

## 同步全球产品结构升级中

### ——重庆啤酒（600132）深度报告

2017年10月10日

强烈推荐/首次

重庆啤酒 深度报告

#### 报告摘要：

**全球啤酒消费升级趋势难挡。**全球啤酒行业正在经历一轮需求下降和市场份额持续集中的行业变化，产品升级已成全球啤酒行业的成长方向。

- ◆ 行业收入增长来自国际高端品牌销售占比提升驱动的吨酒价格增长，预计2017年国际高端品牌全球市场占有率将超过30%，而中国市场国际高端品牌占比估计在10%，市场占比还有提升空间。

**嘉士伯中国双国际品牌战略。**嘉士伯已在全球市场开启高端国际化产品升级，国际高端品牌近几年复合增长率达到20%。

- ◆ 2010年至2015年，亚洲市场乐堡复合增长率超过70%，未来亚洲销量有望突破100万千升。“嘉士伯+乐堡”的双国际品牌架构已清晰，乐堡定位年轻客群，针对啤酒消费升级的定位准确，我们看好乐堡持续放量。

**重庆啤酒升级叠加区域扩张。**重庆啤酒基本完成亏损产能处置后，顺利完成低端品牌的替换，但乐堡品牌占比提升才是嘉士伯全球产品升级的同步。

- ◆ 四川市场有扩张空间，2016年公司调整了四川经销商结构，四川经销商数量远超重庆，但经销商单位规模低，未来经销商规模有2倍提升空间。
- ◆ 宜宾30万千升技改产能的一期20万千升产能即将释放，乐堡品牌在四川放量将驱动四川市场销售规模逐步提升。

**公司盈利预测及投资评级。**看好乐堡品牌销售占比提升驱动公司业绩的持续增长。

- ◆ 我们预计公司2017年-2019年营业收入分别为31.96亿元、34.81亿元和37.86亿元，归属于上市公司股东净利润分别为3.85亿元、5.11亿元和6.42亿元；每股收益分别为0.77元、1.02元和1.28元，对应PE分别为28.85、21.72和17.31。给予公司6个月目标价28.56元，首次给予公司“强烈推荐”投资评级。

**风险提示。**行业竞争加剧的风险；上游成本波动的风险

#### 财务指标预测

指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	3,323.75	3,195.92	3,196.96	3,481.53	3,786.30
增长率(%)	4.90%	-3.85%	0.03%	8.90%	8.75%
净利润(百万元)	(153.55)	139.94	385.43	511.88	642.41
增长率(%)	387.43%	-191.14	175.42%	32.81%	25.50%
净资产收益率(%)	-5.75%	14.72%	23.62%	24.46%	24.05%
每股收益(元)	(0.14)	0.37	0.77	1.02	1.28
PE	(157.71)	59.68	28.85	21.72	17.31
PB	9.36	8.69	6.81	5.31	4.16

资料来源：公司财报，东兴证券研究所

#### 徐昊

010-66554017

xuhao@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480514070003

#### 焦凯

010-66554144

jiaokai@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480512090001

#### 范垄基

010-66554025

fanlj@dxzq.net.cn

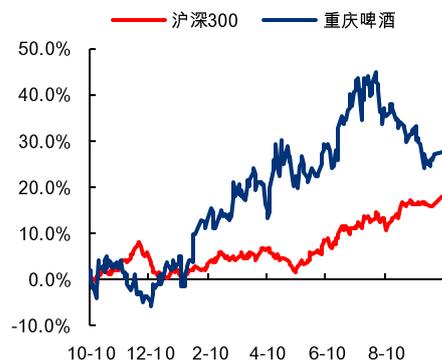
执业证书编号：

S1480517070001

#### 交易数据

52周股价区间(元)	22.08-17.92
总市值(亿元)	106.86
流通市值(亿元)	106.86
总股本/流通A股(万股)	48397/48397
流通B股/H股(万股)	/
52周日均换手率	0.73

#### 52周股价走势图



资料来源：东兴证券研究所

#### 相关研究报告

## 目 录

1. 全球啤酒消费结构升级趋势已成 .....	4
1.1 全球啤酒行业增长由高端产品驱动 .....	4
1.2 嘉士伯全球战略：推动国际高端品牌 .....	5
2. 嘉士伯推动中国市场国际高端品牌增长 .....	7
2.1 并购完成中国西部市场布局 .....	7
2.2 中国战略转变：大城市战略+国际高端 .....	9
3. 重庆啤酒升级还未完结 .....	12
3.1 重庆是地区核心，看好西南市场高端啤酒空间 .....	12
3.2 乐堡是升级的核心产品 .....	16
4. 公司盈利预测和估值 .....	18
4.1 重庆啤酒财务分析 .....	18
4.2 公司盈利预测 .....	20
4.3 公司估值和投资评级 .....	21
5. 风险提示 .....	21

## 表格目录

表 1:嘉士伯啤酒在中国市场布局 .....	8
表 2:重庆啤酒主要产品价格表 .....	11
表 3:重庆啤酒经营业务预测表 .....	20
表 4:重庆啤酒可比估值表 .....	21
表 5: 公司盈利预测表 .....	22

## 插图目录

图 1:全球啤酒行业产品增速曲线 .....	4
图 2:全球啤酒行业国际高端产品占比趋势 .....	4
图 3:AB 英博啤酒全球销量增速和吨酒价格增速 .....	5
图 4:嘉士伯国际高端啤酒产品线布局 .....	6
图 5:嘉士伯全球啤酒销量（单位：万千升） .....	6
图 6:嘉士伯在俄罗斯啤酒市场产品结构 .....	6
图 7:俄罗斯啤酒市场整体产品结构 .....	6
图 8:乐堡啤酒在亚洲地区销量（单位：十万千升） .....	7
图 9:嘉士伯亚洲地区收入和 EBIT 趋势 .....	7
图 10:嘉士伯啤酒进入中国市场情况 .....	8
图 11:嘉士伯中国销售收入增速曲线 .....	9

图 12:中国啤酒市场国际高端啤酒市场份额趋势.....	9
图 13:中国啤酒市场结构.....	10
图 14:AB 英博中国市场产品结构.....	10
图 15:2008 年嘉士伯中国市场产品布局.....	11
图 16:2017 年嘉士伯中国产品布局.....	11
图 17:重庆啤酒产品结构.....	12
图 18:西南四省啤酒产品和市场占比曲线.....	12
图 19:嘉士伯 2014 年在中国市场产能布局情况.....	13
图 20:乐堡啤酒成都市场分布.....	14
图 21:李宇春代言乐堡啤酒.....	14
图 22:2016 年重庆啤酒区域市场分布.....	14
图 23:重庆啤酒不同区域销量（单位：万千升）.....	14
图 24:重庆啤酒销售区域吨酒价格（单位：元/千升）.....	15
图 25:乐堡啤酒和凯旋 1664 白啤酒关联交易出厂价格（单位：元/千升，含消费税）.....	16
图 26:2016 年全球部分啤酒市场即饮渠道市场份额.....	17
图 27:乐堡啤酒增长逻辑框架.....	17
图 28:重庆啤酒国际高端品牌产销量.....	18
图 29:国内啤酒公司吨产品价格比较（单位：元/千升）.....	18
图 30:国内啤酒公司吨酒成本比较（单位：元/千升）.....	18
图 31:国内啤酒公司吨酒销售费用比较（单位：元/千升）.....	19
图 32:国内啤酒公司吨酒营业利润比较（单位：元/千升）.....	19

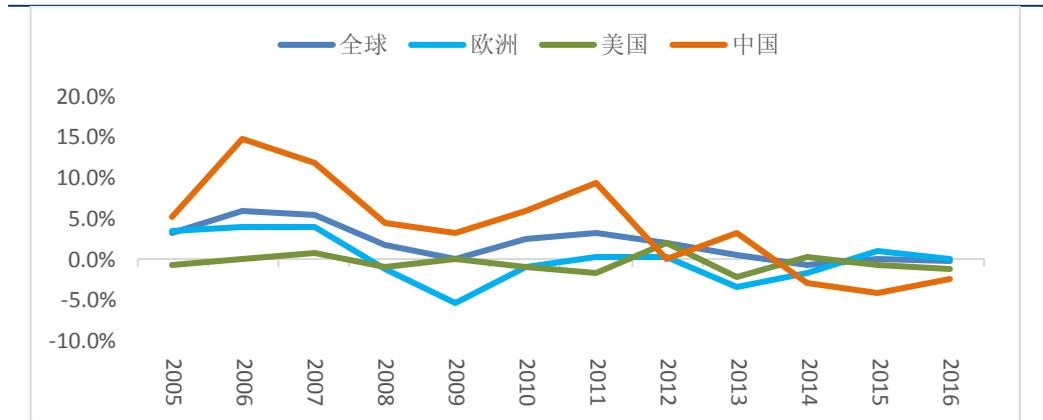
## 1. 全球啤酒消费结构升级趋势已成

### 1.1 全球啤酒行业增长由高端产品驱动

全球啤酒行业正在经历一轮供给端和需求端变化：

- ◆ 全球啤酒市场需求量下降——2017 年全球啤酒销量下降 1.8%，过去 5 年销量复合下降速度 0.5%，中国市场销量下滑 4.2%；过去 10 年欧洲成熟啤酒市场消费量年均下降速度为 1.1%。全球消费量的下降可能与经济环境相关。
- ◆ 全球啤酒市场份额继续集中——AB 英博完成 SAB 米勒收购。全球啤酒消费量前 5 的国家中除德国外，中国、美国、巴西和俄罗斯的前 5 大啤酒公司累积市场份额均超过 70%。

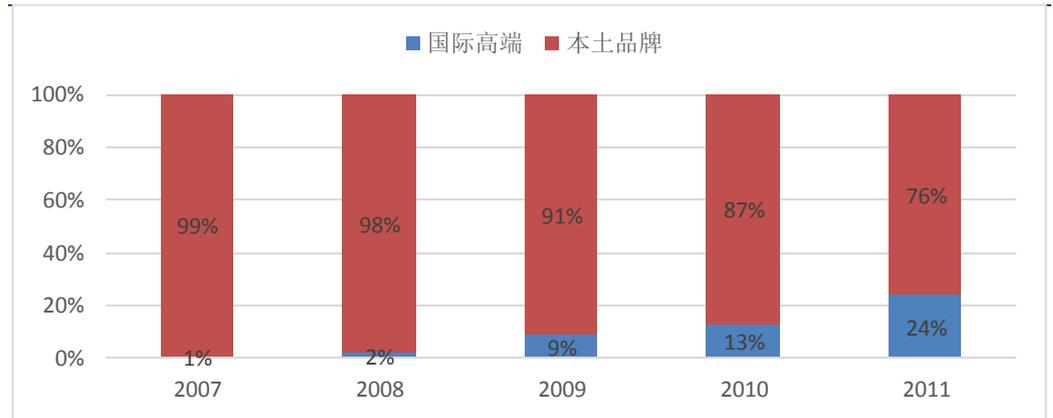
图 1:全球啤酒行业产品增速曲线



资料来源：巴特哈思集团、东兴证券研究所

全球啤酒行业产品结构升级开始于 2008 年，全球啤酒销量增速的持续下行，驱动行业增长从量增转变为价增。2008 年尼尔森统计全球啤酒行业国际高端品牌销量占比仅 2%，到 2011 年国际高端品牌销量占比迅速提升至 24%，我们估计 2017 年全球国际高端品牌销量占比将超过 30%。

图 2:全球啤酒行业国际高端产品占比趋势

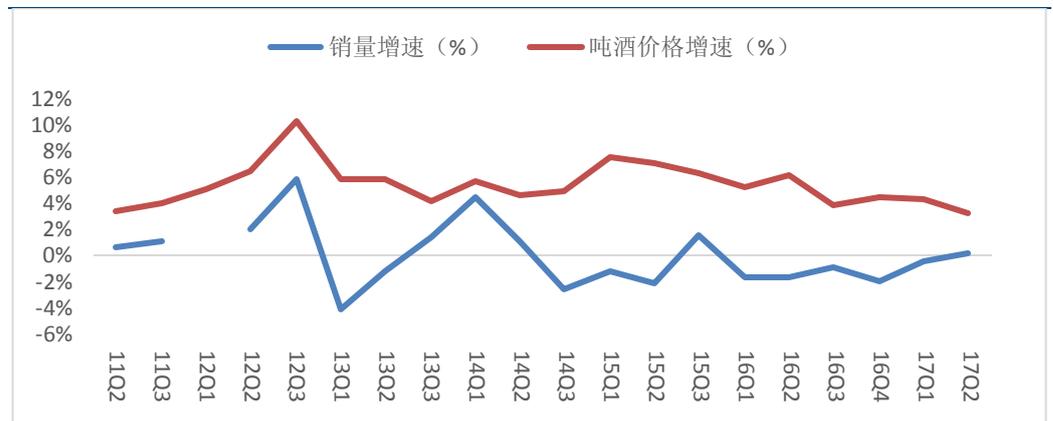


资料来源: AC 尼尔森, 东兴证券研究所

2016 年 AB 英博完成合并 SAB 米勒后, 成为全球啤酒行业绝对龙头公司, 加速了全球行业格局变化。AB 英博会继续在全球市场强化高端产品增长策略: 用百威的品牌和渠道带来时代啤酒和科罗娜在全球市场增长。

AB 英博在 2011 年至 2017 年二季度, 全球产品吨酒销售价格保持了平均 5.4% 的单季度增速, 虽然 2016 年至 2017 年吨酒价格增速放缓, 但也维持在 4% 附近。AB 英博全球市场在 2015 年后虽然出现了销量的下滑, 但吨酒价格的提升支撑了收入增长。

图 3: AB 英博啤酒全球销量增速和吨酒价格增速



资料来源: AB 英博啤酒年报, 东兴证券研究所

2016 年百威品牌全球销量增长 2.8%, 时代啤酒全球销量增长 6.3%, 科罗娜全球销量增长 14.3%, 公司收入增长 21%。2017 年上半年百威全球销量增长 5.7%, 时代啤酒全球销量增长 6.6%, 科罗娜全球销量增长 16.6%, 收入增长超过 26%。在一轮全球行业下降的环境中, 全球啤酒龙头百威产品结构升级带动收入增长的效果体现。

## 1.2 嘉士伯全球战略: 推动国际高端品牌

嘉士伯认为目前全球啤酒市场本土化产品总量仍然很大, 但国际化品牌的增长在提速。嘉士伯集团在全球开启一轮产品结构升级, 在全球市场范围减少不盈利品牌, 提升国际品牌销量。嘉士伯、乐堡、凯旋 1664 和金博根是目前嘉士伯集团全球啤酒产品高

端化国际品牌组合，四个品牌目前占嘉士伯总体销量的 25%。

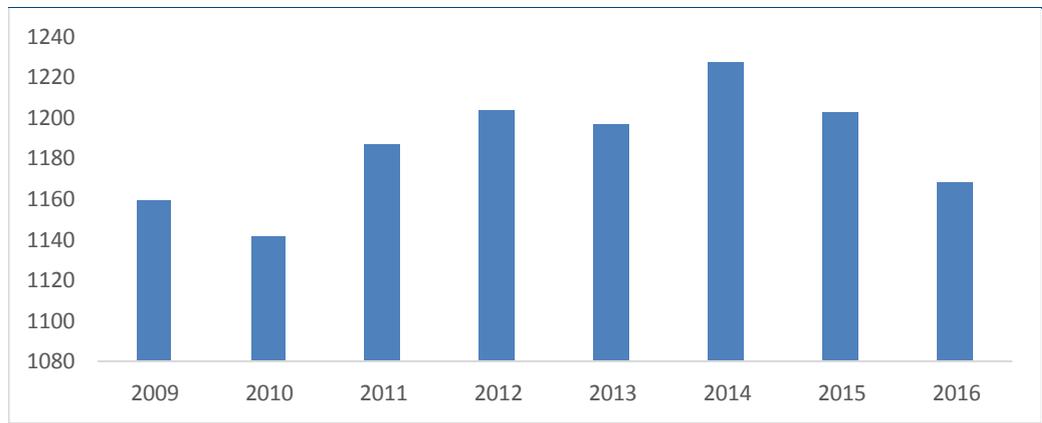
图 4:嘉士伯国际高端啤酒产品线布局



资料来源：嘉士伯年报、东兴证券研究所

2011 年开始嘉士伯已经在西欧市场提升产品结构,来应对整体消费下滑的不利趋势。2011 年至 2013 年嘉士伯国际品牌在西欧成熟啤酒市场复合增长率超过 5%，同时期嘉士伯本土化品牌复合增长率为 3%，国际品牌增长快于本土品牌。

图 5:嘉士伯全球啤酒销量（单位：万千升）



资料来源：嘉士伯年报、东兴证券研究所

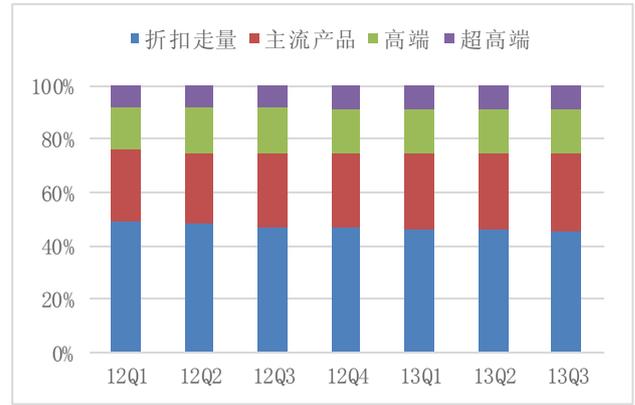
2013 年至 2015 年，凯旋 1664 和金博根在挪威市场复合增长率达到 113%，在丹麦市场的复合增长率为 30%，瑞典市场的复合增长率为 74%。2016 年乐堡品牌全球增长 9%，嘉士伯品牌增长 5%，凯旋 1664 收入增长 15%。全球市场看嘉士伯在部分国家市场份额的提升是受益于乐堡、凯旋 1664 和金博根的强劲增长。

图 6:嘉士伯在俄罗斯啤酒市场产品结构

图 7:俄罗斯啤酒市场整体产品结构



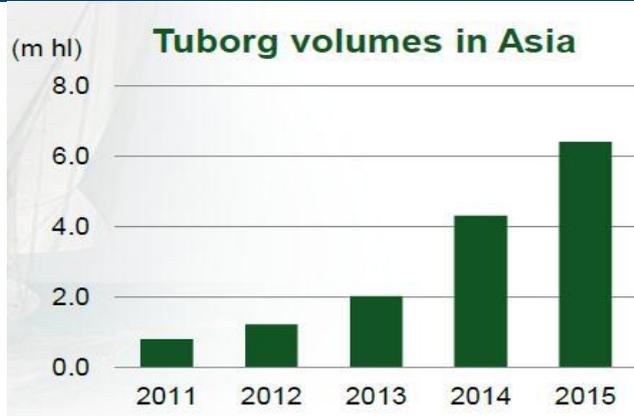
资料来源: 嘉士伯年报, 东兴证券研究所



资料来源: 嘉士伯年报, 东兴证券研究所

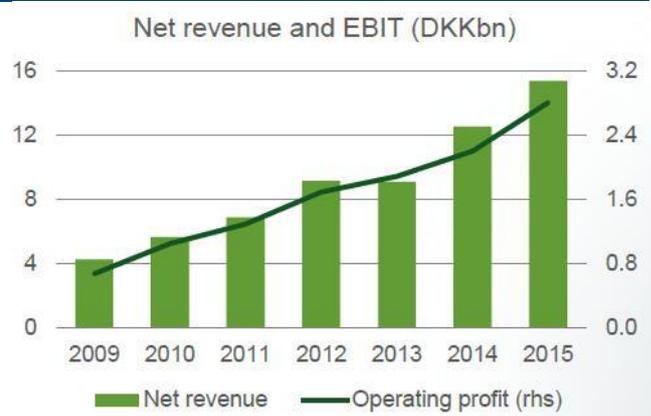
2013年嘉士伯在俄罗斯啤酒市场份额为37.5%，在俄罗斯啤酒市场份额第一。俄罗斯啤酒市场从2008年开始出现消费量的下降，但俄罗斯啤酒市场销售规模除2009年出现小幅下降外，从2010年开始保持了连续上涨的趋势，产品结构提升带来销售均价提升对冲了销量规模下降。2013年俄罗斯啤酒市场超高端和高端产品占比超过25%。

图 8:乐堡啤酒在亚洲地区销量 (单位: 十万千升)



资料来源: 嘉士伯年报, 东兴证券研究所

图 9:嘉士伯亚洲地区收入和 EBIT 趋势



资料来源: 嘉士伯年报, 东兴证券研究所

全球市场看，嘉士伯的国际品牌近几年复合增长率接近20%，亚洲市场国际高端品牌增速更快。2010年至2015年乐堡品牌在亚洲市场复合增长率达到70%，2015年乐堡单品在亚洲市场销量超过60万千升，未来有望突破100万千升。乐堡品牌在亚洲市场的增长主要来自中国和印度。包括中国在内的亚洲市场正在同步嘉士伯全球产品高端化战略。

## 2. 嘉士伯推动中国市场国际高端品牌增长

### 2.1 并购完成中国西部市场布局

嘉士伯从1995年开始进入中国大陆啤酒市场，最早是通过本地品牌来运作。中国啤酒市场在2001年超过美国成为全球第一大啤酒消费市场，中国这一轮啤酒行业规模

的增长的动力主要来自本土品牌。

嘉士伯在 2003 年至 2004 年分别收购了昆明华狮啤酒、大理啤酒、兰州啤酒和乌苏啤酒，收购的四个标的公司都在当地市场有较高市场份额。2008 年嘉士伯收购了纽卡斯尔啤酒，成为重庆啤酒的第二大股东，2013 年成为重庆啤酒第一大股东。重庆啤酒的并购使得公司在中国西部市场拼图基本完成，重庆啤酒控股权的获得使得嘉士伯在中国市场战略发生转变。

图 10:嘉士伯啤酒进入中国市场情况



资料来源：嘉士伯、兴证券研究所

收购重庆啤酒后，嘉士伯也获得了重啤在东部的市场，但中国东部啤酒市场价格竞争激烈，东部产能普遍亏损，嘉士伯决定从 2015 年开始陆续调整东部产能。2013 年嘉士伯在中国地区有 47 条生产线，截止 2017 年上半年嘉士伯已经关停、出售 18 条生产线。

表 1:嘉士伯啤酒在中国市场布局

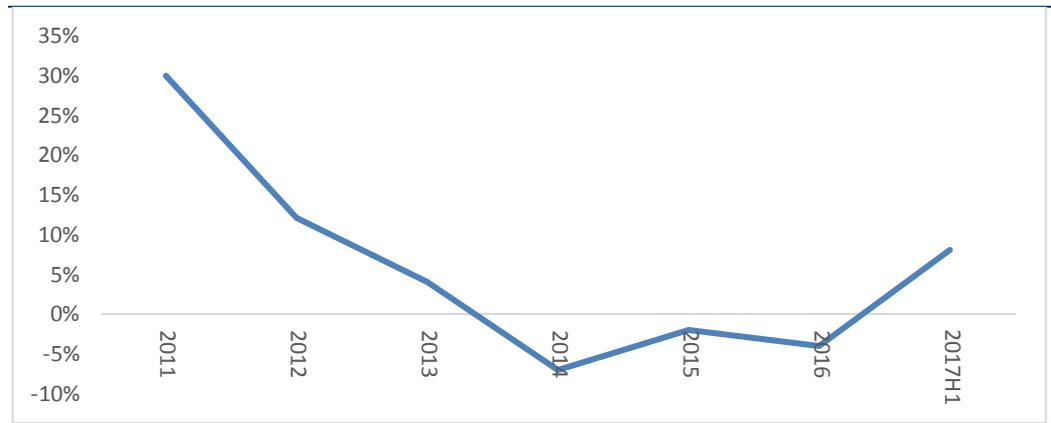
公司机构名称	持股比例	注册资本	产能估算（万千升）
嘉士伯香港	100%	97.34 亿港元	
嘉士伯啤酒广东惠州	99%	5300 万美元	10
昆明啤酒	100%	985 万美元	
新疆乌苏啤酒	100%	10.55 亿人民币	60
宁夏西夏佳酿啤酒	70%	2498 万美元	25

嘉士伯中国大理	100%	2.99 亿人民币	50
重庆啤酒	60%	48.39 亿人民币	120
重庆佳酿啤酒	79%	43.5 亿人民币	
嘉士伯啤酒股权管理	100%	64.86 亿人民币	
西藏拉萨啤酒	50%	4591 万美元	15

资料来源：嘉士伯年报、东兴证券研究所

2014 年是嘉士伯在中国市场转折年，嘉士伯在中国市场吨产品价格的提升是靠国际高端品牌推动的价格增长和处理低价不盈利 SKUs 带来的价值管理共同驱动的。

**图 11:嘉士伯中国销售收入增速曲线**

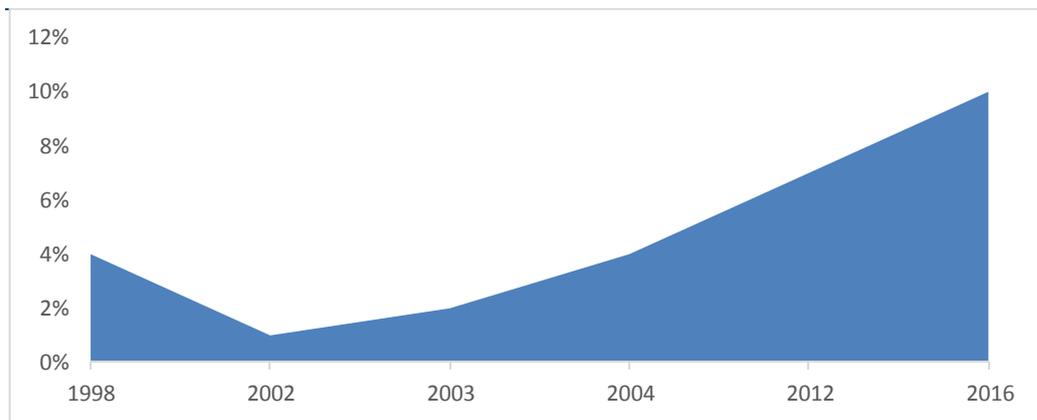


资料来源：嘉士伯年报、东兴证券研究所

## 2.2 中国战略转变：大城市战略+国际高端

2002 年国际品牌高端啤酒在国内市场份额大约 1%，到 2004 年国际品牌高端啤酒的市场份额也仅 4%，2012 年占比达到 8%，国际高端品牌虽然销量增速快，但占比仍然很低。估计 2016 年中国啤酒市场国际高端品牌市场份额可达 10%，对比全球啤酒市场结构，中国啤酒市场的国际高端品牌占比还有显著提升空间。

**图 12:中国啤酒市场国际高端啤酒市场份额趋势**

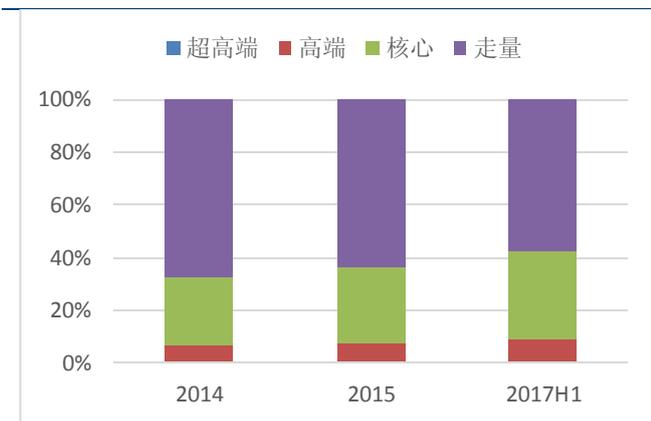


资料来源：嘉士伯年报、东兴证券研究所

国际高端品牌啤酒和本地品牌啤酒面对的消费群体正在逐步分化。国际高端品牌啤酒产品目前面对的消费者是 80、90 后消费人群，这部分人是目前消费升级的核心群体，而年轻的消费群体更多的聚集在城市生活。

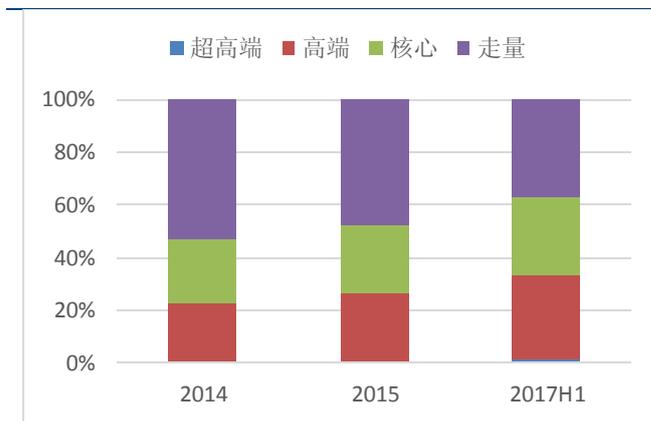
嘉士伯认为随着啤酒市场消费者的成熟，啤酒消费量下降是必然的趋势。但从啤酒消费地区看，随着全球城镇化率的提升，未来啤酒大部分消费将集中在城市区域，尤其是核心大城市。嘉士伯预计未来大城市啤酒人均消费量要比平均值高出 30%，考虑吨酒价格因素，人均消费价格要更高。嘉士伯在中国市场也在推大城市战略。

图 13:中国啤酒市场结构



资料来源：AB 英博、东兴证券研究所

图 14:AB 英博中国市场产品结构



资料来源：AB 英博、东兴证券研究所

中国本土啤酒品牌也一直在走高端化路线，但升级的效果并不显著，相比国际品牌本土品牌面对的消费群体年龄结构偏大，产品直接升级难度较大，本土品牌升级节奏缓慢。本土品牌销量占比最大，产品升级的缓慢也造成了行业吨酒价格提升缓慢。

2017 年上半年啤酒行业结构中，本土走量产品占比仍有 52.1%，虽然相比 2014 年占比超过 67%已经有显著的下降，但超过半数的走量产品决定了行业格局仍是低端价格竞争模式为主。

2017 年上半年百威超高端、高端和核心品牌销售占比达到 63.1%，走量品牌占比仅

36.9%，国际品牌在中国市场产品结构优于本土品牌。我们看好中国啤酒市场国际高端品牌占比提升趋势，百威英博已经将在中国市场产品升级上领先。

图 15:2008 年嘉士伯中国市场产品布局



资料来源：嘉士伯年报、东兴证券研究所

图 16:2017 年嘉士伯中国产品布局



资料来源：嘉士伯年报、东兴证券研究所

2008 年嘉士伯在中国市场产品结构是嘉士伯单一国际高端品牌+数个地区品牌，产品架构相对单一扁平。对比嘉士伯全球市场品牌结构，明显在中国市场国际高端产品线有缺失。

百威在中国市场目前品牌策略是国际品牌+本土品牌双龙头，而嘉士伯在 2012 年中国市场引入乐堡作为第二国际品牌。乐堡产品上市定价在 6-8 元的终端价格，在当时市场属于高端产品。乐堡的引入使得嘉士伯在中国市场采取了双国际品牌战略。2013 年重庆啤酒的收购使得嘉士伯在中国西部市场的控制力增强，而且有一个相对经济发达的基地市场，使得乐堡的扩张有更好的支持。

表 2:重庆啤酒主要产品价格表

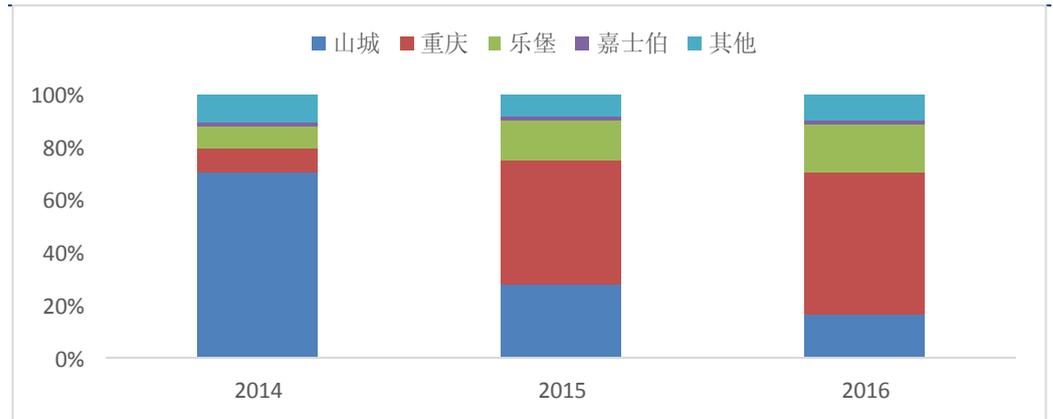
品牌	产品	规格	终端指导价(元)	产品分类
凯旋 1664	白啤	330ml	19.5	国际超高端
嘉士伯	特醇	500ml	14.3	国际高端
嘉士伯	冰纯	500ml	12.5	国际高端
嘉士伯	官方	330ml	10.91	国际高端
乐堡	彩盖	330ml	9.31	国际高端
乐堡	彩罐	330ml	6.38	国际高端
重庆	纯生	500ml	5.42	本土高端
重庆	国宾	500ml	3.91	本土核心
重庆	国宾	330ml	2.88	本土核心
重庆	33 系列	500ml	2.42	本土走量
山城	山城	330ml	1.88	本土走量

资料来源：重庆啤酒、东兴证券研究所

目前嘉士伯在中国市场产品结构分为三类，国际顶级啤酒（进口）+国际高端啤酒（本

土化生产)+本地品牌啤酒，本土化生产的国际高端产品是嘉士伯中国产品结构的核心产品。

图 17:重庆啤酒产品结构



资料来源：重庆啤酒年报、东兴证券研究所

2016年重庆啤酒销售结构中，乐堡和嘉士伯品牌销量占比刚过20%，重庆本土品牌销量超过50%。山城和重庆品牌是嘉士伯在重庆地区走量和核心品牌，乐堡品牌将是重啤区域扩张的核心品牌，乐堡和嘉士伯品牌销量占比还有提升空间。以乐堡为升级核心产品的嘉士伯中国市场产品升级才刚启动。

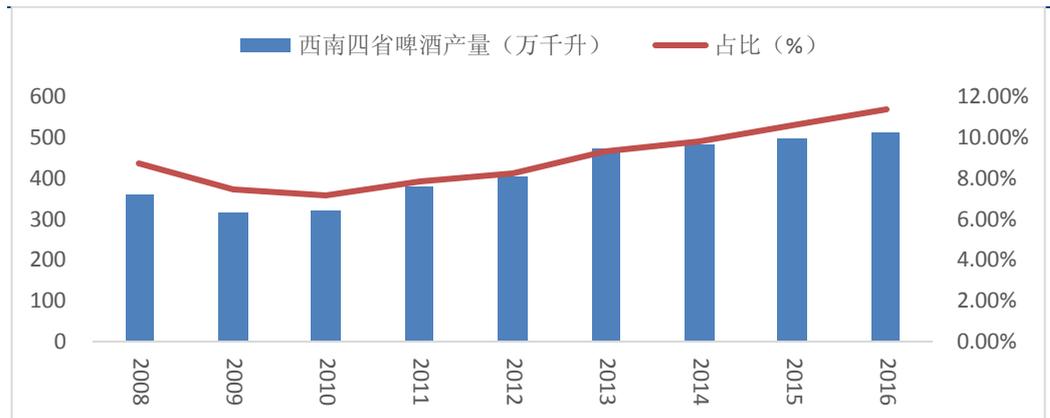
### 3. 重庆啤酒升级还未完结

#### 3.1 重庆是地区核心，看好西南市场高端啤酒空间

嘉士伯在收购重庆啤酒后一方面调整产品结构，另一方面重要策略是逐步将重庆打造成为西部市场的区域销售中心，培养重庆啤酒的组织销售能力，而在重庆市场成熟后会向重庆外部区域扩张。重庆市场向外扩张，从产能布局的角度看，西南地区市场是重点。

在过去4年中国啤酒整体市场呈现持续下滑的状态下，西南四省啤酒产销量仍然保持增长。2016年西南地区四川、重庆、云南和贵州啤酒产量514万千升，同比增长3.22%，2006年至2016年西南四省啤酒产量的复合增长率达到6.77%。西南四省啤酒市场份额也从2010年的低于8%，到2016年提升至11.40%。

图 18:西南四省啤酒产品和市场占比曲线



资料来源：国家统计局、东兴证券研究所

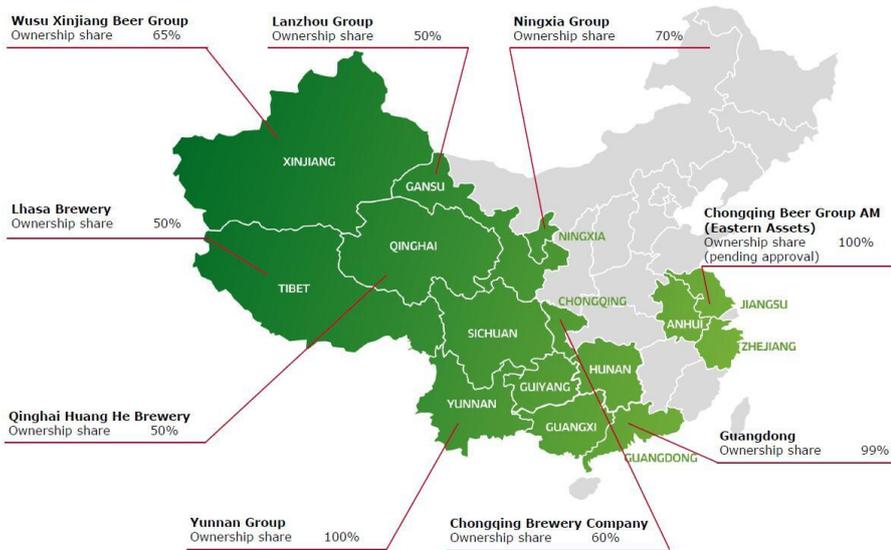
西南四省中近 10 年啤酒市场增长最快的是贵州和云南，过去 10 年贵州啤酒市场规模增长 391%，云南啤酒市场增长 249%。贵州和云南啤酒市场规模已经超过重庆，贵州和云南啤酒产量的快速提升可能和人均消费水平的提升有直接关系。

2013 年嘉士伯完成重庆啤酒收购后，中国西部市场布局基本完成。但西部地区最大啤酒市场还是四川，2016 年四川啤酒产量 232 万千升，四川地区总产能在 400 万千升，产能综合利用率不足 60%。

雪花啤酒之前在四川地区市场份额最高达到 70%，但近几年随着百威、燕京在四川地区产能的提升，雪花在四川地区市场份额下降至 55%，四川市场并不存在雪花一家独大无法渗透的局面。

公司规划未来在四川省在 1-2 个核心城市达到第一或者第二的市场份额。我们认为结合公司投放高端国际化产品与雪花在四川产品结构的差异性，公司在四川市场有望达成占有率继续提升。

图 19:嘉士伯 2014 年在中国市场产能布局情况



资料来源: 嘉士伯年报, 东兴证券研究所

四川省的核心消费市场是成都, 成都市场消费趋势对全省有显著辐射作用。乐堡品牌从 2015 年处进入成都市场, 2017 年乐堡邀请成都人李宇春为乐堡啤酒中国代言人。李宇春的亚洲音乐艺人和成都本地人双重身份使得乐堡啤酒在成都推广直接面对年轻消费群体。

图 20:乐堡啤酒成都市场分布



资料来源: 乐堡啤酒, 东兴证券研究所

图 21:李宇春代言乐堡啤酒

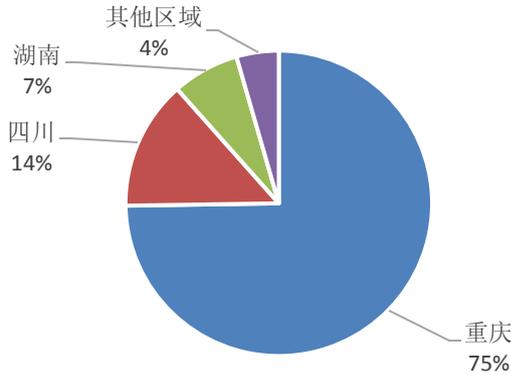


资料来源: 乐堡啤酒, 东兴证券研究所

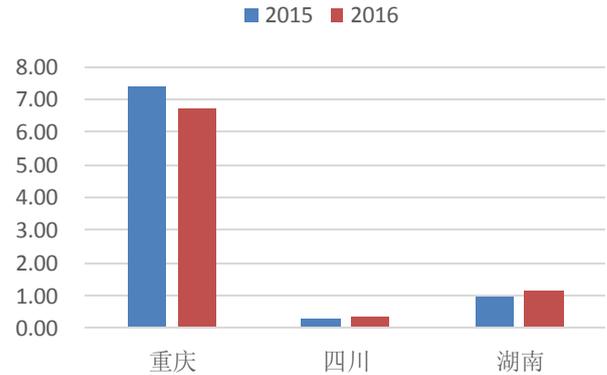
2016 年四川市场占重庆啤酒公司的销售比例为 14%。从吨酒销售价格看四川价格略低于重庆地区。重庆啤酒在重庆地区单一经销商的销售规模较高, 2015 年和 2016 年重庆地区经销商平均销售额都在 600-700 万元/年。湖南 2015 年和 2016 年平均经销商年销售规模在 100 万元左右, 而四川地区经销商规模仅 30 万元/年。

图 22:2016 年重庆啤酒区域市场分布

图 23:重庆啤酒不同区域销量 (单位: 万千升)



资料来源: 重庆啤酒年报, 东兴证券研究所

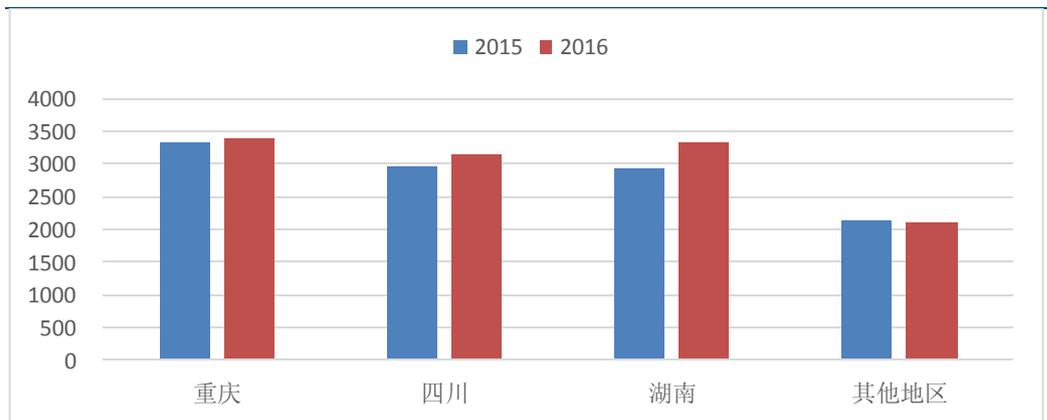


资料来源: 重庆啤酒年报, 东兴证券研究所

四川和湖南省外经销商的平均销售规模远远低于重庆的经销商, 差异的原因可能是重庆成熟经销商占比高, 销售规模自然较大。而四川和湖南新进经销商占比高些, 四川、湖南销售市场刚起步, 但四川经销商平均销售规模又比湖南地区低 60%。我们认为随着公司对四川市场投放的增加, 四川经销商的收入规模成长空间仍然很大。

公司在 2016 年重点调整了外省的经销商结构: 四川省经销商 2016 年减少 124 家, 新增 141 家, 2016 年末四川省经销商数量达到 628 家。四川新增经销商占比为 22%, 湖南新增经销商占比达到 45%。

图 24: 重庆啤酒销售区域吨酒价格 (单位: 元/千升)



资料来源: 重庆啤酒年报, 东兴证券研究所

公司 2016 年经销商结构调整主要针对省外市场, 随着新增经销商合作的深入, 单位经销商的销售规模有望提升。假设四川经销商平均销售规模达到 2016 年湖南经销商水平, 经销商数量不变, 可实现销售收入规模为 7.13 亿元。假设四川经销商未来扩张到 750 家, 单位销售规模提升至 133 万元 (单季度销售额平均 33 万元), 四川地区销售规模可实现 10 亿元。2016 年公司在重庆地区的销售规模就达到 23 亿元, 未来

公司在四川地区达到 20 亿元销售规模（四川啤酒市场销售占比 10%）并非难以企及。

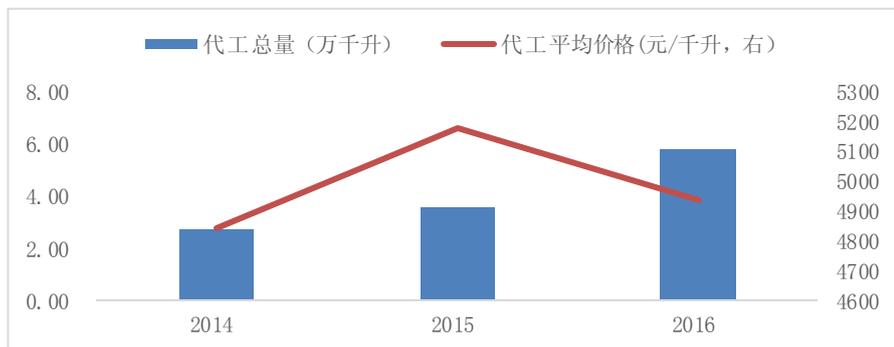
重庆啤酒目前在四川产能分布有成都勃克啤酒，设计产能 10 万千升，重庆宜宾之前有产能 12 万千升，2016 年四川地区销量 13.45 万千升。宜宾年产 30 万千升啤酒生产线技改项目于 2016 年 4 月开工建设，一期产能不低于 20 万千升。宜宾技改一期项目有望在 10 月底投产，新产能将不仅有向家坝、重庆本地品牌，乐堡和嘉士伯产能也将在宜宾落地。宜宾产能的启用将提升四川地区乐堡和嘉士伯品牌销量。

### 3.2 乐堡是升级的核心产品

2015 年乐堡品牌在中国市场增长超过 50%，增长的地区除了重庆外，新疆地区乐堡增长也很快。2017 年一季度嘉士伯中国国际高端品牌销量增长 16%，主要是乐堡增长贡献。2017 年上半年嘉士伯中国地区收入增长 8%，吨酒价格增长 5%，销量增长 3%，而 2017 年上半年乐堡在中国市场单品增长超过 10%。

重庆啤酒下属子公司分别和嘉士伯酿酒签订许可协议，嘉士伯酿酒分别授权许可公司及部分下属子公司使用嘉士伯、乐堡商标、特醇嘉士伯、冰纯嘉士伯、凯旋 1664 等商标。嘉士伯酿酒向公司收取按照净销售额计算的商标许可费，嘉士伯品牌为 5%，乐堡品牌 4%、凯旋 1664 为 6%。营销推广费用成本，重庆啤酒也和股东嘉士伯共同承担。

图 25:乐堡啤酒和凯旋 1664 白啤酒关联交易出厂价格（单位：元/千升，含消费税）



资料来源：重庆啤酒年报、东兴证券研究所

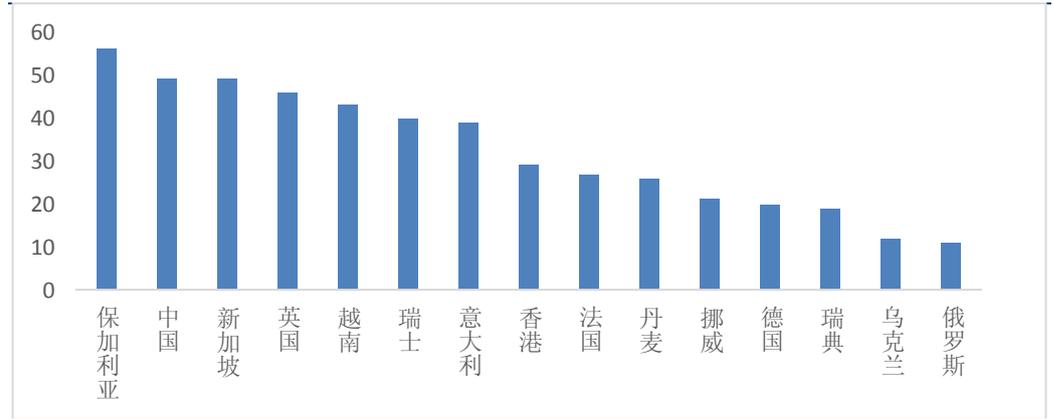
公司以及公司子公司还和嘉士伯（广东）签订了委托加工生产协议，委托加工产品包括凯旋 1664 白啤和乐堡啤酒。2016 年乐堡和凯旋 1664 代工销量约 5.81 万千升，占公司非山城和重庆啤酒销量比例为 20.66%。2017 年上半年公司关联交易销售规模达到 2.13 亿元，同比增长 95%。

乐堡啤酒和凯旋 1664 的出厂价格较高，过去 6 年乐堡啤酒关联交易的含税平均价格达到 5000 元/千升，凯旋 1664 的过去 3 年关联交易的出厂价也达到 4884 元/千升，较高的出厂价也对应毛利率水平较高。

重庆啤酒乐堡品牌目前既有自有渠道销售也有为嘉士伯代工销售，但凯旋 1664 目前

主要是代工销售。我们认为未来宜宾产能落地，乐堡自有销售比例会继续增长。乐堡作为国际品牌，本土化销售的模式也更加清晰。

图 26:2016 年全球部分啤酒市场即饮渠道市场份额



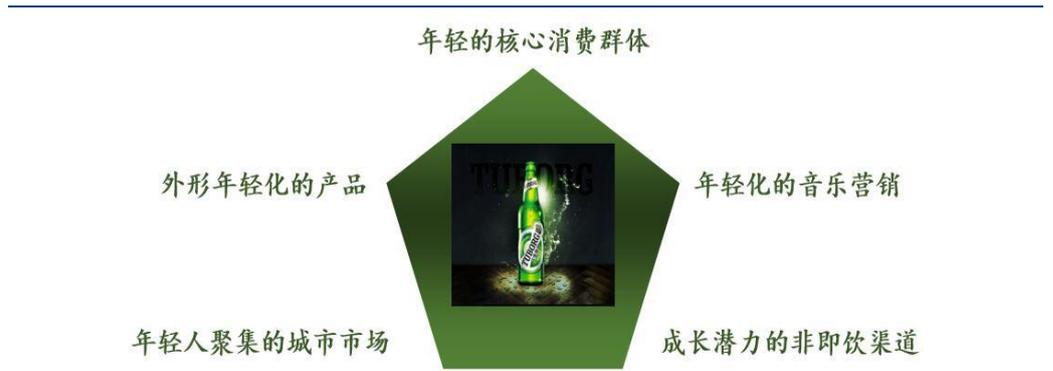
资料来源：嘉士伯年报、东兴证券研究所

从重庆市场消费结构看 70% 的消费在即饮市场（餐饮、夜店渠道），30% 的消费在非即饮渠道（商超等流通渠道）。传统啤酒行业侧重即饮渠道销售，但从全球趋势看即饮渠道消费占比在逐渐降低，年轻一代消费群体更多通过非即饮渠道消费啤酒。

2016 年中国啤酒市场的即饮渠道份额达到 49%，同期香港啤酒市场即饮渠道比例仅 29%，我们认为随着城镇化率的提升，即饮渠道份额将继续降低。非即饮渠道占比的提升也表明国内啤酒消费形态会逐步摆脱“配餐”的饮用方式，日常休闲饮用啤酒的消费习惯更贴近欧美市场消费特征。2017 年公司上半年增加了非即饮渠道的新产品投放。

相比嘉士伯品牌，乐堡品牌更年轻化。营销路线不同于嘉士伯足球路线，乐堡营销与流行音乐相关。重庆啤酒 2 月推出特醇嘉士伯、乐堡彩盖拉罐，4 月上市了乐堡彩盖瓶装，5 月推出乐堡野啤。新品投放除了继续高端化路线外，产品外形设计上更加年轻。

图 27:乐堡啤酒增长逻辑框架

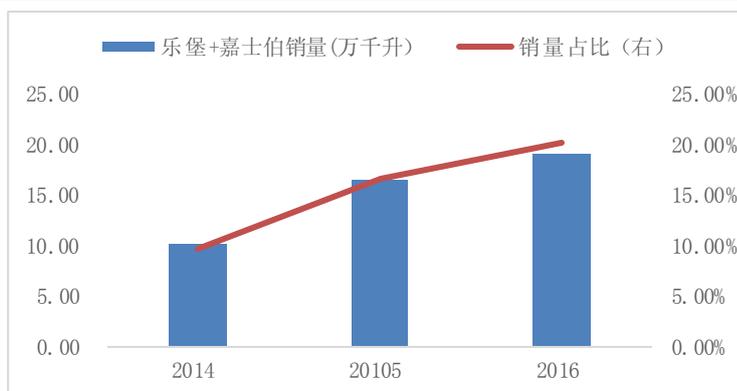


资料来源：乐堡啤酒、东兴证券研究所

综合乐堡产品看，针对更年轻的消费群体，使用更现代的产品外形(多彩、易拉盖)，在年轻人聚集的市场(嘉士伯大城市战略)，采用年流行的营销手段(音乐营销)，更加重视非传统渠道布局(非即饮渠道投放)，乐堡产品有望持续增长。

重庆啤酒2014年至2016年通过自有渠道销售的国际高端品牌销量占比分别为11.92%、19.34%和23.19%，未来三大国际品牌在公司销量占比还有继续上升空间。

图 28:重庆啤酒国际高端品牌产销量



资料来源：重庆啤酒年报、东兴证券研究所

嘉士伯在2013年要约收购重庆啤酒关于同业竞争的问题曾做出承诺，在完成要约收购4-7年的时间将其于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2013年当时嘉士伯和重庆啤酒的产能结构中，本土品牌和国际品牌直接竞争关系还没有凸显。随着嘉士伯中国战略的变化，国际高端品牌的快速增长，未来嘉士伯对重庆啤酒的战略布局可能会调整，但我们认为重庆啤酒作为嘉士伯中国核心资产的地位不会改变。

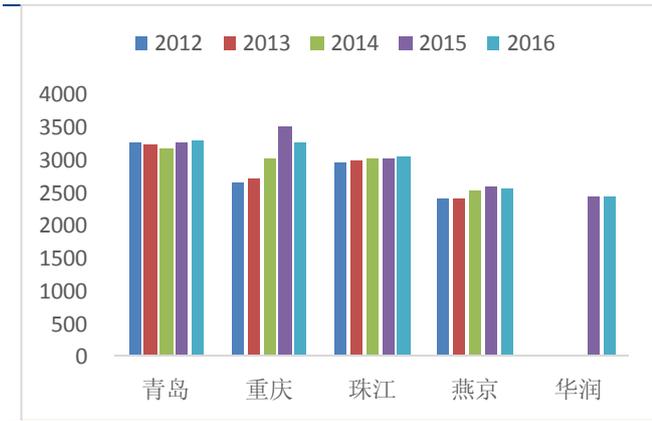
## 4. 公司盈利预测和估值

### 4.1 重庆啤酒财务分析

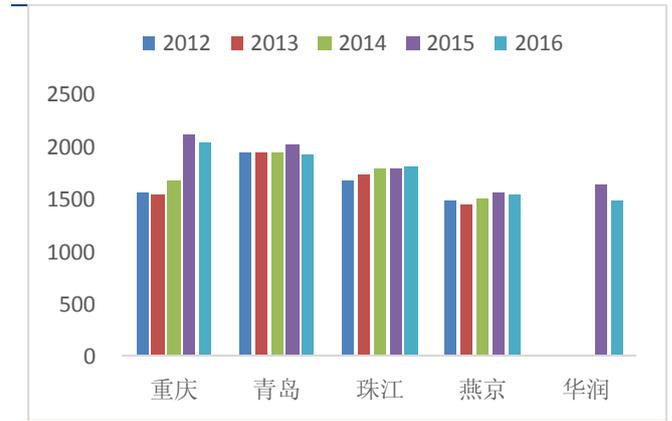
从五家啤酒行业上市公司吨酒价格和吨酒成本来看，青啤、重庆啤酒和珠江啤酒的吨酒出厂价格较高，但生产成本也普遍高于燕京和华润啤酒，从生产成本和出厂价看，青啤、重庆啤酒和珠江啤酒整体产品结构相对高端。

图 29:国内啤酒公司吨产品价格比较（单位：元/千升）

图 30:国内啤酒公司吨酒成本比较（单位：元/千升）



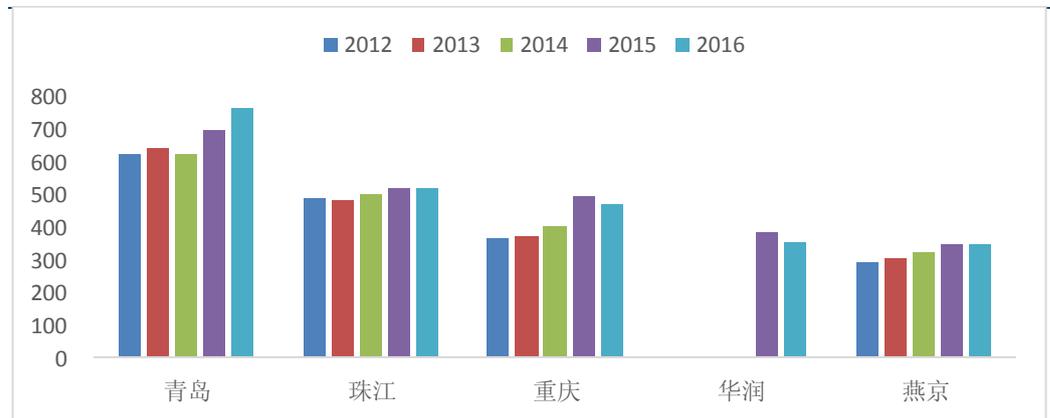
资料来源：上市公司年报、东兴证券研究所



资料来源：上市公司年报、东兴证券研究所

重庆啤酒生产成本最高，尤其 2015 年和 2016 年，显著高于青岛啤酒，我们认为公司产品结构的高端化带来的吨酒成本的提升。但从吨酒价格来看，比青岛啤酒价格要低，重庆啤酒吨酒价格还有提升空间。

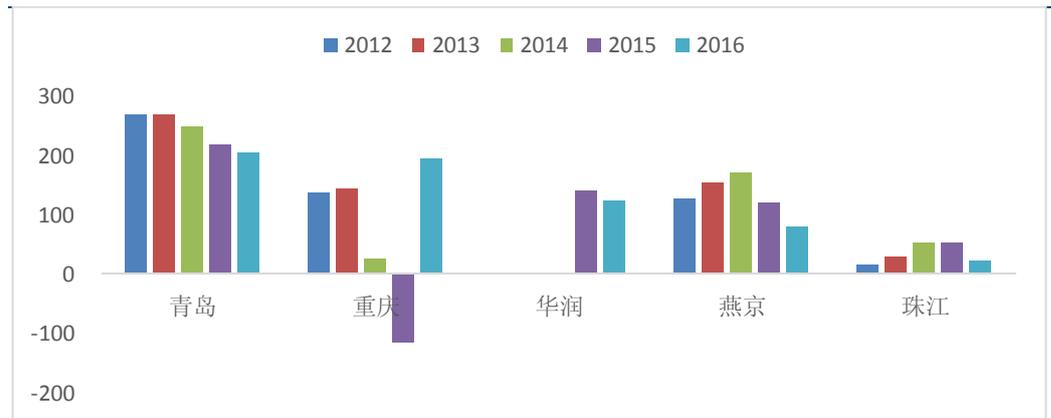
图 31:国内啤酒公司吨酒销售费用比较 (单位: 元/千升)



资料来源：上市公司年报、东兴证券研究所

吨酒费用的投放也基本符合产品吨酒价格差异特点，相对出厂价高的品牌，吨酒费用也高。从前啤酒吨酒费用相比青岛和珠江啤酒要低，我们认为是在重庆地区市场份额高度集中带来的费用投放效率高，但公司 2015 年和 2016 年费用相比 2014 年之前也有提高，是适应产品结构升级的结果。

图 32:国内啤酒公司吨酒营业利润比较 (单位: 元/千升)



资料来源: 上市公司年报、东兴证券研究所

吨酒利润方面, 重庆啤酒在 2015 年因关停产能计提减值造成亏损, 2016 年扭亏, 对比其他啤酒公司吨酒利润出现持续下降的情况, 公司通过先于行业周期的调整产能和产品结构已经使得利润拐点出现。

#### 4.2 公司盈利预测

1) 假设 2017 年至 2019 年乐堡产品占公司产品销量比例分别为 22.3%、26.8%和 30.7%, 重庆系列产品销量占公司产品销量比例分别为 57.6%、57.8%和 57.4%; 假设 2017 年至 2019 年乐堡品牌收入占公司啤酒产品收入比例分别为 30.7%、35.4%和 39.3%, 重庆系列产品收入占分别为 58.7%、56.5%和 54.4%。假设公司 2017 年至 2019 年收入增速分别为 0%、8.9%和 8.8%。

2) 假设公司 2017 年至 2019 年销售综合毛利率分别为 41.71%、42.68%和 44.16%, 毛利率的提升因为乐堡销售占比的提升驱动。

3) 假设公司 2017 年至 2019 年销售费用率分别为 12.87%、11.74%和 11.27%。管理费用占比分别为 5.51%、5.45%和 5.35%。

4) 假设 2017 年资产减值计提 4000 万、2018 年计提资产减值 1000 万。

表 3: 重庆啤酒经营业务预测表

项目名称	2016	2017	2018	2019
品牌销量占比				
山城	16.8%	8.7%	5.2%	3.0%
重庆	53.5%	57.6%	57.8%	57.4%
乐堡	18.5%	22.3%	26.8%	30.7%
嘉士伯	1.6%	1.7%	1.8%	1.8%
其他	9.5%	9.8%	8.4%	7.0%
品牌收入占比				

山城	10.0%	4.9%	2.9%	1.6%
重庆	57.2%	58.7%	56.5%	54.4%
乐堡	26.9%	30.7%	35.4%	39.3%
嘉士伯	2.6%	2.6%	2.5%	2.5%
其他	3.2%	3.1%	2.8%	2.3%
销售收入(百万元)	3093.80	3196.96	3481.53	3786.30
收入增速 (%)	-4.4%	3.3%	8.9%	8.8%
销售成本 (百万元)	1876.10	1863.54	1995.72	2114.10
综合毛利率 (%)	39.36%	41.71%	42.68%	44.16%

资料来源: 重庆啤酒年报、东兴证券研究所

### 4.3 公司估值和投资评级

预计公司 2017 年至 2019 年销售收入分别为 31.96 亿元、34.82 亿元和 37.86 亿元, 预计公司 2017 年至 2019 年归属上市公司股东净利润分别为 3.7 亿元、4.92 亿元和 6.17 亿元, 分别同比增长 104.7%、32.8%和 25.5%。

表 4:重庆啤酒可比估值表

公司名称	eps			pe			ps
	2016	2017	2018	2016	2017	2018	
青岛啤酒	0.77	1.02	1.15	39.88	30.30	26.74	1.51
燕京啤酒	0.11	0.18	0.22	58.20	35.51	29.74	1.71
珠江啤酒	0.17	0.12	0.16	67.53	92.96	72.57	2.31
平均	0.35	0.44	0.51	55.20	52.92	43.02	

资料来源: wind、东兴证券研究所

公司前期重庆品牌替换山城品牌只是产品升级的开始, 未来乐堡品牌销售占比将持续提升驱动公司盈利水平提升。我们采取相对估值法对公司估值, 选取啤酒行业三家可比公司, 可比公司 2017 年平均 PE 估值 55 倍、2018 年平均 PE 估值 53 倍, 行业整体估值水平较高。考虑公司产品升级过程并未结束, 泛区域化扩张即将开启, 公司 2018 年合理 PE 估值区间在 25-30 倍, 对应合理股价区间为 25.5 元至 30.6 元, 给予公司 12 个月目标价 28.56 元, 首次覆盖给予公司“强烈推荐”的评级。

## 5. 风险提示

- ◆市场渠道扩张低于预期的风险
- ◆上游原料成本波动的风险
- ◆行业竞争加剧的风险

表 5: 公司盈利预测表

资产负债表	单位:百万元					利润表	单位:百万元				
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
<b>流动资产合计</b>	1438	1332	1783	2371	3124	<b>营业收入</b>	3324	3196	3197	3482	3786
货币资金	219	268	833	1337	2009	<b>营业成本</b>	2096	1940	1864	1996	2114
应收账款	60	51	53	57	62	营业税金及附加	273	270	269	278	290
其他应收款	23	43	43	47	51	营业费用	490	446	411	430	444
预付款项	10	15	34	54	75	管理费用	233	184	176	190	204
存货	1075	826	791	847	898	财务费用	44	26	-5	-11	-17
其他流动资产	12	29	29	29	29	资产减值损失	345.10	226.75	40.00	10.00	5.00
<b>非流动资产合计</b>	2283	2033	1899	1797	1646	公允价值变动收益	0.12	0.11	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	239	305	305	305	305	投资净收益	43.09	81.91	0.00	0.00	0.00
固定资产	1479.10	1114.59	1176.31	1094.78	1011.53	<b>营业利润</b>	-114	187	443	589	745
无形资产	463	364	327	295	265	营业外收入	15.87	15.41	5.00	5.00	4.00
其他非流动资产	29	33	0	0	0	营业外支出	12.42	45.22	2.00	2.00	2.00
<b>资产总计</b>	3721	3366	3682	4169	4770	<b>利润总额</b>	-111	157	446	592	747
<b>流动负债合计</b>	2182	1521	1500	1524	1545	所得税	43	17	60	80	105
短期借款	630	7	0	0	0	<b>净利润</b>	-154	140	385	512	642
应付账款	294	346	332	355	376	少数股东损益	-88	-41	15	20	25
预收款项	114	87	87	87	87	归属母公司净利润	-66	181	370	492	617
一年内到期的非	0	0	0	0	0	EBITDA	589	739	590	730	879
<b>非流动负债合计</b>	320	602	591	591	591	<b>BPS (元)</b>	-0.14	0.37	0.77	1.02	1.28
长期借款	0	0	0	0	0	<b>主要财务比率</b>					
应付债券	0	0	0	0	0		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
<b>负债合计</b>	2502	2123	2092	2115	2136	<b>成长能力</b>					
少数股东权益	78	12	27	47	72	营业收入增长	4.90%	-3.85%	0.03%	8.90%	8.75%
实收资本(或股	484	484	484	484	484	营业利润增长	-497.22%	-263.64%	137.20%	33.03%	26.53%
资本公积	0	0	0	0	0	归属于母公司净利	104.67%	32.79%	104.67%	32.79%	25.52%
未分配利润	425	509	750	1070	1471	<b>获利能力</b>					
归属母公司股东	1141	1230	1568	2011	2567	毛利率(%)	36.92%	39.31%	41.71%	42.68%	44.16%
<b>负债和所有者权</b>	3721	3366	3682	4169	4770	净利率(%)	-4.62%	4.38%	12.06%	14.70%	16.97%
<b>现金流量表</b>						<b>总资产净利润(%)</b>					
	单位:百万元					ROE(%)					
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	-1.76%					
<b>经营活动现金流</b>	448	569	574	603	722	-5.75%					
净利润	-154	140	385	512	642	<b>偿债能力</b>					
折旧摊销	659.24	526.23	0.00	119.78	121.50	资产负债率(%)	67%	63%	57%	51%	45%
财务费用	44	26	-5	-11	-17	流动比率	0.66	0.88	1.19	1.56	2.02
应收账款减少	0	0	-1	-5	-5	速动比率	0.17	0.33	0.66	1.00	1.44
预收帐款增加	0	0	0	0	0	<b>营运能力</b>					
<b>投资活动现金流</b>	-101	-71	41	-60	-5	总资产周转率	0.87	0.90	0.91	0.89	0.85
公允价值变动收	0	0	0	0	0	应收账款周转率	66	57	62	63	63
长期股权投资减	0	0	1	0	0	应付账款周转率	12.14	10.00	9.43	10.13	10.35
投资收益	43	82	0	0	0	<b>每股指标(元)</b>					
<b>筹资活动现金流</b>	-253	-449	-49	-38	-45	每股收益(最新摊	-0.14	0.37	0.77	1.02	1.28
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净现金流(最	0.20	0.10	1.17	1.04	1.39
长期借款增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新	2.36	2.54	3.24	4.16	5.30
普通股增加	0	0	0	0	0	<b>估值比率</b>					
资本公积增加	0	0	0	0	0	P/E	-157.71	59.68	28.85	21.72	17.31
<b>现金净增加额</b>	95	49	566	504	672	P/B	9.36	8.69	6.81	5.31	4.16
						EV/EBITDA	18.85	14.11	16.70	12.80	9.87

资料来源: 公司财报, 东兴证券研究所

## 分析师简介

### 徐昊

会计学硕士，2008 年加入国都证券从事农业和食品饮料行业研究、2011 年加入安信证券从事食品饮料行业研究、2013 年加入东兴证券从事食品饮料行业研究，9 年食品饮料行业研究经验。

### 焦凯

2010 年进入天相投资顾问有限公司，从事煤炭行业研究；2012 年加盟东兴证券研究所，从事食品饮料行业研究，5 年食品饮料行业研究经验。

### 范奎基

中国农业大学-加州大学伯克利分校联合培养农业经济管理专业博士。2015 年加入东兴证券证券投资部从事股票研究员工作。2017 年转入东兴证券研究所，负责食品饮料行业研究。

## 研究助理简介

## 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

## 免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其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头寸并进行交易，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。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

## 行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。