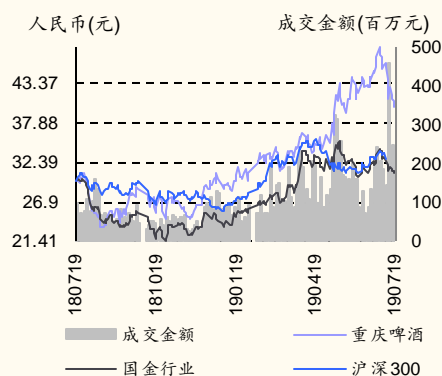


重庆啤酒 (600132.SH) 买入 (首次评级)

公司深度研究

市场价格 (人民币): 42.47 元
 目标价格 (人民币): 48.96 元
 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)	20,554.26
年内股价最高最低(元)	48.45/23.32
沪深 300 指数	3807.96
上证指数	2924.20



嘉士伯助力成长，经营效率傲视群雄

公司基本情况(人民币)

项目	2017	2018	2019E	2020E	2021E
摊薄每股收益(元)	0.68	0.83	1.02	1.16	1.29
每股净资产(元)	2.40	2.37	2.56	2.89	3.32
每股经营性现金流(元)	1.69	1.54	1.13	1.59	1.81
市盈率(倍)	31	37	42	37	33
净利润增长率(%)	82.03%	22.62%	21.95%	14.31%	10.64%
净资产收益率(%)	28.31%	35.28%	39.71%	40.30%	38.84%
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

- 嘉士伯入主助力公司实现更有效率的成长:** 2013 年嘉士伯要约收购完成后成为实际控制人, 嘉士伯入主后对公司进行了大刀阔斧的改革, 以“扬帆 22”战略为指导方针, 通过管理层换血、关厂减员优化产能、聚焦核心区域和产品向高端化迈进等措施将嘉士伯优秀的啤酒企业管理经验与重庆啤酒相融合。公司 2018 年毛利率 39.93%, 净利率 12.15%, ROE35.28%, 各项经营指标均位列行业首位, 管理运营效率较之前大幅提升。
- 发力中高端带来吨价提升, 深耕西南增厚业绩:** 公司形成了“本地强势品牌+国际高端品牌”的组合, 4 元以上的中高档产品收入和销量占比均已超过 8 成, 整体出厂吨价超过 3500 元, 位列行业首位。公司将生产销售集中在重庆、四川和湖南三地, 在啤酒行业增长式微的大环境下仍实现量价齐升; 重庆大本营结构升级+四川、湖南省占率提升等有望带来整体规模扩张。
- 重啤之于嘉士伯战略意义极高, 资产注入窗口期将临:** 嘉士伯 2018 年中国区业务增长 15%, 推动其全球业务重回增长。重庆啤酒是嘉士伯参与国内中高端啤酒竞争和提升资本市场竞争力的核心筹码, 预计嘉士伯会持续将优秀的管理经验在重啤进行本土化应用和改良, 将其打造成规模和效率兼具的国内领先的啤酒上市公司。另一方面 2020 年即将到达嘉士伯承诺的资产注入窗口期, 期待资产注入提升公司业绩规模和盈利能力。
- 区域聚焦+内部改革推动管理效率持续提升, 中性预计下增值税带给净利率 0.55%的提升:** 公司明确区域聚焦战略后人力物力投放更加有针对性, 期间费用持续下降, 嘉士伯入主后一系列的内部改革也推动公司管理效率提升, 资金和运营周转效率持续优化, 公司整体 ROE 水平达到 30%以上, 远超行业内其他公司, 成为国内啤酒标杆企业。

投资建议

- 不考虑资产注入, 预计公司 19-21 年实现营业收入 36.9/39.0/41.0 亿, 同比 +6.4%/5.7%/5.2%; 实现归母净利润 4.9/5.6/6.2 亿, 同比 +22.0%/14.3%/10.6%; 对应 EPS 分别为 1.0/1.2/1.3 元, 当前股价对应估值 42/37/33 倍, 我们给予公司 2019 年 48 倍估值, 对应目标价 48.96 元, 首次覆盖给予“买入”评级

风险提示

- 原材料价格上涨的风险、关停出售工厂压制利润的风险、关联交易的风险

寇星 联系人
 kouxing@gjzq.com.cn

唐川 分析师 SAC 执业编号: S1130517110001
 tangchuan@gjzq.com.cn

内容目录

估值与投资评级.....	5
1、重庆城市名片，嘉士伯集团成员.....	6
2、嘉士伯管理经验持续输送，关联交易逐步理清.....	8
2.1 嘉士伯助力公司向优秀啤酒企业进军.....	8
2.2 关联交易不断清晰，资产注入可期.....	10
3、雄踞西南，深耕市场.....	13
3.1 产品结构完善，升级持续可期.....	13
3.2 聚焦三大区域，掘金西南市场.....	15
3.3 成熟经销商数量增加，营销投放聚焦提升触达率.....	17
4、业绩进入稳健成长期，管理效率行业领先.....	19
4.1 收入进入稳定成长期，吨价处行业首位.....	19
4.2 经营效率领先，ROE 处行业标杆水平.....	22
5、嘉士伯后效应尚未结束，效率提升持续推进.....	25
5.1 啤酒 ASP 提升是核心逻辑，企业盈利释放促成长.....	25
5.2 嘉士伯多方助力公司成长，结构升级持续可期.....	25
5.3 资产减值影响预期可控，成本压力逐步缓解.....	27
5.4 中性估计下增值税调减预计带给净利率 0.55%的提升.....	29
6、盈利预测.....	31
7、风险提示.....	32

图表目录

图表 1：行业估值对比.....	5
图表 2：公司发展历程.....	6
图表 3：嘉士伯收购公司股权过程.....	6
图表 4：嘉士伯的持股结构.....	6
图表 5：嘉士伯全球核心市场.....	7
图表 6：嘉士伯中国市场总览.....	7
图表 7：嘉士伯入主后一系列重要动作.....	8
图表 8：扬帆“22”战略指导公司发展.....	8
图表 9：嘉士伯派驻多位优秀高管.....	9
图表 10：公司关停转让多个低效酒厂.....	9
图表 11：公司收入聚焦三大核心区域（亿）.....	10
图表 12：公司产品吨价突破 3500 元.....	10
图表 13：公司与嘉士伯存在多项关联交易.....	10
图表 14：嘉士伯国内资产汇总.....	12
图表 15：重啤与嘉士伯存在多项关联交易和同业竞争.....	12
图表 16：公司在重庆拥有 8 家啤酒工厂.....	13

图表 17: 公司 14 家啤酒厂分布.....	13
图表 18: 公司产品带.....	13
图表 19: 乐堡销量增速表现亮眼 (万千升)	14
图表 20: 公司各品牌销售规模变化.....	14
图表 21: 低档产品销量持续下滑 (万千升)	15
图表 22: 中高端产销率超过 100%.....	15
图表 23: 公司各档次产品吨价相差较大 (元/吨)	15
图表 24: 公司各档次产品毛利率相差较大.....	15
图表 25: 华东和西北地区收入规模较小 (亿)	16
图表 26: 华北和西北地区毛利率低于整体水平.....	16
图表 27: 公司各地区收入逆势上涨 (亿)	16
图表 28: 公司各地区销量逐年上涨 (万千升)	16
图表 29: 公司各地区吨价持续上行 (元/吨)	17
图表 30: 三大核心区域啤酒总产量基本稳定 (万千升)	17
图表 31: 经销商平均销售规模逐年增加.....	17
图表 32: 四川、湖南地区平均经销额快速增加 (万)	17
图表 33: 公司广告促销投入 1.5 亿以上.....	17
图表 34: 公司推出重啤 60 周年纪念罐.....	17
图表 35: 公司营业收入进入稳定增长期.....	19
图表 36: 公司毛利率稳定增长.....	19
图表 37: 中低档吨价增长更为明显.....	19
图表 38: 公司出厂吨价处行业首位.....	19
图表 39: 公司销售费用率处行业低位.....	20
图表 40: 公司促销费用年复合增长超过 20%.....	20
图表 41: 公司运输费用下降明显.....	20
图表 42: 公司管理费用率持续下跌.....	20
图表 43: 公司管理费用逐年下降 (亿)	20
图表 44: 公司净利润重回高增长.....	21
图表 45: 公司净利率行业领先.....	21
图表 46: 百威亚太净利率水平超过 17%.....	22
图表 47: 公司员工总数不足 3000 人.....	22
图表 48: 公司人均创收达到 124 万 (万)	22
图表 49: 公司人均创利达到 14.5 万 (万)	22
图表 50: 公司存货周转率处合理水平.....	23
图表 51: 公司资产盘活效果明显.....	23
图表 52: 公司应收账款周转率处行业中游.....	23
图表 53: 应付账款周转率处行业低位.....	23
图表 54: 公司 EPS 达到 0.83 元 (元)	23
图表 55: 公司 ROE 水平处行业标杆水平.....	23

图表 56: 啤酒产量重回增长.....	25
图表 57: 国际啤酒企业和国内啤酒上市公司强强联手.....	26
图表 58: 进口啤酒增速远高于国内啤酒行业平均增速.....	26
图表 59: 低档啤酒销量占比下滑明显.....	27
图表 60: 公司近几年资产减值分析(万).....	28
图表 61: 进口大麦价格略有回落(美元/吨).....	28
图表 62: 全球大麦产量回升(百万吨).....	28
图表 63: 公司和国内啤酒罐化率依旧很低.....	29
图表 64: 玻璃价格略有上涨.....	29
图表 65: 纸箱价格同比略有降低.....	29
图表 66: 增值税调减敏感性测算.....	29
图表 67: 增值税调减测算(中性).....	30
图表 68: 公司收入预测拆分.....	31

估值与投资评级

1、公司的基本情况与市场地位

- **以生产销售啤酒为核心的区域性领先企业：**重庆啤酒成立 60 多年一直以生产和销售啤酒为主营业务，1997 年上市，2013 年成为嘉士伯集团成员。公司立足重庆，覆盖四川和湖南，形成了“本地强势品牌+国际高端品牌”的品牌组合，年销量近百万升。
- **“重庆啤酒”品牌量价齐升，代工嘉士伯规模扩张：**“重庆啤酒”在本地市占率近 80%，通过产品结构升级（如 8 元的国宾醇麦替代 6 元的国宾）+ 占据“山城”空出的规模量价齐升。代工嘉士伯规模也在不断扩张，公司的宜宾厂区是嘉士伯体系内少有的富余产能，未来有望继续加大代工产能，增加了公司的业绩弹性。
- **嘉士伯入主后效率提升至国产啤酒首位：**嘉士伯 13 年入主公司后，通过一系列的改革使公司率先从行业下跌的颓势中恢复。2018 年公司啤酒吨价超过 3500 元/吨，毛利率 39.93%，净利率 12.15%，ROE35.28%，各项经营指标均位列行业首位，管理运营效率优异。

2、与市场不同的点与增长驱动力

- **嘉士伯带给公司的不仅仅是业务规模的扩张：**嘉士伯拥有上百年的啤酒生产和运营经验，嘉士伯入主后不仅因代工、销售等使公司收入规模扩张，更重要的是一系列的生产和销售流程优化使得公司盈利能力提升。
- **“重庆啤酒”品牌价值不可忽视：**重庆啤酒形成的强大品牌壁垒使得多家龙头企业进军重庆战略折戟。从长期来看，重庆饮食文化中啤酒必不可缺，其他品牌的进入壁垒依旧很高，我们看好重庆啤酒品牌销售量的提升，预计 19-21 年分别增长 4%/3%/2%。
- **大规模的资产减值到 2020 年将全部解决：**嘉士伯入主后关厂+减瓶型带来的大规模资产减值前期对公司利润形成了压制。近几年资产减值的影响已逐步减少，到 2020 年末历史减值将全部摊销结束，资产减值将以正常经营相关为主，不再对利润形成压制。

3、估值与盈利预测

- 不考虑资产注入，预计公司 19-21 年实现营业收入 36.9/39.0/41.0 亿，同比+6.4%/5.7%/5.2%；实现归母净利润 4.9/5.6/6.2 亿，同比+22.0%/14.3%/10.6%；对应 EPS 分别为 1.0/1.2/1.3 元，当前股价对应估值 42/37/33 倍。
- 公司 19 年估值略高于青岛啤酒和珠江啤酒，低于华润啤酒和燕京啤酒，处行业中位。结合行业现状和公司基本面，我们给予公司 2019 年 48 倍估值，对应目标价 48.96 元，我们持续看好公司结构升级+效率提升+嘉士伯深度参与运营带来盈利能力提升，首次覆盖给予“买入”评级。

图表 1：行业估值对比

	EPS				PE				收盘价
	2018	2019E	2020E	2020E	2018	2019E	2020E	2020E	
青岛啤酒	1.05	1.28	1.53	1.81	33.11	36.77	30.76	26.00	47.06
珠江啤酒	0.17	0.18	0.21	0.23	26.58	34.83	29.86	27.26	6.27
燕京啤酒	0.06	0.08	0.09	0.12	88.39	80.13	71.22	53.42	6.41
华润啤酒	0.3	0.5	0.84	1.18	79.57	72.60	43.21	30.76	36.30
重庆啤酒	0.83	1.02	1.16	1.29	36.81	40.21	35.35	31.79	41.01

来源：wind、国金证券研究所

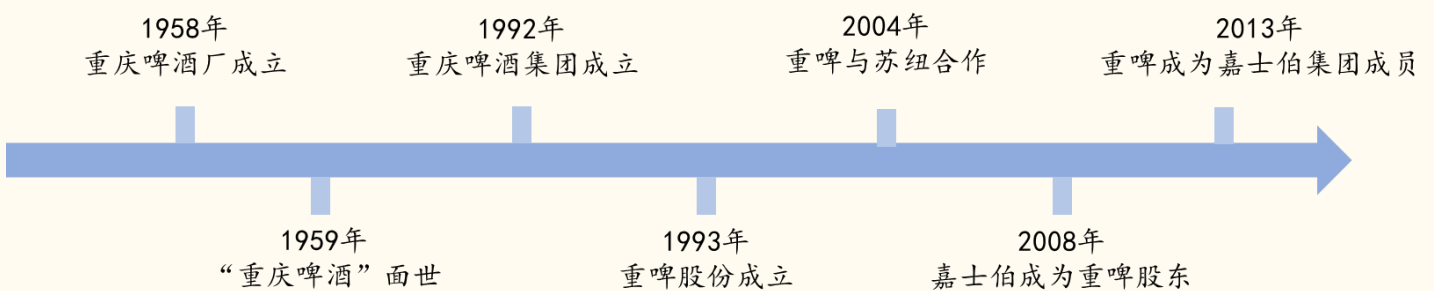
4、催化剂

- 嘉士伯资产注入加快，代工产量提升，国宾醇麦结构升级超预期，四川湖南省占率提升超预期。

1、重庆城市名片，嘉士伯集团成员

- 重庆啤酒创立于 1958 年，经过 60 多年的发展，名列“中国十大啤酒集团”，已经成为重庆一张重要的城市名片。
 - 公司 1997 年上市，2013 年成为嘉士伯集团成员，目前是嘉士伯旗下唯一的一家 A 股啤酒上市企业。
 - 公司业务发展立足重庆，积极将业务版图向四川、湖南等区域拓展，旗下拥有 13 家酒厂和 1 家参股酒厂，设计产能近 180 万千升，年啤酒销量近百万千升。
 - 公司拥有高知名度的“重庆”和“山城”两大本地品牌，成为嘉士伯集团成员后，又获得乐堡、嘉士伯、凯旋 1664 等品牌的生产和销售权，形成了“本地强势品牌+国际高端品牌”的品牌组合。

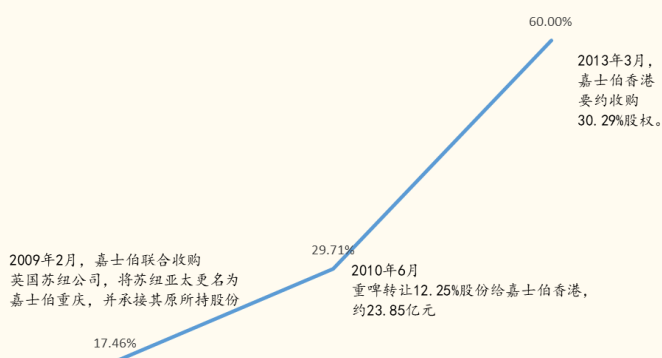
图表 2：公司发展历程



来源：公司公告、国金证券研究所

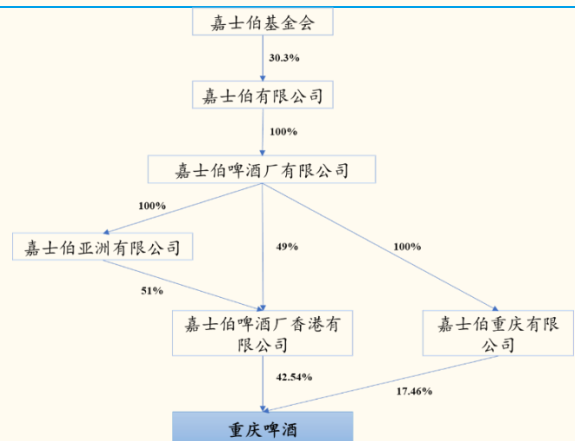
- 公司实际控制人是嘉士伯集团。嘉士伯 2009 年通过收购苏纽亚太成为公司第二大股东，并由此开始了长达 5 年的收购过程，数次增持后 2013 年通过要约收购正式成为公司的第一大股东和实际控制人，合计持有公司 60% 的股权，公司也成为嘉士伯旗下唯一的 A 股啤酒上市企业。

图表 3：嘉士伯收购公司股权过程



来源：公司公告、国金证券研究所

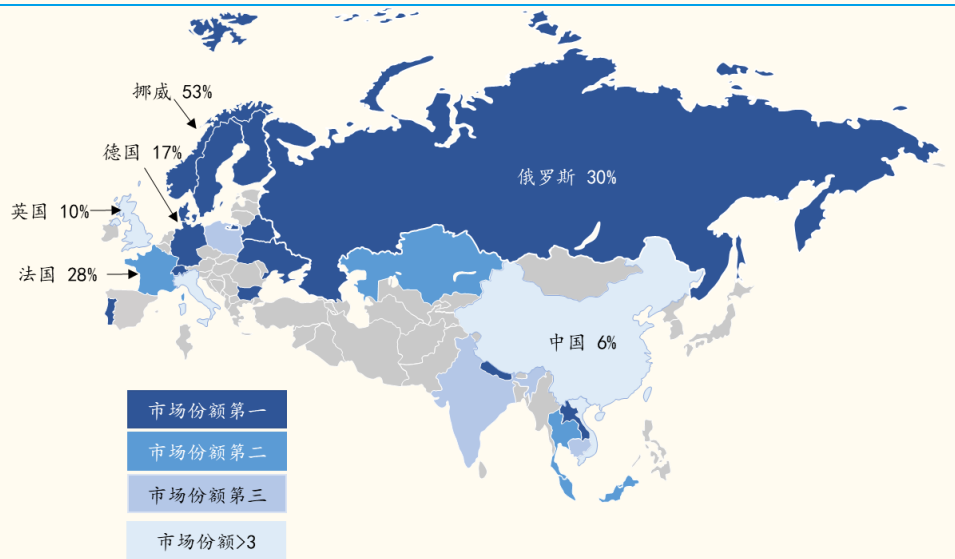
图表 4：嘉士伯的持股结构



来源：公司公告、国金证券研究所

- 嘉士伯是全球第三大啤酒集团，主要覆盖西欧（丹麦、瑞典等 13 个国家和地区）、亚洲（中国、越南等 10 个国家和地区）、东欧（俄罗斯、乌克兰等 5 个国家和地区）三大区域，是多个地区市占率第一的啤酒品牌。嘉士伯 2018 年实现净收入为 625 亿丹麦克朗(约合 95 亿美元)，同比增长 3%，实现啤酒销量 1123 万千升，同比增长 4.9%，中国市场的强劲增长是其重要的推动力。

图表 5：嘉士伯全球核心市场



来源：公司公告、国金证券研究所

- **嘉士伯在国内中高端市场竞争优势明显：**嘉士伯啤酒自 1876 年开始出口到中国，1978 年成立嘉士伯啤酒厂香港有限公司，目前在国内拥有重啤股份、嘉士伯新疆、嘉士伯宁夏、嘉士伯云南、嘉士伯国际品牌和天目湖五大业务单元。嘉士伯啤酒在国内市占率约为 5%，是第五大啤酒品牌，在中高端和高端市场竞争优势明显。2018 年嘉士伯在中国区业务收入端有机增长 15%，其中销量有机增长 8%，价格有机增长 7%，主要得益于中国市场更高端化的趋势和嘉士伯不断扩大的销售区域。

图表 6：嘉士伯中国市场总览



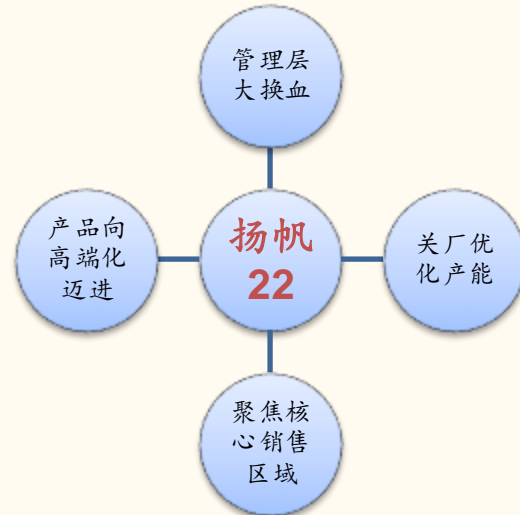
来源：公司官网、国金证券研究所 注：深度部分为嘉士伯主要布局区域

2、嘉士伯管理经验持续输送，关联交易逐步理清

2.1 嘉士伯助力公司向优秀啤酒企业进军

- **大刀阔斧改革，实现跨越式发展：**2013年嘉士伯成为重啤第一大股东和实际控制人后，对重庆啤酒进行了大刀阔斧的改革，将其在销售、市场、供应链、财务、人力资源等方面的成熟先进经验输送到重庆啤酒，与重庆啤酒融合。整合过程中重庆啤酒以“扬帆 22”战略为指导方针，开展了管理层大换血、关厂优化产能、聚焦核心销售区域、产品向高端化迈进等动作，真正实现重啤的跨越式发展。

图表 7：嘉士伯入主后一系列重要动作



来源：公司公告、国金证券研究所

- 1) **明确“扬帆 22”发展战略：**嘉士伯集团制定了“扬帆 22”的发展战略，并于 2016 年 3 月正式发布。“扬帆 22”战略于 2016 年启动，面向 2022 年，其愿景是使得嘉士伯集团成为其开展业务市场上成功的、专业的和具有吸引力的啤酒公司，以“强化核心品牌”、“执行出色”、“定位于实现增长”和“构建必赢文化”四大重点为核心，为股东提升价值。重庆啤酒是嘉士伯战略的核心实施主体，战略指引下重啤加速成长，成为近几年 A 股啤酒上市公司中增长最快、效率提升最明显的公司。

图表 8：扬帆“22”战略指导公司发展



来源：公司官网、国金证券研究所

- 2) **管理层大换血：**嘉士伯向重啤派驻了多位在啤酒和快消品行业经验丰富的管理层，帮助公司导入嘉士伯优秀的管理和运营经验。公司 6 名非独立董事中有 5 位由嘉士伯派驻，其中董事长罗总为现任嘉士伯亚洲财务副总裁，多位高管在嘉士伯亚洲和嘉士伯中国区担任重要职位，运营管理经验丰富。

图表 9：嘉士伯派驻多位优秀高管

姓名	职务	任职日期	学历	个人简历
Roland Arthur Lawrence(罗磊)	董事长/董事	2019/1/2	硕士	现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., GorkhaBrewery (P) Ltd 等公司董事。
吕彦东	董事	2016/5/6	硕士	现任嘉士伯中国区生产运营副总裁。
Chin Wee Hua(陈伟豪)	董事	2017/3/9	硕士	现任嘉士伯中国财务副总裁。
连德坚	董事	2017/5/4	本科	现任嘉士伯中国重庆啤酒业务单元总经理。
LEE Chee Kong	董事	2019/1/23	本科	现任嘉士伯中国董事总经理。

来源：公司公告、国金证券研究所

- 3) **关厂优化产能：**2014 年 5 月开始，嘉士伯清理整合了重庆啤酒的业务，聚焦啤酒业务，对辐射能力较弱、可替代性强、运行效率低的部分子公司进行关停。公司已经关停或转让 7 家子公司和 4 家分公司，优化产品，聚焦核心市场，未来将继续开展产能优化和整合。

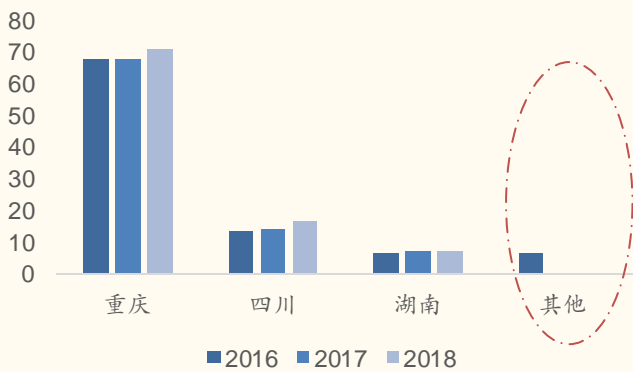
图表 10：公司关停转让多个低效酒厂

已关停/转让酒厂	所在省市	关厂/转让时间
重庆嘉酿啤酒有限公司碁江啤酒分公司	重庆	2014 年 5 月
柳州山城啤酒有限责任公司	广西	2015 年 4 月
重庆啤酒安徽九华山有限公司	安徽	2015 年 10 月
重庆啤酒股份有限公司永川分公司	重庆	2015 年 11 月
重庆啤酒股份有限公司黔江分公司	重庆	2016 年 1 月
重庆啤酒集团六盘水啤酒有限责任公司	贵州	2016 年 2 月
重庆啤酒安徽亳州有限责任公司	安徽	2016 年 5 月
重庆啤酒宁波大梁山有限公司	浙江	2016 年 7 月
甘肃金山啤酒原料有限公司	甘肃	2017 年 7 月
柳州山城啤酒有限责任公司	广西	2018 年 7 月
国人公司常德分公司	湖南	2018 年 12 月

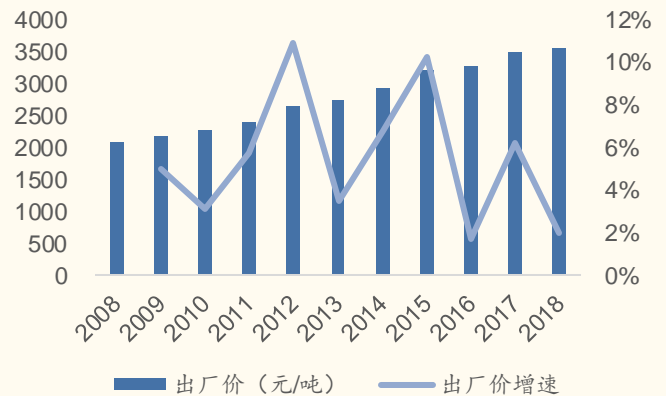
来源：公司公告、国金证券研究所

- 4) **聚焦核心区域销售：**公司经过战略考量和规划，选定重庆、四川、湖南三地为核心销售区，关闭其他地区生产厂区的同时战略性地收缩市场，实现“有的放矢”的销售。通过公司一系列的努力，区域收缩并未使收入端出现明显下降，并且利润实现高速增长，在三地的市场份额持续提升。
- 5) **产品向高端化迈进：**嘉士伯品牌在国内以中高端化产品为核心，重庆啤酒也逐步收缩低端市场，聚焦中高端市场。公司形成了国际高端品牌（嘉士伯+乐堡）和本地强势品牌（重啤+山城）的品牌组合。本地品牌确定“重庆”为未来发展方向，并不断升级；国际品牌引入嘉士伯、乐堡、凯旋 1664、怡乐仙地等。整合淘汰中低端 SKU，高端化升级效果显著，公司产品出厂吨价提升到 3500 元以上，位列国内各大啤酒上市公司之首。

图表 11: 公司收入聚焦三大核心区域 (亿)



图表 12: 公司产品吨价突破 3500 元



来源: 公司公告、国金证券研究所

来源: 公司公告、国金证券研究所

2.2 关联交易不断清晰, 资产注入可期

- 关联交易逐步市场化, 提升公司盈利水平:** 公司与嘉士伯自 2010 年起便开始合作开展相关业务, 嘉士伯收购公司后业务合作变为关联交易。嘉士伯委托公司进行生产和品牌管理, 公司生产的嘉士伯产品一部分进行自产自销, 主要集中在重庆等核心地区, 区域性的广告促销费用由公司自行安排和支付, 全国化的宣传广告由嘉士伯制作和发布, 重啤需要承担销售区域内的广告投放费用 (主要是乐堡品牌); 另一部分由公司代工生产, 嘉士伯自行销售, 销售区域覆盖较广; 两者在业务合作上秉持市场化原则, 并不会通过关联交易损害上市公司及其他股东的合法权益。与嘉士伯的合作, 使得重啤在核心区域进军高端市场, 产品结构更加完善, 提升公司盈利和吨价水平; 重啤多个工厂拥有嘉士伯产品的生产能力, 委托生产规模有望继续增加。
- 委托生产:** 嘉士伯啤酒 (广东) 有限公司委托上市公司和旗下三家子公司生产嘉士伯、乐堡、凯旋 1664 白啤等品牌啤酒, 2018 年合计加工啤酒 14.95 万千升, 实现销售额 6.67 亿, 公司是嘉士伯重要的代工生产厂商。2019 年新增乌苏啤酒的委托加工协议。
- 委托品牌管理:** 嘉士伯 (中国) 啤酒工贸有限公司委托重庆啤酒管理嘉士伯工贸在重庆地区的国际品牌相关业务 (包括但不限于嘉士伯、乐堡、凯旋 1664 等品牌的啤酒业务), 费用以所委托业务当年度实际净收入的 0.3% 计算, 2018 年确认托管收益 31.62 万, 对应净收入 10540 万, 销售规模过亿。
- 许可使用商标:** 嘉士伯酿酒许可公司及部分下属子公司使用嘉士伯、乐堡、特醇嘉士伯、冰纯嘉士伯、凯旋 1664、怡乐仙地及 SOMERSBY 等商标。2018 年共计销售授权品牌啤酒 10.98 万千升, 商标许可费合计 1644.85 万。
- 承担部分广告宣传费用:** 嘉士伯 (广东) 与公司约定, 公司无需就乐堡广告片的制作支付任何对价, 但需支付乐堡在重庆啤酒销售区域的广告发布费用, 2018 年共计支出广告发布费用 1506.09 万元。
- 财务资助:** 嘉士伯咨询公司为重庆嘉酿啤酒有限公司提供金额不超过人民币 3.8864 亿元的借款资金支持。双方约定的借款期限为 2016 年 11 月 17 日至 2019 年 11 月 16 日, 借款利率为中国人民银行同期贷款基准利率。截至 2018 年底, 嘉士伯咨询公司提供的借款本金为 2.429 亿元, 应支付的借款利息余额为 304.07 万元。

图表 13: 公司与嘉士伯存在多项关联交易

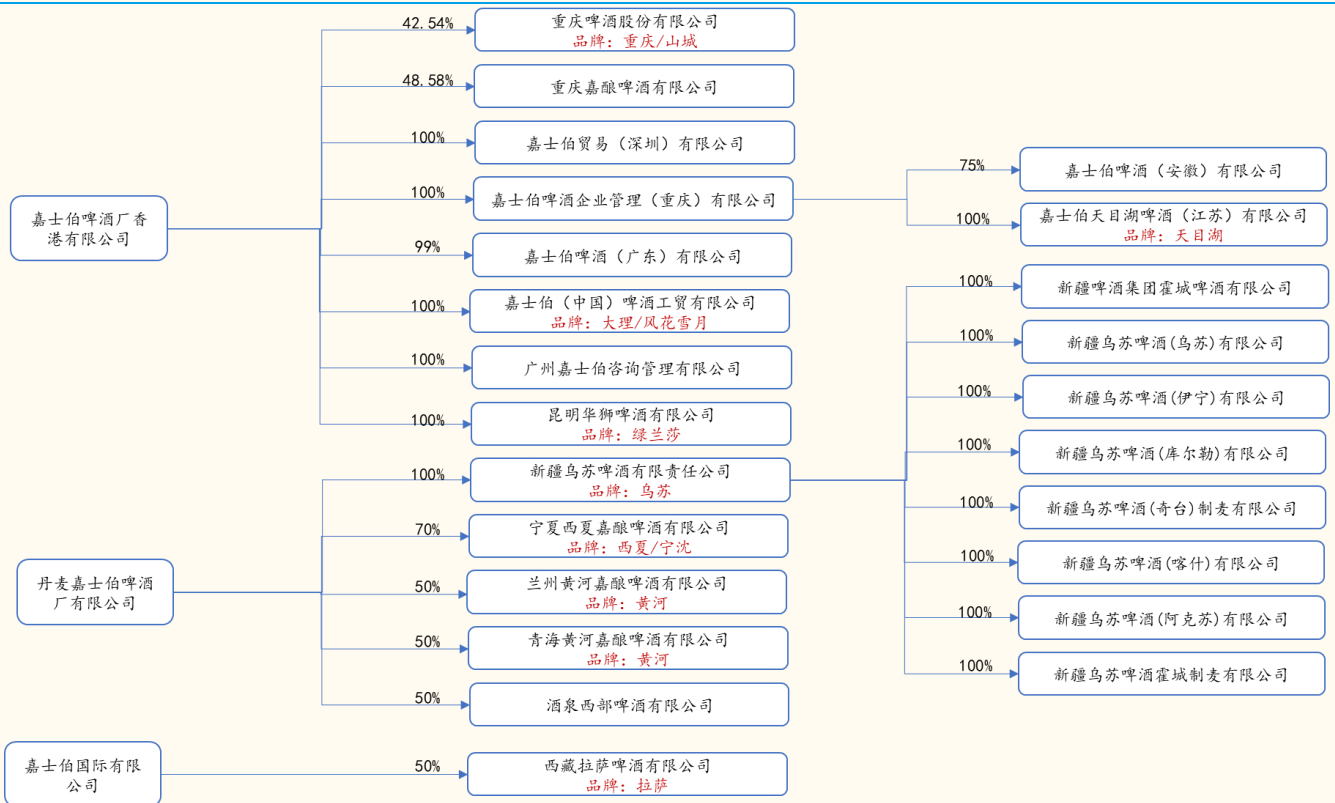
受托方	委托方	关联事务	收益分成	2018 年关联收入 (亿)	2018 年关联加工量 (万千升)	2017 年关联收入 (亿)	2017 年关联加工量 (万千升)

委托生产	重庆啤酒				3.89	9.01	2.87	6.36
	国人啤酒	嘉士伯	委托生产嘉士伯、乐堡和凯旋1664白啤	委托加工对价按照公司的	0.56	1.19	0.51	1.09
	勃克啤酒	(广东)	品牌啤酒	加工生产服务成本加合理	1.83	3.88	1.52	3.28
	宜宾啤酒			利润计算	0.39	0.87	-	-
			合计		6.67	14.95	2.9	10.73
委托品牌管理	重庆啤酒	嘉士伯(中国)啤酒工贸	受托管理嘉士伯工贸在重庆地区的国际品牌相关业务	所委托的业务当年度的实际净营业收入的百分之零点三(0.3%)计算	31.62	-	-	-
许可使用商标	公司及部分下属子公司	嘉士伯酿酒	许可公司及部分下属子公司使用嘉士伯、乐堡、特醇嘉士伯、冰纯嘉士伯、凯旋1664、怡乐仙地及SOMERSBY等商标	嘉士伯商标的许可费率为5%，乐堡商标的许可费率为4%，凯旋1664商标的许可费率为6%，怡乐仙地商标的许可费率为5%	0.16	10.98	0.18	11.39
承担部分广告宣传费用	公司	嘉士伯(广东)	乐堡品牌电视广告宣传协议	乐堡品牌啤酒产品在本公司销售区域广告发布费用按照第三方数据公司提供的本公司乐堡品牌啤酒产品销售区域电视平均收视率及广告公司报价确定的每收视点价格计算	0.15	-	0.19	-

来源：公司公告、国金证券研究所

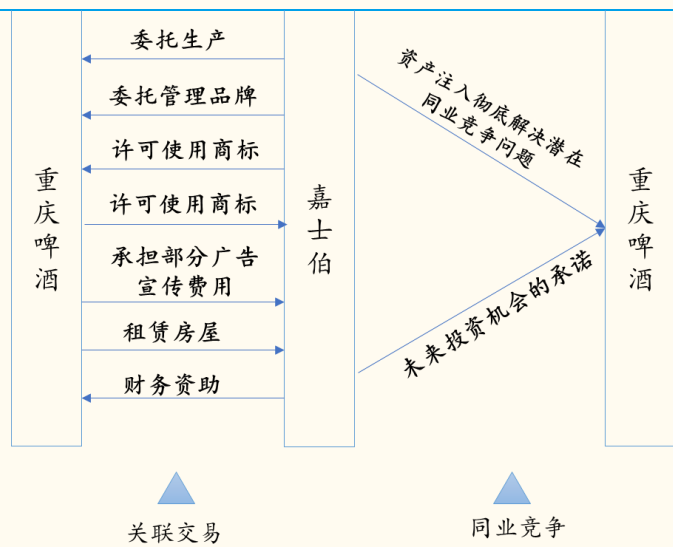
- 整体来看，嘉士伯是重庆啤酒重要的品牌提供方，重庆啤酒是嘉士伯重要的代加工企业和重庆地区销售载体，双方合力加快嘉士伯在全国特别是西南地区的销售推广，同时提升重庆啤酒的收入规模和市场竞争力。
- 嘉士伯承诺 4-7 年内解决同业竞争问题：嘉士伯 2013 年要约收购时明确承诺为解决潜在的同业竞争问题，将在要约收购完成后的 4-7 年内完成将其与重庆啤酒存在潜在竞争的国内啤酒资产和业务注入重庆啤酒，亦考虑其他能够彻底解决潜在同业竞争的方式。
- 到达资产注入窗口期：嘉士伯在国内的啤酒业务可分为国际品牌以及本土品牌两大部分。国际品牌包括嘉士伯、乐堡、K1664、科罗娜、健力士，销售范围为全国；除重庆啤酒下属品牌外，本土品牌还包括大理、拉萨、黄河、乌苏、西夏等，销售范围主要为本土品牌所在省份。虽然重庆啤酒将销售区域收缩至重庆、四川和湖南后嘉士伯旗下的本土品牌和国际品牌啤酒与重庆啤酒并不存在直接的竞争关系。但为了避免潜在的同业竞争，嘉士伯承诺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。近两年正值截止的时间窗口期，期待嘉士伯加快解决同业竞争问题，资产注入，做大做强重啤市场规模。

图表 14: 嘉士伯国内资产汇总



来源: 企查查、国金证券研究所

图表 15: 重啤与嘉士伯存在多项关联交易和同业竞争



来源: 公司公告、国金证券研究所

3、雄踞西南，深耕市场

3.1 产品结构完善，升级持续可期

- **精简产能，提升产能利用率：**重啤为了优化产能，提高经营效率，自2014年开始关停或转让了7家子公司和4家分公司，关掉重庆、四川、湖南核心区域外产能的同时也开展了区域内产能优化。公司目前拥有13家酒厂和1家参股酒厂，合计14家酒厂，其中8家位于重庆，4家位于四川，2家位于湖南，基本都是产能在10万千升以上的中大型啤酒厂，总设计产能超过180万千升，未来将继续进行产能优化和整合，以大厂替代小厂，提升生产酿造效率。公司旗下厂区不仅具备“重庆”和“山城”啤酒的生产能力，同时拥有嘉士伯、乐堡、凯旋1644等嘉士伯品牌产品的生产能力。

图表 16：公司在重庆拥有8家啤酒工厂



图表 17：公司14家啤酒厂分布



来源：公司官网、国金证券研究所

来源：公司官网、国金证券研究所

- **公司通过三大品牌组合，产品结构基本完善：**公司以“嘉士伯”、“重庆啤酒”和“山城”三大品牌为载体，产品价格带全覆盖。

图表 18：公司产品带

	嘉士伯 (25.8%)	重庆啤酒 (58.3%)	山城 (12.8%)
高端 (10元以上)	 1664金啤 1664桃红啤酒 1664白啤 1664白啤拉罐 苹果汽酒	 重庆小麦白 重庆金啤	
中高端 (6-10元)	 嘉士伯 特醇嘉士伯 乐堡纯生 乐堡啤酒 乐堡野地 怡尔仙地	 重庆纯生 重庆金啤	
中端 (4-6元)		 重庆88 重庆66	 金山城 老山城 山城冰爽拉罐 山城精品拉罐
低端 (4元以下)		 重庆33	 山城1958

来源：公司官网、国金证券研究所

注：品牌名后括号里为各品牌 2018 年销量占比

嘉士伯以高端和中高端产品为主，嘉士伯、K1664 和乐堡三大系列在全国范围内拥有较高的品牌知名度。

嘉士伯：嘉士伯经典系列产品是一种德国风味的比尔森啤酒，创始于 1904 年，嘉士伯品牌产品最早 1876 年进入中国，陆续推出的冰纯嘉士伯、特醇嘉士伯等产品也受到全球消费者喜欢。2018 年重庆啤酒销售嘉士伯品牌产品 1.86 万千升，占重庆啤酒总销量的 2.2%。

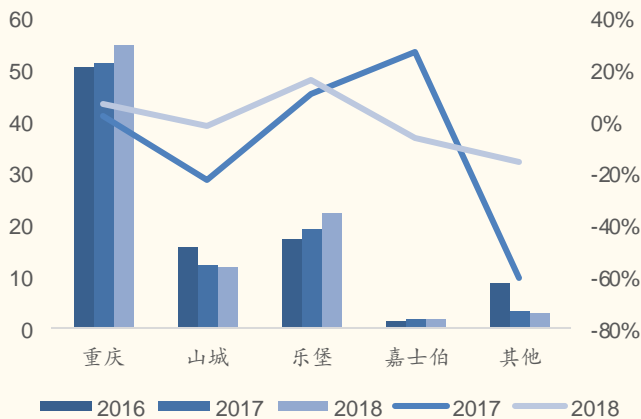
凯旋 1664：1664 系列是法国畅销的白啤产品，包装采用清新怡人的蓝色钴玻璃瓶，酒以柑橘等水果来调味，酒精浓度低，口味十分适合大众。凯旋 1664 一经引入中国就受到消费者热捧，成为一款网红啤酒，重庆啤酒的凯旋 1664 生产销售量还相对较小。

乐堡：乐堡啤酒 1880 年始于哥本哈根，是丹麦第一款淡味型啤酒，畅销全球 80 多个国家和地区，被誉为“全球十大高档啤酒品牌之一”。嘉士伯 2012 年正式在中国推出乐堡啤酒，是国内唯一拥有创新易拉啤酒瓶盖设计的国际啤酒品牌，受到年轻消费者喜爱。重庆啤酒 2014 年开始为嘉士伯代工乐堡啤酒，乐堡销量快速上升，2018 年销量达到 21.6 万千升，同比增长 10.4%，占总公司总销量的 23.8%，销量仅次于重庆啤酒主品牌。

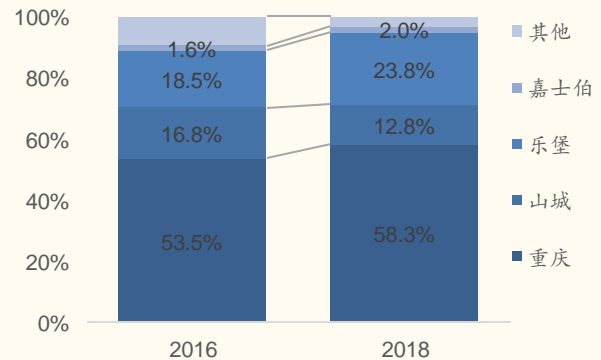
重庆啤酒：重庆啤酒在重庆地区畅销 60 年，培育了结构完善的全价格带产品，满足各类消费者的啤酒消费需求。2018 年重庆啤酒品牌产品实现销量 55.01 万千升，同比提升 6.7%，产品结构升级的同时销量持续上涨，占公司总销量的比重达到 58.3%。

山城：山城是重庆本地以中低端产品为主的知名品牌，随着行业消费结构上行趋势明确，公司也在战略性的缩减山城的销量。山城 2018 年实现销量 12.1 万千升，占总销量的比重降到 12.8%。

图表 19：乐堡销量增速表现亮眼（万千升）



图表 20：公司各品牌销售规模变化



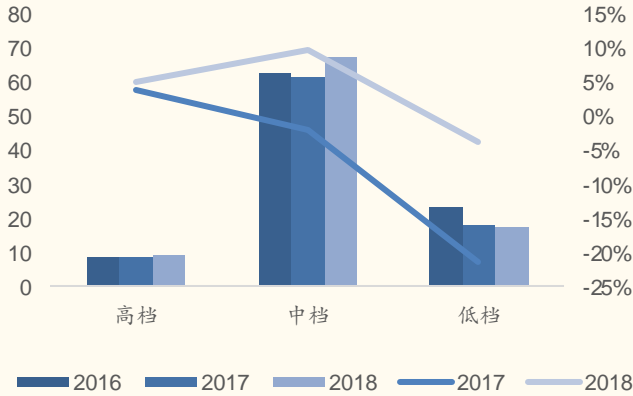
来源：公司公告、国金证券研究所

来源：公司公告、国金证券研究所

- **中高端产品发力助推公司销量回暖：**公司啤酒销量自 2014 年开始受行业下滑和公司主动关厂等影响持续下跌至 2017 年，其中以山城为主的低端产品下跌最为明显。2018 年受益于行业回暖和公司中高端产品发力，实现啤酒销量 94.43 万千升，同比增长 6.4%，高于行业平均增速，其中高端和中端啤酒销量分别上涨 4.9%和 9.6%，而低端啤酒销量下滑 3.8%，中高端产品是公司销量增长的核心推动力。公司中高端啤酒的产销率均超过 100%，而低端产品产销率仅为 63%（包含包销嘉威啤酒的部分），中高端产品市场需求旺盛而低端产品在公司产品体系中的重要性不断降低。
- **收缩低端产品，提升均价和毛利率水平：**公司低档产品主要是零售价在 4 元以下的产品，随着全行业产品升级，低档产品市场规模瓶颈明

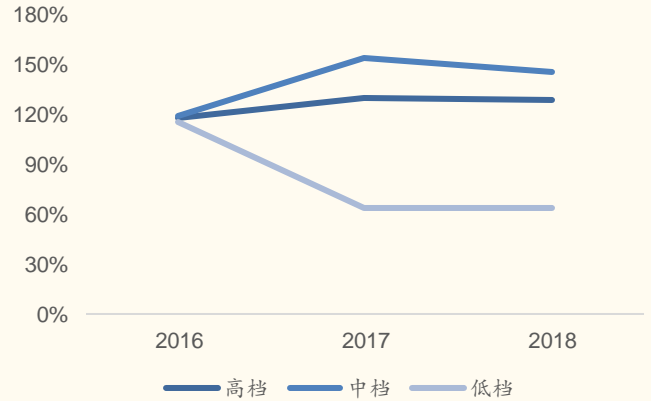
显，消费人群不断被中档产品占据，受此影响，公司也在不断收缩低档产品。公司的低档产品出厂吨价不足 2500，毛利率仅为 13.7%，拉低公司整体吨价和毛利率水平，未来随着低档产品规模不断下降，公司毛利率仍有提升空间。

图表 21：低档产品销量持续下滑（万千升）



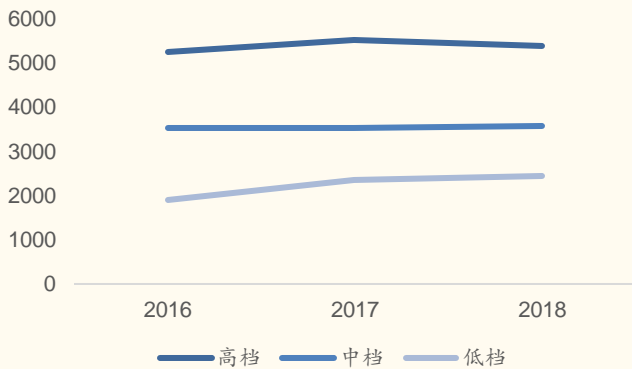
来源：公司公告、国金证券研究所

图表 22：中高端产销率超过 100%



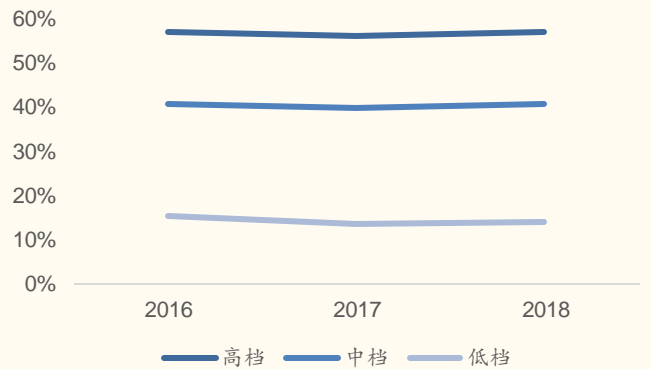
来源：公司公告、国金证券研究所 注：包含包销嘉威啤酒的部分

图表 23：公司各档次产品吨价相差较大（元/吨）



来源：公司公告、国金证券研究所

图表 24：公司各档次产品毛利率相差较大

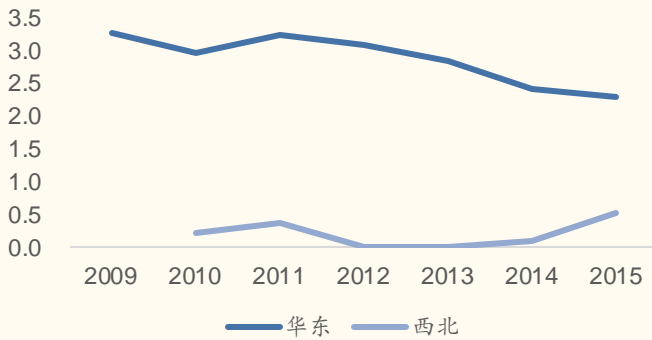


来源：公司公告、国金证券研究所

3.2 聚焦三大区域，掘金西南市场

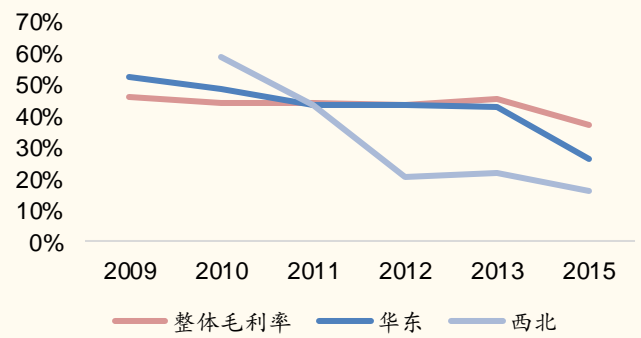
- **主攻重庆、四川、湖南三大市场：**公司 2015 年开始调整销售战略，将覆盖西南、华中、华东和西北等多个地区的全国化布局逐渐收缩，聚焦精力在重庆、四川和湖南三大区域，不盲目追求销售区域的广度，而是深度挖掘核心市场的销售潜力。公司主要收缩了华东和西北市场，2015 年华东地区收入不足 3 亿，西北地区收入不足 1 亿，两大区域的毛利率也低于公司整体水平，规模不大使得人力物力投放效率降低，砍掉也有助于公司资源更加有效的利用。

图表 25: 华东和西北地区收入规模较小 (亿)



来源: 公司公告、国金证券研究所

图表 26: 华北和西北地区毛利率低于整体水平



来源: 公司公告、国金证券研究所

■ **聚焦战略助力公司在行业下行期逆势量价齐升:** 公司自 2016 年开始全面聚焦三大区域, 随着资源集中和战略清晰, 在 16-18 年的行业震荡整理期, 三大区域的收入均实现逆势上涨, 其中重庆地区收入超过 25 亿, 四川突破 5 亿, 湖南达到 2.5 亿, 公司总销量也达到 94.43 万千升, 吨价达到 3500 元以上, 在各地的高端形象不断确立。

重庆: 重庆是公司的大本营地区, 重庆和山城品牌在当地极具知名度, 是重庆居民最为熟悉的啤酒品牌。公司在重庆地区 18 年实现收入 25.31 亿, 啤酒销量达到 70.71 万千升, 贡献公司 7 成的收入。公司在重庆巩固重庆啤酒的销售外, 也在大力推进嘉士伯、乐堡等高端产品的销售, 重庆地区的出厂吨价已达到 3579 元/千升。以产量计算, 公司在重庆地区的市占率已超过 80%, 未来的成长机会更多来自于品牌内部的结构升级和高端产品持续放量。

四川: 四川省 2018 年啤酒产量达到 221 万千升, 是国内啤酒消费大省, 而四川当地缺乏知名度高的本土品牌, 是各大全国性品牌主力竞争的市场。四川与重庆接壤, 消费习惯一脉相承, 重啤也在着力打开四川市场, 四川是公司的第二大销售区域, 收入达到 5.64 亿, 销量 16.49 万千升。公司在四川市场占比不足 10%, 但增长较快, 未来仍将继续挖掘四川市场更大的增长潜力。

湖南: 湖南啤酒市场规模与重庆相当, 公司在湖南地区销售规模相对较小, 在当地市场竞争力一般, 但销售规模和销量也在稳步增长, 未来预计将继续维持稳健增长。

图表 27: 公司各地区收入逆势上涨 (亿)



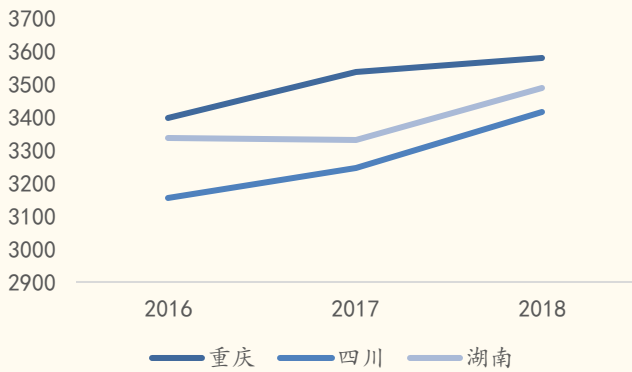
来源: 公司公告、国金证券研究所

图表 28: 公司各地区销量逐年上涨 (万千升)



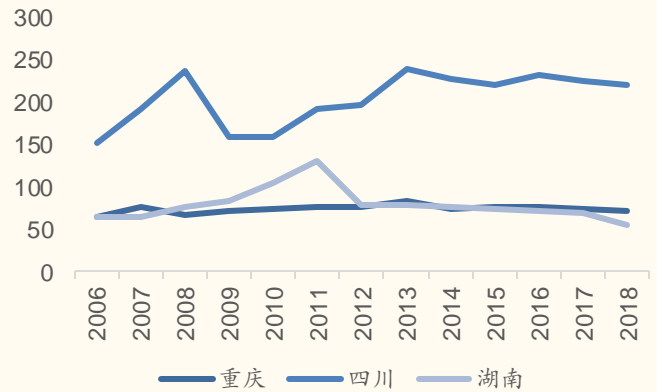
来源: 公司公告、国金证券研究所

图表 29：公司各地区吨价持续上行（元/吨）



来源：公司公告、国金证券研究所

图表 30：三大核心区域啤酒总产量基本稳定（万千升）

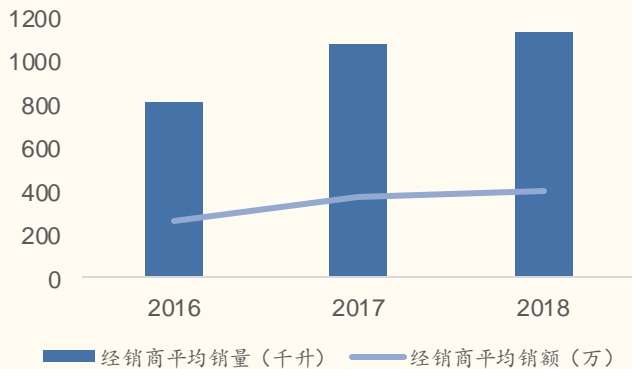


来源：wind、国金证券研究所

3.3 成熟经销商数量增加，营销投放聚焦提升触达率

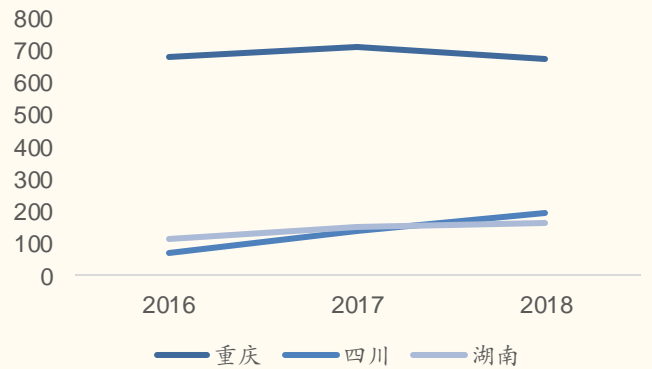
- **经销商平均经销规模提高，成熟经销商数量增加：**公司采取经销代理为主、直销为辅的销售模式，超过 99% 的销售收入来自经销代理。公司根据市场战略实行分区域管理的模式，截止 2018 年末共计拥有 835 个经销商，其中重庆地区 379 个，四川地区 297 个，湖南地区 159 个。公司经销商伴随公司共同成长，单个经销商的平均经销数量和金额均在持续增长，近三年经销商平均经销量年复合增长 18% 至 1131 千升，平均经销额年复合增长 23% 至 401 万。分地区来看，重庆单个经销商规模较大，平均经销规模相对稳定；四川和湖南两地经销商平均经销规模近几年增长明显，成熟经销商数量增加，成为重庆啤酒增长的中坚力量。

图表 31：经销商平均销售规模逐年增加



来源：公司公告、国金证券研究所

图表 32：四川、湖南地区平均经销额快速增加（万）

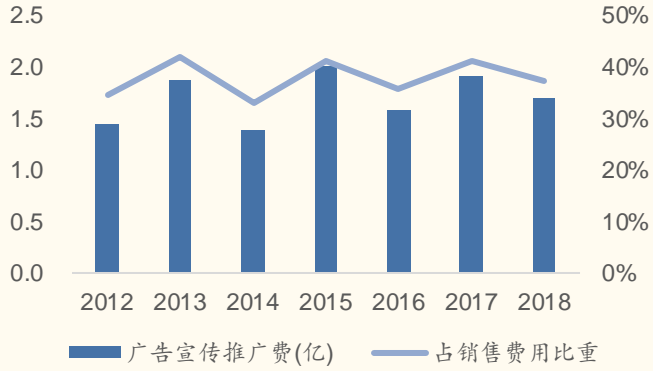


来源：公司公告、国金证券研究所

- **公司作为区域品牌，在市场投放过程中更加注重费用投放的针对性和有效性。**每年广告促销投入在 1.5 亿到 2 亿之间，维持公司在核心区域足够的曝光度和地面推广支持力度。2018 年促销费用投入 4938 万，同比增长 27.36%，公司将更多资金投入到了线下促销和推广。
- **主品牌重庆啤酒除日常的推广和宣传活动外，也会开展一些主题性的推广活动，**如 2018 年通过 60 周年纪念罐等系列市场活动，加深消费者对核心品牌的认知度和美誉度。

图表 33：公司广告促销投入 1.5 亿以上

图表 34：公司推出重啤 60 周年纪念罐



来源：公司公告、国金证券研究所



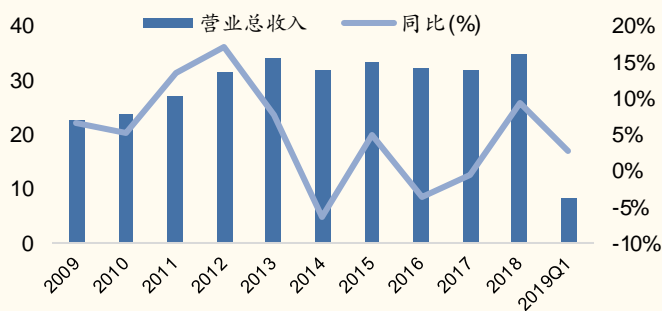
来源：公司官网、国金证券研究所

4、业绩进入稳健成长期，管理效率行业领先

4.1 收入进入稳定成长期，吨价处行业首位

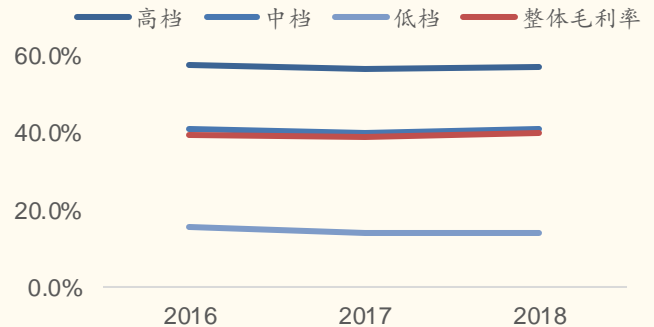
- **嘉士伯入主后重整销售结构，收入进入稳定成长期：**公司收入从 2014 年受行业产能下跌和关厂等影响出现下滑，2014-2017 年间收入波动较大，2018 年公司与嘉士伯关系逐渐理顺，行业产能小幅回暖，带动公司收入规模接近 35 亿，进入新一轮稳健成长期。2019Q1 公司实现营业收入 8.33 亿，同比增长 2.53%；主要系由于税务部门要求，2018Q1 开始公司将已收取 1 年以上的包装物押金由应付账款结转为收入；剔除收入结转影响，公司 Q1 收入端增长 5% 以上。2019 全年预计自产销和代工规模都将持续增加，重啤内部国宾醇麦替代国宾带来 ASP 提升，整体收入规模维持 5% 以上的增长。
- **中高档产品占比提升带动毛利率提升：**公司毛利率前几年受规模减少和行业竞争加剧等影响降到 40% 以下，近几年稳定在 40% 左右。分产品档次来看，毛利率水平相差较大，其中高档产品的毛利率在 50% 以上，而低档产品的毛利率不足 20%，随着低档产品销量占比逐渐降低，公司毛利率水平稳步上涨。
- **结构升级助力吨价上行：**公司整体出厂吨价达到 3544 元/千升，处于国产啤酒首位，不仅是以嘉士伯为主的高档产品吨价小幅上涨，而低档和中档产品吨价增长更为明显，公司自有品牌内部结构升级十分明显。

图表 35：公司营业收入进入稳定增长期



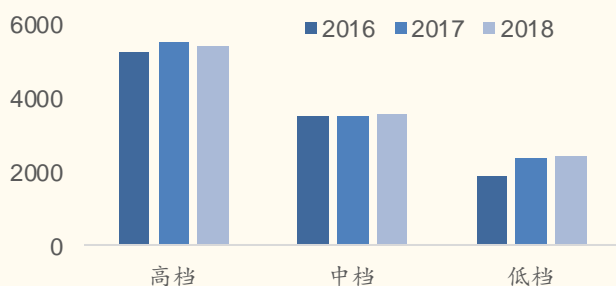
来源：公司公告、国金证券研究所

图表 36：公司毛利率稳定增长



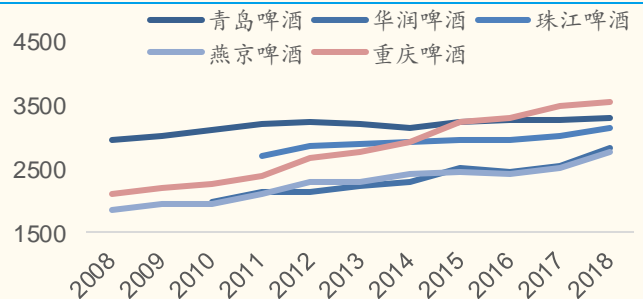
来源：公司公告、国金证券研究所

图表 37：中低档吨价增长更为明显



来源：公司公告、国金证券研究所

图表 38：公司出厂吨价处行业首位

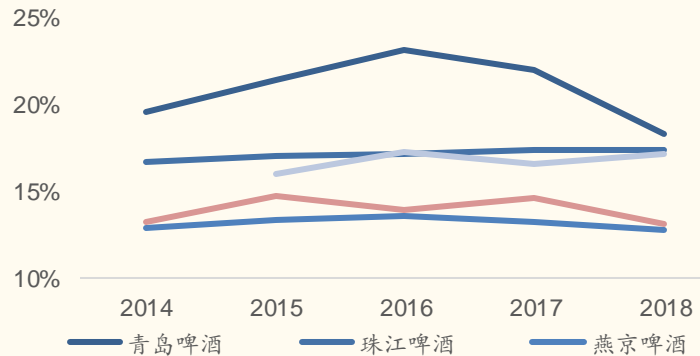


来源：公司公告、国金证券研究所

- **聚焦战略下销售费用投放效率提高：**重庆啤酒销售费用率处于行业低位，2018 年仅为 13.1%，主要受益于嘉士伯自带的强大品牌力和区域品牌资源投放更加有效。公司产品销售中四分之一为嘉士伯和乐堡品牌，作为嘉士伯旗下两大重要品牌，他们自带的品牌张力和消费者认可度降低了其在销售终端推广的难度，销售推广费用投入较少，并且公司一部分为代工产品，无需再投入销售费用，也有一部分的费用节省。另一方面，公司将销售收缩为三大核心区域后，更加注重有效的销售推广和品牌传达，加大地推费用投放，从 2016 年 4016 万增长到

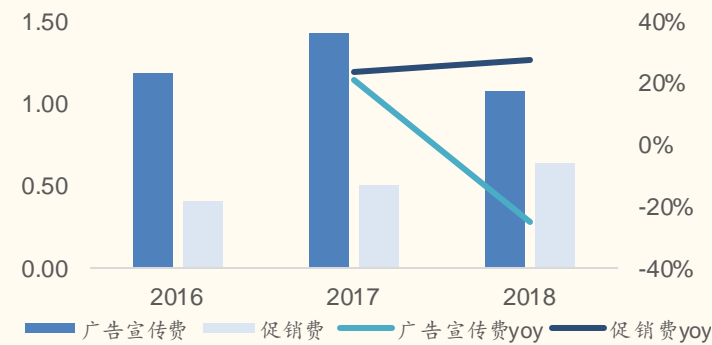
2018 年的 6289 万，年复合增长超过 20%，广告促销费用投放更加注重有效性；运输费用也相应的减少，18 年降到 8000 万以下，整体使得公司销售费用率维持在行业较低的水平。

图表 39：公司销售费用率处行业低位



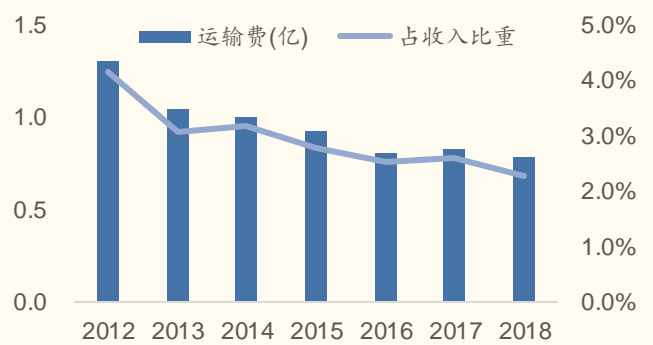
来源：公司公告、国金证券研究所

图表 40：公司促销费用年复合增长超过 20%



来源：公司公告、国金证券研究所

图表 41：公司运输费用下降明显

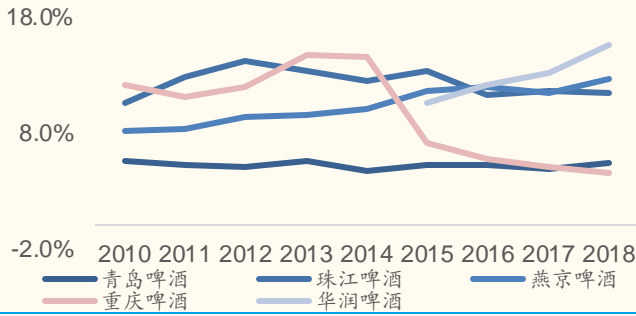


来源：公司公告、国金证券研究所

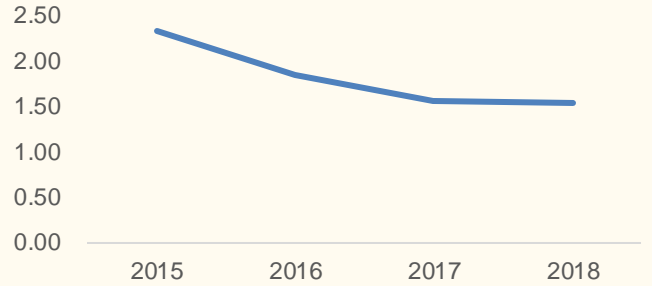
- 会计调整+效率提升，民营企业彰显效率优势：**2015 年随着公司管理方式变革的全面深入，公司对管理架构进行了调整，同时将管理费用的归集口径进行了调整（对安全生产费、化验费用、计量费等费用根据实际发生的部门，将原计入管理费用的部分计入制造费用；对仓储费、装卸搬运费、运费等按照生产流转环节，将原计入管理费用的部分计入制造费用；同时，对折旧、摊销、房产税、土地使用税等，都进一步划分为行政使用或厂房使用，并将原全部计入管理费用的部分，根据使用部门归集和进行成本分配），管理费用和费用率在 15 年出现较大的下调，管理费用率从 15% 下降至 7%。公司 15 年会计调整后，管理费用额仍在持续下降，工资薪酬和折旧摊销等费用仍在逐年下跌，体现了公司经营管理效率不断优化，嘉士伯先进的啤酒企业管理经验，不断在重庆啤酒中进行实践，提升重啤的管理效率。长期来看，公司管理费用中停产带来的费用损失，折旧和摊销费用等都仍有优化的空间，预计管理费用率仍将稳中有降。

图表 42：公司管理费用率持续下跌

图表 43：公司管理费用逐年下降 (亿)



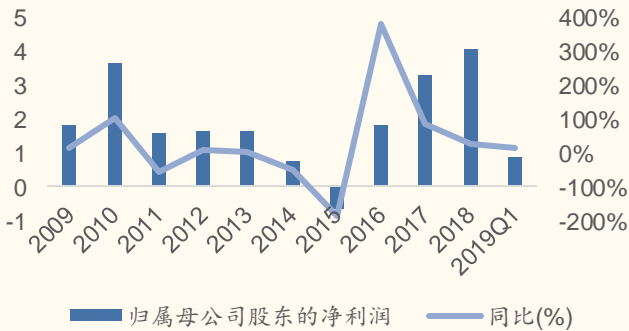
来源：公司公告、国金证券研究所



来源：公司公告、国金证券研究所

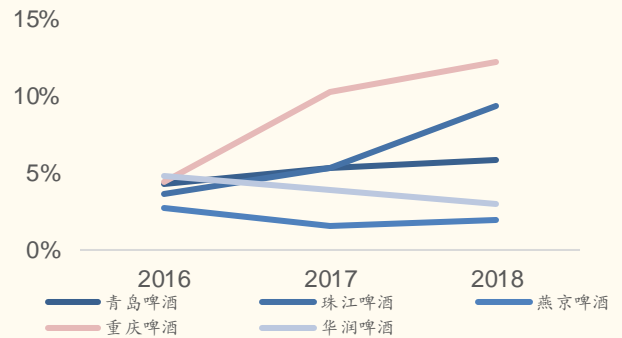
- **关厂短期压制利润，整体利润规模增至 4 亿：**公司在 2015 年集中关闭了 6 家亏损工厂，形成了 3.45 亿的资产减值损失，压制了公司利润，2015 年净亏损 0.66 亿。后续受产能优化和效率提升因素促进，公司利润水平不断创新高，2018 年实现归母净利润 4.04 亿，同比增长 22.6%；2019 年一季度实现归母净利润 0.86 亿，同比增长 13.4%。
- **净利率行业领先，嘉士伯优秀的管理经验助力效率提升：**公司 2018 年实现净利率 12.2%，处于国产啤酒首位。公司净利率较高，一方面得益于效率提升使得管理和销售费用投放更加有效，另一方面代工嘉士伯也节省了一部分费用支出。
- **净利率虽高，但远未到瓶颈：**公司通过近几年不断改革和发展将净利率水平提升至行业首位，但公司净利率相较于国际领先的啤酒企业仍有可追赶的空间，如百威在亚太地区的净利率已超过 17%。我们认为公司净利率增长远未到瓶颈，一方面公司啤酒吨价较百威和嘉士伯仍低 15% 以上，未来仍有吨价提升空间，吨价提升有望带来毛利率的提升，进而提高净利率水平；另一方面，公司作为国内啤酒上市公司中唯一一家非国企，随着嘉士伯逐步将更优秀的管理经验输送到公司，有望释放更大的利润空间。

图表 44：公司净利润重回高增长



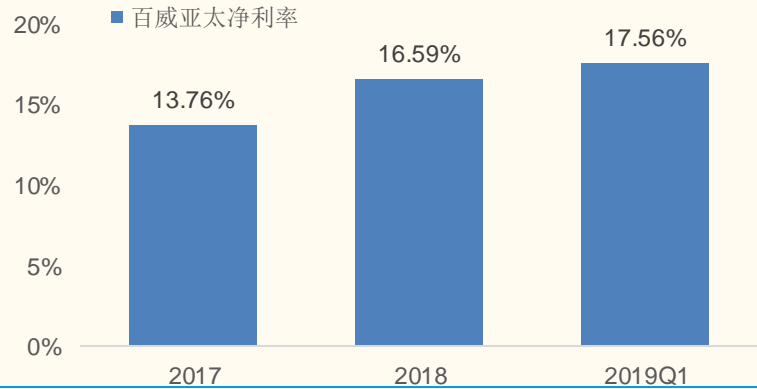
来源：公司公告、国金证券研究所

图表 45：公司净利率行业领先



来源：公司公告、国金证券研究所

图表 46：百威亚太净利率水平超过 17%

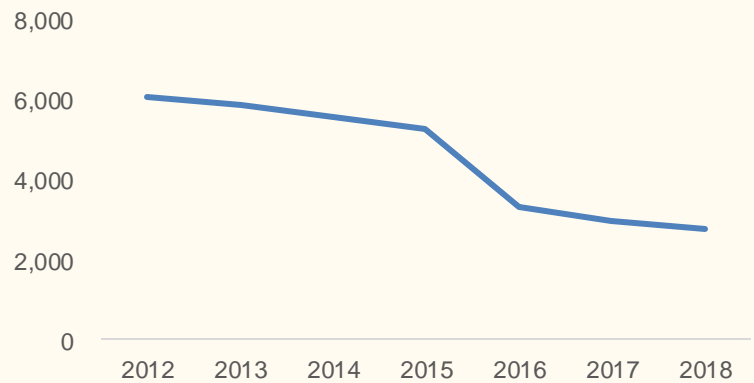


来源：公司公告、国金证券研究所

4.2 经营效率领先，ROE 处行业标杆水平

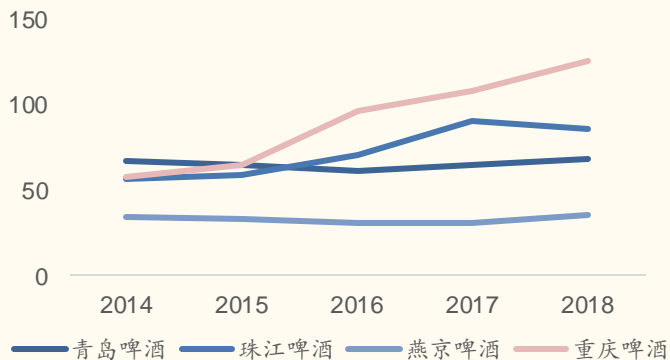
- **精简人员，效率傲视同行：**嘉士伯入主后将公司的人员进行了大规模的精简和重组，公司最多的时候总员工超过 6000 人，2018 年底总人数不足 3000 人，特别是将占比最高的生产人员做了大规模的精简，大大提升了员工创收和创利，同时也提高了员工工资激励水平，激发员工主观能动性。公司 2018 年人均创收达到 124 万，是 A 股啤酒企业中唯一人均创收过百万的企业；人均创利达到 14.5 万，远超其他公司。未来随着公司人员精简和业绩增长同时进行，人员效率有望进一步提升。

图表 47：公司员工总数不足 3000 人



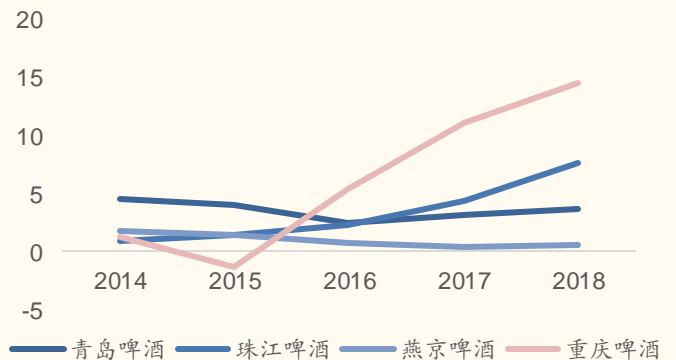
来源：公司公告、国金证券研究所

图表 48：公司人均创收达到 124 万 (万)



来源：公司公告、国金证券研究所

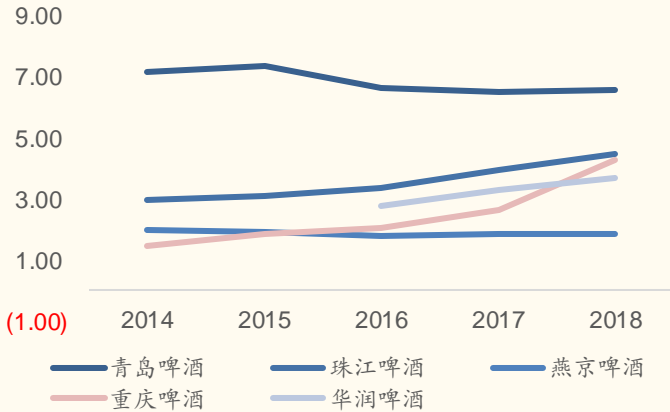
图表 49：公司人均创利达到 14.5 万 (万)



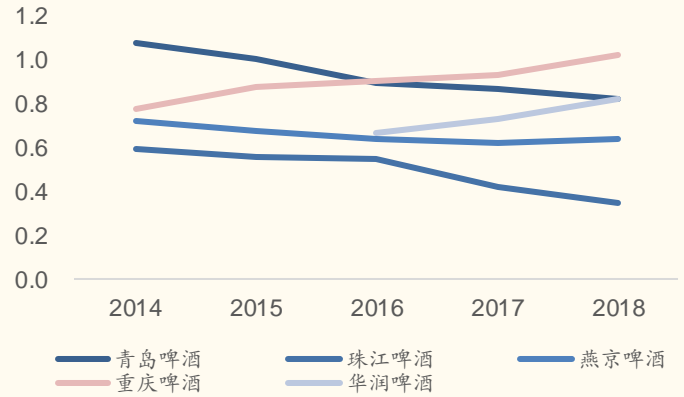
来源：公司公告、国金证券研究所

- **盘活资产，经营效率稳步提升：**随着公司逐年简化玻璃瓶包装数量，计提包装物资产减值，公司存货占比较高的问题不断解决，15年之前存货总额在10亿以上，19年已降至3亿左右，存货仓储和减值的风险逐渐消除，与此同时公司存货周转率不断提升，2018年达到4.3，处于相对合理水平。公司存货总额减少的同时经营留存的货币资金明显增加，使得公司资产总额并未受存货减少影响大幅下滑，反而资产周转效率提升，总资产周转率达到1.02，资产盘活效果明显。

图表 50：公司存货周转率处合理水平



图表 51：公司资产盘活效果明显

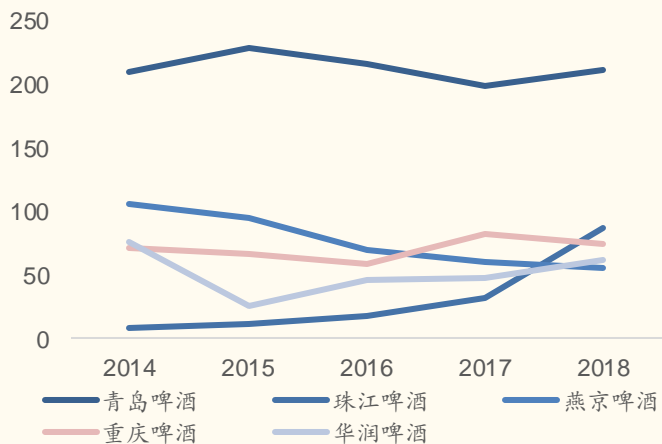


来源：公司公告、国金证券研究所

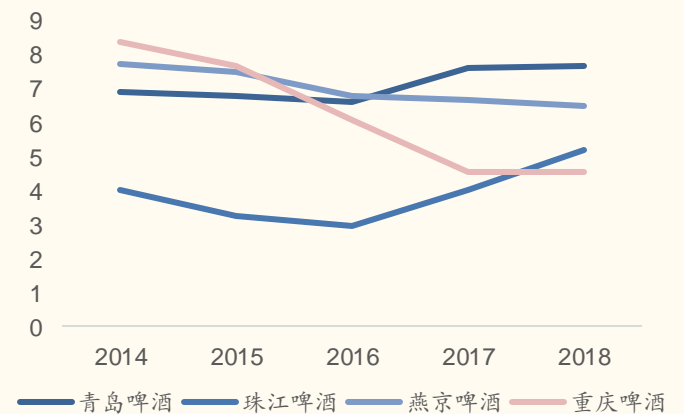
来源：公司公告、国金证券研究所

- **上下游议价能力强，处产业链核心位置：**公司应收账款周转率为74，处行业中游位置；从金额来看公司应收账款不足1亿，且80%以上来自于大股东嘉士伯，排除嘉士伯影响外展现了极高的下游议价能力。公司应付账款周转率仅为4.5，低于同行且逐年下降，公司对于上游供应商的议价能力不断提升。整体来看公司处于产业链核心位置，对上下游均有较强的议价能力。

图表 52：公司应收账款周转率处行业中游



图表 53：应付账款周转率处行业低位



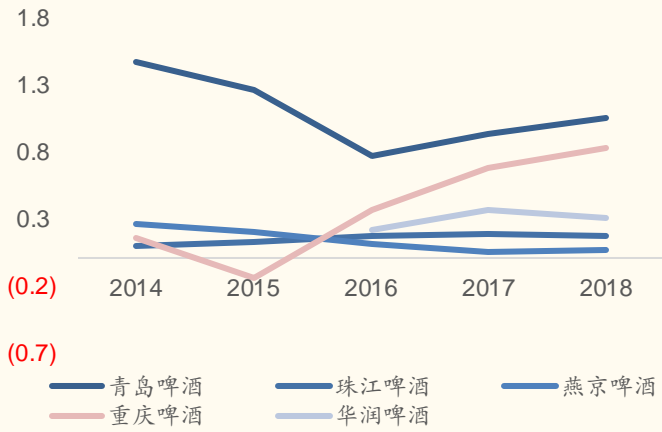
来源：公司公告、国金证券研究所

来源：公司公告、国金证券研究所

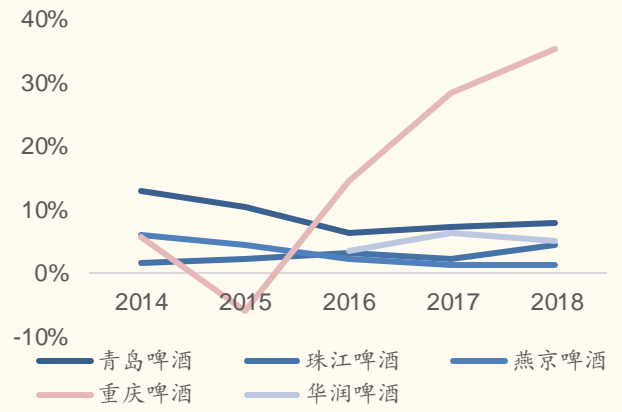
- **每股盈利持续提升，ROE 处行业标杆水平：**公司盈利水平提升的同时 EPS 从低谷涨到 0.83 元，盈利能力仅次于青岛啤酒。公司 2018 年 ROE 达到 35.3%，同行业其他公司均在 10% 以下，资产收益能力处行业标杆水平，足以媲美国际领先的啤酒企业。公司领先的 ROE 水平既得益于超高的净利率水平，又受益于较高的杠杆率水平，利润增长和资产盘活共同提升资产收益水平。

图表 54：公司 EPS 达到 0.83 元 (元)

图表 55：公司 ROE 水平处行业标杆水平



来源: 公司公告、国金证券研究所



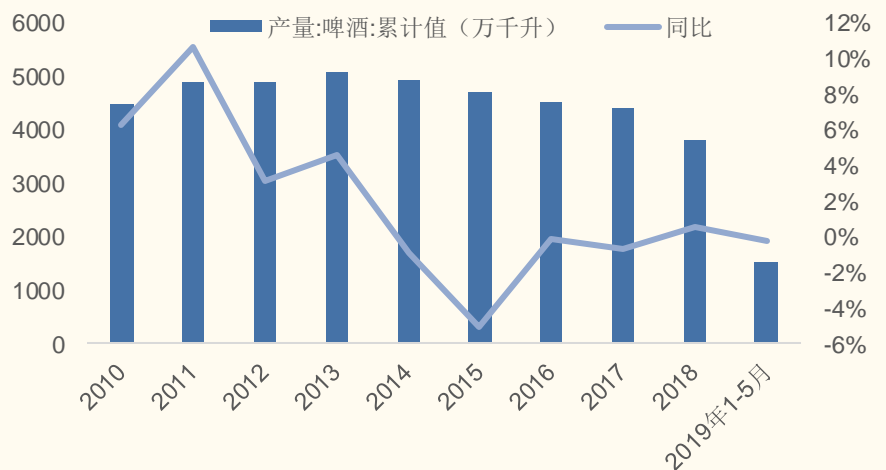
来源: 公司公告、国金证券研究所

5、嘉士伯后效应尚未结束，效率提升持续推进

5.1 啤酒 ASP 提升是核心逻辑，企业盈利释放促成长

- **产量止跌回升，微增将成常态：**啤酒行业经过十年快速发展，总产量超过 3000 万千升，成为国内产量最高的消费酒类。随着消费群体稳定，市场规模扩张乏力，啤酒产量经历了 2013-2017 年的持续下跌，2018 年出现低位反弹，全年规模以上啤酒企业总产量同比微增 0.5%。2019 年 1-5 月啤酒总产量 1508.5 万千升，同比下滑 0.2%，主要系 4、5 月份产量下跌。全年来看，受啤酒行业消费客群稳定，消费结构升级等影响，预计产量与 18 年持平或微增。我们认为长期来看，啤酒行业产量微增将是大概率趋势，行业进入存量竞争期。

图表 56：啤酒产量重回增长



来源：wind、国金证券研究所

- **结构升级成推动行业规模增长的核心动力：**白啤、精酿等产品兴起代表啤酒消费不断个性化，高端和小众啤酒产品越来越受到消费者青睐。前几年进口啤酒的快速成长有效地进行了消费者培育，2019 年进口啤酒增长减速，我们判断主要受百威、嘉士伯和喜力等国际知名品牌纷纷在国内建厂影响，并且国产高端啤酒的质量和概念也在向国际企业靠拢，逐渐受到消费者认可。高端啤酒快速成长背景下，在国内有生产能力的国际啤酒企业和熟悉消费者需求的国产啤酒企业更易受益。随着消费升级和消费者对产品品质的要求提升，各大企业有意识的缩减低端产品的销量和营销费用，加大中高端主流产品的营销推广和消费者教育，低端产品占比逐渐减少。结合各方面因素，我们预计啤酒行业 ASP 将持续提升，结构升级大趋势仍在延续。
- **盈利持续改善，行业回暖趋势已定：**行业增量有限的背景下，各企业纷纷调整战略要求，从战略层面自上而下重新审视公司成长。目前行业仍然处于改善阶段，各公司为优化产品结构而对应的相关工作并未完全结束，包括关厂、销售体系改革等，使得未来 1-2 年仍然是行业盈利彻底释放前的调整期。整个行业将经历较长一段时间的盈利改善，回暖趋势已定。

5.2 嘉士伯多方助力公司成长，结构升级持续可期

- **国际啤酒企业通过与上市公司合作的方式深耕国内市场：**虽然中国啤酒消费量增长弹性收缩，但中国啤酒消费 7 成以上是经济型啤酒，仍有较大的结构升级机会，所以中国市场也成为以中高端啤酒为主的国外啤酒品牌的必争之地。百威、嘉士伯和喜力等各大企业纷纷与国内上市啤酒企业合作，合力拓展市场，国际啤酒企业拥有多年的全球扩张经验，国内啤酒企业更为熟悉当地经销渠道、拥有丰富的市场推广经验，优势互补加速国际品牌的国内推广。

- **重庆啤酒之于嘉士伯战略意义极高：**嘉士伯集团 2018 年净收入 625 亿丹麦克朗（约合 95 亿美元），同比增长 3%，结束了嘉士伯业绩增长乏力的困境，其中 2018 年中国区业务收入端有机增长 15%，中国市场的强劲增长是嘉士伯业绩增长的重要推动力。嘉士伯在中国拥有 5 大业务单元，其中重庆啤酒是唯一的上市公司，重庆啤酒是嘉士伯参与国内中高端啤酒竞争和提升资本市场竞争力的核心筹码，拥有极高的战略意义，预计嘉士伯会持续将优秀管理经验在重啤进行本土化应用和改良，将重啤打造成规模和效率兼具的国内领先啤酒上市公司。

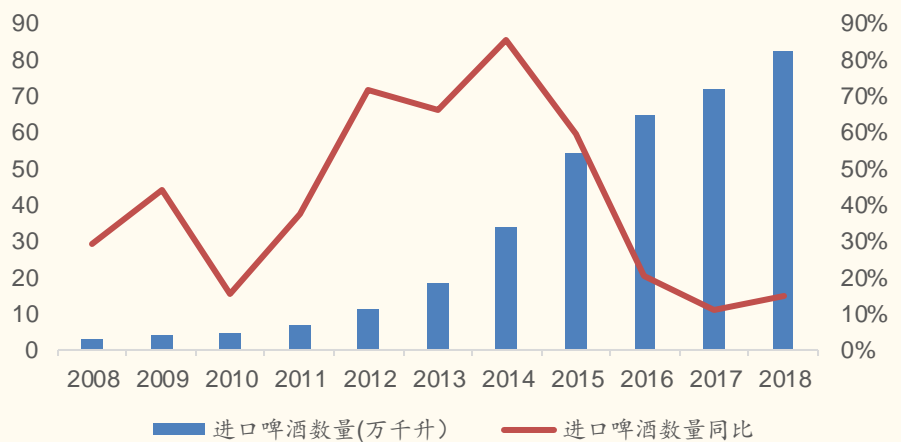
图表 57：国际啤酒企业和国内啤酒上市公司强强联手

国内酒企	国际酒企	合作方式
华润啤酒	喜力	交叉持股（喜力收购华润母公司华润（啤酒）有限公司 40% 的股权，华润收购喜力集团在中国内地成立的 6 家公司全部股权以及喜力香港有限公司全部已发行股）
重庆啤酒	嘉士伯	嘉士伯成为重庆啤酒的第一大股东和实际控制人
珠江啤酒	百威英博	财务投资

来源：公司公告、国金证券研究所

- **嘉士伯国内业务增长推动关联交易规模增加：**公司之于嘉士伯一方面是重要的委托加工方，一方面也肩负在重庆等地区嘉士伯系列啤酒的销售推广。国内啤酒结构升级是大势所趋，特别是进口啤酒的销售量逐年上升，国内消费者对于嘉士伯、百威和喜力等进口啤酒的品牌认知和消费粘性逐渐增强，预计嘉士伯在中国区增长将远高于行业增速和国产啤酒增速。销售量增加对于生产端也提出更高的要求，而嘉士伯因为生产工艺、技术、专利和资金等影响导致生产线数量有限，重庆啤酒旗下工厂是国内为数不多具备嘉士伯产品生产能力的，公司委托加工量预计将随着嘉士伯中国区业务的增长持续增长。同时重庆等地区乐堡、嘉士伯、凯旋 1664 等产品销售额增加也将提升公司利润水平。

图表 58：进口啤酒增速远高于国内啤酒行业平均增速



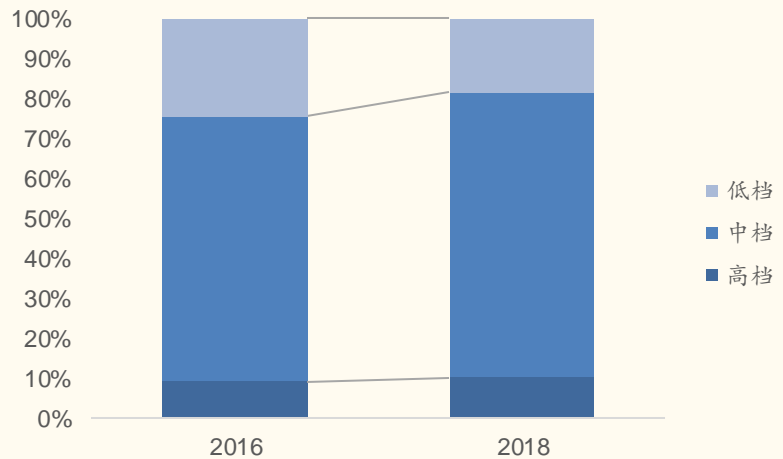
来源：wind、国金证券研究所

- **“扬帆 22”战略指引下效率提升持续可期：**嘉士伯 2016 年启动“扬帆 22”战略方针，对嘉士伯国内业务开展管理整合，重庆啤酒是实现战略的核心主体。嘉士伯入主重庆啤酒后通过关厂减员、区域聚焦和结构升级等多个措施对其进行全面改革，带来重庆啤酒经营管理效率的明显提升，一跃成为国产啤酒上市公司的标杆企业。我们认为到 2022 年重庆啤酒仍有效率提升的空间：1) 重庆啤酒现有的 14 间工厂中仍有亏损和低效的工厂，且在重庆当地就有 8 间工厂，未来不排除重庆啤酒继续“关小厂开大厂”，通过关厂来提高产能利用效率和人均创收、创利；2) 公司仍在不断优化销售费用使用效率，更倾向于在现代化渠道做更有效的费用投放，加大线下促销推广，将费用投在实处；3) 公司

已将费用优化变为一种文化基因和激励目标，将持续推进生产销售各个环节的费用节约，费用效率提升仍有空间。

- **结构升级持续可期：**公司超过 70% 的收入来自重庆，重庆作为我国四大直辖市之一，GDP 常年位列全国各大城市前五名；公司也是 A 股各大啤酒上市公司的覆盖人群中城市人口占比最高的企业，重庆独特的饮食习惯和逐年增长的 GDP 确保了重庆成为啤酒消费大市以及啤酒消费的不断升级之地。公司低档啤酒销量持续减少和中高档啤酒销量增加也证明了公司内部结构升级的持续推进；整体吨价也在逐年上升，公司内部仍有三分之一的销量由低档啤酒贡献，仍存在结构升级的空间。

图表 59：低档啤酒销量占比下滑明显



来源：公司公告、国金证券研究所

5.3 资产减值影响预期可控，成本压力逐步缓解

- **业务重整带来资产减值：**嘉士伯成为公司实控人后，将公司生产、采购、销售以及财务等业务进行重整，以提高效率，持续强化公司在竞争中的稳固地位，在整合过程中公司也对原有业务和产品进行了整合和清理，形成了一定的资产减值。

存货减值计提：为了提高公司供应链生产效率、降低采购成本，公司确定了啤酒瓶型及总量的优化方案，逐渐简化玻璃包装，最终在全国范围内只使用 4 种玻瓶，为此公司每年对出现减值迹象的包装物进行减值测试，计提一部分的减值准备，存货减值费用在逐年递减，预计到 2020 年底旧玻瓶将全部减值完毕。

“山城牌”啤酒系列商标减值：山城是公司体系下低档产品为主的品牌，随着低端啤酒消费市场的萎缩和公司产品结构调整，“山城”品牌的商标价值也在相应减少，公司每年会对其进行减值测试，计提一定的减值准备，山城品牌减值计提超过 8000 万。

固定资产减值：公司 2015 年开始关停了多家啤酒厂，开展产能优化，另外公司旗下仍有国人永州分公司等三家持续亏损工厂，公司每年也会对固定资产进行减值测试，总减值金额超过 4 亿

- **资产减值损失影响逐渐消除：**2014-2016 年是公司整合优化的重要年份，由此带来的资产减值对公司利润影响均在 1 亿元以上。2017 年开始资产减值对利润的影响大幅减少，截止 2018 年底，公司已计提的闲置包装物跌价准备额 17,792.08 万元，“山城牌”啤酒系列商标的账面原值仅剩 1200 万，关厂动作放缓，一系列因素下预计资产减值损失对公司净利润的影响金额将进一步减少，不再是压制利润的重要因素，公司经营更加良性和可持续。

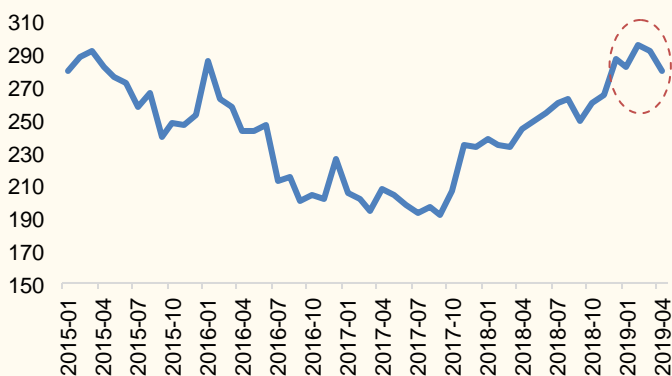
图表 60：公司近几年资产减值分析（万）

	应收款项单项 计提减值	存货减值计提	“山城牌”啤酒系列商 标减值	固定资产减值	影响公司年度 利润总额	影响归属于上市公司股东的 净利润
2018 年	0	3,371.12	1,450.00	3,446.76	8,267.88	5308.82
2017 年	0	3,386.97	0	2,439.72	5,826.69	4,042.72
2016 年	0	4,329.39	2,150.00	14,469.97	20,949.36	16,365.51
2015 年	1,963.76	6,870.69	5,120.06	18,742.59	32,697.10	25,274.54
2014 年	900	13,423.95	0	2,534.85	16,858.80	10,238.75

来源：公司公告、国金证券研究所

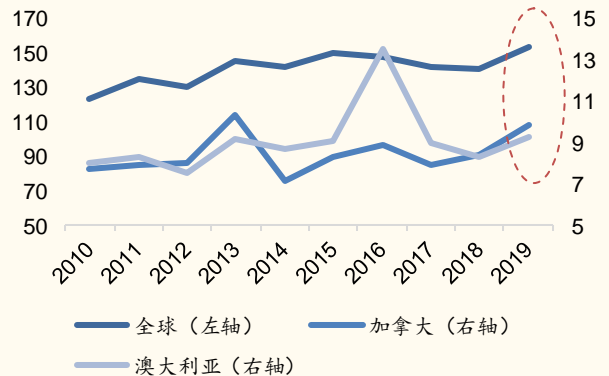
- **大麦价格上涨成本端承压：**我国啤酒酿造过程中进口大麦的使用比例超过 90%，进口大麦又以澳大利亚大麦为主；受产量下降和政策因素等影响，澳洲进口大麦价格持续走高，各啤酒生产企业成本端承压。
- **19 年一季度大麦价格同比上涨明显，各企业成本端压力较大；**二季度大麦价格略有回落，后续受产量止跌回升，供给增加，与国产大麦价差缩小等影响，进口大麦价格环比上涨压力减小，全年大麦价格上涨带来的成本端压力将进一步缓解。
- **预计 19 年全球大麦产量止跌回升：**参考美国农业部公布的 19 年全球大麦平均产量来看，全球大麦产量将止跌回升，达到 153.31 百万吨；其中澳大利亚和加拿大 19 年大麦产量将分别达到 9.2 和 9.8 百万吨，同比增长 10%以上，回到 2018 年之前稳定供应的状态，缓解全球大麦供应紧张的局面。
- **饲料用进口大麦数量减少缓解啤酒用大麦供给压力：**进口大麦主要用于饲料和酿造，饲料行业受猪瘟影响需求下降，并且进口大麦价格上涨后饲料企业成本端同样承压，部分企业选择玉米作为替代的饲料原料，总体来看饲料用进口大麦需求下降，使得酿造用进口大麦供给增加，也缓解了进口大麦供给不足的压力。
- **进口大麦与国产大麦价差缩小，进口大麦价格红利时代一去不返：**进口大麦经历了一年多的价格上涨，近期价格已处于近五年高位，与国产大麦的价差不断缩小，价格优势减弱。虽然国产啤酒仍处发展初期，但不排除会有啤酒企业因价格原因使用国产啤酒，这样也会对进口大麦形成一定的压力。

图表 61：进口大麦价格略有回落（美元/吨）



来源：wind、国金证券研究所

图表 62：全球大麦产量回升（百万吨）

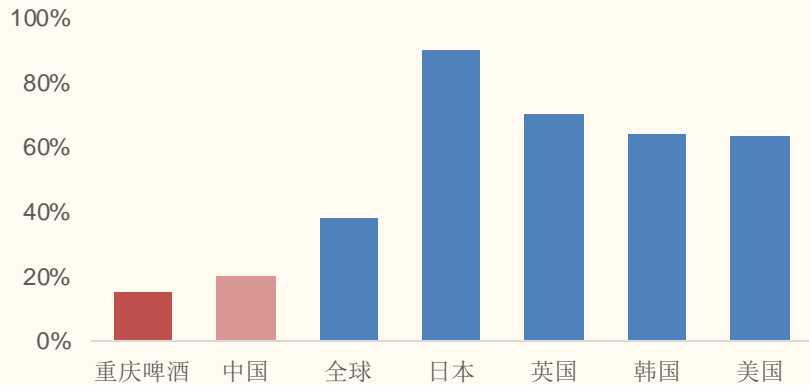


来源：wind、国金证券研究所

- **公司高回瓶率缓解玻璃上涨压力：**环保投入压力加大迫使部分中小玻璃厂退出市场，玻璃价格上涨的同时出现新瓶供应缺口。高回瓶率可以尽可能的降低在旺季面临的新瓶缺口压力，公司由于主要以区域销售为主，所以回瓶率超过 85%，有效的缓解了玻璃价格上涨和新瓶缺口的压力。

- **易拉罐率提升是大势所趋：**易拉罐包装密封性能佳、材料轻、便于开启和运输等优点使得各企业纷纷新增罐装啤酒生产线，提升罐化率，并且罐化率提升有效的解决了啤酒企业的回瓶压力和新瓶缺口。我国啤酒易拉罐化率低于 20%，远低于全球平均水平（38.1%），与日本（90%）、美国（63%）、韩国（90%）等成熟市场相比更是存在较大差距，我们认为国内啤酒罐化率将逐步向全球平均水平靠拢。公司罐化率仅为 15%左右，低于行业平均水平，未来提升罐装产品的占比将是一项重要的课题，易拉罐化率提升也有助于降低公司的运输成本。

图表 63：公司和国内啤酒罐化率依旧很低



来源：Euromonitor、国金证券研究所

- **公司另一大包装材料纸箱价格相较于去年同期有所回调，**包装纸价格进入平稳向下的周期，纸箱下降的回落也有有效的缓冲了玻璃价格上涨带来的包材价格上涨的压力

图表 64：玻璃价格略有上涨



来源：wind、国金证券研究所

图表 65：纸箱价格同比略有降低



来源：wind、国金证券研究所

5.4 中性估计下增值税调减预计带给净利率 0.55%的提升

- 此次增值税调减对公司上下游的业务都会有一定的影响，我们以 18 年业绩为基准，分为四种情况对增值税下调后重庆啤酒业绩变化情况进行了测算，乐观情况下公司的净利率将提高 1.70 个百分点，悲观情况下会有 1.09 个百分点的下调。

图表 66：增值税调减敏感性测算

	营业收入变化	营业成本变化	毛利变化	增值税变化额	税金及附加变化额	净利润变化额	净利率变化
情景一（含税收入不变，不含税成本不变）	0.92	0.00	0.92	0.30	0.03	0.71	1.70%

	营业收入 变化	营业成本 变化	毛利变化	增值税变 化额	税金及附加 变化额	净利润 变化额	净利率变化
情景二（含税收入不变，含税成本不变）	0.92	0.55	0.37	0.37	0.04	0.30	0.55%
情景三（不含税收入不变，不含税成本不变）	0.00	0.00	0.00	0.42	0.04	0.03	0.09%
情景四（不含税收入不变，含税成本不变）	0.00	0.55	-0.55	0.49	0.05	-0.38	-1.09%

来源：wind、国金证券研究所

- 我们假设公司含税售价和原材料含税采购价均不变，以2018年业绩为基准，对增值税率下调后业绩弹性的影响进行详细测算。我们将公司营业收入和营业成本增值税率从16%调减至13%，所得增值税差额为0.37亿。另外税金及附加中城市维护建设税和教育费附加是以增值税为基数缴纳的，增值税减少相应的税金及附加也会减少0.04亿。考虑收入成本和税金及附加减少值，粗略估算下公司归母净利润净增0.30亿，占公司总收入的0.55%，即净利率增加0.55%。
- 我们考虑的是较为理想的情况，且未考虑公司将利润提升部分投入费用的情况。公司在产业链中处于较为强势的地位，受上下游同时压制的可能性不大，所以增值税调低对利润端是明确的利好。预计对公司未来1-2年业绩弹性有较大的拉升。

图表 67：增值税调减测算（中性）

增值税下调前		增值税下调后	
营业收入	34.67	营业收入	35.59
含税营业收入	40.22	含税营业收入	40.22
营业成本	20.83	营业成本	21.38
含税营业成本	24.16	含税营业成本	24.1628
毛利	13.84	毛利	14.21
毛利增加值	0.37		
测算			
增值税减少额	0.37		
附加税税额减少额	0.04		
合计增加税前利润	0.40		
净利润增加额	0.30		
原净利润	4.04		
业绩弹性	7.50%		
下调后净利率	12.20%	净利率变化	0.55%
下调前净利率	11.65%		

来源：wind、国金证券

6、盈利预测

■ 收入端核心假设：

- 公司啤酒销量受益于核心区域规模扩张和代工嘉士伯体量增加，预计19-21年销量分别增长3%/4.6%/5.1%。公司未来销量增长以中高端为主，其中高端销量分别增长2.5%/2.7%/3.0%；中档产品销量分别增长6.0%/7.8%/7.5%。
- 公司啤酒产品结构向中高端延伸的趋势仍在持续，我们预计公司啤酒销售均价19-21年分别同比增长3.4%/1.3%/0.3%。公司高档产品以嘉士伯，乐堡纯生，K1664，重庆纯生等系列为主，随着K1664等一些超高端产品销量增长，19-21年高端产品出厂均价预计分别同比提升3.4%/1.3%/0.3%。公司中档产品内部仍在结构升级，预计19-21年均价同比+3.4%/0.6%/0.2%。
- 结合销售量和价格的变化，预计公司19-21年啤酒销售收入分别同比增长6.5%/6.0%/5.4%；预计其中高端啤酒每年增长3%，中端啤酒收入分别增长10%/8.5%/7.7%。

图表 68：公司收入预测拆分

		2017	2018	2019E	2020E	2021E		
收入	啤酒销售	30.83	33.46	35.64	37.78	39.82		
		YOY		8.5%	6.5%	6.0%	5.4%	
	其中：高档	4.94	5.08	5.24	5.39	5.56		
		YOY		3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	
	中档	21.60	24.12	26.43	28.68	30.89		
		YOY		11.6%	10%	8.50%	7.70%	
	低档	4.29	4.27	3.97	3.71	3.38		
		YOY		-0.6%	-6.9%	-6.7%	-8.9%	
	其他业务	0.93	1.21	1.26	1.23	1.20		
		YOY		29.9%	4.5%	-2.3%	-2.4%	
总收入	31.76	34.67	36.90	39.01	41.02			
销量	啤酒销量	88.75	94.43	97.26	101.74	106.93		
		YOY		9.2%	6.4%	5.7%	5.2%	
	其中：高档	8.99	9.43	9.66	9.93	10.22		
		YOY		6.4%	3.0%	4.6%	5.1%	
	中档	61.52	67.44	71.49	77.06	82.84		
		YOY		4.9%	2.5%	2.7%	3.0%	
	低档	18.25	17.56	16.11	14.75	13.86		
		YOY		9.6%	6.0%	7.8%	7.5%	
	啤酒吨价	3473.97	3543.83	3664.25	3713.29	3723.89		
		YOY		6.2%	2.0%	3.4%	1.3%	0.3%
吨价	其中：高档	5492.53	5392.06	5418.36	5434.19	5434.19		
		YOY		4.5%	-1.8%	0.5%	0.3%	0.0%
	中档	3511.94	3575.76	3697.20	3721.21	3728.13		
		YOY		0.1%	1.8%	3.4%	0.6%	0.2%
	低档	2352.04	2428.91	2465.92	2513.91	2437.11		
		YOY		24.6%	3.3%	1.5%	1.9%	-3.1%
成本	啤酒销售	18.85	20.22	21.48	22.67	23.87		
	其中：高档	2.17	2.19	2.27	2.36	2.42		
	中档	12.98	14.34	15.78	17.09	18.51		
	低档	3.71	3.68	3.43	3.22	2.94		

其他业务	0.41	0.61	0.52	0.27	0.04
总成本	19.26	20.83	22.00	22.94	23.91
啤酒销售	38.9%	39.6%	39.7%	40.0%	40.1%
其中：高档	56.1%	56.8%	56.6%	56.2%	56.4%
中档	39.9%	40.5%	40.3%	40.4%	40.1%
低档	13.7%	13.7%	13.7%	13.2%	13.0%
其他业务	55.9%	49.3%	58.7%	78.1%	96.7%
整体毛利率	39.4%	39.9%	40.4%	41.2%	41.7%

来源：公司公告、国金证券研究所

■ 利润端核心假设：

- **2019 年毛利率受原材料价格上涨承压，后续逐步缓解：**今年啤酒行业受大麦和玻瓶价格上涨，成本端压力较大，预计会对公司毛利率形成压制，考虑结构升级和原材料上涨等因素，我们预计公司今年毛利率为 40.4%，同比提升 0.5 个百分点。随着 19 年澳麦种植量回升，预计 2020 和 2021 年毛利率将稳步提升，分别为 41.2%和 41.7%。
- **收入规模和代工产量增加带动期间费用率水平持续下跌：**一方面随着公司收入规模的增加，费用的平均摊销将持续下降；另一方面随着代工嘉士伯产量的增加，销售费用平均摊销将减少；结合两方面因素我们预计公司 19-21 年销售费用率分别为 13.0%/12.8%/12.6%，管理费用率分别为 4.2%/4.1%/4.0%。
- **19 年增值税调减带来明显利润增量，净利率持续提升：**4 月份开始实施的增值税调减预计对公司 19 年净利率带来 0.5 个百分点以上提升。结合公司经营情况，我们预计公司 19 年实现归母净利润 4.93 亿，同比增长 22%，净利率为 13.4%。预计 2020 和 2021 年归母净利润分别为 5.63 亿和 6.23 亿，分别同比增长 14.2%和 10.7%，对应净利率分别为 14.4%和 15.2%。
- **不考虑资产注入，基于以上假设，我们预计公司 2019-2021 年实现营业收入 36.9/39.0/41.0 亿，同比+6.4%/5.7%/5.2%；实现归母净利润 4.9/5.6/6.2 亿，同比+22.0%/14.3%/10.6%，三年 CAGR 为 15.53%；对应 EPS 分别为 1.0/1.2/1.3 元**

7、风险提示

- **原材料价格上涨的风险：**啤酒原材料中大麦受产量和政治等因素影响，价格同比略有上涨；玻璃受环保和关厂等影响供不应求，存在价格上涨的风险；易拉罐和纸箱等价格也是受多重因素影响实时变化，一旦波动都会使得公司成本端承压。
- **关停出售工厂压制利润的风险：**公司以《关于公司优化生产网络的议案》为指导方针，关停并出售了多个分子公司，不排除公司为了优化产能继续关停生产工厂；同时公司已关停工厂中仍有尚未出售的工厂，后续关停出售等行为会产生一定的资产减值损失，存在压制公司利润的风险。
- **关联交易的风险：**公司进入嘉士伯体系后，两者之间存在代工生产、品牌使用和资金出借的来往，目前两者之间仍是以市场价进行结算；随着生产规模和资金规模的不断扩大，两者之间存在关联交易结算不清、资金结算延迟等风险。

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)						
	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E		2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营业务收入	3,196	3,176	3,467	3,690	3,901	4,102	货币资金	268	689	967	844	1,131	1,467
增长率		-0.6%	9.2%	6.4%	5.7%	5.2%	应收款项	94	69	80	79	81	84
主营业务成本	-1,940	-1,926	-2,083	-2,200	-2,294	-2,391	存货	826	631	337	512	503	511
%销售收入	60.7%	60.7%	60.1%	59.6%	58.8%	58.3%	其他流动资产	144	218	103	129	180	231
毛利	1,256	1,249	1,385	1,490	1,607	1,711	流动资产	1,332	1,607	1,486	1,564	1,895	2,293
%销售收入	39.3%	39.3%	39.9%	40.4%	41.2%	41.7%	%总资产	39.6%	45.8%	45.1%	46.9%	52.0%	56.6%
营业税金及附加	-270	-265	-280	-295	-312	-328	长期投资	306	133	187	187	187	187
%销售收入	8.4%	8.3%	8.1%	8.0%	8.0%	8.0%	固定资产	1,266	1,353	1,251	1,190	1,164	1,166
营业费用	-446	-465	-455	-480	-499	-517	%总资产	37.6%	38.6%	37.9%	35.7%	31.9%	28.8%
%销售收入	13.9%	14.7%	13.1%	13.0%	12.8%	12.6%	无形资产	365	310	255	250	245	240
管理费用	-184	-156	-154	-155	-160	-164	非流动资产	2,033	1,900	1,811	1,771	1,750	1,762
%销售收入	5.7%	4.9%	4.4%	4.2%	4.1%	4.0%	%总资产	60.4%	54.2%	54.9%	53.1%	48.0%	43.4%
息税前利润 (EBIT)	357	364	495	560	636	702	资产总计	3,366	3,506	3,298	3,335	3,645	4,055
%销售收入	11.2%	11.5%	14.3%	15.2%	16.3%	17.1%	短期借款	7	0	243	0	0	0
财务费用	-26	-23	-18	-9	-7	-7	应付款项	1,403	1,568	1,297	1,431	1,453	1,527
%销售收入	0.8%	0.7%	0.5%	0.2%	0.2%	0.2%	其他流动负债	111	139	199	186	199	222
资产减值损失	-227	-68	-93	-70	-65	-60	流动负债	1,521	1,707	1,739	1,617	1,652	1,749
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	0	0	0	0	0	0
投资收益	82	73	72	73	73	73	其他长期负债	602	634	396	440	535	615
%税前利润	52.2%	21.2%	14.8%	12.7%	11.1%	10.0%	负债	2,123	2,341	2,136	2,057	2,187	2,364
营业利润	187	334	480	574	657	728	普通股股东权益	1,230	1,164	1,145	1,241	1,397	1,604
营业利润率	5.8%	10.5%	13.9%	15.6%	16.8%	17.7%	少数股东权益	12	2	17	37	60	86
营业外收支	-30	11	2	2	2	2	负债股东权益合计	3,366	3,506	3,298	3,335	3,645	4,055
税前利润	157	345	482	576	659	730	比率分析						
利润率	4.9%	10.9%	13.9%	15.6%	16.9%	17.8%		2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
所得税	-17	-19	-61	-63	-72	-80	每股指标						
所得税率	10.7%	5.5%	12.7%	11.0%	11.0%	11.0%	每股收益	0.374	0.681	0.835	1.018	1.164	1.288
净利润	140	326	421	513	586	650	每股净资产	2.541	2.404	2.366	2.564	2.888	3.315
少数股东损益	-41	-3	17	20	23	27	每股经营现金净流	1.177	1.694	1.538	1.126	1.590	1.814
归属于母公司的净利润	181	329	404	493	563	623	每股股利	0.800	0.800	0.800	0.820	0.840	0.860
净利率	5.7%	10.4%	11.7%	13.4%	14.4%	15.2%	回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	14.72%	28.31%	35.28%	39.71%	40.30%	38.84%
净利润	140	326	421	513	586	650	总资产收益率	5.38%	9.40%	12.25%	15.09%	16.05%	16.14%
少数股东损益	-41	-3	17	20	23	27	投入资本收益率	25.54%	29.50%	30.80%	39.02%	38.82%	36.95%
非现金支出	403	230	267	236	246	263	增长率						
非经营收益	-68	-55	-84	-97	-84	-89	主营业务收入增长率	-3.85%	-0.64%	9.19%	6.42%	5.72%	5.15%
营运资金变动	95	319	141	-106	21	54	EBIT增长率	54.36%	1.78%	36.22%	13.07%	13.48%	10.42%
经营活动现金净流	569	820	744	545	769	878	净利润增长率	-375.57%	82.03%	22.62%	21.95%	14.31%	10.64%
资本开支	-159	-318	-129	-98	-148	-198	总资产增长率	-9.55%	4.18%	-5.95%	1.13%	9.29%	11.26%
投资	85	179	44	0	0	0	资产管理能力						
其他	3	145	67	73	73	73	应收账款周转天数	6.3	4.5	4.9	4.8	4.6	4.5
投资活动现金净流	-71	6	-18	-25	-75	-125	存货周转天数	178.8	138.1	84.8	85.0	80.0	78.0
股权募资	0	0	0	0	0	0	应付账款周转天数	60.2	80.4	81.3	71.0	71.2	73.4
债权募资	-623	-7	0	-243	0	0	固定资产周转天数	127.3	153.2	130.0	116.1	107.4	102.3
其他	174	-399	-449	-400	-408	-417	偿债能力						
筹资活动现金净流	-449	-405	-449	-643	-408	-417	净负债/股东权益	-29.10%	-59.11%	-62.29%	-66.09%	-77.62%	-86.77%
现金净流量	49	421	278	-122	287	336	EBIT利息保障倍数	13.7	15.7	27.5	61.7	90.8	100.3
							资产负债率	63.09%	66.77%	64.77%	60.87%	58.48%	56.20%

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	1	3	4	12	19
增持	0	0	1	5	16
中性	0	0	0	0	3
减持	0	0	0	0	1
评分	1.00	1.00	1.20	1.29	1.64

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。

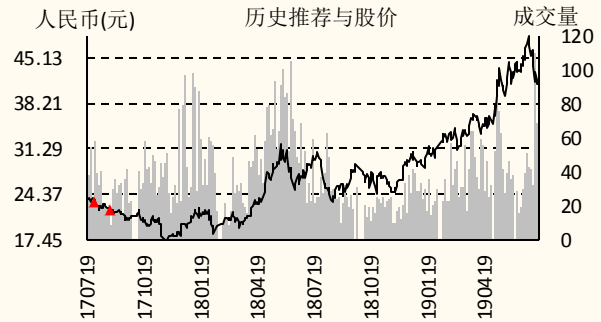
最终评分与平均投资建议对照：

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

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2017-08-03	增持	24.68	29.00~29.00
2	2017-08-28	增持	23.23	29.00~29.00

来源：国金证券研究所



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,任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发,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。

本报告中的信息、意见等均仅供参考,不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。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。证券研究报告是用于服务具备专业知识的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。国金证券建议获取报告人员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,在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

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。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》,本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级(含 C3 级)的投资者使用;非国金证券 C3 级以上(含 C3 级)的投资者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	北京	深圳
电话: 021-60753903	电话: 010-66216979	电话: 0755-83831378
传真: 021-61038200	传真: 010-66216793	传真: 0755-83830558
邮箱: researchsh@gjzq.com.cn	邮箱: researchbj@gjzq.com.cn	邮箱: researchsz@gjzq.com.cn
邮编: 201204	邮编: 100053	邮编: 518000
地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 7 楼	地址: 中国北京西城区长椿街 3 号 4 层	地址: 中国深圳福田区深南大道 4001 号 时代金融中心 7GH