

## 重庆啤酒 (600132.SH)

## 啤酒行业

评级：增持

首次评级

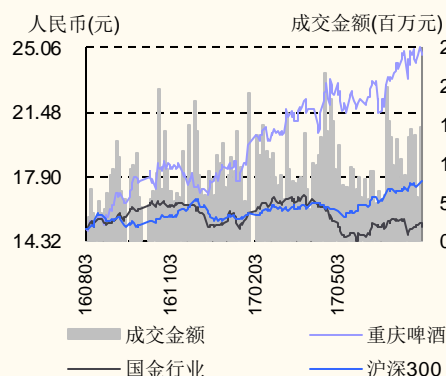
公司深度研究

市场价格(人民币)：24.68元  
 目标价格(人民币)：29.00-29.00元

长期竞争力评级：高于行业均值

## 市场数据(人民币)

已上市流通A股(百万股)	483.97
总市值(百万元)	11,944.41
年内股价最高最低(元)	25.09/14.90
沪深300指数	3760.85
上证指数	3285.06



## 高端战略逐步落实，未来盈利持续向好

## 公司基本情况(人民币)

项目	2015	2016	2017E	2018E	2019E
摊薄每股收益(元)	-0.136	0.374	0.693	0.893	1.082
每股净资产(元)	2.36	2.54	2.43	2.53	2.81
每股经营性现金流(元)	0.93	1.18	0.01	1.27	1.48
市盈率(倍)	-117.83	49.34	35.61	27.64	22.80
行业优化市盈率(倍)	22.71	22.71	22.71	22.71	22.71
净利润增长率(%)	-189.44%	-375.57%	85.30%	28.85%	21.23%
净资产收益率(%)	-5.75%	14.72%	28.47%	35.33%	38.53%
总股本(百万股)	483.97	483.97	483.97	483.97	483.97

来源：公司年报、国金证券研究所

## 投资逻辑

- **着力提升产品结构，区域市场重点突破：**公司过去两年积极调整产品结构，通过重新打造重庆品牌以及引入嘉士伯旗下乐堡啤酒，成功脱离了对低端品牌山城啤酒的依赖。2016年重庆与乐堡的产量增速为7%和20%。在国内啤酒行业积极推进的产品结构上移中取得领先的地位。同时，在区域市场的选择上着力做好川渝及湖南地区，通过较高端的品牌形象进行重点突破。
- **盈利情况出现改善，未来仍将持续向好：**受益于国内啤酒行业触底缓慢恢复，加之自身主动调整，公司成功在2016年实现扭亏，同时2017Q1体现出高于行业水平的利润增长。未来随着公司持续推进产品结构提升，整体毛利率有望继续提升。费用方面，嘉士伯中国的费用投放也未对公司增加额外的压力，整体控制趋于平稳，其三考虑到因为调整导致的无形资产减值以及固定资产减值未来将收窄，公司整体盈利能力有望持续向好。
- **主动调整品牌产能，资产减值计提渐趋平缓：**在公司调整经营策略的过程中主动关停了许多产能利用率低，盈利能力差以及生产产品档次低的工厂。同时由于品牌新老更替，公司曾经的主打品牌山城品牌也逐渐式微，因此过去几年资产减值损失及员工安置严重影响了公司业绩。今年公司的资产减值计提已渐趋平稳，关厂工作也进入尾声，未来对业绩影响小。
- **嘉士伯中国资产注入承诺值得期待：**嘉士伯在对公司要约收购时承诺将公司作为嘉士伯中国资产整合平台。2017年正式进入资产整合的窗口期，嘉士伯中国区资产梳理工作也已基本完成。除重啤外中国区产能超过180万吨，约为当前重啤产能的1.5倍，如果成功推进整合，将发挥有效的协同效应，利于公司发展。

## 投资建议&amp;估值

- 鉴于公司产品结构持续提升，整体盈利状况向好，加之潜在的嘉士伯中国资产整合的预计，未来三年有望实现营收32.48/34.64/37.56亿元，同比增长1.6%/6.7%/8.4%。实现归属上市公司股东的净利润3.35/4.32/5.24亿元，同比增长85.30%/28.85%/21.23%，折合EPS 0.69/0.89/1.08元每股，对应当前股价PE为36X/28X/23X，考虑到公司自身产品结构提升超预期的可能以及潜在的集团资产整合预期，首次覆盖给予“增持”评级。

## 风险提示

- 产品结构升级受阻，区域市场拓展不及预期，极端天气影响。

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

岳思铭 分析师 SAC 执业编号：S1130516080006  
 yuesiming@gjzq.com.cn

申晟 联系人  
 (8621)60230204  
 shensheng@gjzq.com.cn

## 内容目录

一、啤酒行业逐步回暖，减量提价成为未来发展方向.....	4
1、啤酒产量同比持续下降，2016Q3 起有所回转.....	4
2、进口啤酒增长迅速，国产啤酒面临转型升级.....	4
3、啤酒企业缩减低端产品投入，加快中高端布局.....	5
二、重庆啤酒产品升级调整，聚焦重点区域.....	7
1、产品高端化战略煞费苦心，中高档产品占比逐渐提升.....	7
2、加速产品分类布局，聚焦重庆、四川、湖南地区.....	9
三、2016 年底扭转亏损，盈利有望持续回升.....	10
1、产品升级增加利润空间，毛利率提升.....	10
2、期间费用率降低，净利润增幅明显.....	10
3、子公司关厂逐步推进，未来资产减值计提将回复平稳.....	11
四、加快去产能步伐，提高运营管理效率.....	12
1、关闭效率低下的子公司，提高资源利用效率.....	12
2、调整流程和组织结构，全面提高管理效率.....	13
3、优化销售模式和渠道推广.....	13
五、嘉士伯承诺资产注入临近，有望提高集中度和占有率.....	14
1、依托嘉士伯引入国际啤酒品牌，增强本土竞争能力.....	14
2、未来资产整合有望进一步扩大体量和市场占有率.....	15
六、盈利预测与估值.....	17
七、风险提示.....	18

## 图表目录

图表 1：我国啤酒年销量降幅预计趋缓.....	4
图表 2：啤酒产量 2016 年 8 月增速转正.....	4
图表 3：上市公司 2017Q1 营业收入同比增长.....	4
图表 4：上市公司 2017Q1 净利润同比增长.....	4
图表 5：啤酒进口数量保持增长.....	5
图表 6：啤酒进口金额保持增长.....	5
图表 7：啤酒企业 2016 吨价和毛利率对比.....	5
图表 8：啤酒上市企业销量 2016 年有所缩减.....	5
图表 9：国产啤酒加快产品升级进程.....	6
图表 10：公司产品系列.....	7
图表 11：山城产品产销、库存 2016 年大幅下滑（万千升）.....	8
图表 12：重庆啤酒 2015 年产品生产结构.....	8
图表 13：重庆啤酒 2016 年产品生产结构.....	8
图表 14：重庆啤酒销量变动（万千升）及增长率（%）.....	8
图表 15：2017 年上半年推出中高端新品.....	9

图表 16: 2016 年销售收入向重点区域集中 (亿元) .....	9
图表 17: 2016 年区域销量分布 (万千升) .....	9
图表 18: 重庆啤酒销量减少、吨价提升.....	10
图表 19: 重庆啤酒 2016 年分产品盈利 (亿元) .....	10
图表 20: 重庆啤酒营业利润及毛利率变化 (亿元、%) .....	10
图表 21: 重庆啤酒期间费用呈现下降 (%) .....	11
图表 22: 重庆啤酒净利润 2016 扭转亏损 (亿元) .....	11
图表 23: 重庆啤酒资产减值损失变动 (万元) .....	11
图表 24: 重庆啤酒资产减值损失主要构成 (万元) .....	11
图表 25: 重庆啤酒近年关停转让效率低下的分子公司.....	12
图表 26: 2016 年重庆啤酒旗下公司设计产能与实际产能情况.....	12
图表 27: 2013 年嘉士伯收购重庆啤酒后股权结构.....	14
图表 28: 嘉士伯集团中国主要在售产品.....	14
图表 29: 2016 嘉士伯集团啤酒销售区域分布.....	15
图表 30: 乐堡在嘉士伯中国市场占比提升 (万千升) .....	15
图表 31: 嘉士伯中国旗下公司及相关产能统计.....	15
图表 32: 中国啤酒市场占有率情况.....	16
图表 33: 中高端销量增速提升.....	17
图表 34: 结构上移, 中高档吨价增速大于低档增速.....	17
图表 35: 公司未来营收预测.....	18

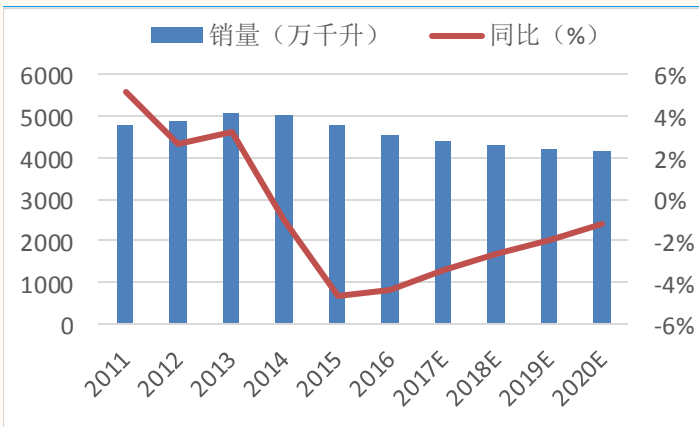
## 一、啤酒行业逐步回暖，减量提价成为未来发展方向

### 1、啤酒产量同比持续下降，2016Q3起有所回转

受我国经济增速放缓、消费环境低迷、天气等因素影响，2014年7月起我国啤酒月产量出现连续25个月的同比负增长，行业进入持续低谷期。经过两年多的调整，2016年8月啤酒行业月产量增速首次出现同比由负转正，虽在2017年初出现反复，但考虑到一季度为啤酒行业的传统淡季，参考意义有限。

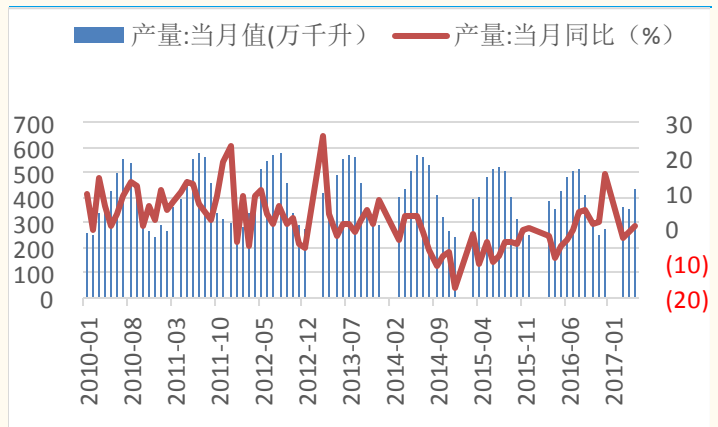
随着啤酒消费旺季的到来，行业回暖态势愈加显著。2017年5月产量达430.5万千升，同比增长0.7%。从上市公司层面看，2017Q1整体利润情况大有改观。本次产量与上市公司盈利能力的回升表明行业供需状况最差的时点已过，啤酒行业整体弱复苏的趋势初步确认。

图表 1：我国啤酒年销量降幅预计趋缓



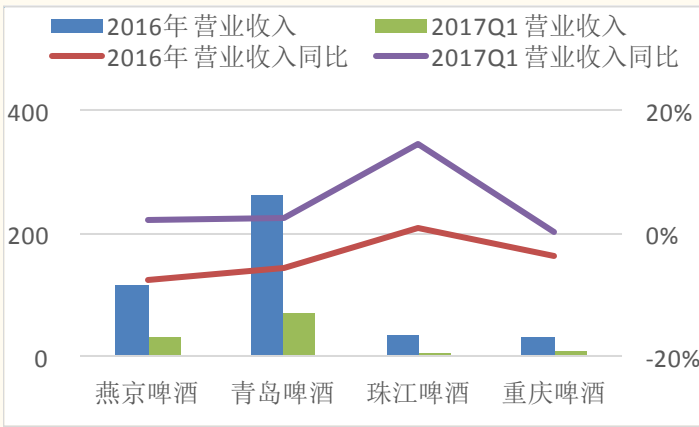
来源：Euromonitor，国金证券研究所

图表 2：啤酒产量2016年8月增速转正



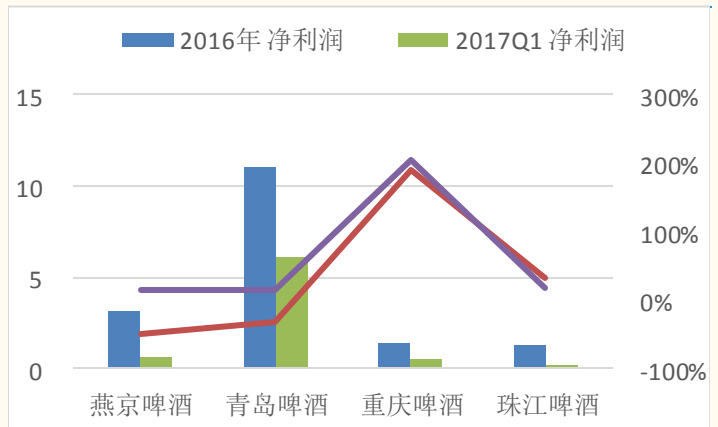
来源：wind，国金证券研究所

图表 3：上市公司2017Q1 营业收入同比增长



来源：wind，国金证券研究所

图表 4：上市公司2017Q1 净利润同比增长



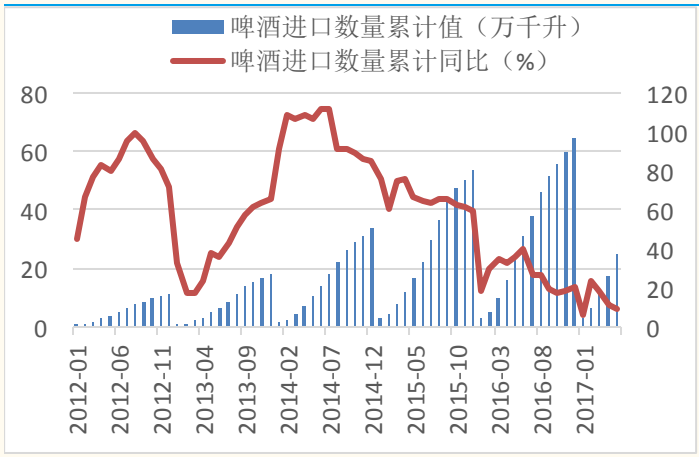
来源：wind，国金证券研究所

### 2、进口啤酒增长迅速，国产啤酒面临转型升级

我国对高端啤酒旺盛的需求促进整体定位偏高的进口啤酒迅速增长，而国产啤酒许多产品无法满足升级的消费需求，产量不断缩减。产量增长不再成为国产啤酒发展的第一考量，调整产品结构、加大中高端布局是国产啤酒应对冲击、增强自身竞争力、顺应市场需求的重要举措。

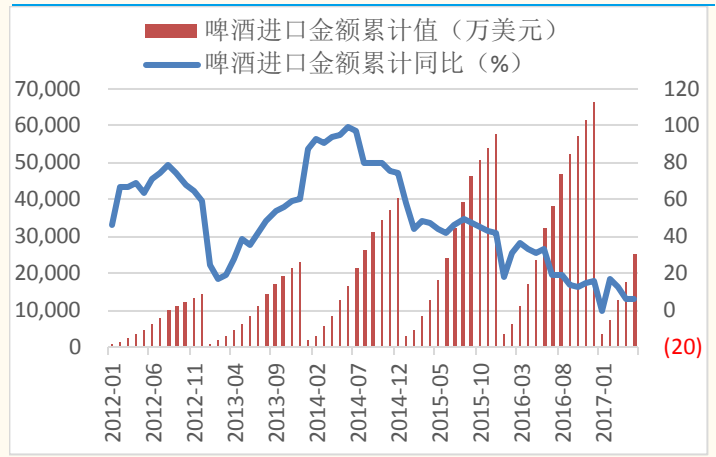
2014-2016年我国进口啤酒量增幅达85.4%、59.4%、20.1%，进口额增速达73.7%、42%、23.3%。目前进口啤酒占我国啤酒市场份额的1.4%左右，在品牌、品种、渠道等多方面对国产啤酒造成冲击，未来其占比有望继续扩大。

图表 5：啤酒进口数量保持增长



来源：海关总署，国金证券研究所

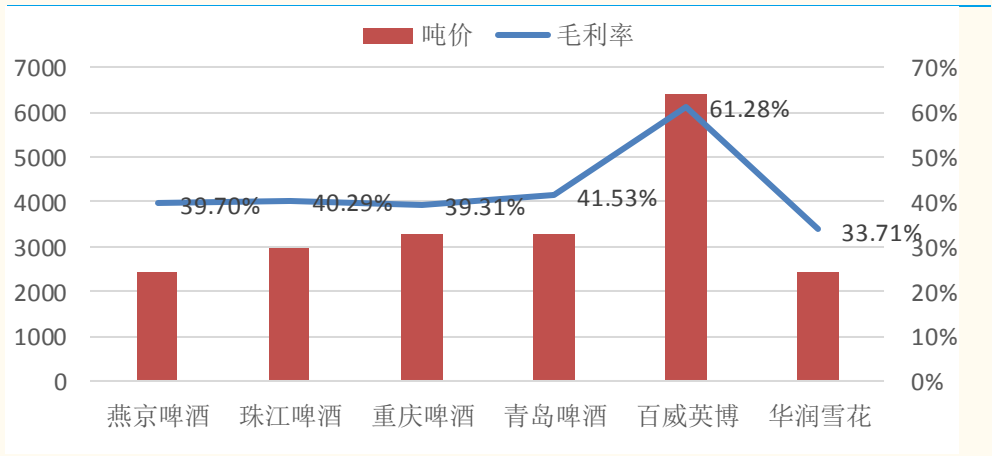
图表 6：啤酒进口金额保持增长



来源：海关总署，国金证券研究所

需求端的变化和国产啤酒的供给特点决定了转型升级是必然趋势。消费环境上，城镇化推进和经济转好提高了消费者购买力，啤酒品质成为消费考量的重要因素，需求日趋多元化。供给特点上，国产啤酒中比重大的低端产品价格偏低，2016 年嘉士伯吨价达 5254 元/吨，百威英博 6383 元/吨，国产啤酒中吨价较高的重庆啤酒仅 3270 元/吨，较低的吨价限制了盈利空间，造成毛利率普遍偏低。且随着低端啤酒需求下滑，工厂的产销量不断削减，存在产能过剩和资源浪费现象。在此情况下国产啤酒升级产品能够更好的满足多元化的市场需求，提高吨价以增强盈利能力，应对进口酒的冲击，巩固和提高市场份额。

图表 7：啤酒企业 2016 吨价和毛利率对比



来源：公司公告，国金证券研究所

### 3、啤酒企业缩减低端产品投入，加快中高端布局

目前我国啤酒行业普遍面临产品单一，低端产品多采用低价竞争，利润微薄的局面。在啤酒销量整体下滑的环境下，啤酒企业及时减少对低档酒投入，削减产销量，降低其对盈利的不利影响。同时纷纷加快新型中高端啤酒的开发，实行差异化战略。

图表 8：啤酒上市企业销量 2016 年有所缩减

	2015 年 12 月	2016 年 12 月	销量同比变动
青岛啤酒 (万千升)	848	792	-6.60%
重庆啤酒 (万千升)	98.95	94.62	-4.38%
燕京啤酒 (万千升)	483	450.36	-6.76%
珠江啤酒 (万千升)	115.98	116.99	0.87%

来源：wind，国金证券研究所

**图表 9：国产啤酒加快产品升级进程**

青岛啤酒	青岛啤酒实施“青岛啤酒主品牌+崂山啤酒第二品牌”的品牌战略，加快向以听装啤酒和精酿产品为代表的高附加值产品的转型升级。2016 年公司奥古特、鸿运当头、经典 1903、纯生啤酒等高端产品共实现销量 163 万千升，保持在国内中高端市场的领先地位。青岛啤酒皮尔森、全麦白啤、原浆桶啤等顺应消费新趋势的特色化产品也成功开发上市。
重庆啤酒	重庆啤酒持续推进产品高端化战略，低端山城的产销和库存量大幅减少，重点布局乐堡、嘉士伯、重庆纯生等，高档产品销量大幅提升；丰富听装产品，加强非现饮市场的听装产品组合铺市，提升市场份额。加快去产能步伐，关闭多家分子分公司，提高运营效率。
珠江啤酒	珠江啤酒于 2017 年 3 月关闭仅具有普通瓶装低端酒生产能力的汕头公司，强化收益值导向，集中资源重点推广珠江纯生、罐装啤酒等中高档产品销售。纯生啤酒销量同比增长 15.31%；易拉罐啤酒销量同比增长 11.82%。增强产品创新能力，率先开发引领行业潮流的红啤酒、黑啤酒、皮尔森啤酒、蔓越莓啤酒、桂花蜂蜜啤酒等 8 种精酿系列啤酒。
燕京啤酒	燕京啤酒目前产品涵盖高中低三档，其中低端以清爽型普啤为代表，中端主要是鲜啤，高端主要是纯生和白啤。公司积极推动中高端增长，2014 年至今销量占比已超过 30%，同时加大对其营销推广力度，与高端品牌栏目合作并独家冠名足协杯，赞助中国国家队。公司不断提高产品罐化率，2016 年达 13.61%。

来源：公司年报，国金证券研究所

## 二、重庆啤酒产品升级调整，聚焦重点区域

### 1、产品高端化战略煞费苦心，中高档产品占比逐渐提升

如下所示，目前公司旗下主要包括重庆、山城和乐堡系列。产品按照零售价区间划分为高（8元以上）、中（4-8元）、低（4元以下）三档。

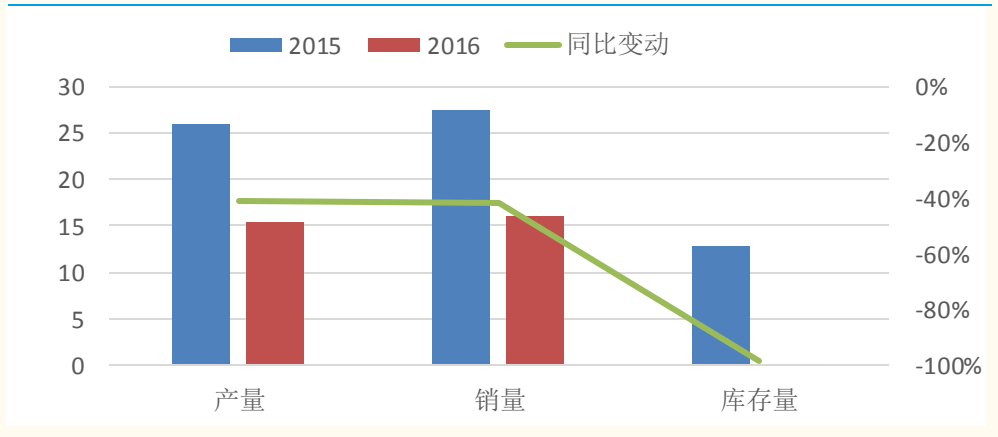
图表 10：公司产品系列

档次	价位	主要产品	产品展示
低档	4元以下	山城（不含山城 1958） 重庆 33	
中档	4-8元	乐堡 重庆国宾系列	
高档	8元以上	嘉士伯系列 乐堡纯生、重庆纯生等	

来源：Wind，国金证券研究所

如前文所述，公司也存在着低端产品价格较低，盈利能力不佳等问题。并在积极进行对低档产品的替换和升级，低端山城的产销和库存量均有大幅下降，而山城中的高端 1958 则继续保留。按照公司年报披露口径，低档产品 2016 年实现销售收入 4.38 亿元，同比减少 24%。

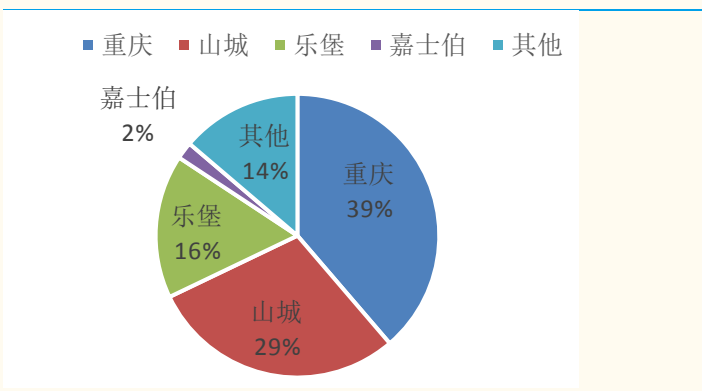
图表 11: 山城产品产销、库存 2016 年大幅下滑 (万千升)



来源: Wind, 国金证券研究所

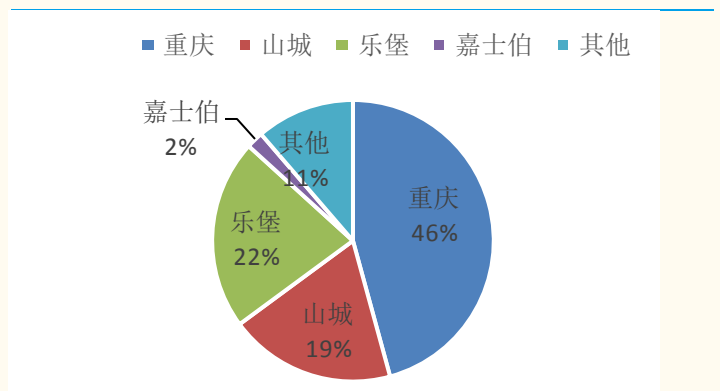
公司以重庆品牌代替山城品牌可谓大费苦心, 在 2015 年初通过城市符号的征集活动, 唤醒消费者作为重庆人对重庆品牌的共鸣, 随后在经销商层面召开会议、赢得经销商的认同。在重庆啤酒上市后, 分区域、分阶段停供山城啤酒, 逐渐摆脱对山城品牌的依赖, 并且提供各个价位段的替代品促进产品消费升级。2016 年重庆和乐堡品牌实现快速增长, 产量增速为 7% 和 20%, 重庆品牌系列生产比重由 39% 上升至 46%, 乐堡由 16% 上升至 22%, 山城则由 29% 降至 19%。销售上重庆纯生和乐堡分别增长 23% 和 21%。高档和中档产品 2016 年各实现销售收入 4.55 亿元、22.00 亿元, 分别同比增长 2%、2%。

图表 12: 重庆啤酒 2015 年产品生产结构



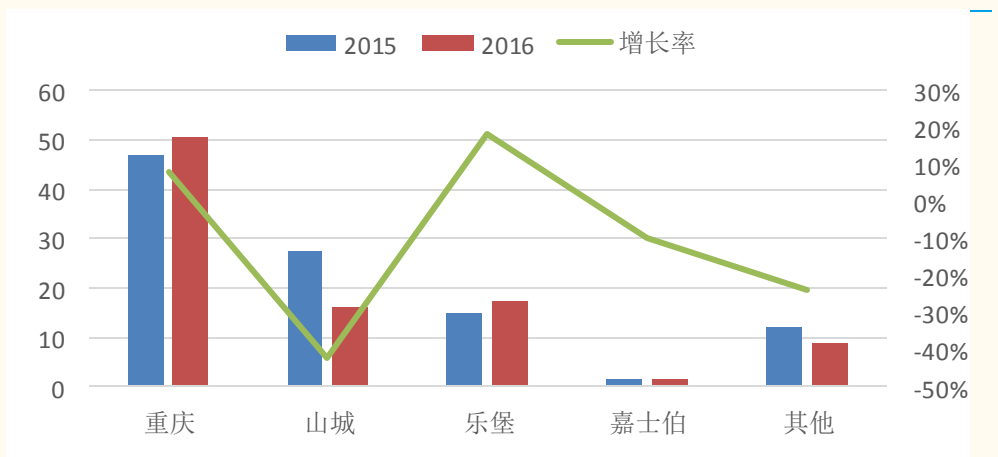
来源: wind, 国金证券研究所

图表 13: 重庆啤酒 2016 年产品生产结构



来源: wind, 国金证券研究所

图表 14: 重庆啤酒销量变动 (万千升) 及增长率 (%)



来源: Wind, 国金证券研究所



2017 年上半年，公司继续推出中高端价位的新品以丰富产品组合。9、10 月份也将有新的产品，产品高端化战略正逐步落实。未来公司 6-10 元的产品计划占比达 70%。

图表 15：2017 年上半年推出中高端新品

产品展示					
新品名称	特醇嘉士伯	乐堡拉罐装	重庆纯生拉罐	乐堡彩盖瓶装	乐堡野啤酒
推出月份	2 月	3 月	4 月	4 月	5 月
售价	12 元	8 元	10 元	8 元	10 元

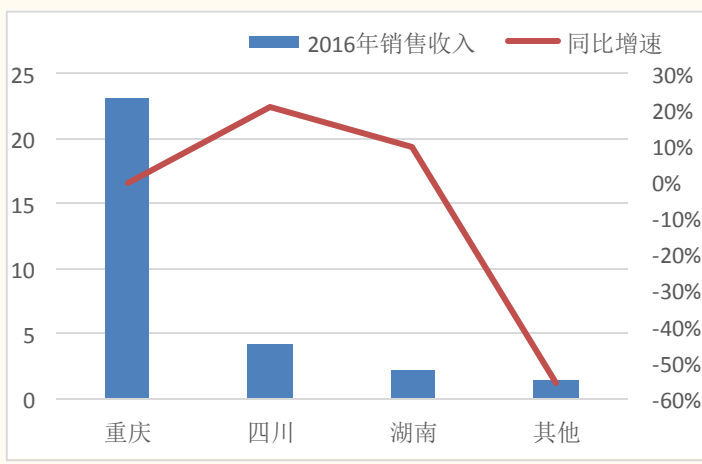
来源：公司调研，国金证券研究所

## 2、加速产品分类布局，聚焦重庆、四川、湖南地区

公司针对区域特点布局产品，提高重点区域产品的竞争力。总体布局上根据不同区域消费档次的差别将中高档产品聚焦城市和城郊，低档产品覆盖村镇。公司业务主要分布于重庆、四川和湖南，多年深耕使重庆啤酒在西南地区具有较强竞争力，尤其是在核心市场重庆区域已经占据领导地位。

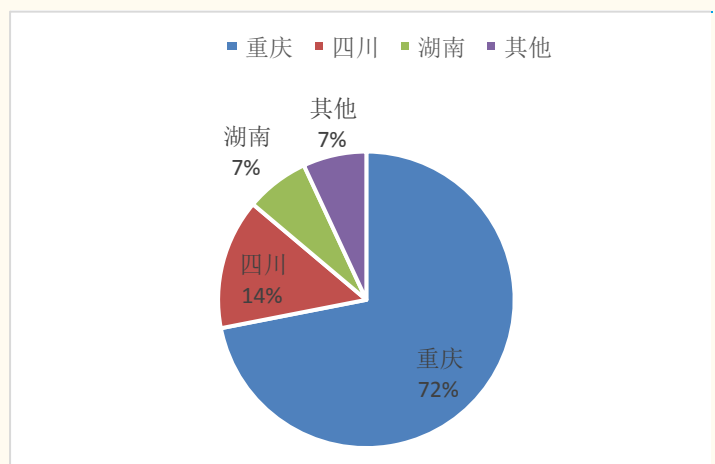
因重庆地区市场优势明显，公司则根据城镇化推进、消费需求升级的趋势丰富听装产品，举办“麻辣松”系列活动，通过建立重庆啤酒年轻、时尚的品牌形象在重庆临近市场扩大产品影响力。公司目前在四川地区市场占有率约为 12-13%，主要销售重庆品牌，在成都、攀枝花、西昌、宜宾各有一家工厂，攀枝花和宜宾的竞争对手仅华润雪花，而成都则是主战场。雪花、百威和青啤市占率居于前列，重庆啤酒将利用国际品牌优势，包括产品本身和拉环盖设计等优势作为主打，逐步提高市场份额。

图表 16：2016 年销售收入向重点区域集中（亿元）



来源：公司年报，国金证券研究所

图表 17：2016 年区域销量分布（万千升）



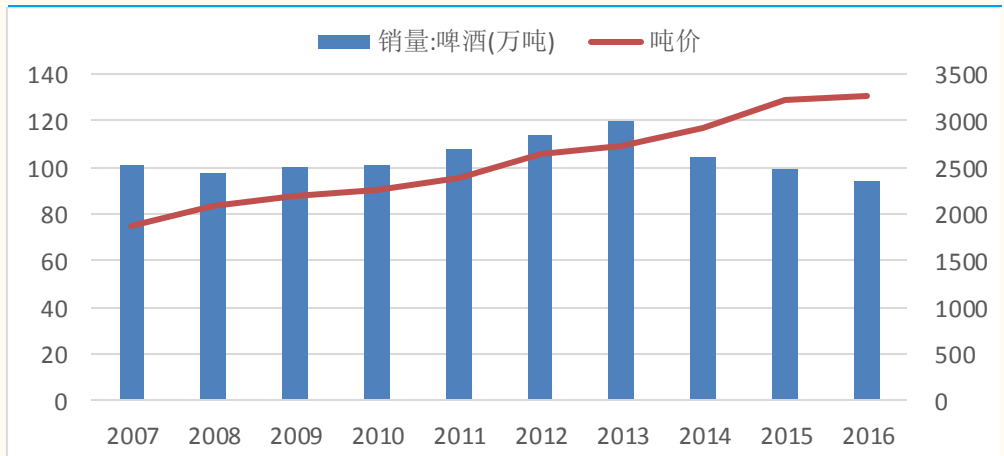
来源：公司年报，国金证券研究所

### 三、2016 年底扭转亏损，盈利有望持续回升

#### 1、产品升级增加利润空间，毛利率提升

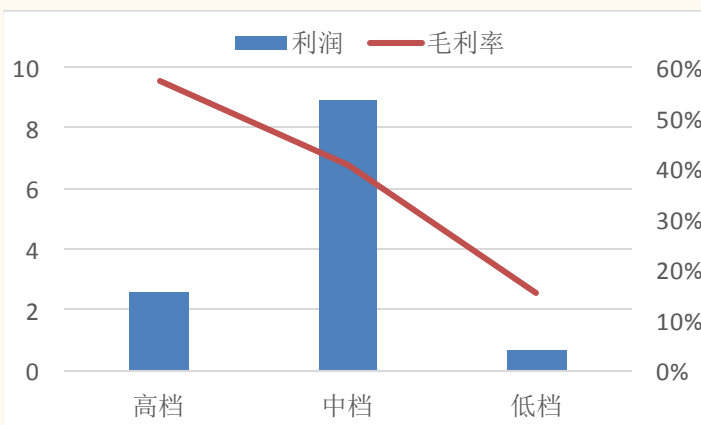
随着公司逐步调整产品结构，低端产品出货量减少，毛利率和售价偏高的中高档啤酒占比增加，公司的吨价及盈利水平有所提升。2016 年高档和中档产品毛利率分别为 57.10%和 40.5%，其占比提升使公司啤酒销售的毛利率升至 39.04%。重庆啤酒 2017Q1 实现营业利润 6341 万元，同比增长 1.4 倍，毛利率 36.2%，同比增加 1.6%，盈利情况改善明显。

图表 18：重庆啤酒销量减少、吨价提升



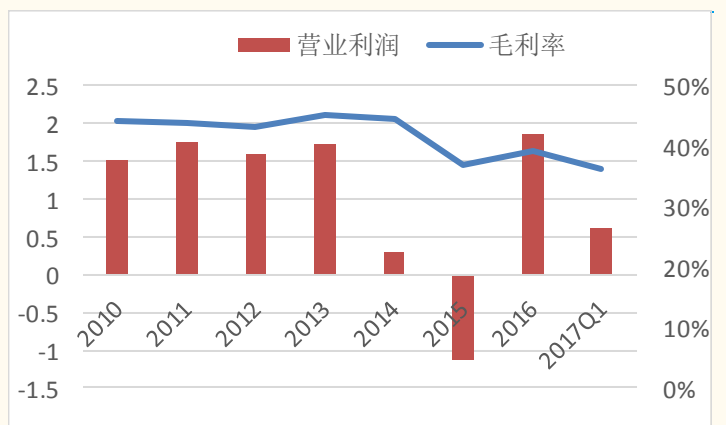
来源：Wind，国金证券研究所

图表 19：重庆啤酒 2016 年分产品盈利 (亿元)



来源：wind，国金证券研究所

图表 20：重庆啤酒营业利润及毛利率变化 (亿元、%)



来源：wind，国金证券研究所

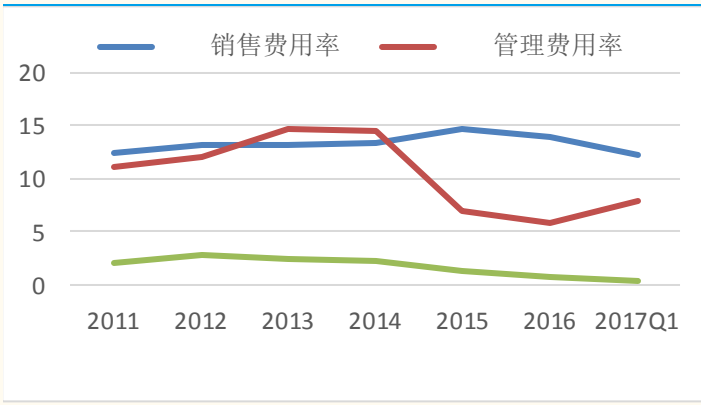
#### 2、期间费用率降低，净利润增幅明显

2016 年公司期间费用降幅明显，随着毛利率提高，期间费用率降低，2016 年公司扭转亏损局面，净利润转正。

2016 年公司销售费用 4.46 亿元，同比下降 9.05%，其中促销费同比下降 51.25%，装卸运输费同比下降 12.51%，主要受销量下降及公司开展运营成本管理项目提高效率所致。管理费用 1.84 亿元，同比下降 21.07%，其中工资薪酬同比下降 44.03%，主要源于关厂之后人员的减少和人员优化。财务费用 0.26 亿元，同比下降 40.39%。其中利息支出降幅达 37.12%，主要源于公司偿还银行借款 6.23 亿元。随着公司继续与巴黎银行合作资金池业务，运用闲散资金购买理财产品，财务费用有所下降。

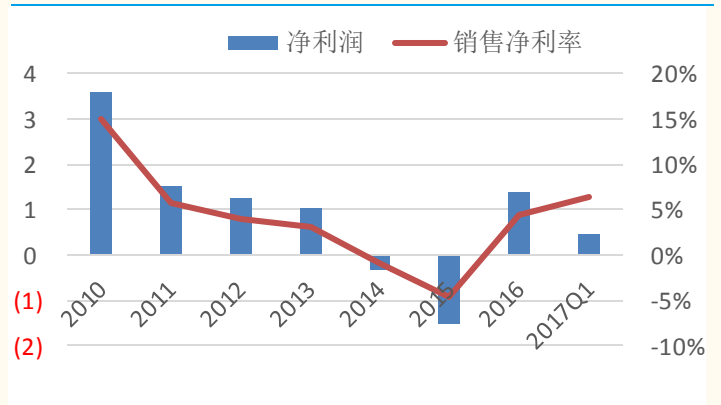
公司销售费用和管理费用受产销量下滑影响较大，未来随着公司重点布局核心市场，管理费用和销售费用预计不会持续降低。重庆啤酒 2017 年深耕四川、湖南区域，需要增加相应的营销推广费用以提高市场份额。

图表 21: 重庆啤酒期间费用呈现下降 (%)



来源: wind, 国金证券研究所

图表 22: 重庆啤酒净利润2016 扭转亏损 (亿元)



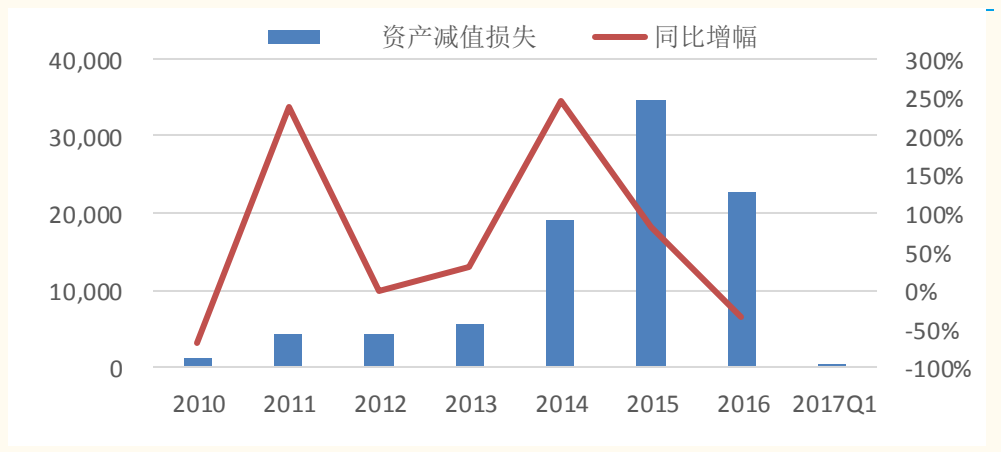
来源: wind, 国金证券研究所

### 3、子公司关厂逐步推进, 未来资产减值计提将回复平稳

公司通过关停或转让部分效率低下的分/子公司\改进包装等措施优化资源配置、提高生产效率, 也因此计提了大量资产减值准备。预计未来公司资产减值损失将恢复至平稳的水平, 对净利润的不利影响将下降。

减值损失构成上, 公司 2014 年计提 1.91 亿元, 其中计提包装物跌价准备 1.51 亿元。2015 年末减值损失 3.45 亿元, 占总资产比例为 9.27%, 同比增加 80.43%, 主要是公司产能优化, 计提关停厂固定资产减值准备以及山城商标减值造成。2016 年公司继续优化生产网络, 计提减值损失幅度同比减少。

图表 23: 重庆啤酒资产减值损失变动 (万元)



来源: wind, 国金证券研究所

图表 24: 重庆啤酒资产减值损失主要构成 (万元)

	2015		2016	
	金额	占比	金额	占比
存货减值计提	6870.69	19.91%	4329.39	19.09%
其中: 包装物				
山城牌啤酒系列商标减值	5120.06	14.84%	2150	9.48%
固定资产减值	18742.59	54.31%	6674.49	29.44%
			其中: 关停公司	
			其中: 持续亏损工厂	7795.48
资产减值损失	34510.38	100%	22674.6	100%

来源: wind, 国金证券研究所

#### 四、加快去产能步伐，提高运营管理效率

##### 1、关闭效率低下的子公司，提高资源利用效率

部分工厂由于网络布局不合理，产能利用不充分，产品收益无法弥补维持运营的成本。结合战略及未来发展规划，公司出让、关停部分分支以分离不良资产，整合优质资源。

关停转让的工厂效率低下，主要表现在两方面，一是生产网络布局不合理，例如部分工厂的地理位置不佳，物流成本高，辐射能力弱或者是与相邻的本公司工厂辐射区域交叠，彼此抵消，或远离其他工厂，难以形成合力。另一方面，部分工厂集中生产低档酒，利润空间小，未来市场容量增量空间有限。需求疲软降低开工率，但相应生产设备老化的维护成本却不断沉淀。关厂影响从短期来看，需要支付员工安置费用，计提相应减值准备，降低了公司业绩，但从长远角度有助于及时减少资源的耗损，优化生产布局，提升竞争能力。

图表 25：重庆啤酒近年关停转让效率低下的分子公司

公司名称	时间	公司状况
甘肃金山啤酒原料有限公司	2017.7 转让	公司向卫雨庆先生转让持有的金山公司的 60% 股权及 453.77 万元债权，股权对价 930 万，此次转让预估对归属于母公司净利润影响-95 万元。交易为公司带来 1384 万元净现金流入，节省关停金山公司每年开支的 510 万留置费。
宁波大梁山有限公司	2016.7 转让	公司向宁波威马出售持有的大梁山公司 70% 股权，转让对价 8200 万元。该股权处置对公司利润不会产生重大影响，但为公司带来净现金流入约为 8200 万元，有利于公司长远发展。
安徽亳州有限责任公司	2016.5 关停	由于销售低利润的产品、销量持续下滑且产能利用率低，导致财务业绩严重下滑，未来可预见 3 年无法实现盈亏平衡，市场容量没有成长空间。
重庆啤酒集团六盘水啤酒有限责任公司	2016.2 关停	公司资产负债率 2016 年 8 月已达 471.34%，严重资不抵债，已停止经营，转让对价为人民币 1700 万元，并且将节省六盘水公司关停后每年需继续开支的人民币 230 万元留置费用。
黔江分公司	2016.1 关停	公司所处区域的消费能力原因，啤酒销售价格较主城区区域明显降低，公司设备老化加剧，维持运营导致生产成本高昂。关停后与其相邻的其他本公司酒厂可满足黔江市场需求，且销售网络不受影响。
永川分公司	2015.11 关停	公司仅有包装生产线，其灌装产品所销售区域均可由主城区的其它工厂替代供货（包括现淡季期间），继续运营将导致现有及未来永川分公司单位产品生产成本低昂，不利于市场竞争及业务发展。
安徽九华山有限公司	2015.10 关闭生产业务	公司已连续多年亏损，为了改善经营状况、优化资源配置，终止所有生产业务，优化销售业务，公司将继续进行啤酒产品销售。
重庆佳辰生物工程有限公司	2015.4 关闭生产业务， 2016.3 转让	根据公司目前实际状况，决定停止生产性业务。2016 年公司以人民币 6800 万元的价格向重庆澳寰实业有限责任公司转让佳辰公司 100% 股权和本公司对佳辰公司的债权。

来源：公司公告，国金证券研究所

公司目前总产能 120 万吨，总体利用率约为 65%，不同区域的利用程度存在差异。除宜宾中高端产品生产线在增加产能（计划对其投资 3.79 亿，其中政府补贴 1.5 亿，产能由 12 万吨增至 30 万吨），其余均在关厂降产能。预计随着资产的整理和生产网络优化，产品结构的升级顺应啤酒消费需求，生产线能够得到充分的利用，总体的产能利用程度有望进一步提升。

图表 26：2016 年重庆啤酒旗下公司设计产能与实际产能情况

	设计产能 (万千升)	实际产能 (万千升)
重庆啤酒股份有限公司新区分公司	28	23
重庆啤酒股份有限公司北部新区分公司	40	30
重庆啤酒股份有限公司六厂	18	10
重庆啤酒股份有限公司九厂	18	12
重庆嘉威啤酒有限公司	23	20
重庆嘉酿啤酒有限公司石柱分公司	10	5
重庆啤酒集团成都勃克啤酒有限公司	10	7.5

	设计产能 (万千升)	实际产能 (万千升)
重庆啤酒集团宜宾啤酒有限公司	12	7.5
湖南重庆啤酒国人有限责任公司	12	6
合计	171	121

来源：公司年报，国金证券研究所

## 2、调整流程和组织结构，全面提高管理效率

供应链管理上，公司持续调整产能布局，优化组织结构，各项消耗指标有所下降。公司工厂经过嘉士伯全球专家组评估，发现存在未达嘉士伯运作标准之处，产能优化和技术改造正持续进行。推广 LeanTPM（精益生产）活动，提高各级员工现场管理水平。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。

财务管理上，提升分子公司月度经营分析质量和预算管理水平和，通过月度的监控及时反馈。通过与外部会计服务供应商的合作，将账务处理标准化，提高核算效率。提高内部控制的管控力度，优化控制流程。

人力资源管理上，在“扬帆 22”和“资援新征程”两大战略指引下开展工作，2016 年下半年致力于企业 3A（Alignment, Accountability, Action）文化的推广，建设良好的公司文化。薪酬管理上从员工薪酬与公司经济效益和业务表现出发，根据公司全年啤酒产销量和利润完成情况确定员工工资增长率，生产车间实行 KPI 绩效指标考核，与产品质量、各项消耗指标及生产效率结合。通过良好的激励与约束机制，激发企业活力。

## 3、优化销售模式和渠道推广

随着区域内啤酒产品逐步向高档化方向发展，以及消费者在非现饮渠道的消费习惯逐渐从瓶装向罐装转变，公司在销售模式以及渠道推广等方面都需要不断适应新的市场变化。

公司目前产品销售采用以经销商代理为主、直销为辅的销售模式，根据市场战略实行分区域管理。公司更多地让经销商承担与商超对接的工作，划片经营可使经销商实现渠道利润互补。2014 年公司为替换低端产品，对经销商进行培训，断掉重庆主城区山城供应，以重庆国宾、乐堡等作为替代，丰富渠道利润。公司也对经销商进行筛选优化，2017 年将对其进行评估，替换部分利润为负的经销商。

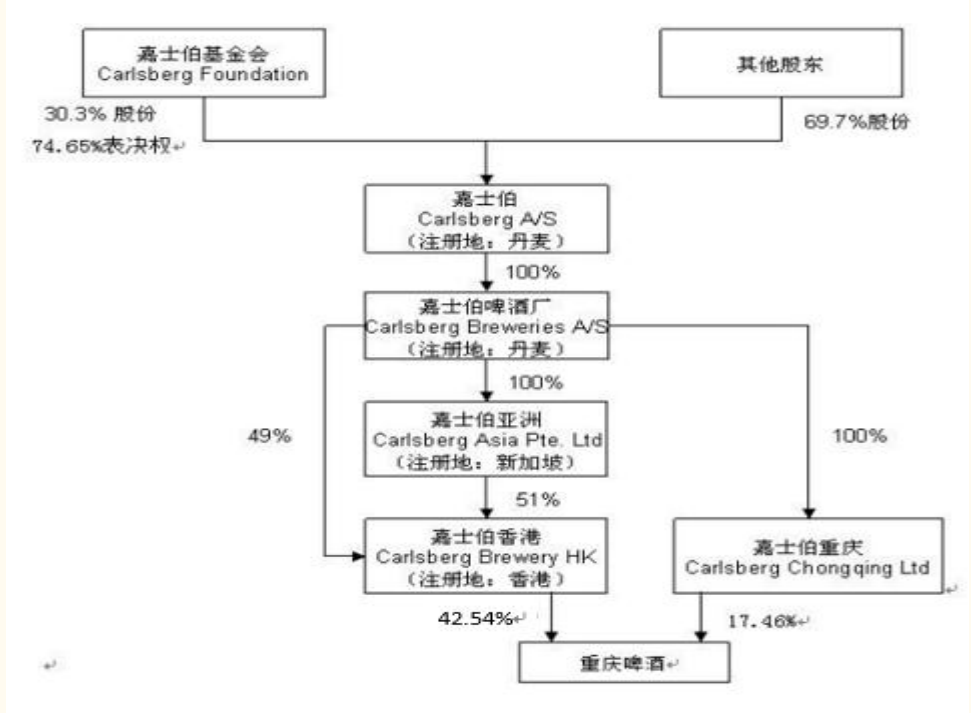
渠道推广上公司不断适应市场需求。以重庆为例，重庆的消费渠道中 70% 在经即饮场所，30% 在商超渠道。随着罐装产品的需求增加，且罐装适于运输和储藏，公司目前在补充罐装啤酒在商超渠道的供应。费用投放上公司分产品进行，重点品牌乐堡的广告费用高于重庆，2017 年加投嘉士伯品牌。此外，公司在大数据时代加码新型广告模式，2017 年侧重于移动媒体、视频 APP 端投放，精准地测算重庆地区的点击量，以便获取更全面的消费数据，有针对性地营销和推广。

## 五、嘉士伯承诺资产注入临近，有望提高集中度和占有率

### 1、依托嘉士伯引入国际啤酒品牌，增强本土竞争能力

2010 年嘉士伯香港收购重庆啤酒 12.25%的股权，2013 年嘉士伯香港又以 29.3 亿元收购重庆啤酒 30.29%的股权。截至 2017Q1，嘉士伯香港持股比例为 42.54%，嘉士伯重庆持股比例 17.46%。嘉士伯基金通过其间接控制的全资子公司嘉士伯香港和嘉士伯重庆持有了重庆啤酒 60%的股份，是公司的实际控制人。

图表 27：2013 年嘉士伯收购重庆啤酒后股权结构



来源：公司公告，国金证券研究所

嘉士伯是全球著名的啤酒制造企业，已形成“国际品牌+地方强势品牌”的产品组合，并以高端品牌为主。嘉士伯收购重庆啤酒后对其产品进行整合，一方面发展本地品牌重庆系列，一方面引入诸多授权的国际品牌如乐堡、嘉士伯等，促进产品布局多元化。例如 2016 年在中国内地引入高档 Somersby 自然泡苹果汽酒丰富产品组合，以满足更多追求不同口味的高端消费者需求，2017 年则引进格林堡。依托嘉士伯的平台，重庆啤酒得以引入中高档产品，本土和国际相结合，增强竞争能力。

图表 28：嘉士伯集团中国主要在售产品



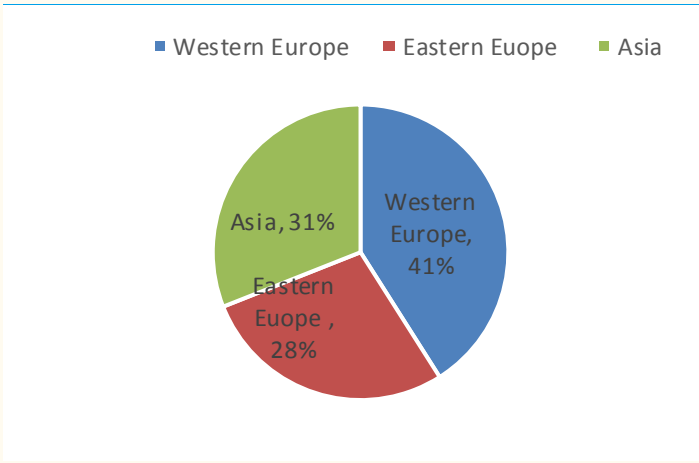
嘉士伯 乐堡 凯旋 1664 苹果汽酒 格林堡 怡乐仙地

来源：嘉士伯天猫旗舰店，国金证券研究所

嘉士伯产品主要分布在欧洲和亚洲，近年来亚洲销售占比不断增加，2014-2016 年分别为 21%、28%、31%。亚洲市场尤其是中国市场成为了嘉士伯的重点布局市场。

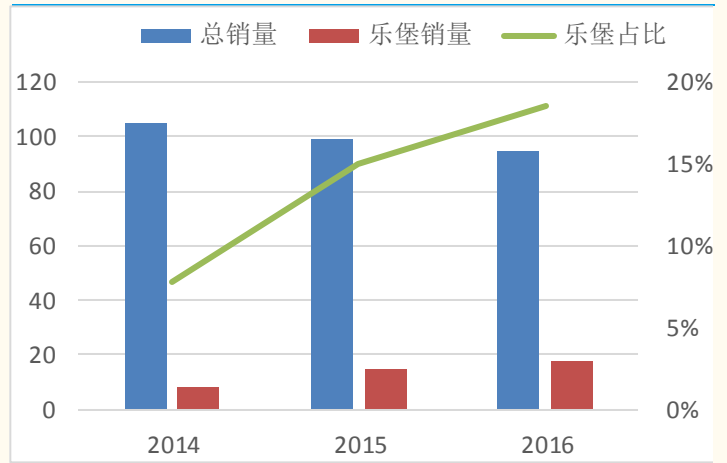
乐堡品牌是带动嘉士伯整体实现增长的重要推动力，因此也成为嘉士伯在中国主推的核心品牌，曾获“中国最快速度成长啤酒品牌”。2016 年嘉士伯全球实现销量 1169 万千升，同比下降 2.83%，其中乐堡单品销量仍增长 9%。2016 年嘉士伯中国市场受业务重组影响销量下滑 6%，但乐堡销量增速达 21%。2017Q1 中国市场销量增长 4%，在乐堡等的驱动下高端品牌组合实现 16% 的增长。目前重庆啤酒已推出乐堡彩盖和新品“乐堡野”，确定中国首位代言人李宇春，筹办暑期消费旺季的系列推广活动，加速产品升级进程。

图表 29：2016 嘉士伯集团啤酒销售区域分布



来源：公司官网，国金证券研究所

图表 30：乐堡在嘉士伯中国市场占比提升（万千升）



来源：公司年报，国金证券研究所

## 2、未来资产整合有望进一步扩大体量和市场占有率

高管层的变动有望为公司的管理和资源整合带来新气象。2017 年 2 月公司发布公告称原董事长黎启基辞去董事长职务，监事会主席徐绮俊同时离职。柯俊财以嘉士伯中国区 CEO 身份兼任重庆啤酒董事长，致力于调动资源自上而下整合，一方面改善以往的管理制度和工作方式，促进中外在管理、企业文化上的融合，一方面促进供应链的整合，促进产能优化和技术改造，推动重庆啤酒融入嘉士伯全球生产体系。发挥资本整合后效力，提高运营效率。

嘉士伯香港在 2013 年 10 月要约收购重庆啤酒时曾承诺，为了避免同业竞争，在相关方批准情况下将把与重庆啤酒存在潜在竞争的国内啤酒资产和业务注入重庆啤酒，在要约收购完成后的 4-7 年时间内解决同业竞争。对此嘉士伯一直在梳理旗下资产，如出售啤酒花的壳（600090.SH，现重组为同济堂）、全资收购乌苏啤酒、让渡西藏啤酒嘉士伯股权等。

2017 年进入嘉士伯承诺的资产注入期，嘉士伯中国仍有大量优质资产，除重啤产能外，测算产能仍有超过 180 万吨的年产能，资产和业务的整合预期能够带来公司体量的迅速增长。嘉士伯在华的 40 多家啤酒厂主要分布于新疆、宁夏、西藏、四川等西部省份，在西部市场具有较高的占有率，而重庆啤酒是集团在中国区最大的啤酒生产企业，在推进西部产业布局进程中有重要作用。

图表 31：嘉士伯中国旗下公司及相关产能统计

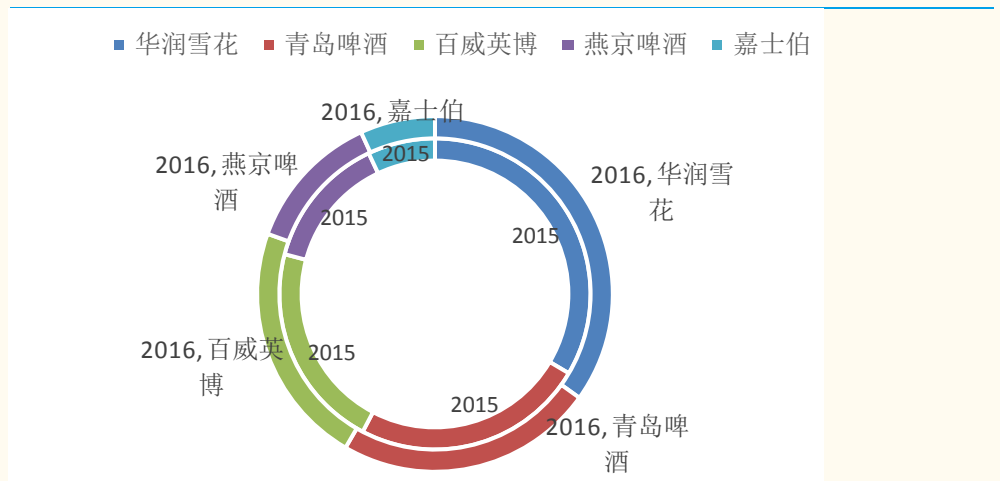
地区	公司名称	持股比例	预计产能
甘肃	酒泉西部啤酒有限公司	50.00%	40 万吨
	天水黄河嘉酿啤酒有限公司	50.00%	
青海	青海黄河嘉酿啤酒有限公司	50.00%	50 万吨
新疆	新疆乌苏啤酒有限公司	65.00%	
西藏	西藏拉萨啤酒有限公司	50.00%	

宁夏	宁夏西夏嘉酿啤酒有限公司	70.00%	20 万吨
重庆	嘉士伯啤酒企业管理(重庆)有限公司	100.00%	
	重庆啤酒有限公司	60.00%	120 万吨
	重庆嘉酿啤酒有限公司	79.00%	
云南	昆明华狮啤酒有限公司	100.00%	20 万吨
	大理啤酒有限公司	100.00%	50 万吨
广东	嘉士伯啤酒(广东)有限公司	99.00%	
香港	嘉士伯啤酒厂香港有限公司	100.00%	
合计			300 万吨

来源：公司官网，国金证券研究所

根据 euromonitor 测算，2016 年行业前五大企业分别为：华润雪花、青岛啤酒、百威英博、燕京啤酒，嘉士伯，其销量口径市占率分别为 25.60%、17.20%、16.20%、9.30%、5.00%。资产整合有望提升未来嘉士伯的市场占有率，促进行业的进一步整合。

图表 32：中国啤酒市场占有率情况



来源：Euromonitor，国金证券研究所



## 六、盈利预测与估值

我们对公司未来做如下假设：

**中高档产品占比提升：**参考公司 2016 年高中低三档产品的产销量变动，其中低档产品销量同比下降 24%，中高档同比下降 1%。2016 年 8 月转让宁波大梁山公司股权，故 2016 年销量中包含了关闭工厂的已实现销量。考虑到 2017 年部分关闭工厂的影响，以及公司 2016 年年报中披露的 2017 计划销售啤酒 84.73 万千升，我们预计 2017 年总销量仍会继续下滑，但并不应过分悲观，未来三年公司仍将继续调整产品结构，考虑到高档产品中的乐堡、纯生在 2016 年增长迅速，纯生增速超过 20%；中档产品价格段位 4-8 元产品，其下限仍有部分产品价格较低，存在升级空间，故影响段位产品整体增速；低端产品未来是公司淘汰的目标，逐渐将被取代，考虑到 17 年工厂停工，部分产品停止供应。我们假设 17 年公司高档产品增速保持 5%，占比较大的中档产品增速保持 2%，低档产品继续收缩，销量下滑 30%。

图表 33：中高端销量增速提升

	2016	2017E	2018E	2019E
销量(万吨)	94.62	89.34	89.52	92.19
YOY%	-4.38%	-5.58%	0.20%	2.98%
高档	8.66	9.10	9.64	10.32
YOY%	-1%	5%	6%	7%
整体占比	9.16%	10.18%	10.77%	11.19%
中档	62.73	63.98	66.54	69.20
YOY%	-1%	2%	4%	4%
整体占比	66.29%	71.62%	74.33%	75.07%
低档	23.23	16.26	13.33	12.67
YOY%	-24%	-30%	-18%	-5%
整体占比	24.55%	18.20%	14.89%	13.74%

来源：公司公告，国金证券研究所

**吨价继续保持提升趋势：**随着啤酒产品升级，中高档占比增加，相应的价位也有提升，带动公司的吨价实现增长。考虑到 2017Q1 公司实现销量 20.72 万千升，营业收入 7.36 亿元，吨价同比上升 6%，我们假设公司中高档产品由于新品的投入以及有重点的产品培育吨价增长较快，而低档产品将不再作为公司销售重点，则配套的搭赠及支持也较少致使吨价有微幅的上涨，叠加整体产品结构的上移，预计公司未来三年整体吨价提升 8.40%/6.46%/5.27%。

图表 34：结构上移，中高档吨价增速大于低档增速

	2016	2017E	2018E	2019E
整体吨价	3269.79	3544.48	3773.39	3972.22
YOY%		8.40%	6.46%	5.27%
高档	5253.70	5463.84	5627.76	5796.59
YOY%		4%	3%	3%
中档	3507.77	3683.16	3867.32	4060.69
YOY%		5%	5%	5%
低档	1887.04	1924.78	1963.28	2002.55
YOY%		2%	2%	2%

来源：公司公告，国金证券研究所

**毛利率提升：**中高档产品的毛利率偏高，随着低端产品山城的大幅缩减，产品升级，同时原材料中进口大麦价格下行和罐装铝包材价格波动向下，降低了生产成本，毛利率有望实现增长，假设未来三年的毛利率分别为 41.74%、43.05%、44.17%。

**非主营业务继续收缩：**公司的营业收入主要来源于啤酒销售，麦芽销售 2016 年有所下滑，2017 年麦芽业务将不再开展，而药品销售在 2016 年已经全部退出，随着啤酒业务占比的不断增加，预期公司其他业务中仅保留酒糟出售、玻璃瓶废渣销售两项啤酒副产品销售业务，在整体营收占比也将趋于固定。鉴于麦芽销售业务已不再有。参考既往规模，我们预计非啤酒业务收入占整体营收比例为约 2.5% 左右。

**图表 35：公司未来营收预测**

整体营收 (亿元)	2016	2017E	2018E	2019E
高档	4.55	4.97	5.43	5.98
YOY		9.20%	9.18%	10.21%
毛利率	57.10%	58.50%	58.90%	60.30%
中档	22.00	23.56	25.73	28.10
YOY		7.10%	9.20%	9.20%
毛利率	40.50%	41.70%	42.50%	43.30%
低档	4.38	3.13	2.62	2.54
YOY		-28.60%	-16.36%	-3.10%
毛利率	15.20%	15.40%	15.60%	15.80%
啤酒业务总营收	30.94	31.67	33.78	36.62
毛利	12.18	13.22	14.54	16.17
毛利率	39.36%	41.74%	43.05%	44.17%
非啤酒业务营收	1.02	0.81	0.87	0.94
毛利		0.24	0.26	0.28
毛利率		30.00%	30.00%	30.00%
<b>总营收</b>	<b>31.96</b>	<b>32.48</b>	<b>34.64</b>	<b>37.56</b>
毛利		13.46	14.80	16.46
毛利率		41.44%	42.72%	43.82%

来源：公司公告，国金证券研究所

我们预计 2017-19 年公司总计实现啤酒销量 89.34/89.52/92.19 万千升，实现营业收入 32.48/34.64/37.56 亿元，同比增长 1.6%/6.7%/8.4%。实现归属上市公司股东净利润为 3.35/4.32/5.24 亿元，同比增长 85.30%/28.85%/21.23%，折合 EPS 为 0.69/0.89/1.08 元，目前股价对应 17-19 年 PE 为 36X/28X/23X，考虑到公司自身产品结构提升超预期的可能以及潜在的集团资产整合预期，首次覆盖给予“增持”评级。

## 七、风险提示

产品结构升级受阻，区域市场拓展不及预期，极端天气影响。

**附录：三张报表预测摘要**

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E		2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>主营业务收入</b>	<b>3,169</b>	<b>3,324</b>	<b>3,196</b>	<b>3,248</b>	<b>3,464</b>	<b>3,756</b>	货币资金	124	219	268	800	800	800
增长率		4.9%	-3.8%	1.6%	6.7%	8.4%	应收账款	74	85	94	84	91	104
主营业务成本	-1,755	-2,096	-1,940	-1,902	-1,984	-2,110	存货	1,159	1,075	826	1,082	1,053	1,118
%销售收入	55.4%	63.1%	60.7%	58.6%	57.3%	56.2%	其他流动资产	17	60	144	115	115	117
毛利	1,413	1,227	1,256	1,346	1,480	1,646	流动资产	1,374	1,438	1,332	2,081	2,059	2,139
%销售收入	44.6%	36.9%	39.3%	41.4%	42.7%	43.8%	%总资产	35.0%	38.7%	39.6%	56.7%	60.2%	61.3%
营业税金及附加	-288	-273	-270	-279	-292	-319	长期投资	199	240	306	307	306	306
%销售收入	9.1%	8.2%	8.4%	8.6%	8.4%	8.5%	固定资产	1,787	1,495	1,266	970	792	814
营业费用	-420	-490	-446	-454	-493	-528	%总资产	45.5%	40.2%	37.6%	26.4%	23.1%	23.3%
%销售收入	13.3%	14.7%	13.9%	14.0%	14.2%	14.0%	无形资产	499	464	365	309	263	228
管理费用	-460	-233	-184	-295	-252	-277	非流动资产	2,551	2,283	2,033	1,588	1,364	1,350
%销售收入	14.5%	7.0%	5.7%	9.1%	7.3%	7.4%	%总资产	65.0%	61.3%	60.4%	43.3%	39.8%	38.7%
息税前利润 (EBIT)	245	231	357	318	444	523	<b>资产总计</b>	<b>3,925</b>	<b>3,721</b>	<b>3,366</b>	<b>3,669</b>	<b>3,423</b>	<b>3,488</b>
%销售收入	7.7%	7.0%	11.2%	9.8%	12.8%	13.9%	短期借款	753	630	7	1,077	785	569
财务费用	-69	-44	-26	-25	-45	-28	应付款项	1,317	1,432	1,403	1,342	1,404	1,511
%销售收入	2.2%	1.3%	0.8%	0.8%	1.3%	0.7%	其他流动负债	130	120	111	120	119	206
资产减值损失	-191	-345	-227	-61	-50	-40	流动负债	2,200	2,182	1,521	2,538	2,308	2,287
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	0	0	0	0	0	1
投资收益	45	43	82	57	61	66	其他长期负债	306	320	602	19	26	38
%税前利润	179.0%	-39.0%	52.2%	19.3%	14.7%	12.7%	<b>负债</b>	<b>2,506</b>	<b>2,502</b>	<b>2,123</b>	<b>2,557</b>	<b>2,334</b>	<b>2,326</b>
营业利润	29	-114	187	290	410	521	<b>普通股股东权益</b>	<b>1,277</b>	<b>1,141</b>	<b>1,230</b>	<b>1,178</b>	<b>1,223</b>	<b>1,360</b>
营业利润率	0.9%	n.a	5.8%	8.9%	11.8%	13.9%	少数股东权益	142	78	12	-66	-135	-197
营业外收支	-4	3	-30	3	3	3	<b>负债股东权益合计</b>	<b>3,925</b>	<b>3,721</b>	<b>3,366</b>	<b>3,669</b>	<b>3,423</b>	<b>3,488</b>
税前利润	25	-111	157	293	413	524							
利润率	0.8%	n.a	4.9%	9.0%	11.9%	14.0%	<b>比率分析</b>						
所得税	-57	-43	-17	-35	-50	-63		2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
所得税率	225.9%	n.a	10.7%	12.0%	12.0%	12.0%	<b>每股指标</b>						
净利润	-32	-154	140	257	363	461	每股收益	0.152	-0.136	0.374	0.693	0.893	1.082
少数股东损益	-105	-88	-41	-78	-69	-63	每股净资产	2.638	2.358	2.541	2.434	2.527	2.810
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>73</b>	<b>-66</b>	<b>181</b>	<b>335</b>	<b>432</b>	<b>524</b>	每股经营现金净流	0.856	0.926	1.176	0.009	1.272	1.481
净利率	2.3%	n.a	5.7%	10.3%	12.5%	13.9%	每股股利	0.190	0.200	0.800	0.800	0.800	0.800
							<b>回报率</b>						
<b>现金流量表 (人民币百万元)</b>							净资产收益率	5.75%	-5.75%	14.72%	28.47%	35.33%	38.53%
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E	总资产收益率	1.87%	-1.76%	5.38%	9.14%	12.63%	15.02%
净利润	-32	-154	140	257	363	461	投入资本收益率	-14.14%	17.38%	25.54%	12.78%	20.85%	26.55%
少数股东损益	-105	-88	-41	-78	-69	-63	<b>增长率</b>						
非现金支出	417	555	403	193	164	154	主营业务收入增长率	-6.44%	4.90%	-3.85%	1.62%	6.67%	8.41%
非经营收益	26	-18	-68	38	-2	-25	EBIT增长率	-9.09%	-5.39%	54.36%	-11.01%	39.58%	17.79%
营运资金变动	2	65	95	-484	91	127	净利润增长率	-53.74%	-189.44%	-375.6%	85.30%	28.85%	21.23%
<b>经营活动现金净流</b>	<b>414</b>	<b>448</b>	<b>569</b>	<b>4</b>	<b>616</b>	<b>717</b>	总资产增长率	-9.52%	-5.20%	-9.55%	9.02%	-6.73%	1.93%
资本开支	-83	-69	-159	194	64	-137	<b>资产管理能力</b>						
投资	1	-37	85	-1	0	0	应收账款周转天数	5.1	5.5	6.3	5.7	5.8	6.0
其他	2	5	3	57	61	66	存货周转天数	249.9	194.4	178.8	207.7	193.7	193.4
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-79</b>	<b>-101</b>	<b>-71</b>	<b>249</b>	<b>125</b>	<b>-71</b>	应付账款周转天数	43.7	47.7	60.2	50.5	52.8	54.5
股权募资	0	0	0	0	0	0	固定资产周转天数	201.3	162.4	127.3	88.5	61.1	55.6
债权募资	-383	-123	-623	701	-292	-215	<b>偿债能力</b>						
其他	-163	-130	174	-423	-448	-432	净负债/股东权益	44.30%	30.58%	-29.10%	15.85%	-10.62%	-28.41%
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>-547</b>	<b>-253</b>	<b>-449</b>	<b>278</b>	<b>-740</b>	<b>-646</b>	EBIT利息保障倍数	3.5	5.3	13.7	13.0	10.0	18.7
<b>现金净流量</b>	<b>-212</b>	<b>94</b>	<b>49</b>	<b>532</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	资产负债率	63.85%	67.24%	63.09%	69.68%	68.20%	66.67%

来源：公司年报、国金证券研究所

**市场中相关报告评级比率分析**

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	2	2	2	6
增持	0	2	2	2	3
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	<b>0.00</b>	<b>1.50</b>	<b>1.50</b>	<b>1.50</b>	<b>1.33</b>

来源：朝阳永续

**市场中相关报告评级比率分析说明：**

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

**最终评分与平均投资建议对照：**

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性  
3.01~4.0=减持

**长期竞争力评级的说明：**

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

**优化市盈率计算的说明：**

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

**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。

**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机构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。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户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 7BD