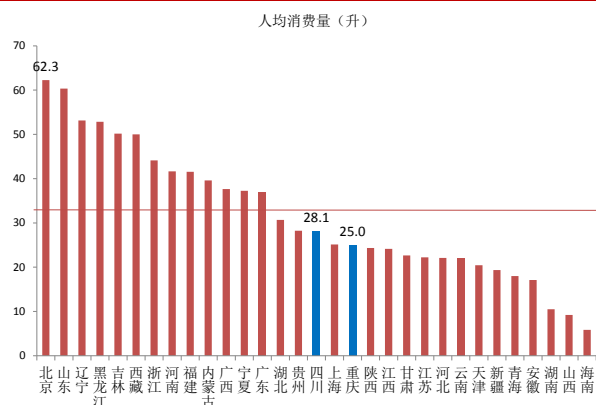
图表 47：四川省啤酒产量逐年递增



来源：wind、中泰证券研究所

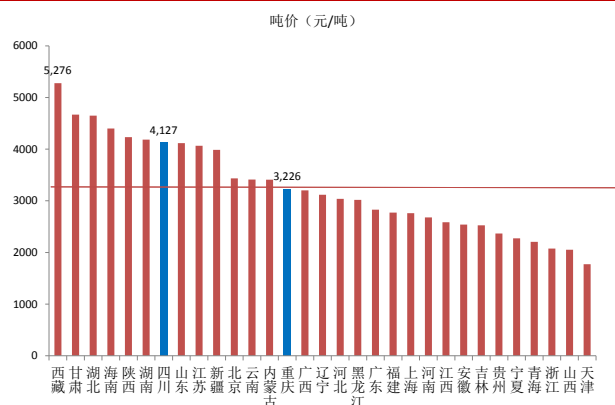
- **四川省啤酒市场具备良好发展前景。**1) 从人均消费量角度看：四川省人均啤酒消费量为 28.1 升，低于全国平均 31.7 升，远低于北京 62.3 升，我们认为四川省人均消费量离天花板尚早，长期来看四川市场上升空间充足。2) 从吨价角度来看，四川省啤酒吨价为 4127 元，远高于全国平均 3257 元，相比较而言四川地区中高端接受程度良好，我们认为随着产品结构升级战略的推进，四川市场规模和收入有望进一步放大，未来具备充足增长潜力。经初步测算，若不考虑人口变化因素，假设人均消费量达全国水平 35 升/人，吨价达 4500 元/吨，我们预计该价四川市场规模具有 1.5 倍增量空间，对应收入增量 35 亿元。

图表 48：四川省人均消费量低于全国平均水平



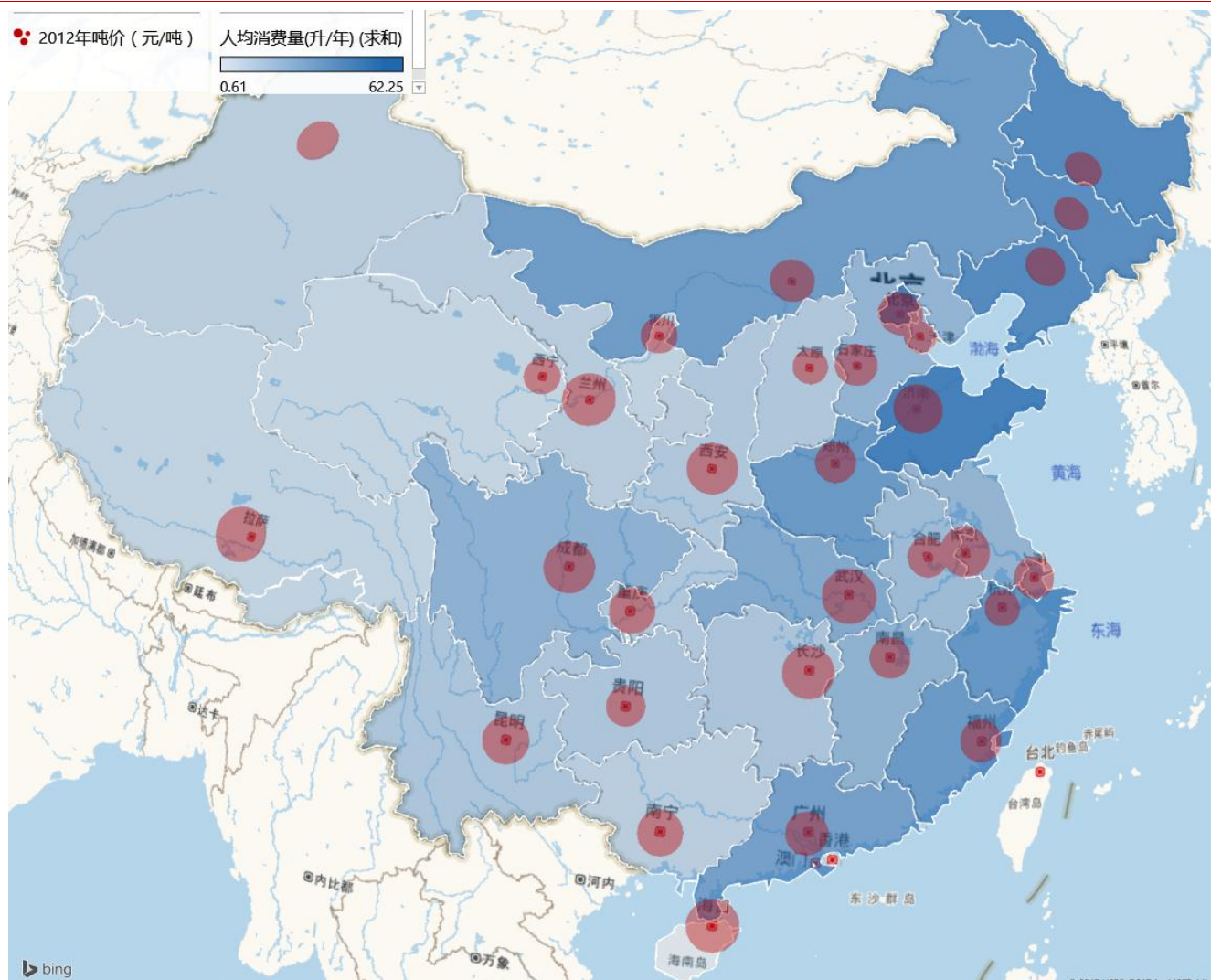
来源：wind、中泰证券研究所

图表 49：四川省啤酒吨价较全国处于中上水平



来源：wind、中泰证券研究所、注：地区啤酒收入数据于 2012 年截止

图表 50：全国各地区啤酒人均消费量和吨价地图



来源：中泰证券研究所

- **公司管理层战略明晰，四川发力有望带来收入增量。**1) 公司自 1958 年以来拥有稳固的主体消费市场和忠实的消费者，2013 年底嘉士伯接手后，导入嘉士伯先进实践系统并对公司进行了全面调整，如发力中高端产品、调整产能布局、提高生产效率等。2014 年 8 月柯俊财上任嘉士伯中国区 CEO，现任柯俊财为公司董事长亲自整合重啤，从董事会和高管结构来看多人也拥有嘉士伯高管背景，外企高效管理风格有望加速重啤成长。2) 重啤在重庆市场精耕细作多年，领导地位早已占据，随着城镇化进程加速以及消费升级带动中高端啤酒高需求，公司借此机会充分利用嘉士伯集团的国际化优势升级产品、夯实市场、优化产能、提升效率，极大地巩固了公司在重庆域内的竞争力。从战略规划来看，今年嘉士伯计划在中国选定近 20 个城市作为重点战略地，重啤在四川选定 3 个市场并计划 3 年内做到当地市占率第一、二，成为以啤酒为核心的最成功、最专业和最具吸引力的公司。

图表 51：重啤董事会与高管履历

姓名	职务	任职日期	性别	国籍	学历	出生年份
柯俊财	董事长	2017-02-21	男	中国香港	硕士	1967
中国香港,香港中文大学工商管理硕士学位。历任屈臣氏斯柏克林饮用水有限公司总经理,亨氏中国(Heinz China)总裁和亨氏龙凤公司(Heinz LongFong)董事总经理。自2014年8月起,担任嘉士伯中国区首席执行官职务。现任重庆啤酒股份有限公司董事。						
吕彦东	董事	2016-05-06	男	中国	硕士	1976
哈尔滨工业大学机械电子工程硕士研究生。曾先后在哈尔滨电机股份有限公司,广州宝洁公司和百事饮料有限公司担任技术及管理工作。历任嘉士伯公司惠州供应链总监,本公司副总经理。现任嘉士伯中国区生产运营副总裁。						
陈松	董事	2016-12-09	男	中国	博士	1973
拥有中山大学管理学院财务与投资方向博士学位,财务与投资方向硕士学位和华中理工大学机械设计与制造学士学位,同时也是中国注册会计师和美国注册内部审计师。陈松先生拥有超过16年在跨国公司,特别是快速消费品行业丰富的工作经验。在加入重庆啤酒之前,曾于2011年至2014年任职于科蒂(中国)投资有限公司首席财务执行官和彩妆事业部总经理,在企业并购及整合,ERP系统再造,企业内部控制,财务流程,财务计划和分析等方面拥有丰富经验。现任本公司总经理,全面负责公司的运营管理。						
Chin Wee Hua(陈伟豪)	董事	2017-03-09	男	马来西亚	硕士	1971
马来西亚国籍。毕业于澳洲西澳大学,商业学位,主修会计及财务经济及注册与澳洲会计师公会的会计师。另外毕业于英国莱切斯特大学,工商管理硕士。2001年至2008年任阿尔斯通电力亚太(马来西亚)有限公司财务总监。2009-2014年任武汉锅炉股份有限公司财务总监。2015-2016年任通电网能源互联业务(GE Grid Solutions Pte Ltd)亚洲财务总监。目前担任嘉士伯中国财务副总裁。						
连德坚	董事	2017-05-04	男	--	本科	1968
1991年毕业于香港大学工程系。2002年7月加入嘉士伯中国任业务运营经理,参与嘉士伯收购云南啤酒业务和并购后的业务整合工作。之后在云南内历任数职,主要集中于业务整合和销售发展,经销网络和销售渠道优化,以及销售运营领域。自2014年10月起,担任嘉士伯云南区总经理。在加入嘉士伯之前,在英资太古集团饮料事业部工作多年。						
Roland Arthur Lawrence (罗磊)	董事	2017-08-15 (候选)	男	澳大利亚	硕士	1959
2012年至今担任嘉士伯亚洲财务副总裁,同时担任嘉士伯啤酒厂香港有限公司和 Carlsberg India Pvt. Ltd., Gorkha Brewery (P) Ltd 公司董事。2008年至2011年担任沃尔玛(中国)高级副总裁和首席财务官。2008年之前主要在澳大利亚就职于 Coles Myer 集团,任 ColesGroup 集团财务部总经理和 Coles Supermarkets 财务部总经理。罗磊先生拥有澳大利亚注册执业会计师(FCPA)资格拥有墨尔本大学企业学硕士学位,澳大利亚迪肯大学商业研究生文凭,新加坡国立大学教育研究生文凭和荣誉文学学士学位。						
郭永清	独立董事	2013-04-12	男	中国	博士	1975
上海财经大学经济学博士后,历任上海国家会计学院部门主任。现任上海国家会计学院会计学教授,三湘集团股份有限公司,天津创业环保股份有限公司,上海海欣集团股份有限公司,重庆博腾制药股份有限公司独立董事,本公司独立董事。						
曲凯	独立董事	2013-04-12	男	中国	本科	1970
西南政法学院经济法学士,历任北京凯文律师事务所合伙人。现任北京国枫凯文律师事务所合伙人,楚天科技股份有限公司独立董事,本公司独立董事。						
李显君	独立董事	2016-05-06	男	中国	博士	1967
吉林大学经济学院经济学博士,历任清华大学汽车工程系汽车发展研究中心主任,高级研修中心主任,产业系统工程学科主任。现任清华大学汽车工程系汽车发展研究中心主任,产业系统工程学科主任,江铃汽车股份公司,天津一汽夏利汽车股份公司独立董事。						
陈松	总经理	2015-04-22	男	中国	博士	1973
拥有中山大学管理学院财务与投资方向博士学位,财务与投资方向硕士学位和华中理工大学机械设计与制造学士学位,同时也是中国注册会计师和美国注册内部审计师。陈松先生拥有超过16年在跨国公司,特别是快速消费品行业丰富的工作经验。在加入重庆啤酒之前,曾于2011年至2014年任职于科蒂(中国)投资有限公司首席财务执行官和彩妆事业部总经理,在企业并购及整合,ERP系统再造,企业内部控制,财务流程,财务计划和分析等方面拥有丰富经验。现任本公司总经理,全面负责公司的运营管理。						
徐万里	副总经理	2016-05-06	男	中国	--	1975
2001年至2016年间先后就职于华润啤酒(中国)有限公司,新疆乌苏啤酒有限责任公司,嘉士伯中国区,重庆啤酒股份有限公司,先后从事和负责生产成本管理,技术质量管理,生产卓越化管理等工作,在啤酒制造与技术,供应链管理方面拥有丰富的经验。现任本公司供应链总监,负责啤酒生产工厂运作管理。						
周照维	副总经理	2016-05-06	男	中国	--	1974
1998年至2015年历任重啤集团成都勃克啤酒有限公司大区经理,重庆啤酒股份有限公司成都销售分公司经理,内江销售分公司经理,销售部部长,重庆区域销售总监,在啤酒销售方面拥有丰富经验。现任本公司重庆区域销售总监和重庆区域总经理。						
姜涛	副总经理	2017-04-12	男	--	--	1966
曾先后任职于顶益(天津)国际食品有限公司,马太太(广州)食品有限公司,安海斯-布希企业管理(亚洲)有限公司和百威英博(中国)销售有限公司,担任事业部和地区销售的多个高级管理职务。2013年4月加入重庆啤酒股份有限公司任副总经理。2014年3月任嘉士伯东部资产安徽事业部总经理,2015年2月至2017年3月任嘉士伯东部资产总经理。						
邓炜	董事会秘书	2006-08-22	男	中国	硕士	1972
男,历任重庆啤酒股份有限公司证券事务代表,曾任本公司总经理助理,现任本公司董事会秘书。						

来源：wind、中泰证券研究所

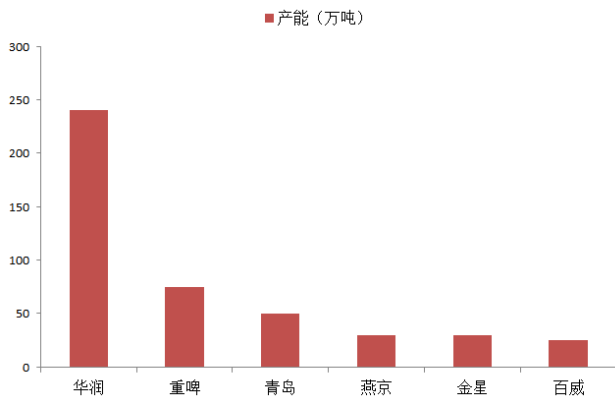
图表 52：重啤董事会与高管经营计划

经营情况与讨论
<p><b>在市场策略方面：</b>1) 持续推动重庆主品牌的高端化战略，扩大高端产品的市场宣传及分销覆盖率；2) 坚持多样化的听装产品组合铺市策略，加强非现饮市场听装陈列显现，持续提升市场份额；3) 深化终端销售执行，提高消费者与产品的感知度与见面率。4) 重庆啤酒“麻辣松”系列活动的成功举办提升了重庆品牌年轻、时尚的品牌形象，扩大了消费者影响力；4) E-sales系统（移动销售管理系统）的全面上线有效帮助销售团队提升终端销售执行力。</p>
<p><b>在供应链管理方面：</b>1) 持续调整产能布局和提高生产效率。2) 优化组织架构，强调以客户为导向，使团队更加专业化。3) 通过全面推行 LeanTPM（精益生产）项目，各级管理者能力和工厂管理水平得以提升；4) 全面推行SHAPE（安全生产卓越化）系统，公司的EHS（环境、健康与安全）管理进一步规范化。</p>
<p><b>在财务管理方面：</b>1) 提升分子公司月度经营分析质量和预算管理水准；2) 加强与外部会计服务供应商的合作，实施账务处理标准化，提升会计核算的效率；3) 优化内部控制流程，提升内部控制管理水平；4) 持续优化组织架构，缩减运营成本，提升经营效益，增强企业竞争实力。</p>
<p><b>在人力资源方面：</b>1) 在“扬帆22”和“资援新征程”两大战略的指引下开展系列工作，帮助公司提升运营效率。2) 下半年度致力于企业3A（“Alignment, Accountability, Action”）文化的推广，提升团队意识和推广企业精神，为公司文化构建奠定坚实基础。3) 继续推动组织优化，确保组织效率的有效提升；与此同时，持续关注人才的发展、培养与保留，为公司长期发展做好人才储备</p>

来源：wind、中泰证券研究所

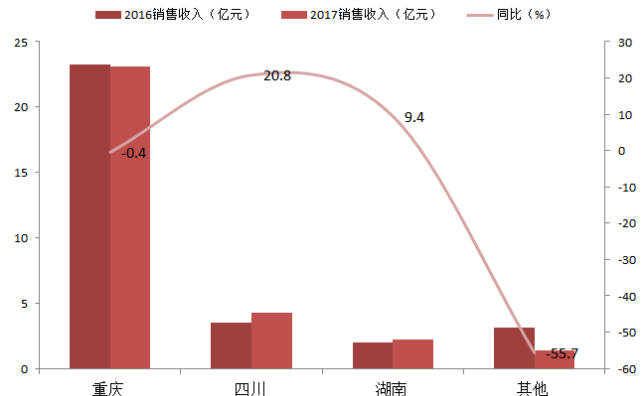
- 公司的主要竞争对手华润、青岛在四川的市占率分别为 50%、10%，重啤市占率还有充足提升空间。1) 公司在四川的产能充足。斑马消费统计显示，整个四川的啤酒产能约为 450 万吨，其中华润雪花约 240 万吨，重庆啤酒 75 万吨位列第二。2) 四川大额的费用投放有望提升品牌影响力：今年成都等地重啤广告明显增多，此外音乐节等活动使乐堡等影响力进一步提升，短期拖累整体利润增速但利好中长期发展。3) 外企精耕细作、高效管理风格下，中高端产品有望快速渗透。国外品牌在产品升级中尽享优势，乐堡等嘉士伯品牌在国内的快速增长已充分证明消费者的选择。4) 9 月底宜宾新厂投产后重啤在四川的竞争力有望超越竞争对手。2015 年 6 月公司及子公司重庆啤酒宜宾有限责任公司与宜宾县人民政府签订了《年产 30 万千升啤酒生产线技改搬迁项目投资协议》，我们认为 2017 年 9 月底新厂投产后公司产能将进一步提高，技术装备更新升级后将以更高品质的酿造理念服务消费者，竞争力进一步加强。2016 年重啤在四川销量同比增长 13%，销售收入同比增长 20%，目前重啤在四川区域市占率仅 10%，且重啤在四川省内产品结构整体偏低，未来结构升级潜力充足，长期来看我们认为公司在四川市场具备充足发展前景。

图表 53：重啤在四川市场产能充足

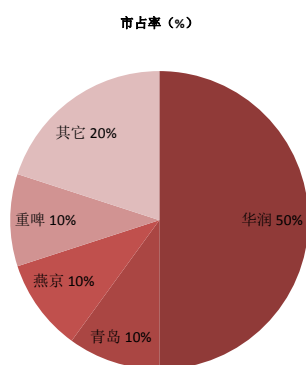


来源：斑马消费、中泰证券研究所

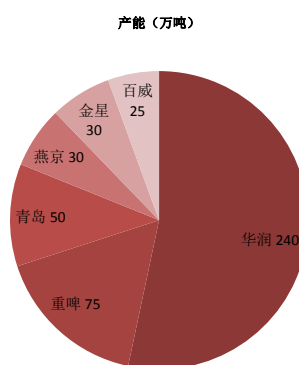
图表 54：2016 年四川销售收入同比增长 20%



来源：公司年报、中泰证券研究所

**图表 55：重啤在四川省占率约 10%**


来源：斑马消费、中泰证券研究所

**图表 56：重啤在四川产能位列第二**


来源：公司年报、中泰证券研究所

**图表 57：四川市场代表市县销售情况**

代表市县	主流产品	销售情况
成都	华润、青岛、重啤、百威、嘉士伯	作为省会城市啤酒品牌很多，中低档以华润为主，青岛、重啤表现不佳，高档市场百威和嘉士伯走货状况良好
宜宾	华润、重啤、青岛	重啤覆盖酒店和小店，蓝剑销售网络最为健全，青岛在商超走货状况较好，进口品牌集中在酒吧、夜店
自贡	华润、重啤、雪花	消费水平有限且下岗工人多，中低端为主
绵阳	华润、重啤	华润最初根据地，网络建设、中端铺货，促销活动突出，约占 60% 份额
德阳、邛崃、遂宁	华润、重啤	华润蓝剑、雪花占绝对优势，消费者培育较成熟，重啤以低端为主
西充	重啤	重啤市占率 70%，网络覆盖广、促销有利、买断中端等

来源：中泰证券研究所

**图表 58：重啤以及宜宾公司与宜宾县政府签订协议**

时间	年产 30 万千升啤酒生产线技改搬迁项目投资协议
2015/6/16	<p>1、宜宾公司拟于近期对现有啤酒生产线实施整体技改搬迁建设，将其生产经营业务整体搬迁至宜宾县向家坝工业集中区高捷园内。</p> <p>2、该新建年产 30 万千升（一期不低于 20 万千升）啤酒生产线搬迁技改项目选址宜宾县向家坝工业集中区高捷园，用地面积 200 亩，并另规划预留相邻 100 亩作为二期用地，用途为工业用地。</p> <p>3、项目总投一期不低于人民币 3.3 亿元，设计产能不低于 20 万千升。该项目于 2015 年 10 月 31 日前开工建设，总建设周期预计 18 个月，于 2017 年 9 月 30 日前试生产（“一期试生产”）。力争尽早完成 30 万千升产能规模的建设。</p> <p>4、宜宾县政府须向宜宾公司支付宜宾公司实收各项补偿金合计人民币 1.5 亿元（以下简称：“征（回）收安置补偿款”），宜宾县政府确保宜宾公司实收征（回）收安置补偿款人民币 1.5 亿元，因收取征（回）收安置补偿款扣除搬迁支出后而产生的税费，由宜宾县政府以产业发展专项资金给予足额补助，全部产业发展专项资金应在 2017 年 12 月 31 日前完成支付，征（回）收安置补偿款和产业发展专项资金补助，全部专项用于本协议项下的搬迁及新厂建设。</p>

来源：中泰证券研究所

### 全国：承诺临近兑现，重啤有望成为嘉士伯在华的资本运作平台

- 我们认为未来三年内重啤有望成为嘉士伯在中国的资本运作平台。2013 年嘉士伯持有上市公司股份约 1.47 亿股，要约收购时嘉士伯承诺：要约收购完成后的 4-7 年（即 2017-2020 年）时间内按照符合国际惯例的合理估值水平，将其与重庆啤酒存在潜在竞争的国内的啤酒资产和业务注入重庆啤酒，彻底解决潜在的同业竞争并争取在更短的时间内完成。嘉士伯在中国共拥有 40 多家啤酒厂，其中有 30 多家啤酒厂遍布重庆、云南、广东、新疆等中西部省份，其啤酒销量在中国西部市场占有率达 55%，有“西部啤酒王”的称号。嘉士伯在华销量中，重庆啤酒占据近一半份

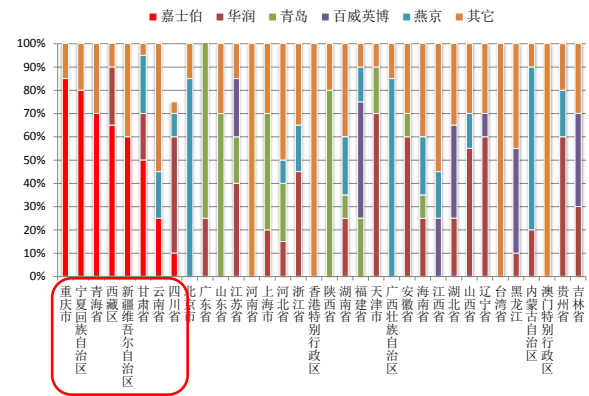
额，我们预计嘉士伯在中国的总资产是重啤体量的两倍以上，基于重啤是嘉士伯在中国的唯一控股上市公司，未来重啤有望成为嘉士伯在华的资本运作平台。

图表 59：嘉士伯在华公司一览

公司名称	地区	公司类型	持股比例
嘉士伯啤酒厂香港有限公司	香港	子公司	100%
昆明华狮啤酒有限公司	昆明	子公司	100%
大理啤酒有限公司	大理	子公司	100%
嘉士伯啤酒企业管理(重庆)有限公司	重庆	子公司	100%
嘉士伯啤酒(广东)有限公司	广东	子公司	99%
重庆嘉酿有限公司	重庆	子公司	79%
宁夏西夏嘉酿有限公司	宁夏	子公司	70%
新疆乌苏啤酒有限公司	乌鲁木齐	子公司	65%
重庆啤酒股份有限公司	重庆	子公司	60%
西藏拉萨啤酒有限公司	拉萨	联营/合营/参股	50%
兰州黄河嘉酿啤酒有限公司	兰州	联营/合营/参股	50%
青海黄河嘉酿啤酒有限公司	西宁	联营/合营/参股	50%
酒泉西部啤酒有限公司	酒泉	联营/合营/参股	50%
天水黄河嘉酿有限公司	天水	联营/合营/参股	50%

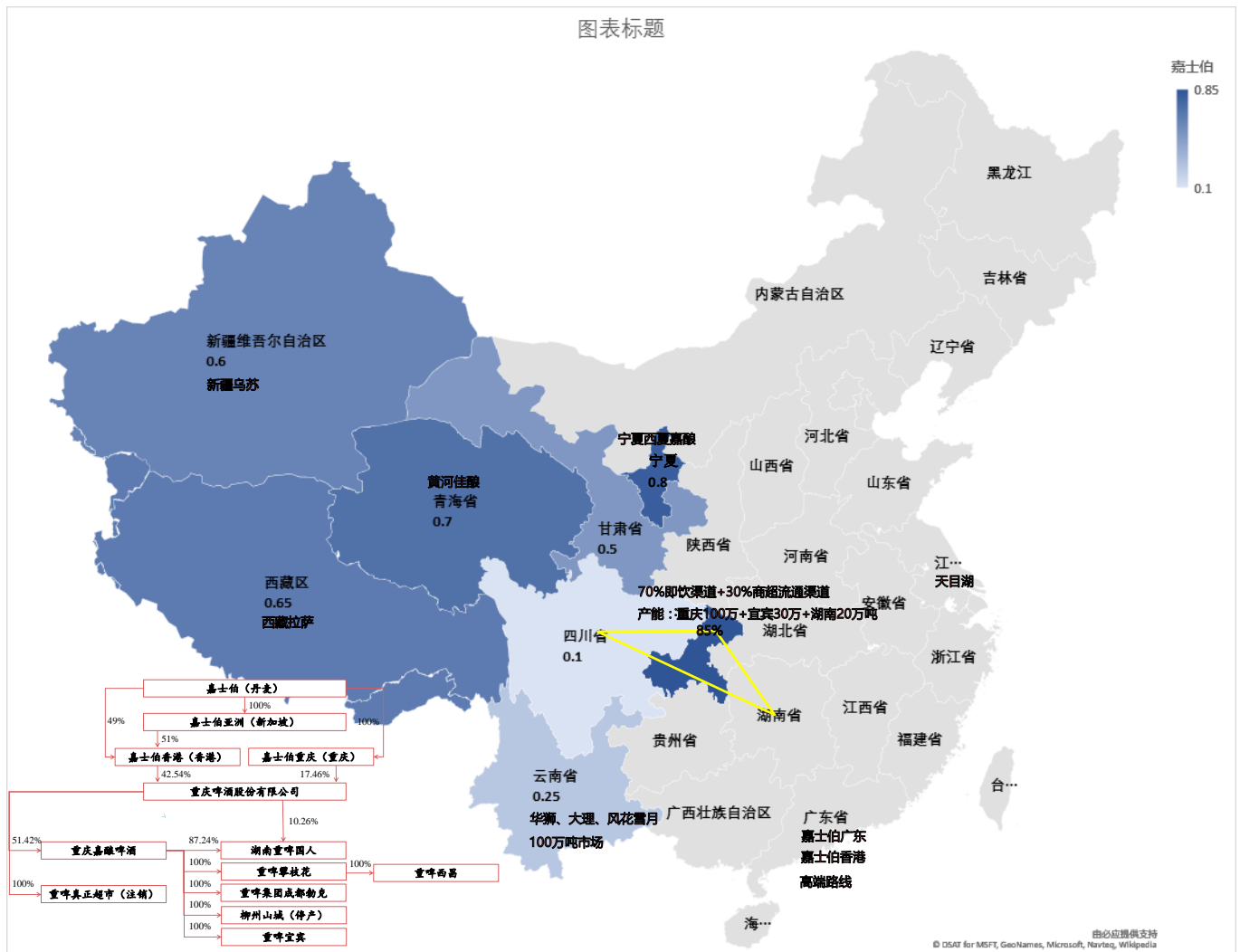
来源：嘉士伯年报、中泰证券研究所

图表 60：嘉士伯在华市场份额



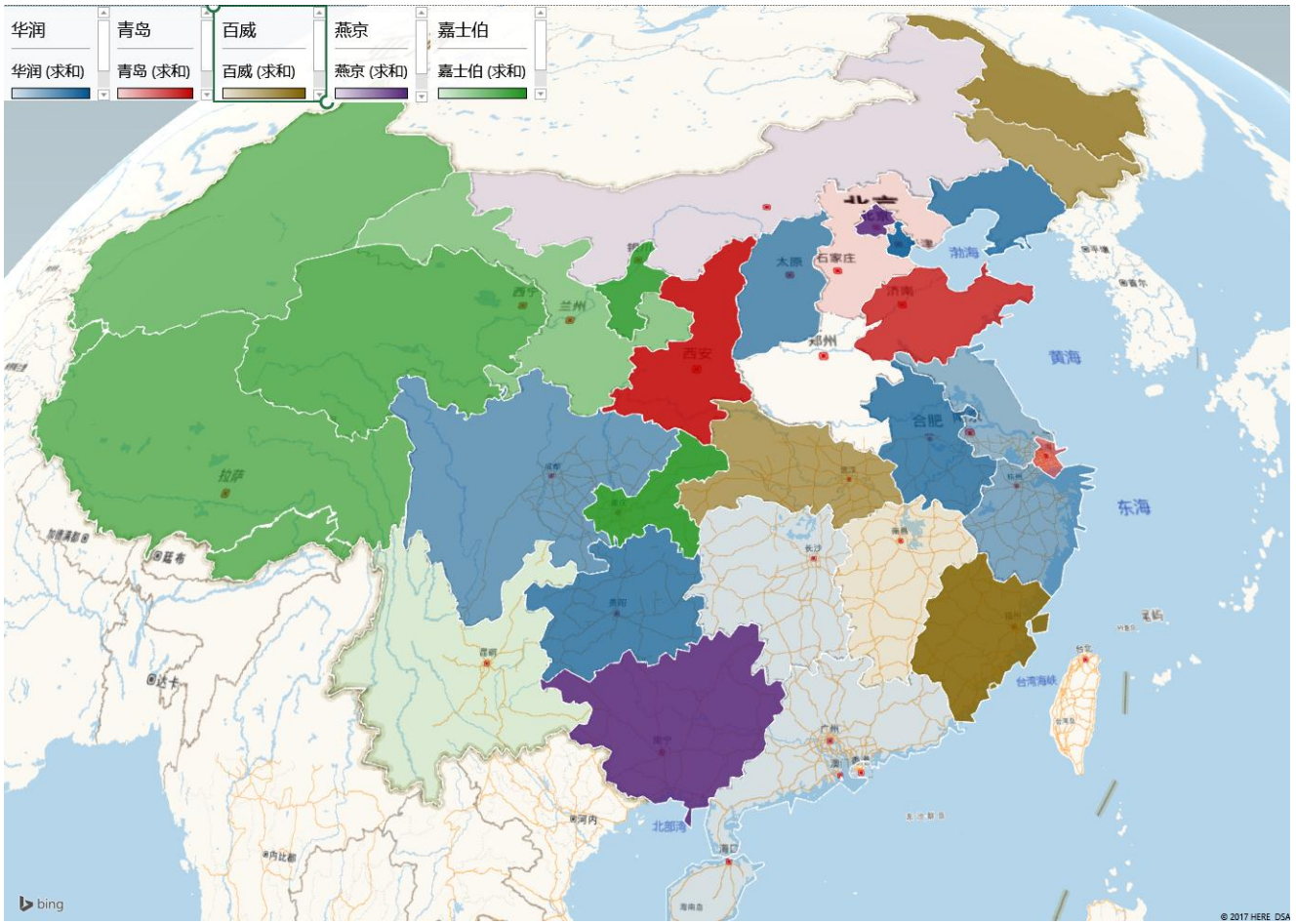
来源：中泰证券研究所

图表 61：嘉士伯在华份额地图



来源：中泰证券研究所

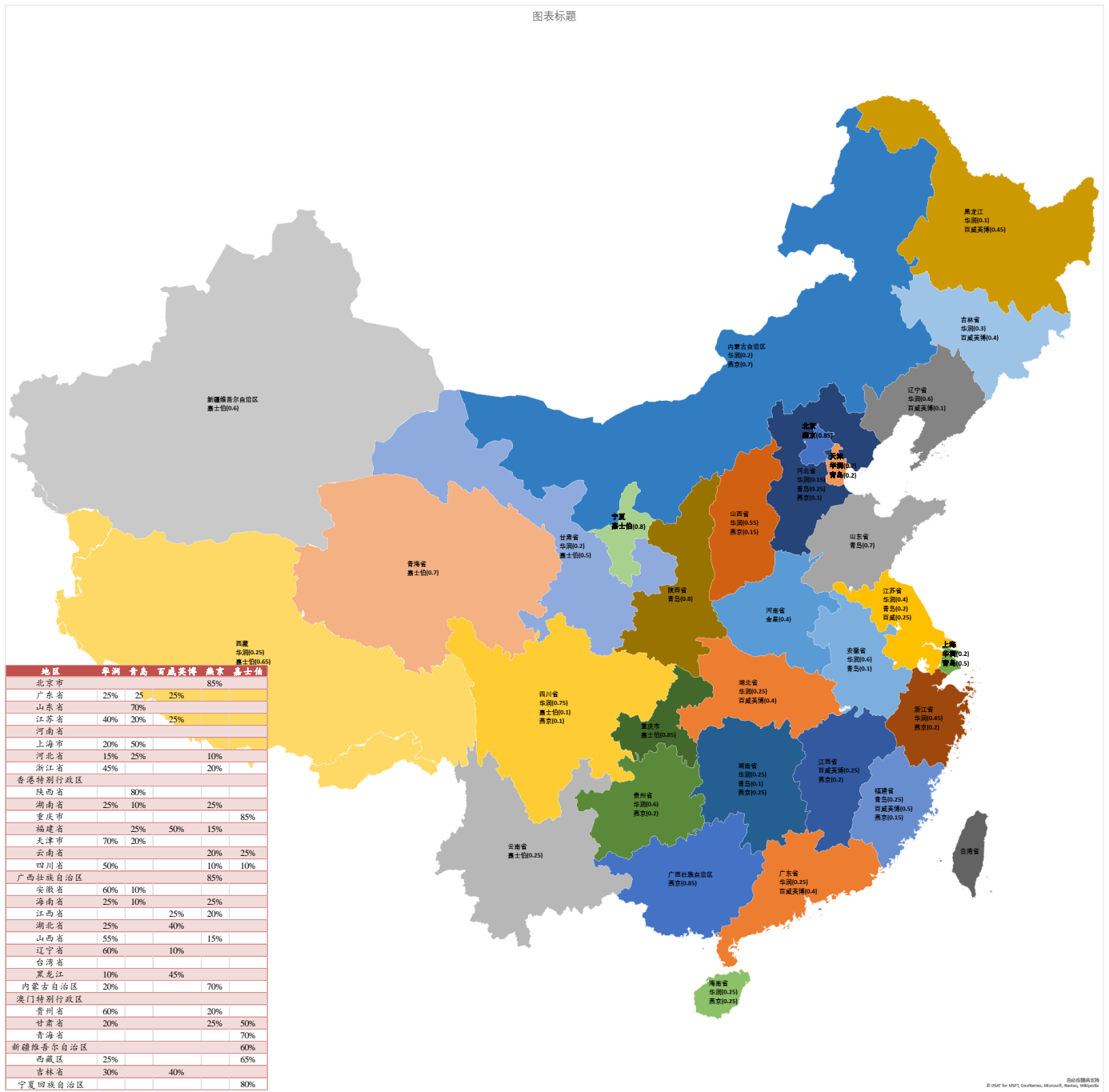
图表 62：我国啤酒行业市场区域高市占率品牌示意图



来源：中泰证券研究所

图表 63：我国啤酒行业市场份额格局

图表标题



来源：中泰证券研究所



**投资建议：目标价 28.48 元，首次覆盖，给予“买入”评级**

#### 盈利预测

- 目前啤酒行业初步复苏，预计未来产品结构升级驱动毛利率提升和竞争格局变化带来费用率改善驱动行业健康发展。基于重啤是世界啤酒巨头嘉士伯旗下的区域优质龙头，产品结构顺利升级和对外扩张计划驱动业绩快速增长，我们认为计提高峰期已过的重啤已卸下沉重包袱并轻装上阵，预计在外企精耕细作、高效管控和产能优化调整后，公司的利润端有望进一步释放。我们假设未来 3 年公司推动产品高端化战略，中高档产品占比逐年提升，中高档产品单位数增长，低档产品山城被替换和升级趋势仍将继续。根据分项预测，我们预计 2017-2019 年公司实现营业收入 32.61、34.01、35.81 亿元，同比增长 2.05%、4.27%、5.31%；实现净利润 3.61、4.31、4.93 亿元，同比增长 99.33%、19.46%、14.28%，对应 2017-2019 年的 EPS 分别为 0.75、0.89、1.02 元。

**图表 64：销售分项预测**

项 目	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>高档</b>					
平均售价（万元/千升）	0.51	0.53	0.54	0.56	0.58
增长率（YOY）	—	3.03%	3.20%	3.00%	3.00%
销售数量（千升）	87,524.45	86,649.21	89,248.69	91,926.15	94,683.93
增长率（YOY）	—	-1.00%	3.00%	3.00%	3.00%
销售收入（百万元）	446.30	455.23	483.89	513.36	544.62
增长率（YOY）	—	2.00%	6.30%	6.09%	6.09%
毛利率	54.89%	57.10%	58.02%	58.63%	59.03%
销售成本（百万元）	201.31	195.27	203.14	212.38	223.12
增长率（YOY）	—	-3.00%	4.03%	4.54%	5.06%
毛利（百万元）	244.99	259.95	280.75	300.98	321.50
增长率（YOY）	—	6.11%	8.00%	7.21%	6.82%
占总销售额比重	13.43%	14.24%	14.84%	15.10%	15.21%
占主营业务利润比重	19.96%	20.69%	20.94%	20.87%	20.46%
<b>中档</b>					
平均售价（万元/千升）	0.34	0.35	0.36	0.37	0.38
增长率（YOY）	—	3.03%	3.00%	3.00%	3.00%
销售数量（千升）	633,586.71	627,250.84	646,068.37	678,371.78	712,290.37
增长率（YOY）	—	-1.00%	3.00%	5.00%	5.00%
销售收入（百万元）	2,157.11	2,200.25	2,334.25	2,524.49	2,730.24
增长率（YOY）	—	2.00%	6.09%	8.15%	8.15%
毛利率	39.91%	40.50%	41.08%	41.65%	42.79%
销售成本（百万元）	1,296.19	1,309.15	1,375.39	1,473.04	1,561.86
增长率（YOY）	—	1.00%	5.06%	7.10%	6.03%
毛利（百万元）	860.93	891.11	958.86	1,051.45	1,168.38
增长率（YOY）	—	3.51%	7.60%	9.66%	11.12%
占总销售额比重	64.90%	68.85%	71.57%	74.24%	76.24%
占主营业务利润比重	70.15%	70.93%	71.52%	72.91%	74.36%
<b>低档</b>					
平均售价（万元/千升）	0.19	0.19	0.19	0.19	0.19
增长率（YOY）	—	0.00%	0.20%	0.40%	0.40%
销售数量（千升）	305,631.36	232,279.83	185,823.86	152,375.57	127,995.48
增长率（YOY）	—	-24.00%	-20.00%	-18.00%	-16.00%
销售收入（百万元）	576.74	438.32	351.36	289.27	243.96
增长率（YOY）	—	-24.00%	-19.84%	-17.67%	-15.66%
毛利率	15.20%	15.20%	15.29%	15.46%	15.54%
销售成本（百万元）	489.05	371.68	297.64	244.55	206.04
增长率（YOY）	—	-24.00%	-19.92%	-17.84%	-15.75%
毛利（百万元）	87.69	66.65	53.72	44.72	37.92
增长率（YOY）	—	-24.00%	-19.39%	-16.76%	-15.20%
占总销售额比重	17.35%	13.72%	10.77%	8.51%	6.81%
占主营业务利润比重	7.15%	5.31%	4.01%	3.10%	2.41%
<b>其它</b>					
平均售价（万元/千升）	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
增长率（YOY）	—	—	—	—	—
销售数量（千升）	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
增长率（YOY）	—	—	—	—	—
销售收入（百万元）	143.60	102.12	91.90	73.52	62.49
增长率（YOY）	—	-28.89%	-10.00%	-20.00%	-15.00%
毛利率	23.46%	37.72%	51.56%	61.25%	69.46%
销售成本（百万元）	109.91	63.59	44.51	28.49	19.09
增长率（YOY）	—	-42.14%	-30.00%	-36.00%	-33.00%
毛利（百万元）	33.68	38.52	47.39	45.03	43.41
增长率（YOY）	—	14.37%	23.02%	-4.97%	-3.61%
占总销售额比重	4.32%	3.20%	2.82%	2.16%	1.75%
占主营业务利润比重	2.74%	3.07%	3.53%	3.12%	2.76%
<b>销售收入小计（百万元）</b>	<b>3323.75</b>	<b>3195.92</b>	<b>3261.40</b>	<b>3400.64</b>	<b>3581.31</b>
<b>销售成本小计（百万元）</b>	<b>2096.46</b>	<b>1939.69</b>	<b>1920.69</b>	<b>1958.46</b>	<b>2010.11</b>
<b>毛利（百万元）</b>	<b>1227.29</b>	<b>1256.23</b>	<b>1340.72</b>	<b>1442.18</b>	<b>1571.20</b>
<b>平均毛利率</b>	<b>36.92%</b>	<b>39.31%</b>	<b>41.11%</b>	<b>42.41%</b>	<b>43.87%</b>

来源：中泰证券研究所

### 相对估值法

- 参考可比公司华润啤酒、青岛啤酒、燕京啤酒、珠江啤酒的估值情况，2018年的平均估值约 27xPE，基于重庆啤酒中高端产品结构升级、资产减值损失已过高峰、四川市场重点战略布局、作为嘉士伯国内资产与业务的上市平台等预期，我们认为公司业绩弹性充足，预计未来三年净利润同比增长 99.33%、19.46%、14.28%，公司可享受一定估值溢价，我们给予 2018 年 32 倍 PE。

**图表 65：可比公司估值表**

股票代码	股票名称	收盘价 (元)	2016 营业总收入 (亿元)	EPS			PE		
				2016A	2017E	2018E	2016A	2017E	2018E
0291.HK	华润啤酒	19.86	294.59	0.25	0.69	0.81	79.44	28.78	24.52
600600.SH	青岛啤酒	32.84	263.56	0.77	1.04	1.18	42.65	31.58	27.83
000729.SZ	燕京啤酒	6.33	114.62	0.11	0.18	0.22	57.55	35.17	28.77
可比公司平均估值								31.84	27.04

来源：wind、中泰证券研究所 注：收盘价对应 2017 年 7 月 21 日

### 投资建议

- 目标价 28.48 元，首次覆盖，给予“买入”评级。我们预计 2017-2019 年公司实现营业收入 32.61、34.01、35.81 亿元，同比增长 2.05%、4.27%、5.31%；实现净利润 3.61、4.31、4.93 亿元，同比增长 99.33%、19.46%、14.28%，对应 2017-2019 年的 EPS 分别为 0.75、0.89、1.02 元。12 个月目标价 28.48 元，对应 2018 年 32xPE，首次覆盖，给予“买入”评级。

### 风险提示

- **产品升级趋势放缓。** 尽管重啤产品结构升级顺利进行，但可能存在阶段性不达目标的可能，因此重庆市场啤酒需求量可能会出现增长缓慢甚至下滑的态势。
- **对外扩张不及预期。** 目前公司虽有扩张计划，但四川地区啤酒市场竞争激烈，公司要想大步拓展需要较长时间来验证，因此开拓进度存在不及预期的可能。
- **资本注入不及预期。** 虽然嘉士伯承诺 2017-2020 年将其与重庆啤酒存在潜在竞争的国内的啤酒资产和业务注入重庆啤酒，但资产注入进度预期具有不确定性，会对业绩以及估值产生一定影响。
- **食品安全事件风险。** 类似于三聚氰胺这样的食品安全事件对于行业来讲是毁灭性的打击，白酒塑化剂事件阶段性的影响行业的发展。对于食品的品质事件而言，更多的是安全事件，带来的打击也是沉重的。

图表 66：重庆啤酒财务预测三张表

损益表 (人民币百万元)						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业总收入	3,169	3,324	3,196	3,261	3,401	3,581
增长率	-6.44%	4.9%	-3.8%	2.0%	4.3%	5.3%
营业成本	-1,755	-2,096	-1,940	-1,921	-1,958	-2,010
% 销售收入	55.4%	63.1%	60.7%	58.9%	57.6%	56.1%
毛利	1,413	1,227	1,256	1,341	1,442	1,571
% 销售收入	44.6%	36.9%	39.3%	41.1%	42.4%	43.9%
营业税金及附加	-288	-273	-270	-276	-286	-302
% 销售收入	9.1%	8.2%	8.4%	8.5%	8.4%	8.4%
营业费用	-420	-490	-446	-483	-537	-566
% 销售收入	13.3%	14.7%	13.9%	14.8%	15.8%	15.8%
管理费用	-460	-233	-184	-186	-204	-215
% 销售收入	14.5%	7.0%	5.7%	5.7%	6.0%	6.0%
息税前利润 (EBIT)	245	231	357	396	414	488
% 销售收入	7.7%	7.0%	11.2%	12.1%	12.2%	13.6%
财务费用	-69	-44	-26	13	24	33
% 销售收入	2.2%	1.3%	0.8%	-0.4%	-0.7%	-0.9%
资产减值损失	-191	-345	-227	-35	-35	-35
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	45	43	82	63	66	68
% 税前利润	179.0%	-39.0%	52.2%	14.9%	14.5%	12.6%
营业利润	29	-114	187	436	470	554
营业利润率	0.9%	-3.4%	5.8%	13.4%	13.8%	15.5%
营业外收支	-4	3	-30	-14	-17	-18
税前利润	25	-111	157	422	453	536
利润率	0.8%	-3.3%	4.9%	12.9%	13.3%	15.0%
所得税	-57	-43	-17	-63	-68	-80
所得税率	225.9%	-38.9%	10.7%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润	-32	-154	140	359	385	456
少数股东损益	-105	-88	-41	-2	-46	-37
归属于母公司的净利润	73	-66	181	361	431	492
净利率	2.3%	-2.0%	5.7%	11.1%	12.7%	13.8%

现金流量表 (人民币百万元)						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	-32	-154	140	359	385	456
少数股东损益	0	0	0	-2	-46	-37
非现金支出	417	555	403	168	142	116
非经营收益	26	-18	-68	-48	-49	-49
营运资金变动	2	65	95	-72	137	73
经营活动现金净流	414	448	569	404	569	558
资本开支	83	69	159	-51	-98	-97
投资	1	-37	85	0	0	0
其他	2	5	3	63	66	68
投资活动现金净流	-79	-101	-71	113	164	164
股权募资	0	0	0	0	0	0
债权募资	-383	-123	-623	-7	0	0
其他	-163	-130	174	0	-387	-436
筹资活动现金净流	-547	-253	-449	-7	-387	-436
现金净流量	-212	95	49	511	346	287

资产负债表 (人民币百万元)						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	124	219	268	781	1,173	1,497
应收款项	74	85	94	94	108	123
存货	1,159	1,075	826	842	751	716
其他流动资产	17	60	144	142	142	143
流动资产	1,374	1,438	1,332	1,858	2,174	2,479
% 总资产	35.0%	38.7%	39.6%	50.8%	58.5%	65.4%
长期投资	199	240	306	306	306	306
固定资产	1,787	1,495	1,266	1,142	942	767
% 总资产	45.5%	40.2%	37.6%	31.2%	25.3%	20.2%
无形资产	499	464	365	256	198	143
非流动资产	2,551	2,283	2,033	1,801	1,543	1,312
% 总资产	65.0%	61.3%	60.4%	49.2%	41.5%	34.6%
资产总计	3,925	3,721	3,366	3,659	3,717	3,792
短期借款	753	630	7	0	0	0
应付款项	1,317	1,432	1,403	1,339	1,399	1,449
其他流动负债	130	120	111	504	553	605
流动负债	2,200	2,182	1,521	1,843	1,952	2,055
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	306	320	602	602	602	602
负债	2,506	2,502	2,123	2,445	2,554	2,656
普通股股东权益	1,277	1,141	1,230	1,204	1,199	1,207
少数股东权益	142	78	12	10	-35	-72
负债股东权益合计	3,925	3,721	3,366	3,659	3,717	3,792

比率分析						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
每股指标						
每股收益 (元)	0.152	-0.136	0.374	0.745	0.890	1.018
每股净资产 (元)	2.638	2.358	2.541	2.487	2.477	2.495
每股经营现金净流 (元)	0.856	0.926	1.177	0.839	1.271	1.230
每股股利 (元)	0.200	0.200	0.800	0.800	0.900	1.000
回报率						
净资产收益率	5.75%	-5.75%	14.72%	29.98%	35.95%	40.79%
总资产收益率	1.87%	-1.76%	5.38%	9.86%	11.59%	12.99%
投入资本收益率	-16.60%	23.78%	55.50%	1249.93%	-84.76%	-54.01%
增长率						
营业总收入增长率	-6.44%	4.90%	-3.85%	2.05%	4.27%	5.31%
EBIT 增长率	-9.09%	-5.39%	54.36%	10.74%	4.74%	17.77%
净利润增长率	-53.74%	-189.44%	375.57%	99.33%	19.46%	14.28%
总资产增长率	-8.76%	-5.20%	-9.55%	8.72%	1.59%	2.00%
资产管理能力						
应收账款周转天数	5.1	5.5	6.3	7.0	8.0	9.0
存货周转天数	249.9	194.4	178.8	160.0	140.0	130.0
应付账款周转天数	43.7	47.7	60.2	53.2	54.6	55.1
固定资产周转天数	212.1	177.2	148.1	106.6	68.8	36.0
偿债能力						
净负债/股东权益	44.30%	30.58%	-29.10%	-72.57%	-109.41%	-140.70%
EBIT 利息保障倍数	3.5	5.3	13.7	-30.5	-17.0	-14.6
资产负债率	63.85%	67.24%	63.09%	66.83%	68.70%	70.06%

来源：中泰证券研究所

**投资评级说明：**

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15% 以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15% 之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 -10%~+5% 之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10% 以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10% 以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 -10%~+10% 之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10% 以上
备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。		

**重要声明：**

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司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，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，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司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投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。