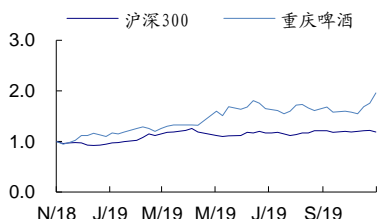


**证券研究报告—深度报告**
**食品饮料**
**饮料**
**重庆啤酒(600132)**
**买入**

合理估值: 56.6-59.0 元 昨收盘: 51.05 元 (维持评级)

2019年11月20日

**一年该股与沪深300走势比较**

**股票数据**

总股本/流通(百万股)	484/484
总市值/流通(百万元)	24,707/24,707
上证综指/深圳成指	2,891/9,747
12个月最高/最低(元)	52.17/24.33

**相关研究报告:**

《重庆啤酒-600132-2019年中报点评:业绩符合预期,均价持续提升》——2019-08-26  
 《重庆啤酒-600132-2019年一季报点评:业绩高增,现金积极,量价齐升》——2019-04-29  
 《重庆啤酒-600132-2018年年报点评:淡季不淡,践行高端,扬帆启航》——2019-04-15  
 《重庆啤酒-600132-2018年三季报点评:税率恢复影响业绩,大本营增速回升》——2018-10-31  
 《重庆啤酒-600132-2018年中报点评:业绩符合预期,产品升级区域深耕》——2018-08-27

**证券分析师: 陈梦瑶**

电话: 18520127266  
 E-MAIL: chenmengyao@guosen.com.cn  
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980517080001

**证券分析师: 郭尉**

电话: 15210587234  
 E-MAIL: guowei1@guosen.com.cn  
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980518100001

**独立性声明:**

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道,分析逻辑基于本人的职业理解,通过合理判断并得出结论,力求客观、公正,结论不受任何第三方的授意、影响,特此声明。

**深度报告**

# 破而后立领航起,借力扬帆待东风

**● 历经改革破而后立,经营指标领衔国内同行**

重庆啤酒作为嘉士伯唯一在A股上市的控股企业,是集团整合资源参与中国市场竞争的重要平台,自2013年控股后历经多年大刀阔斧的改革调整(削减瓶型、关厂提效、产品替代升级),引领公司破而后立,资产减值盈利下滑等阵痛不再,经营效率不断提升,当前各项经营指标(吨价超3700元/吨,毛利率40%,净利率12%,ROE35%)领衔同行,成为国内啤酒标杆。

**● 本地+国际品牌双轮驱动,顺应行业趋势升级仍有空间**

啤酒行业短期进入淡季,预计提价措施叠加成本趋稳下业绩弹性有望显现。中长期视角看国内啤酒企业产品高端化升级以及产能提效优化的发展路径确定性较强,行业大势下重啤通过打造“本地强势品牌+国际高端品牌”双轮驱动强势发力,中高端新品如醇国宾、重庆纯生、特醇嘉士伯销售积极,有望推动产品价格体系持续上移,公司吨价与集团仍有近40%差距,毛利率较全球啤酒巨头低超10pcts,提升空间依然广阔。

**● 区域聚焦策略效果渐显,临近整合窗口期待再度起航**

嘉士伯中国市场2019上半年收入增长19%,乃集团重要增长引擎,大城市战略在中国成效显著,重啤在策略指引下,聚焦重庆大本营及四川湖南两地,深度渗透有望提升中高端市场份额,区域竞争力及话语权将不断强化。2020年进入嘉士伯承诺资产注入窗口期,重啤在集团中国产能占比约45%,期待集团向公司输送先进经营理念及优质资产,在更广、更长维度上提升上市公司经营格局及实力,充分挖掘国内啤酒消费空间,创造长期价值回报。

**● 风险提示**

产品升级减速;资产整合不及预期;区域竞争加剧;成本快速上涨;

**● 维持“买入”评级**

看好公司在嘉士伯集团指引下深耕核心市场,本地+国际品牌双轮升级,结合扬帆22策略经营提效,拉动盈利能力上升,未来存外部资产潜在注入预期。因19Q3医保计划变动确认较大非经常性损益,上调2019-2021EPS为1.29/1.18/1.36元(原预测为1.01/1.18/1.35元),对应40/43/37倍PE,一年期目标估值为56.6-59.0元(原目标估值为49.6-53.1元),维持“买入”评级。

**盈利预测和财务指标**

	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	3,467	3,604	3,852	4,157
(+/-%)	9.2%	4.0%	6.9%	7.9%
净利润(百万元)	404	624	572	660
(+/-%)	22.6%	54.4%	-8.3%	15.4%
摊薄每股收益(元)	0.83	1.29	1.18	1.36
EBITMargin	14.3%	14.5%	15.6%	16.8%
净资产收益率(ROE)	35.3%	51.7%	45.2%	49.6%
市盈率(PE)	61.1	39.6	43.2	37.4
EV/EBITDA	35.8	35.9	31.7	27.9
市净率(PB)	19.03	18.04	17.23	16.37

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

## 内容目录

<b>投资摘要</b> .....	<b>5</b>
估值与投资建议.....	5
核心假设与逻辑.....	5
与市场的差异之处.....	5
股价变化的催化因素.....	5
核心假设或逻辑的主要风险.....	5
<b>估值与投资建议</b> .....	<b>6</b>
绝对估值法：51.43-63.01元.....	6
敏感性分析.....	6
相对估值法：56.6-59.0元.....	7
投资建议.....	7
<b>嘉士伯强势赋能，深耕地区产品升级</b> .....	<b>8</b>
<b>行业发展逻辑：提价升级为根，整合聚焦为势</b> .....	<b>11</b>
长期逻辑：量平后增长依赖产品升级及提价.....	11
中期逻辑：市场集中度存提升空间，产能优化势在必行.....	12
短期逻辑：进入淡季提价时点，成本趋稳，税率利好.....	14
<b>破而后立显成效，借力集团持续发展</b> .....	<b>17</b>
中国市场对嘉士伯富有战略意义.....	17
关厂优化产能提效，聚焦区域开拓.....	20
产品大刀阔斧替代升级，吨价盈利持续提升.....	22
智慧治理，团队精良，营销有术.....	24
委托关联业务提升产能效率，关注资产注入东风.....	26
<b>盈利预测</b> .....	<b>28</b>
<b>投资建议</b> .....	<b>29</b>
<b>风险提示</b> .....	<b>29</b>
产品升级放缓.....	29
资产整合不及预期.....	29
区域竞争风险.....	29
成本波动风险.....	30
渠道开拓风险.....	30
估值风险.....	30
<b>附表：财务预测与估值</b> .....	<b>31</b>
<b>国信证券投资评级</b> .....	<b>32</b>
<b>分析师承诺</b> .....	<b>32</b>
<b>风险提示</b> .....	<b>32</b>
<b>证券投资咨询业务的说明</b> .....	<b>32</b>

## 图表目录

图 1: 重庆啤酒发展一览.....	8
图 2: 公司与实际控制人关系 .....	8
图 3: 公司主要产品.....	9
图 4: 公司营业收入变化及增速.....	10
图 5: 公司归母净利润变化及增速 .....	10
图 6: 公司啤酒销量变化及增速.....	10
图 7: 公司毛利率稳定, 净利率逐年上升.....	10
图 8: 2019 年啤酒产量同比回稳.....	11
图 9: 36 大中城市瓶装啤酒均价逐年上升.....	11
图 10: 啤酒行业重点公司吨价变化 (2013-2018) .....	12
图 11: 啤酒行业集中度上升, CR5 接近 75% .....	13
图 12: 啤酒行业分省竞争格局及区域龙头.....	13
图 13: 啤酒行业产能利用率低, 龙头产能利用率仅能维持在 60-70%.....	14
图 14: 瓦楞纸价格走势 (2016.01-2019.08) .....	16
图 15: 铝板价格走势 (2015.01-2019.08) .....	16
图 16: 玻璃指数走势 (2015.01-2019.08) .....	16
图 17: 进口大麦均价走势 (2015.01-2019.08) (美元) .....	16
图 18: 2018 年嘉士伯主要的销量及利润均来自核心品牌 .....	18
图 19: 具有工艺特点的高端品牌增长强劲.....	18
图 20: 嘉士伯 2018 年亚太地区营业利润增速领衔全球.....	18
图 21: 嘉士伯中国发展策略.....	20
图 22: 公司 2014-2016 关厂带来固定资产减值提升 .....	21
图 23: 公司盈利能力及质量改善.....	21
图 24: 国内灌化率与海外差距明显 .....	21
图 25: 分地区看公司啤酒销量 .....	22
图 26: 资产减值损失逐步回稳 .....	22
图 27: 分档次啤酒销售变化.....	23
图 28: 分品牌啤酒销售变化 (万千升) .....	23
图 29: 中高档啤酒拉升毛利率 .....	24
图 30: 公司毛利率比外资仍有差距 .....	24
图 31: 公司三地经销商数量分布.....	25
图 32: 公司销售员人均产出及全员人均产出均超同业.....	25
图 33: 营销有方, 品牌形象深入人心.....	25
图 34: 公司管理费用率持续下降 (%) .....	26
图 35: 公司销售费用率 .....	26
图 36: 公司 EBITDA Margin 仍有提升空间.....	26
图 37: 委托加工量逐年递增 .....	27
图 38: 委托加工额逐年递增.....	27
表 1: 绝对估值假设.....	6

表 2: 绝对估值假设.....	6
表 3: 敏感性分析 .....	7
表 4: 估值与可比公司比较 .....	7
表 5: 五大啤酒龙头企业产品分类 .....	12
表 6: 2008 及 2018 集体提价情况.....	15
表 7: 2008 vs 2018 两轮集体提价对比.....	15
表 8: 2011 年局部提价回顾.....	15
表 9: 增值税自 16%调降至 13%的利润增厚影响 .....	17
表 10: 嘉士伯中国发展历程 .....	19
表 11: 嘉士伯在中国业务单元.....	19
表 12: 陆续关厂, 优化产能 .....	20
表 13: 引入先进管理人才.....	24
表 14: 公司历年受嘉士伯(广东)公司委托提供和接受劳务的关联交易情况.....	27
表 15: 公司 2019 上半年其他关联交易情况.....	28
表 16: 公司盈利预测.....	29

## 投资摘要

### 估值与投资建议

看好公司在嘉士伯集团指引下，于重庆、四川、湖南等核心市场持续深耕、强化竞争力，本地+国际品牌双轮升级，扩大中高端啤酒市场份额，资源投入优化后经营效率及盈利能力不断提升，未来存外部资产潜在注入预期。因 19Q3 医保计划变动确认较大非经常性损益，上调 2019-2021EPS 为 1.29/1.18/1.36 元（原预测为 1.01/1.18/1.35 元），对应 40/43/37 倍 PE，综合绝对估值法及相对估值法结论，公司一年期目标估值为 56.6-59.0 元（原目标估值为 49.6-53.1 元），维持“买入”评级。

### 核心假设与逻辑

第一，啤酒行业短期进入淡季，预计提价措施叠加成本趋稳下的业绩弹性有望显现。中长期视角看国内啤酒企业产品高端化升级以及产能提效优化的发展路径确定性强，随着啤酒消费均价提升以及企业经营改良、区域竞争格局边际改善将引导利润率不断回升，行业大趋势下重啤有望跟随受益。

第二，重庆啤酒作为嘉士伯唯一在 A 股上市的控股企业，是集团整合资源参与竞争的重要平台，历经多年大刀阔斧的改革调整，破而后立后阵痛不再，重啤各项经营指标（啤酒吨价超 3700 元/吨，毛利率 40%，净利率 12%，ROE35%）领衔国内啤酒企业。

第三，“本地强势品牌+国际高端品牌”持续升级，价格带上移；大城市战略下，聚焦川渝湘三地发展，竞争力有望强化。委托代工优化产能利用率，在嘉士伯注入资产承诺窗口下，有望乘资产整合东风，更大维度挖掘国内啤酒消费空间，向国际先进啤酒龙头看齐，长期持续地创造价值回报。

### 与市场的差异之处

- 1.详细分析了嘉士伯中国发展历程、最新经营情况及各区域业务布局，通过数据体现了亚太区域及中国区域对于集团的重要地位，由此强调了重啤对集团的重要战略平台地位；
- 2.回顾了企业历史改革过程（关厂、削减瓶型、品牌替代），以具体指标变化趋势（资产减值、费用率、人均产出）详细阐释公司破而后立的趋势。
- 3.以公司多项经营指标横向比较国际行业龙头，表明具备中长期提升潜力。

### 股价变化的催化因素

行业性提价；天气因素向好、中高端产品销售超预期；四川湖南渗透拓张加速；嘉士伯资产注入加速落地

### 核心假设或逻辑的主要风险

产品升级放缓；资产整合不及预期；区域竞争加剧；成本快速上涨；估值风险。

## 估值与投资建议

考虑公司的业务特点，我们采用绝对估值和相对估值两种方法来估算公司的合理价值区间。

### 绝对估值法：51.43-63.01 元

我们采用 FCFF 估值法对公司进行绝对估值，根据以下假设得出公司合理股价为 51.43-63.01 元，估值中枢为 56.59 元。

**表 1: 绝对估值假设**

估值假设	合理值	参考值
无杠杆 Beta	0.7	0.7
无风险利率	2.50%	2.50%
股票风险溢价	4.50%	4.50%
公司股价	51.05	51.05
发行在外股数	484	484
股票市值(E, 百万元)	24785	24785
债务总额(D, 百万元)	200	200
Kd	4.00%	4.00%
T	13.00%	13.00%
Ka	5.65%	5.65%
有杠杆 Beta	0.71	0.71
Ke	5.68%	5.68%
E/(D+E)	99.09%	99.09%
D/(D+E)	0.91%	0.91%
WACC	5.66%	5.66%

资料来源:国信证券经济研究所预测

**表 2: 绝对估值假设**

	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	TV
EBIT	521.3	602.8	699.4	792.1	870.9	963.7	1,031.8	1,094.3	1,160.6	1,230.9	
所得税税率	13.00%	13.0%	13.0%	13.0%	13.0%	13.0%	13.0%	13.00%	13.00%	13.00%	
EBIT*(1-所得税税率)	453.5	524.4	608.5	689.2	757.6	838.4	897.7	952.1	1,009.7	1,070.9	
折旧与摊销	148.0	157.5	166.8	175.9	184.1	192.1	199.5	206.3	212.9	219.4	
营运资金的净变动	69.7	49.6	64.4	75.0	89.5	76.4	93.7	84.4	89.7	95.4	
资本性投资	(151.0)	(151.0)	(151.0)	(121.0)	(121.0)	(121.0)	(101.0)	(101.0)	(101.0)	(101.0)	
FCFF	520.2	580.6	688.8	819.0	910.3	985.9	1,089.9	1,141.8	1,211.3	1,284.6	17,584.5
PV(FCFF)	492.4	520.1	584.0	657.3	691.4	708.8	741.6	735.3	738.3	741.1	6,475.4
核心企业价值	27,290.6										
减: 净债务	(98.8)										
股票价值	27,389.4										
每股价值	56.59										

资料来源: 国信证券经济研究所预测

### 敏感性分析

我们对公司股价进行敏感性分析，该绝对估值相对于 WACC 和永续增长率较为敏感，表 3 是公司绝对估值相对此两因素变化的敏感性分析，假设折现率和永续增长率变化值分别为±0.2%。

**表 3: 敏感性分析**

<b>56.59</b>	5.3%	5.5%	<b>5.66%</b>	5.9%	6.1%
2.6%	75.62	70.09	65.28	61.07	57.34
2.4%	71.21	66.32	62.03	58.24	54.87
2.2%	67.37	63.01	59.15	55.72	52.65
<b>2.0%</b>	64.00	60.08	<b>56.59</b>	53.46	50.65
1.8%	61.03	57.47	54.29	51.43	48.84
1.6%	58.38	55.14	52.22	49.59	47.19
1.4%	56.00	53.03	50.35	47.91	45.68

资料来源: 国信证券经济研究所预测

### 相对估值法: 56.6-59.0 元

我们选取青岛啤酒、华润啤酒、燕京啤酒等啤酒公司作为比较对象。从 PE 角度看公司估值, 目前可比公司 2019 年平均 PE 为 65 倍, 而公司 2019 年 PE 为 40 倍, 由于 19Q3 具有约 1.7 亿营业外收入导致非经常项目偏大, 还原后公司 2019 年 PE 约 52 倍。考虑重啤各项指标 (吨价价格、毛利率、费效比、净利率、净资产收益率) 领先国内同业, 而且展望未来, 重啤仍将持续进行产品结构升级、区域聚焦深耕, 各项指标距离国际龙头仍有追赶空间, 明年进入资产注入承诺期窗口, 仍有估值提升空间。我们认为给予公司 48-50 倍 PE 是合理的, 2020 年的合理价格区间为 56.6-59.0 元。

**表 4: 估值与可比公司比较**

公司名称	当前股价 (元) 2019/11/15	市值 (亿元)	投资评级	PE			EPS		
				18A	19E	20E	18A	19E	20E
重庆啤酒	51.05	247	买入	61.1	39.6	43.2	0.83	1.29	1.18
可比公司									
青岛啤酒	55.02	743	买入	52.4	42.7	35.7	1.05	1.29	1.54
燕京啤酒	6.48	183	增持	88.4	82.9	72.3	0.06	0.08	0.09
华润啤酒	45.01	1463	增持	134.0	69.3	43.0	0.34	0.65	1.05
可比公司平均				91.6	65.0	50.3			

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所预测并整理, 华润啤酒单位为港元

### 投资建议

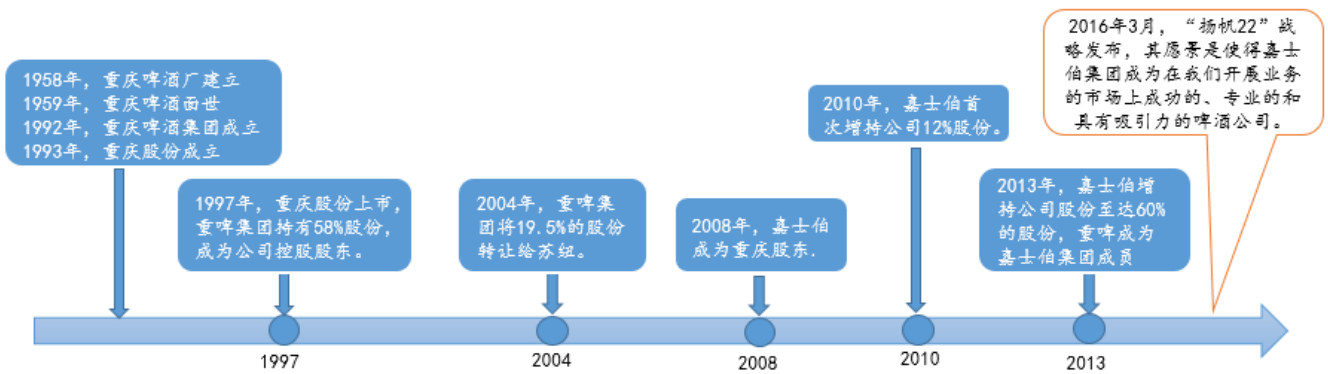
我们认为, 公司产品持续升级、借力嘉士伯管理提效拉动盈利能力不断上行, 未来存外部资产潜在注入预期, 有望继续挖掘各区域市场的啤酒消费空间, 长期持续创造价值回报。综合收入、成本及费用率判断, 同时考虑由于 19Q3 公司不再为退休人员缴纳大额医保费, 并对受益计划中大额医保的计划变动确认为过去服务成本, 带来营业外收入 1.7 亿元, 预计公司 2019-2021 年营业收入为 36.04/38.52/41.57 亿元, 同比增长 4.0%/6.9%/7.9%, 实现归母净利润 6.24/5.72/6.60 亿元, 同比增长 54.4/-8.3/15.4%。上调 2019-2021EPS 为 1.29/1.18/1.36 元 (原预测为 1.01/1.18/1.35 元), 对应 40/43/37 倍 PE, 综合绝对估值法及相对估值法结论, 我们认为公司股票价值在 56.6-59.0 元之间, 2020 年动态市盈率分别为 48 倍和 50 倍, 相对于公司目前股价有 11%-16% 溢价空间, 建议现价买入。



## 嘉士伯强势赋能，深耕地区产品升级

扎根重庆辐射川湘，嘉士伯控股。重庆啤酒自 1958 年建厂以来，从事啤酒制造与销售业务 60 余年，至今共拥有 13 家酒厂和 1 家参股酒厂，年销量约 90 万千升。主要销售区域位于重庆、四川和湖南等地，其中重庆市场是公司的大本营，拥有深受消费者喜爱的“重庆”和“山城”等两大本地品牌，在 2008-2013 年全球第三大啤酒商丹麦嘉士伯集团历经 5 年逐步收购股份后，2013 年底成为嘉士伯旗下控股的唯一 A 股啤酒公司。

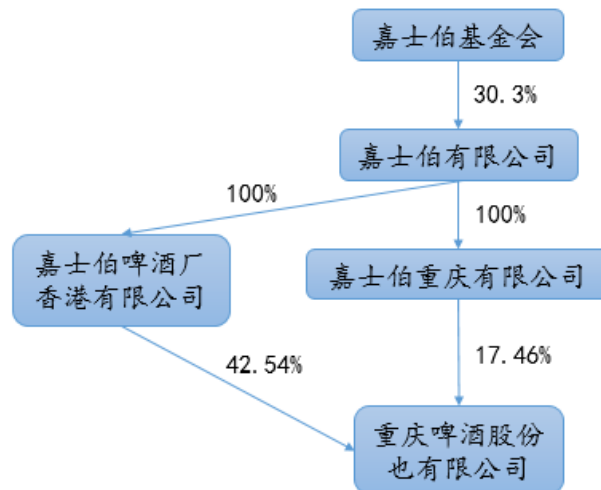
图 1：重庆啤酒发展一览



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

截止 2019 三季度，公司实际控制方是嘉士伯基金会。嘉士伯基金会持有嘉士伯有限公司 30.3% 的股份，嘉士伯有限公司通过间接持有嘉士伯啤酒厂香港有限公司及嘉士伯重庆有限公司 100% 股权，共持有重啤 60% 的股权。

图 2：公司与实际控制人关系



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

产品升级，打造“本地强势品牌+国际高端品牌”。公司成为嘉士伯成员后，借助集团高端产品储备，不断升级产品线，抢占中国高端市场：2012 年，引进嘉士伯和乐堡，2015 年，引进 1664 白啤酒和怡乐仙地。同时，2019 年初上市新品“醇国宾”补强了本地品牌在中高档次的产品结构，获市场积极反馈，重庆纯生作为本地品牌高档产品的卓越代表销量稳步提升。国际品牌方面，“特醇嘉士伯”



销量比同期大幅增长，且在现饮非现饮渠道的铺市率明显提高，为消费者提供更多优质选择。未来公司将继续着力推动产品高端化战略，重点投资、打造中高档产品系列，乐堡、重庆纯生等高端产品持续增长，中高档及以上产品销量结构占比持续提升；针对盈利能力较弱、投资回报不足的主流和低档产品系列进行缩减和替换升级，产品组合更趋于清晰和高档化。

“扬帆 22”继续前行，公司经营不断改善。“扬帆 22”战略于 2016 年 3 月发布，愿景是使得嘉士伯集团成为在公司所开展业务的市场上成功的、专业的和具有吸引力的啤酒公司。在“扬帆 22”战略的指引下，近些年，公司除了不断加强本地品牌与国际品牌的高端化进程，还积极推进酒厂“深度清洁”、“恢复设备基本状态”等工作，持续改善生产成本，加强管理体系建设，持续提高运营效率。

图 3: 公司主要产品

主要产品		价格带
山城		3-6 元
重庆		5-10 元
乐堡		6-10 元
嘉士伯		6-12 元
凯旋		12 元以上

其他

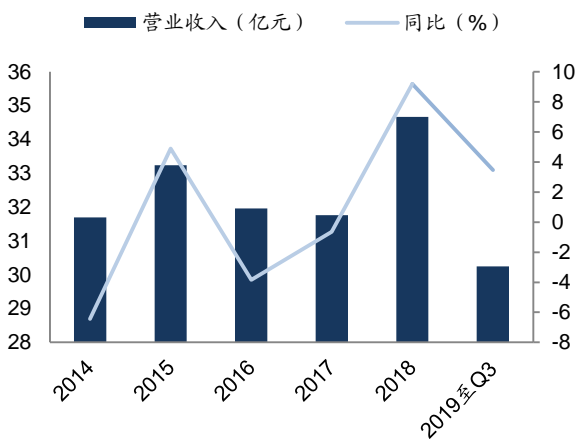


9-11 元

资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

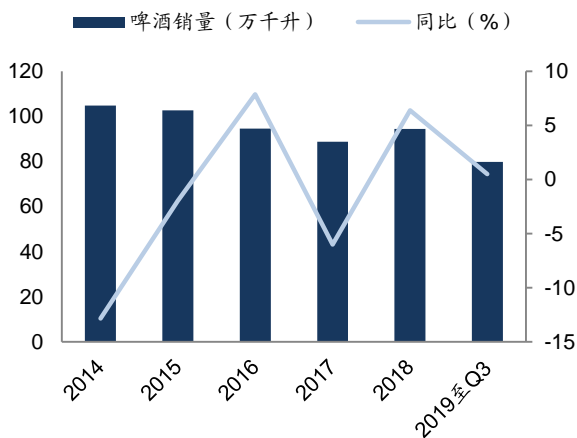
吨酒价格提升,业绩近年来保持增长。2019 年前三季度公司实现营业收入 30.25 亿元,同增 3.5%; 归母净利润 5.94 亿元,同增 54.39%, 由于三季度公司不再为退休人员缴纳大额医保费, 并对受益计划中大额医保的计划变动确认为过去服务成本,带来营业外收入 1.7 亿元,扣非归母净利润 4.03 亿元,同增 13.8%。其中前三季度公司实现啤酒收入 29.7 亿元同增 5.7%, 啤酒销量 79.76 万吨同增 0.5%,吨酒价格 3718 元/吨同增 5.1%。单 3 季度公司实现啤酒收入同增 4.5%,其中销量因天气影响同降 2.1%,但吨价同增 6.8%环比 Q2 提速,来自中高端产品结构占比扩容拉动吨酒价格乃至营收持续性增长。

图 4: 公司营业收入变化及增速



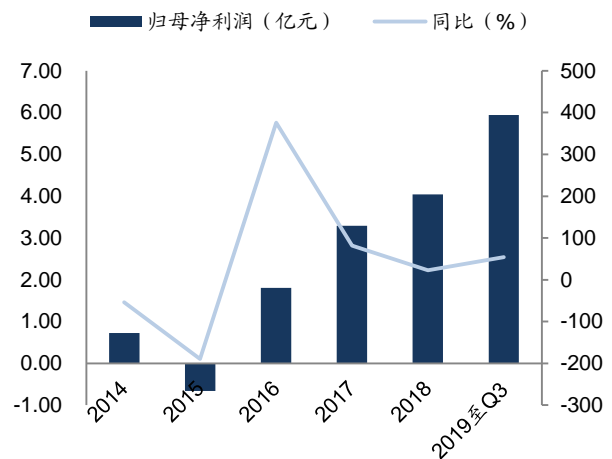
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图 6: 公司啤酒销量变化及增速



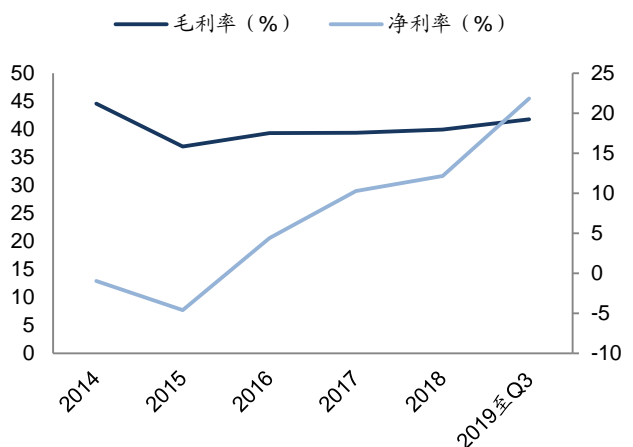
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图 5: 公司归母净利润变化及增速



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图 7: 公司毛利率稳定,净利率逐年上升



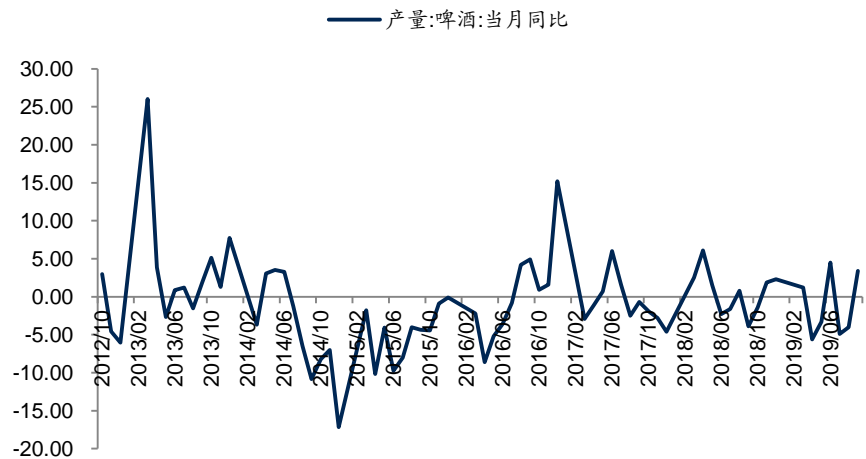
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

## 行业发展逻辑：提价升级为根，整合聚焦为势

### 长期逻辑：量平后增长依赖产品升级及提价

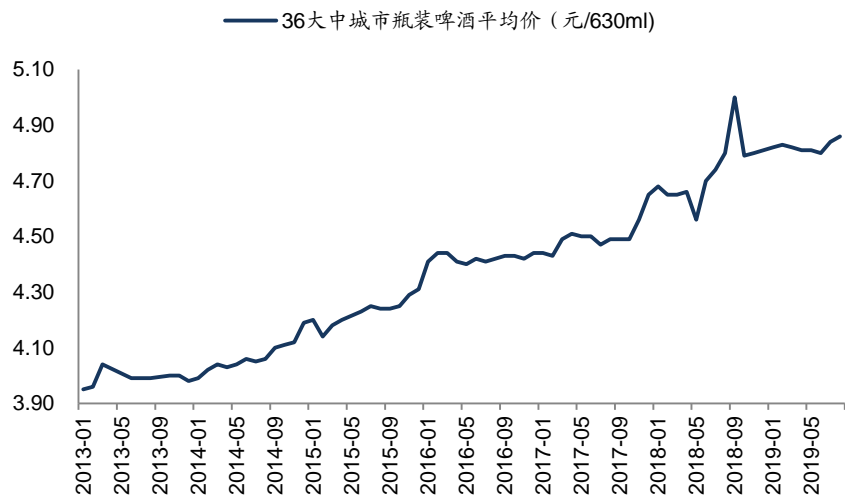
消费量增长有限，价格低位攀升。国家统计局数据显示，2019年1-9月中国啤酒产量3119.4万千升，增长0.7%。其中9月中国规模以上啤酒企业产量317.6万千升，同比增长3.4%。回顾历史在2013年啤酒产量达到最高点之后就进入回落及趋缓态势，再从消费端数据看，目前我国人均啤酒消费量达36.2L/年，与消费习惯相近的日本（43.8L/年）和韩国（37.2L/年）差异已经不大，从量的角度而言提升空间相对有限。与消费数量不匹配的是中国啤酒消费金额较低，Euromonitor数据显示中国啤酒消费金额比全球平均水平低32%。2017年中国啤酒零售价格约为1.8美元/升，相当于5.4元/500ml，中国啤酒零售价格不足日韩的1/3，也仅占世界平均水平的3/5。目前中国啤酒零售价格处于低位，价格提升动能充足，从统计局数据亦显示国内瓶装啤酒平均售价逐年提升。

图 8：2019 年啤酒产量同比回稳



资料来源:Wind, 国信证券经济研究所整理

图 9：36 大中城市瓶装啤酒平均价逐年上升



资料来源:Wind, 国信证券经济研究所整理

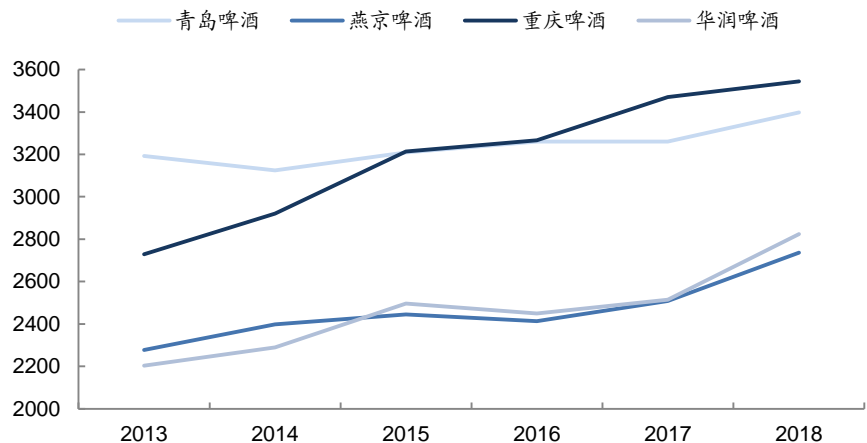
品牌龙头争抢高端蛋糕，高端新品层出，重啤吨酒价格提速领衔，华润近期升级加快。消费升级推动下，消费者更愿意为喝好啤酒支付溢价，中高端产品将提升品牌价值增长空间，国内啤酒企业纷纷以内功或外力（如嘉士伯助力重啤、华润收购喜力中国）打造中高端产品。其中，嘉士伯在 2018 年初宣布将花费约 5.2 亿元人民币在中国推广乐堡、嘉士伯以及凯旋 1664 等高端品牌，重庆啤酒受益嘉士伯助力产品升级效果显著；而百威英博则于 2017 年 8 月就与帝亚吉欧签下五年合约，拿下高端黑啤品牌健力士在中国内地的独家运营权。中国本土品牌青岛啤酒加速高端啤酒战略推进，2018 年旗下高端产品奥古特、鸿运当头、经典 1903、纯生啤酒等高端产品共实现销量 173 万千升，同比增长 6%。此外华润啤酒陆续推出 SuperX、匠心营造、马尔斯绿、黑狮白啤等新品，燕京推帝道、重啤小麦白、醇麦国宾等等新品动作均反映了啤酒企业在中高端市场的加速布局。实际反映在吨酒价格上，2013-2018 年青岛啤酒/燕京啤酒/重庆啤酒/华润啤酒 5 年 CAGR 分别为 1.3%/3.7%/5.4%/5.1%，重啤提价速度领先，华润雪花 18 年以来升级速度加快，“量平、价升、利高”或是啤酒行业未来的主要趋势。

表 5: 五大啤酒龙头企业产品分类

企业	高端啤酒(>10 元/500ml)	中档啤酒(6-10 元/500ml)	经济啤酒(<6 元/550ml)
华润雪花	雪花脸谱、雪花黑啤、匠心营造、黑狮白啤	雪花纯生、SuperX、马尔斯绿、	勇闯天涯、冰酷、清爽
青岛啤酒	精酿 1903、青岛黑啤、皮尔森全麦	奥古特、全麦白啤、青岛纯生	淡爽欢动、崂山
百威英博	科罗娜、福佳、时代啤酒、乐飞啤酒	百威啤酒	哈尔滨啤酒、雪津啤酒
燕京啤酒	燕京白啤	燕京黑啤、燕京纯生、帝道	鲜啤、燕京无醇系列、燕京特色系列
重庆啤酒 (嘉士伯)	重庆纯生、克伦堡 1664 大师嘉选系列、自然泡苹果汽水	嘉士伯、怡乐仙地、重庆国宾系列、乐堡	山城

资料来源: 京东商城、国信证券经济研究所整理

图 10: 啤酒行业重点公司吨价变化(2013-2018)



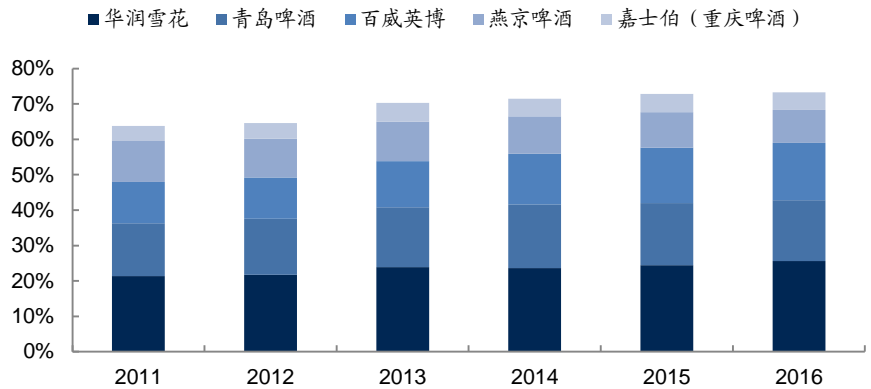
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

中期逻辑: 市场集中度存提升空间, 产能优化势在必行

整体集中度有提升空间, 中高端市场仍比较分散。中国啤酒市场虽然已趋于成熟, 但行业集中度仍低于发达国家市场。美国市场 CR3 超过 80%, 日本市场 CR3 达到 87%, 而中国市场 CR3 为 59%, CR5 为 73%。对比海外成熟市场,

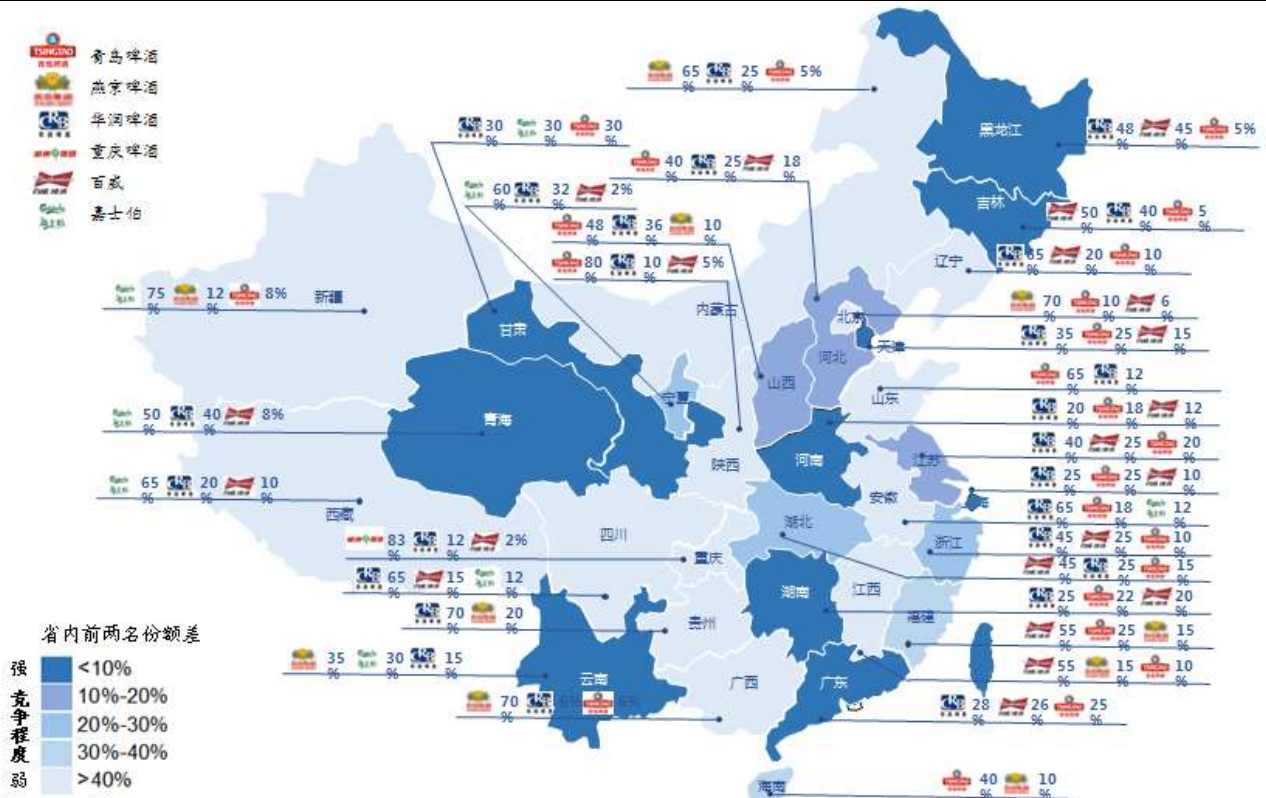
我国尚未出现一家企业市场份额超过 30%，第二和第三名厂商的市场份额差距不大，竞争格局还未稳定，未来不排除排名前列的啤酒厂商通过整合并购等模式与其他品牌进行合作提高市场份额，集中度仍有进一步提升的空间。从区域来看，目前各区域内部主流（4-6 元）及以下价格带的市场份额较集中，龙头在基地市场具有提价主导权，但在主流高（6-8 元）及以上价格带的市场竞争仍然激烈，份额较为分散，也是各大龙头的主战场。

图 11：啤酒行业集中度上升，CR5 接近 75%



资料来源:Euromonitor, 国信证券经济研究所整理

图 12：啤酒行业分省竞争格局及区域龙头



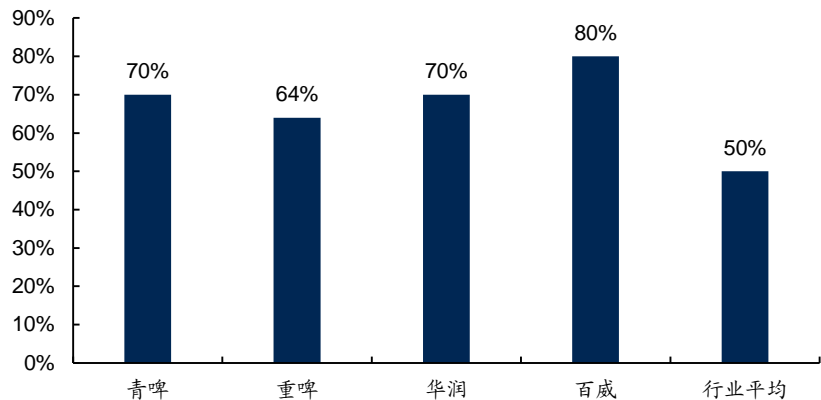
资料来源:公司调研, 国信证券经济研究所整理

关闭低效工厂，提升产能利用率。当前啤酒行业整体产能利用率低，国内龙头



产能利用率也仅能维持在 60-70%左右。关闭盈利能力低下的工厂，短期可以减少费用开支，提升利润；长期可以减少公司折旧，提升产能利用率，轻装上阵利润率加速回归。从企业厂能动态来看，外资关厂更坚决，而国企由于在扩张建厂时获得政府税收、土地等政策、资源优惠，实际关厂比建厂难度还大，处理关厂带来的遗留问题更是需要漫长周期。而几家龙头企业的关厂策略更坚决，除了前几年已基本完成产能调整的重庆啤酒外，从 2018 年报可以看到，华润啤酒持续推动优化产能布局，去除低效产能，2018 年内已停止营运 13 间啤酒厂，预计 2019 年还将进一步落实关厂策略。截至 2018 年年底，华润啤酒在国内共营运 78 间啤酒厂，年产能约 2100 万千升；青岛啤酒 2018 年加速关厂，关闭了上海、芜湖 2 家工厂，未来 5 年要关闭 10 家工厂。尽管关厂短期带来减值压力及员工遣散费用支出，但长期有望提升产能效率、减少无效支出，从而拉升利润率。

图 13: 啤酒行业产能利用率低，龙头产能利用率仅能维持在 60-70%



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

### 短期逻辑：进入淡季提价时点，成本趋稳，税率利好

**进入淡季，提价情绪走高。**前期三季报显示龙头企业产品结构升级持续加快较好弥补了量能阶段性短板，而近期进入销售淡季，从历史提价时点来看，企业在每年 11 月到来年 3 月的淡季之间提价的概率较高，2008 年及 2018 年两次行业性提价以及 2011-2012 年期间局部提价都选择此时点。选择淡季提价一方面通过淡季提价检测市场反应，为旺季销售策略调整做准备。而且整个涨价过程需要给经销商、终端及消费者逐步延伸。一般情况下，终端零售价会在 1-3 个月的时间做出调整，淡季提价也可为渠道预留充分观察反馈时间。

**提价从成本被动时点型转向求利主动常态化转变。**过去几次提价主要触发因素是包材或大麦等原材料成本上涨，如 2011 年的大麦价格上涨以及 2017 年底包装材料价格上涨。近期调研显示龙头企业对利润诉求强烈，淡季提价情绪持续发酵，并且考虑到 2020 年体育赛事大年（欧洲杯+奥运会），通过提前提价覆盖部分市场投入的可能性较大。看好产品升级+提价双轮驱动带动企业盈利持续攀升，行业逻辑持续证实。从历史提价的演进趋势来看，我们认为未来行业提价将呈现如下特征：1) 逐步从成本被动时点型转向求利主动常态化；2) 区域从优势大本营区域向其他地区辐射跟随；3) 提价产品从中低端为主向高端范围扩散。

**表 6: 2008 及 2018 集体提价情况**

	提价企业	提价区域	提价产品	提价涨幅
2018 年	燕京啤酒	北京	清爽	出厂价提升 30%(原 26 元左右, 上提 7.5 元); 终端价原 5 元, 上提 1 元
		浙江	460m 7°P 本生啤酒	终端进货结算价格顺涨 3 元/箱, 单瓶零售价格顺涨 1 元/瓶。
	华润雪花	浙江	雪花纯生、勇闯天涯、晶尊在内的 9 款产品, 产品规格均为 500ml	提价幅度 5%-15%
	青岛啤酒	部分强势区域	崂山、汉斯、易拉罐产品、中档经典、高档 330, 约占 60%	提价幅度 5-10%
2008 年	燕京啤酒	北京、沈阳	10°清爽、纯生系列	结构性提价和单品提价, 综合提价幅度在 9%-12% 左右, 低端产品提价 7%
	华润雪花	四川、上海、江苏	10°纯爽	零售价 1.5 元/瓶变成了 2 元/瓶
	青岛啤酒	北京、山东、华南	主品牌“青岛啤酒”、崂山	平均涨幅在 6%-8% 左右

资料来源:公司调研, 国信证券经济研究所整理

**表 7: 2008 vs 2018 两轮集体提价对比**

	提价时点	提价原因
2018 年	17 年末	① 成本驱动, 被迫提价: 纸箱、瓶子等价格较高幅度上涨、环保税开征
	18 年初	大型体育赛事汇聚 2018, 销售费用端承压
		② 消费升级主动提价
		③ 竞争格局转变, 企业发展以利润为导向
2008 年	07 年末	① 成本压力推动: 大麦价格上涨
	08 年初	② 奥运赛事带来赞助费、宣传费用提升。

资料来源:公司调研, 国信证券经济研究所整理

**表 8: 2011 年局部提价回顾**

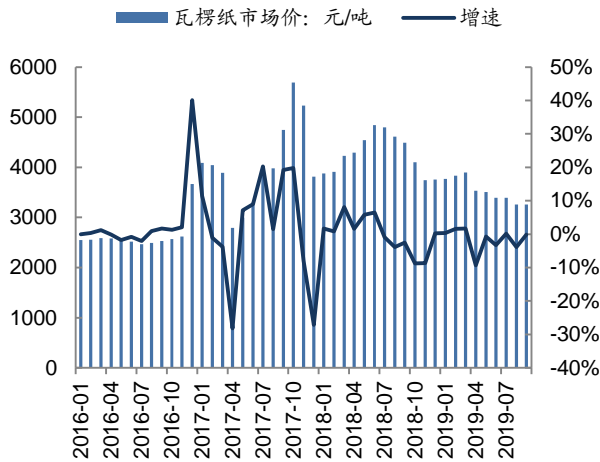
提价时间	提价企业	提价区域	提价产品	提价涨幅
2011 年初	燕京啤酒	全国	主品牌	10%
2011 年初	青岛啤酒	全国	主品牌	约 10%
2011 年底	华润雪花	吉林	500ml 瓶装啤酒	6.7%-16.7%
2011 年底-2012 年初	百威英博	上海	580ml 灌装啤酒 330ml 瓶装啤酒	10%左右
2014 年 1 月	燕京啤酒	全国	500ml 瓶装 10°鲜啤 500ml 瓶装 10°纯生	14% 10%

资料来源:公司调研, 国信证券经济研究所整理

**成本压力趋缓, 预计后续压力回落。**2019 年原材料价格走势分化, 大麦环比回落, 瓦楞纸、铝板材料价格基本保持平稳, 玻璃价格指数上升, 但龙头公司通过大宗采购提前锁价和替代性采购策略避免原材料的剧烈波动。从玻璃来看, 去年环保限产导致价格上涨基数高, 今年整体涨幅收窄, 预计玻璃近期再度大幅上涨可能性较小, 重啤作为区域啤酒企业有 85% 的高回瓶率, 有助于缓解未来玻璃价格压力。进口大麦价格经过去年大涨后今年自 3 月以来同比持续下降, 当前全球大麦产量回升, 后续价格有望进入周期下行趋势; 此外纸价持续回落约 20%, 铝价表现平稳波动较小, 整体看啤酒行业后续成本压力有望回落。

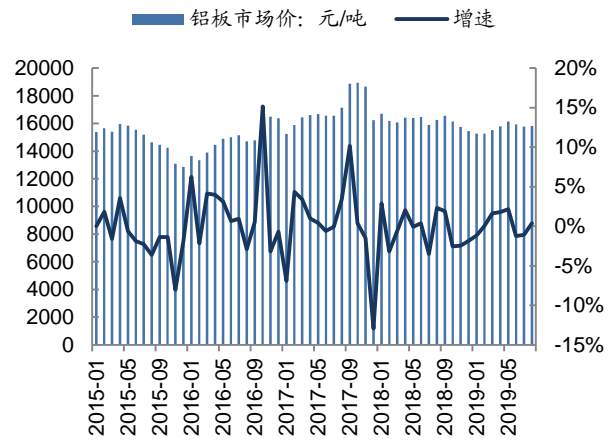


图 14: 瓦楞纸价格走势 (2016.01-2019.08)



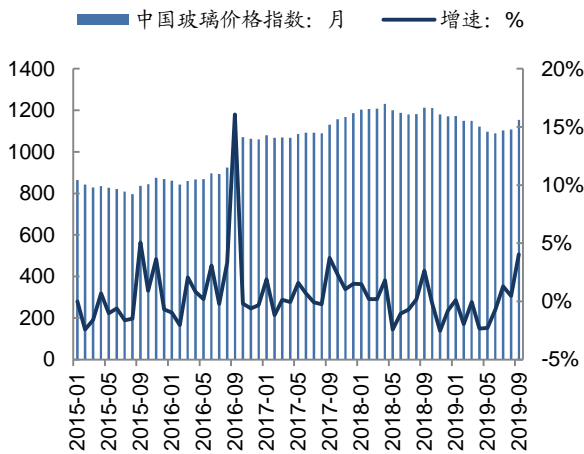
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 15: 铝板价格走势 (2015.01-2019.08)



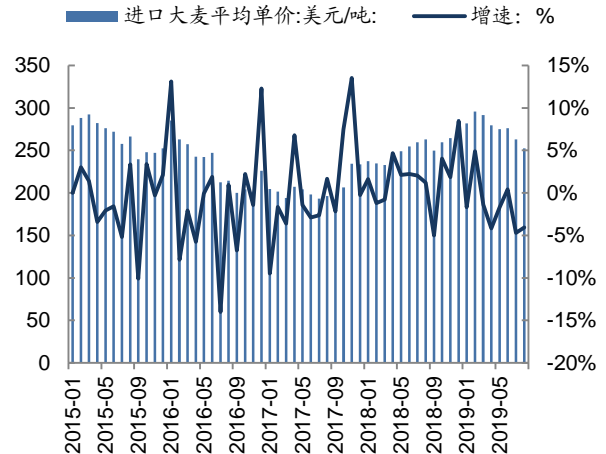
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 16: 玻璃指数走势 (2015.01-2019.08)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 17: 进口大麦均价走势 (2015.01-2019.08) (美元)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

**费用率: 转向利润诉求未来倾向品牌投入, 增值税率下降利好。**从费用率层面, 尽管在伴随提价措施引导渠道利润再分配的过程中, 以华为为代表的部分企业在部分区域也通过一定的促销让利手段引导经销商将提价传递到终端, 但随着调研显示提价已逐步落地且消费者普遍对当前提价接受度较高, 未来促销买赠等费用支出有望缩减。且龙头企业亦多次强调要将经营重心转向利润层面, 调研显示, 尤其在品牌偏强势地区降费获利已在进行。从 2019 前三季度来看, 青岛啤酒、华润啤酒、燕京啤酒、珠江啤酒销售费用率同比有小幅上升, 预计新品推广投入有所提升, 而百威、重庆啤酒则同比下降, 表现外资较强费用掌控力, 而管理费用率整体平稳略有下降。随着龙头对利润诉求增强, 行业竞争方式改变, 未来销售费用率存在回落空间。此外, 2019 年 4 月 1 日起制造业等行业增值税率将从 16% 降至 13%, 利好低利润率的啤酒行业, 对 2019 利润弹性释放较明显。

**表 9: 增值税自 16%调降至 13%的利润增厚影响**

A 股啤企 (财年)	教育费 附加	消费 税	教育费附 加税率	增值税	增值税节税影响(税费 附加比例 1.1)	利润总 额	利润总额增 厚空间	考虑所得税后 节税影响	净利 润	净利润增厚 空间
单位 百万元	A	B	C	$D=(A/C)-$ B	$E1=D*(3/16)*1.1$	F1	$G1=E1/F1$	$E2=E1*$ (1-25%)	F2	$G2=E2/F2$
青岛啤酒 (2018)	186	1734	5%	1980	408	2380	17.2%	306	1561	19.6%
燕京啤酒 (2017)	91	924	4%	1354	279	358	78.0%	209	161.3	129.8%
重庆啤酒 (2017)	22	189	3%	545	112	345	32.6%	84	326	25.8%
珠江啤酒 (2018)	30	295	3%	715	148	465	31.7%	111	379	29.2%

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

根据以上分析,我们认为啤酒行业短期进入淡季,根据历史经验以及企业的求利决心,潜在提价措施叠加成本趋稳下的业绩弹性有望显现。中长期视角看国内啤酒企业产品高端化升级以及产能提效优化的发展路径确定性强,对标海外市场和龙头企业发展经验,国内随着啤酒消费均价提升以及企业经营改良、区域竞争格局边际改善将引导利润率回升。

## 破而后立显成效,借力集团持续发展

在行业演变的浪潮下,重庆啤酒靓丽表现实属外资啤酒龙头与国内品牌及市场深度融合、协同发展、优势互补的教科书式操作。一方面,国内市场广袤的改善升级空间吸引了如百威、嘉士伯、喜力等国际龙头纷纷入驻,嘉士伯凭借多年的全球开拓经验以及丰富的优质产品储备,结合国内情况制定了稳健科学的发展策略,中国市场日渐成为其全球布局中最重要的增长点。另一方面,重庆啤酒作为嘉士伯唯一在 A 股上市的控股企业,是集团整合资源参与市场竞争的重要平台,在集团助力下历经多年大刀阔斧的改革调整,破而后立阵痛不再,形成了科学合理、符合时势、极具智慧的产能优化、品牌营销、区域发展策略,既推动重啤各项指标排名国内同业居前,也有望乘着资产整合及产品升级的东风,继续挖掘国内啤酒消费空间,长期持续地创造价值回报。

### 中国市场对嘉士伯富有战略意义

**经营业绩持续优化,高端品牌增长强劲。**嘉士伯是全球三大啤酒集团之一,2018 年业绩稳步提升,净营收 625 亿丹麦克朗(约合 92 亿美元),同比增长 3%;营业利润 93 亿丹麦克朗(约合 14 亿美元),同比增长 5.1%;净利润 53 亿丹麦克朗(约合 7.8 亿美元)。同比增长 9%。2018 年,嘉士伯核心啤酒销量占比 93%,利润占比 87%,核心品牌包括国际啤酒品牌(乐堡、嘉士伯)和本地强势品牌。其中,乐堡销量同比增长 10%,嘉士伯销量增长 5%;其他具有工艺特点的高端品牌增长强劲,1664 凯旋和格林堡公司分别增长了 49%和 14%;在西欧,无酒精啤酒销量同比增长 33%,同时扩张了无酒精啤酒生产线;在俄罗斯,Baltika 0 增长了 35%;在亚洲,国际品牌销量增长 14%,在印度和中国增势更猛。

图 18: 2018 年嘉士伯主要的销量及利润均来自核心品牌



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图 19: 具有工艺特点的高端品牌增长强劲



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

亚洲乃至中国市场增长靓丽, 成为集团增长核心引擎。嘉士伯 2018 年年报显示, 亚洲市场收入增长 13.3% (量增 8.5%, 价增 4%), 营业利润的增长最快达 15.8%, 其中中国市场收入增长 15% (量增 8%, 价增 7%)。这个趋势在 2019 年 Q3 延续, 嘉士伯 19Q3 增长 5.3% 至 185 亿丹麦克朗 (H1 营收增长 6.5% 至 329.9 亿丹麦克朗), Q3 亚洲市场同增 14.2% (量增 5.7%, 价增 8%, 前 9 个月收入增长 14.4%), 其中中国市场收入增长 20% (量增 6%, 价增 13%; H1 增长 19%, H1 量增 9%) 较 2018 年进一步提速。受益市场持续的高端化趋势, 高端产品组合增长了 8%, 欧睿数据表明, 2018 年嘉士伯在中国高端啤酒的市场份额已经达到 14%; 同时集团从西部扩张到东部城市发展取得了良好的进展, 预计 19H2 嘉士伯将继续大城市拓张战略, 进入更多的中国空白市场, 2019 年嘉士伯中国计划扩张 10 个城市目标预计一共覆盖 31 个城市。此外地方品牌受益天气及旅游业发展, 如乌苏、大理啤酒也实现两位数增长。

图 20: 嘉士伯 2018 年亚太地区营业利润增速领衔全球



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

中国地区强劲表现来源于集团历史深耕。嘉士伯于 1978 年正式在中国大陆开展业务。旗下多家啤酒厂主要分布于东部、南部以及中西部地区。嘉士伯在 100 多个国家拥有 140 多个核心啤酒品牌, 其中 20 多个在中国有售, 包括嘉士伯醇滑、嘉士伯特醇、乐堡、乐堡野、凯旋 1664、布鲁克林、格林堡、风花雪月、西夏、乌苏、新疆、拉萨、大理、天目湖、黄河、山城和重庆等, 此外还

有数个非啤酒品牌，如保斯达、怡乐仙地等。

**表 10: 嘉士伯中国发展历程**

时间	事件
1876 年	嘉士伯啤酒开始出口中国
1978 年	嘉士伯啤酒厂香港有限公司在香港成立
1995 年	收购惠州啤酒厂
2003 年	在云南收购 2 间啤酒厂
2004 年	在拉萨、兰州和新疆投资
2006 年	与农垦集团合资在宁夏建立新的啤酒厂
2012 年	推出乐堡
<b>2013 年</b>	<b>对重啤股份增持至 60%形成控股</b>
2015 年	完成对东部资产的收购
2016 年	乌苏啤酒唯一控股股东

资料来源:公司公告, 国信证券经济研究所整理

**因地制宜, 扬帆 22 推动持续发展。**中国一直是嘉士伯集团非常重要的市场之一, 嘉士伯在中国拥有 5 大业务单元(重啤股份、新疆、宁夏、云南及国际), 重啤在嘉士伯中国产能占比约 45%。在集团“扬帆 22”战略的指引下, 制定了因地制宜的战略政策, 深耕中国市场。(1) 品牌高端化以及产品组合战略: 通过多样化的品牌组合, 服务消费者的需求, 推动市场的发展, 增加业务范围。(2) 利用集团悠久传承和领先科研与创新实力, 积极构建精酿和特色啤酒业务, 巩固市场地位, 引领发展趋势, 并根据市场需求择机推出无醇啤酒以及饮料产品。(3) 在国内啤酒市场竞争激烈、瞬息万变的背景下, 与国内众多合资企业和业务伙伴共同努力, 致力提升啤酒的品质标准与倡导理性饮酒, 并持续通过节约水电、减少能耗、降低排放的模式提高生产能效, 履行可持续发展的责任。

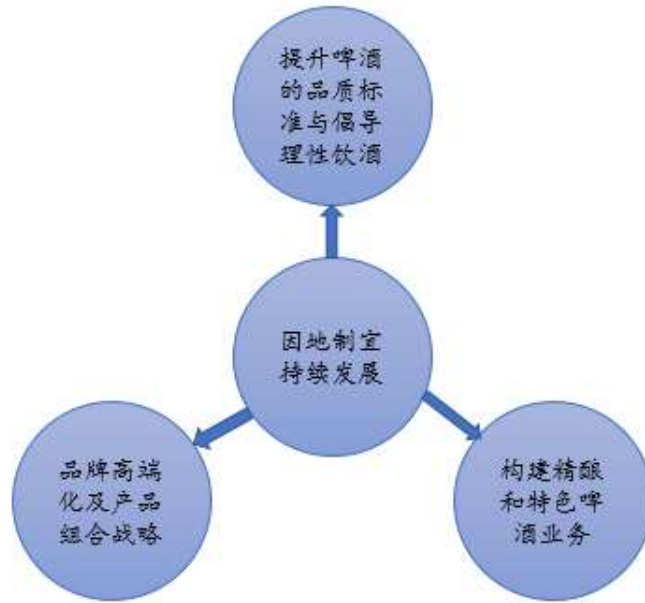
**表 11: 嘉士伯在中国业务单元**

业务单元	发展历程	主要酒厂/产能	主要产品
重啤股份	2013 年被嘉士伯收购, 全国十大啤酒公司之一。	共有 14 个生产基地, 分布于重庆、四川、湖南等地, 产能约 170 万千升	“重庆”、“山城”、“嘉士伯”、“乐堡”等
嘉士伯新疆	2015 年被嘉士伯收购, 目前新疆啤酒市占率 80%以上	5 家酒厂: 乌鲁木齐、乌苏、伊犁、库尔勒、阿克苏, 总产能近 50 万千升	“乐堡啤酒”、“红乌苏”、“绿乌苏”等
嘉士伯宁夏	2007 年入主西夏啤酒, 目前销量稳居区内榜首	2007-2013 年, 三次扩建, 产能达 30 万千升。	“K1664”、“乐堡”、“西夏 X”系列等
嘉士伯云南	2003 收购, 设有多家企业和销售处, 全面覆盖云南市场	大理酒厂(2016 年 2 月投产一期 50 万吨, 市占率达 50%; 预计 2025 年达到 100 万吨)、华狮酒厂(22 万吨)	“嘉士伯”、“乐堡”、“大理”、“风花雪月”
嘉士伯国际品牌	嘉士伯国际品牌分为嘉士伯国际品牌和嘉士伯国际品牌天目湖二大业务板块	天目湖酒厂(20 万千升)、天岛酒厂(20 万吨)、惠州酒厂(10 万吨)	“K1664”系列、“格林堡”系列、“嘉士伯”系列、“天目湖”等

资料来源:公司公告, 国信证券经济研究所整理



图 21: 嘉士伯中国发展策略



资料来源:公司公告, 国信证券经济研究所整理

关厂优化产能提效, 聚焦区域开拓

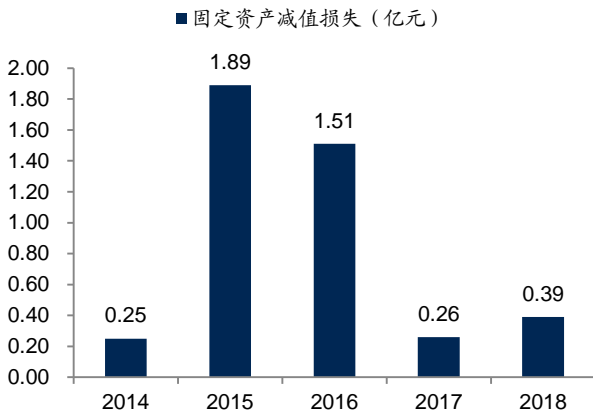
积极关厂提效, 盈利效率全面提升。在嘉士伯最初入主重啤时, 恰逢行业销量下滑, 公司产能效率及生产运营不善, 嘉士伯及时将其在生产销售、供应链系统、财务管理、人力资源等方面的成熟先进经验输送到重庆啤酒, 2014 年开始先后关闭 4 个、卖掉 4 个工厂, 在 2018 年湖南工厂产能合并后再关掉 1 个, 目前总共 14 个工厂。虽然关厂短期压制带来固定资产减值和相关费用支出压制利润 (2015-2016 固定资产减值分别达 1.9/1.5 亿元) 但提升产能利用率, 减少无效资本开支, 收缩到自身强势的区域更利于提升经营效率, 优化业绩表现, 公司净利率从 2014 年-1%提升至 2018 年的 12%, 净资产收益率从 6%提升至 35%, 破而后立率先走出行业困境。未来公司虽然短期无进一步关厂的计划, 但基于嘉士伯集团供应链团队对于产能运营相关评价指标判断, 公司产能优化仍空间。

表 12: 陆续关厂, 优化产能

已关停/转让酒厂	所在地区	关厂/转让时间
重庆嘉酿啤酒有限公司綦江啤酒分公司	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
湖南重庆啤酒国人有限责任公司常德酒厂	湖南	2018 年 12 月

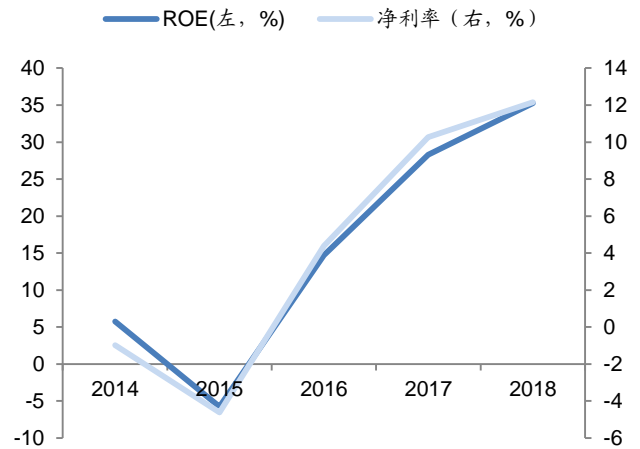
资料来源:公司公告, 国信证券经济研究所整理

图 22: 公司 2014-2016 关厂带来固定资产减值提升



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

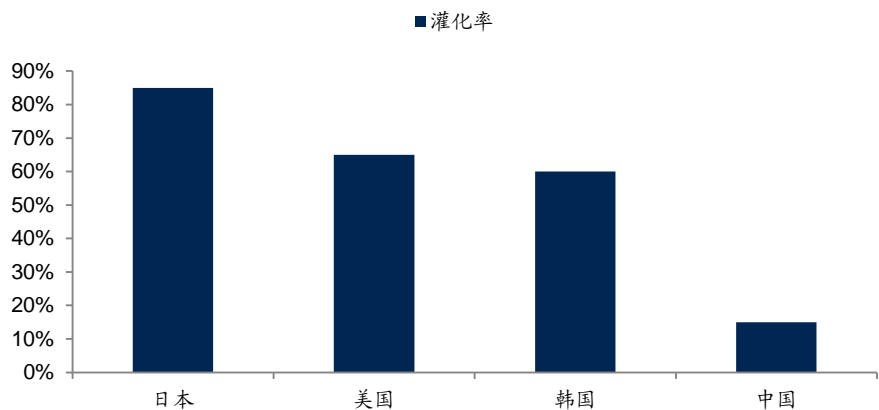
图 23: 公司盈利能力及质量改善



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

公司积极布局罐装产能，提升罐化率。拉罐装便于运输降低成本、密封包装性好、利于现代渠道拓展、市场销售增速快，公司拉罐品类销量逆势快速增长，过去 3 年的拉罐销售增长平均超过 18%，占比已经提升至 10%且每年还以 2-3pcts 向上提升。公司现有的拉罐生产线位于重庆和湖南两个区域，共有设计产能约 12 万千升，2019 年已经达到饱和，预计在 2020 年起将面临产能缺口。因此，公司计划于 2020 年在宜宾公司投资 2.1 元新建一条年产能为 15 万千升的拉罐生产线，罐化率提升既匹配实际增长需求，也有利于平衡玻璃瓶成本压力。当前我国啤酒易拉罐化率不足 20%，与国外市场差距明显，仍有提升空间。

图 24: 国内罐化率与海外差距明显

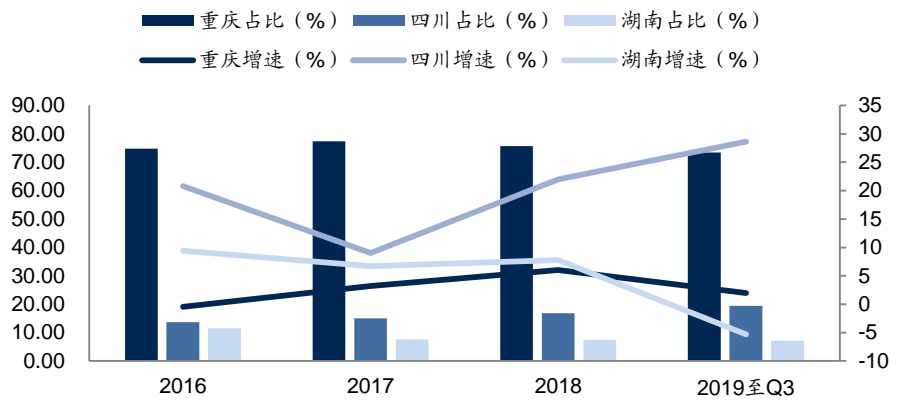


资料来源: 公司调研, 国信证券经济研究所整理

聚焦渝川湘地区，扎实发展区域市场。公司品牌强势集中渝川湘。重庆销量占比超 70%，是公司的最主要市场，以产量计算，公司产品占比超八成，是该地区的绝对龙头，深受当地消费者喜爱。四川是啤酒消费大省，本地缺乏知名度高的品牌，是各大啤酒厂商争夺市场的主战场，目前公司市场份额仅 10%，是公司扩展市场的主要方向。湖南占比 4%-8%，主要在靠近西部地方销售，销量增速较为稳定。2019 年前三季度重庆、四川、湖南地区分别实现收入 21.8 /5.8/2.1 亿元，同比增长 2%/29%/-5%，分别占总收入的 74%/19%/7%。四川地区

收入快速增长中既来自大城市计划下的深耕拓展，亦有委托加工增量贡献。

图 25: 分地区看公司啤酒销量

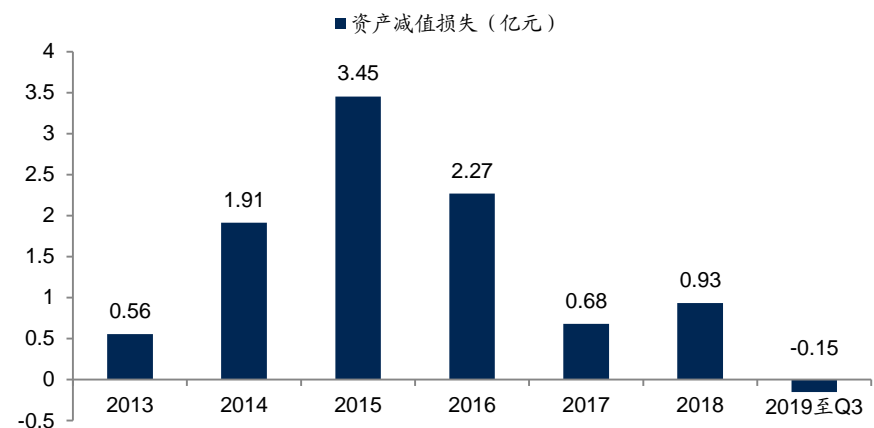


资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

### 产品大刀阔斧替代升级, 吨价盈利持续提升

**缩减 SKU 降本增效, 替代山城彰显决心。**从品牌运作历程看, 嘉士伯控股前公司包含 200+sku、60+品牌, 给供应链成本、采购成本造成巨大压力, 嘉士伯控股重啤后 2013 年底制定勇者之路计划, 包含瓶型削减计划 (即将 200 多个瓶型削减到 4 个瓶型), 单瓶型采购量增大后将增强与供应商采购议价力, 供应商成本降低, 从自身管理上也能节约提效, 另外 2014 年 10 月重新包装重庆品牌, 通过淡季对山城进行大刀阔斧的替换成效显著。随后又逐年引入国际品牌拉动公司增长。勇者之路策略富含发展智慧, 也代表了企业的决心, 瓶型优化导致包装物等存货减值费用, 山城系列的替代带来商标减值: 截止 2018 年底公司已计提的闲置包装物跌价准备余额为 1.78 亿元, 随着前述关厂及瓶型调整实施完毕, 预计未来减值将逐步回落平稳, 业绩增长将更稳健。

图 26: 资产减值损失逐步回稳



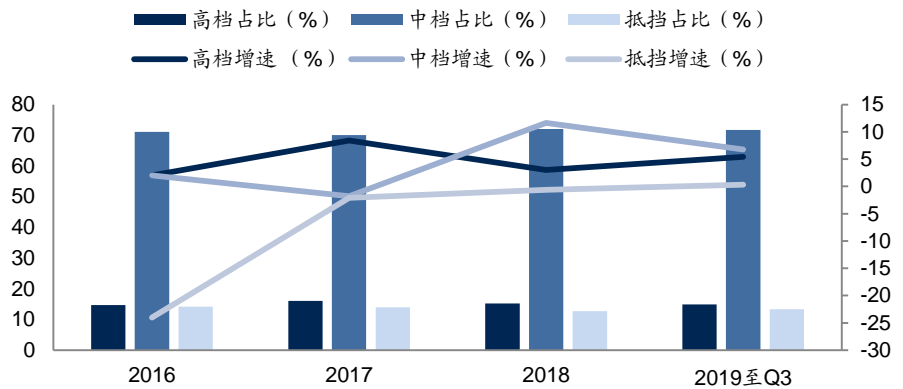
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

**重庆及乐堡品牌增长成为拉动业绩关键, 新品层出组合日益高端化。**分品牌情况分析, 2014 年后重庆品牌快速替代山城品牌, 山城体量占比从 2015 年的 27% 已下降至 13%, 重庆品牌则提升至 52%; 乐堡引入后获得稳定的双位数增长, 占比从 14% 提升至 24%, 体量快速扩张; 嘉士伯作为高端啤酒占比也略有提升。重庆及乐堡品牌增长成为拉动业绩关键。分档次来看, 公司高档酒 (嘉士伯系



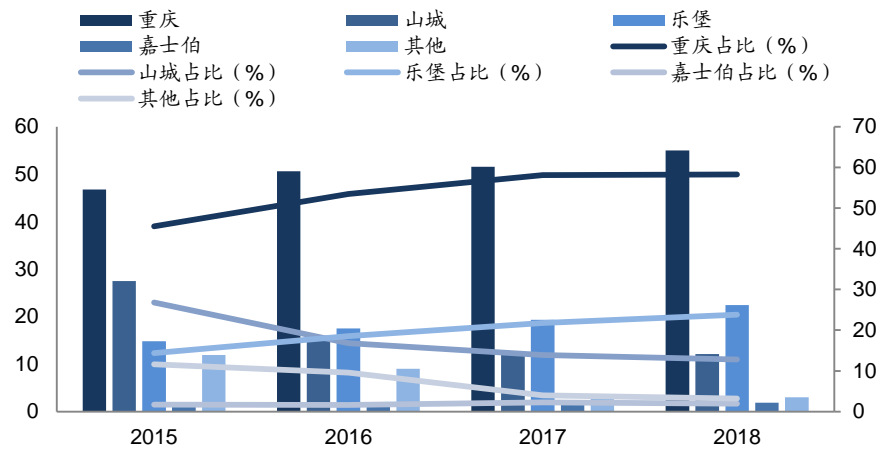
列、乐堡纯生、重庆纯生）维持体量占比稳定约 15%，随着高端新品推出有望持续提升，中档酒（乐堡及重庆国宾系列）占比约 72%，2018 年增速超过高档酒达 12%；低档酒（重庆 33、山城系列（不含山城 1958））占比逐年下降，山城被重庆品牌替代后销量回落。2019 年前三季度，高、中、低档产品分别实现收入增长 5.4%、6.8%和 0.3%，2019Q3 高端产品增速达 15%较 H1 明显加快，上市新品“醇国宾”市场接受度高助力本地品牌结构升级，而重庆纯生、特醇嘉士伯销售表现良好，中高端组合持续拉升公司产品价格体系。

图 27：分档次啤酒销售变化



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

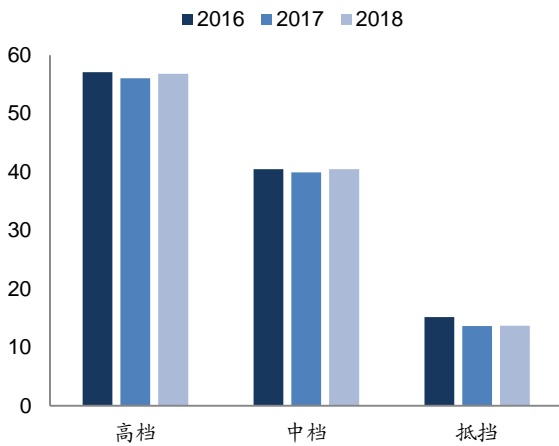
图 28：分品牌啤酒销售变化（万千升）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

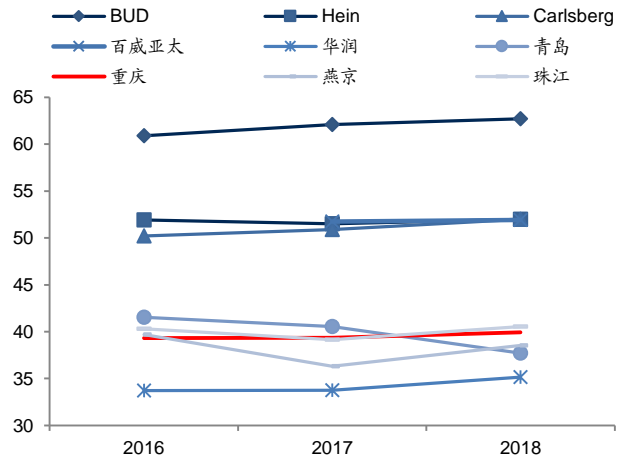
**吨价攀升，横向对比毛利率仍有提升空间。**随着中高档啤酒的引入，公司吨酒价格不断提升，过去 5 年增速领衔行业（2013-2018 年青岛啤酒/燕京啤酒/重庆啤酒/华润啤酒 5 年 CAGR 分别为 1.3%/3.7%/5.4%/5.1%）当前毛利率已达 40%，横向比较位于国内行业高位。但与全球啤酒巨头如百威嘉士伯喜力相比仍有超过 10pcts 较大差距，行业龙头百威英博毛利率超过 60%，喜力和嘉士伯毛利率都达到 50%，而百威亚太的毛利率亦有 52%。从吨价来看，重啤 19H1 吨价 3706 元较同期嘉士伯吨价 5076 元仍有 37% 的差距。我们认为未来重啤随着产品结构持续升级和中高档新品在市场推广渗透，同时凭借渝川湘基地及周边较强势的龙头地位适时提价，产品价格带有望持续攀升，正如当下的从山城向重庆、从重庆国宾向醇麦国宾升级的路径，吨价及毛利率仍有广阔的提升空间。

图 29: 中高档啤酒拉升毛利率



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图 30: 公司毛利率比外资仍有差距



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

### 智慧治理, 团队精良, 营销有术

**引入先进管理体系, 领导层经验丰富。**成为嘉士伯成员后, 嘉士伯委任的公司管理层富有战略眼光及治理智慧, 将国际先进的管理运营经验传递到公司。目前公司 6 名董事中有 5 位均来自嘉士伯, 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及中国担任要职, 运营管理经验丰富。

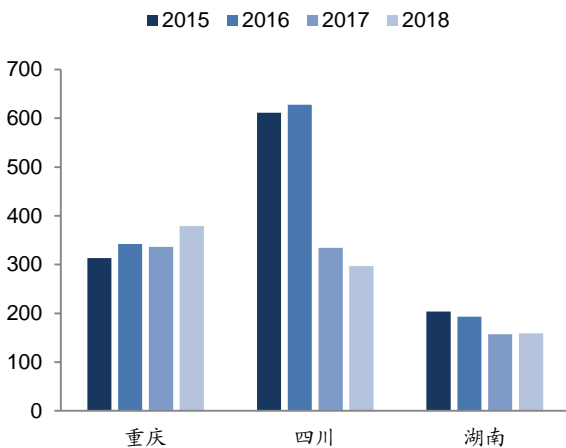
表 13: 引入先进管理人才

姓名	职位	任职起始日期	基本个人情况
Roland Arthur Lawrence	董事长	2019. 01	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., Gorkha Brewery (P) Ltd 公司董事。2008 年至 2011 年担任沃尔玛(中国)高级副总裁和首席财务官。2008 年之前任 Coles Group 集团财务部总经理和 Coles Supermarkets 财务部总经理。拥有澳大利亚注册执业会计师 (FCPA) 资格, 拥有墨尔本大学企业学硕士学位, 澳大利亚迪肯大学商业研究生文凭, 新加坡国立大学教育学研究生文凭和荣誉文学学士学位。
Lee Chee Kong	董事	2019. 01	马来西亚国籍, 47 岁。现任嘉士伯中国董事总经理。之前, 曾担任希丁安亚洲区总裁并兼任中国区董事总经理。更早前, 曾担任亨氏中国董事总经理职位, 和在高露洁棕榄中国及亚太地区长时间从事管理工作。毕业于马来西亚北方大学工商管理专业。
Chin Wee Hua	董事	2017. 02	48 岁, 马来西亚国籍。现任嘉士伯中国财务副总裁。2001 年至 2008 年任阿尔斯通电力亚太(马来西亚)有限公司财务总监。2009-2014 年任武汉锅炉股份有限公司财务总监。2015-2016 年任通电能互联业务亚洲财务总监。毕业于澳洲西澳大学, 商业学位, 注册于澳洲会计师公会的会计师。另外毕业于英国莱切斯特大学, 工商管理硕士。
连德坚	董事	2017. 04	52 岁, 现任嘉士伯中国重庆啤酒业务单元总经理。2002 年 7 月加入嘉士伯中国, 在高级管理岗位上历任数职。2014 年至 2017 年, 担任嘉士伯中国云南业务单元总经理。在加入嘉士伯之前, 在英资太古集团饮料事业部工作多年。毕业于香港大学工程系。
吕彦东	董事	2016. 05	43 岁, 现任嘉士伯中国区生产运营副总裁。历任嘉士伯公司惠州供应链总监, 本公司副总经理。更早前, 曾先后在哈尔滨电机股份有限公司、广州宝洁公司和百事饮料有限公司担任技术及管理工作。拥有哈尔滨工业大学机械电子工程硕士学位。
陈松	董事	2016. 05	46 岁, 现任本公司总经理。1999 年至 2014 年历任宝洁(中国)口腔事业部财务分析经理, 亨氏(中国)投资有限公司事业部财务总监、集团首席财务执行官和董事, 科蒂(中国)投资有限公司首席财务执行官和彩妆事业部总经理。拥有中山大学管理学院财务与投资方向博士学位、财务与投资方向硕士学位和华南理工大学机械设计与制造学士学位, 同时也是中国注册会计师和美国注册内部审计师。

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

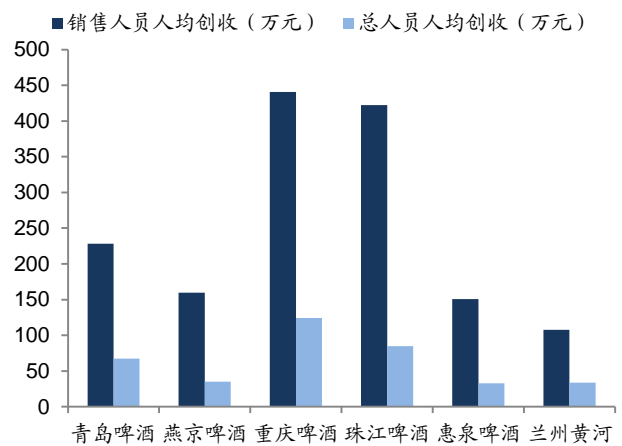
**渠道布局优化,销售团队精良,人均创收领先。**公司目前产品销售采用以经销商代理为主、直销为辅的销售模式,截止 2019 年上半年末共有经销商 829 家。2015 年以来,公司对川渝渠道网络进行优化,提升大本营重庆地区经销商数量和渗透效果,在除餐饮外的商超、夜场及其他现代渠道进行布局,拓展新增长点;四川布局更加聚焦重点城市、经销商更追求运作能力和质量,数量大幅缩减,湖南经销商数量亦略有下降,整体经销商团队执行力更强。而公司内部销售团队亦重视效率提升,公司 2018 年销售员/全员人均创收 441 万/124 万元,远超同业平均水平,效率超青啤近一倍,超燕啤约两倍,我们预计公司将持续通过组织架构梳理,流程简化,绩效管理,提高人均劳动产出。

图 31: 公司三地经销商数量分布



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 32: 公司销售人员人均产出及全员人均产出均超同业



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

**稳定投入+针对性营销,品牌形象深入人心。**公司每年广告及市场投入在 1.5-2 亿左右,宣传营销注重品牌针对性,譬如乐堡主打音乐场景,嘉士伯主打体育赛事,精酿定位小聚酒吧文化。根据每个市场选择对应策略,未来在女性消费市场及无醇啤酒等新兴领域也计划进行营销创新,时刻关注年轻化群体的创新性营销机会。同时,公司的营销深植本地文化,利用流行元素营销,例如举办融合本地文化又火爆潮流的啤酒节(长寿菩提古镇第五届乐堡啤酒节、合川音乐啤酒美食节、乐堡野快闪吧等),清爽夏日尽情畅饮的理念深入人心;将具有本土美景或者流行元素勇于包装(60 周年纪念罐、“大美永州”为主题的新包装等),让本地消费者倍感亲戚,提升品牌知名度和影响力。

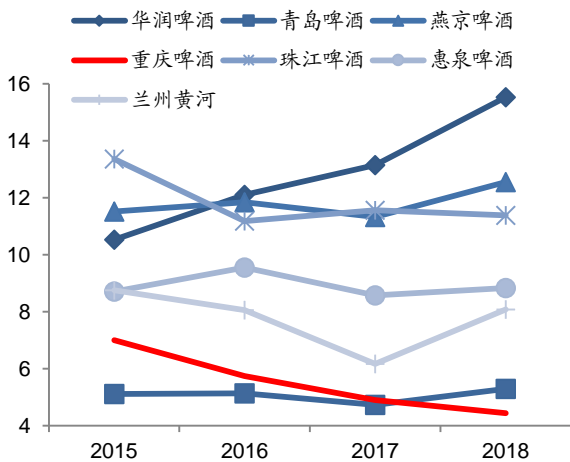
图 33: 营销有方,品牌形象深入人心



资料来源:公司官网、国信证券经济研究所整理

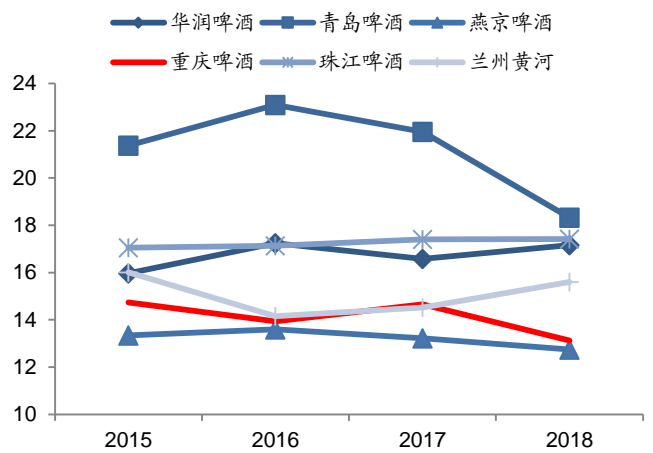
**黄金三角控费增利，经营效率仍有提升空间。**在聚焦重点市场战略引导下，公司的品牌资源投放更有效率，公司内部评价指标构建黄金三角：息税前利润、市场份额、运费后毛利率，近年现金流指标考核也愈发重视。在黄金三角指标指引下，公司积极管控费用投入，提高团队运作效率，管理销售效率明显提升：管理费用率近年来持续下降，处于行业低位，主因折旧费用减少、员工薪酬随着去产能有所下降，预计未来在规模效应下还有望维持低位；销售费用率近年来较稳定，亦处于行业偏低水平，其中公司聚焦区域发展，资源投入更具针对性，并且清理低端产品后市场低效投入下降，预计未来仍有回落空间。综合影响下，公司 EBITDA Margin 达到 19% 处于国内品牌领先地位，但横向对比百威全球（40%）、百威亚太（29%）、嘉士伯（22%）、喜力（29%）仍有不小差距。

图 34: 公司管理费用率持续下降 (%)



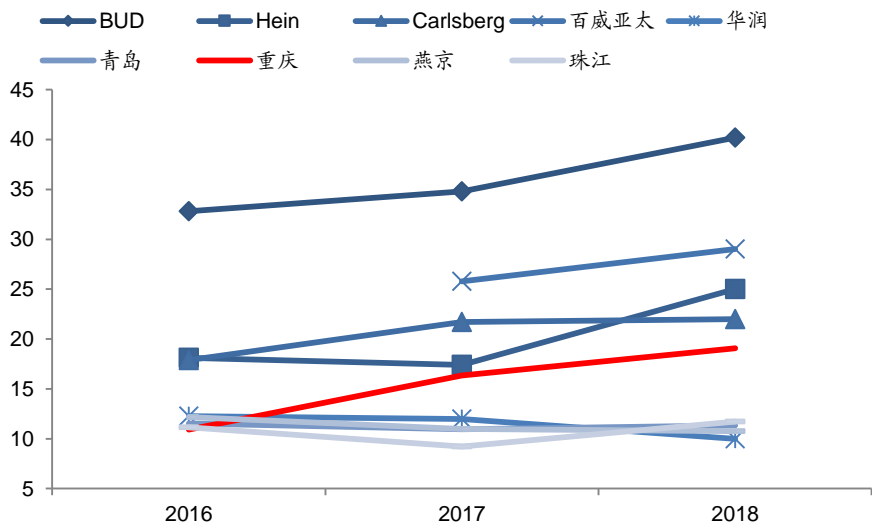
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 35: 公司销售费用率



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 36: 公司 EBITDA Margin 仍有提升空间



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

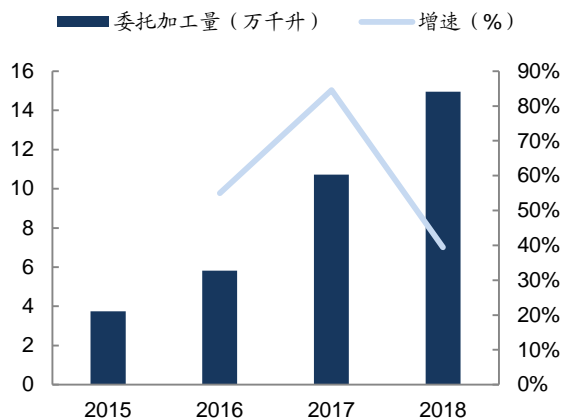
**委托关联业务提升产能效率，关注资产注入东风**

委托加工业务有效利用产能，有助于摊薄成本节省费用。自 2011 年起，重庆啤酒公司与嘉士伯开展了一系列关联业务，包括提供和接受劳务、委托品牌管



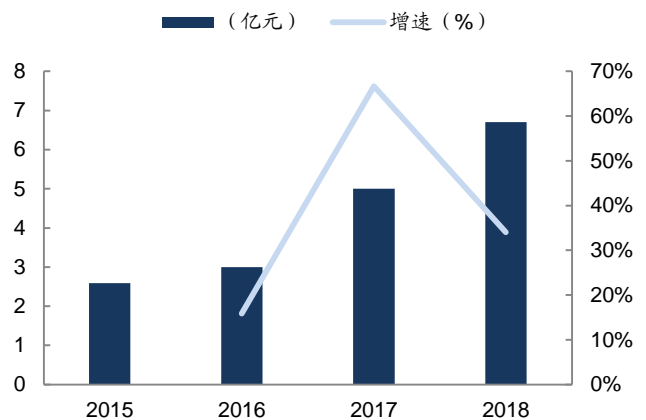
理、关联许可、签订包销协议等，重啤代为生产嘉士伯、乐堡和凯旋 1664 白啤酒等多款品牌啤酒，委托加工对价按照加工生产服务成本(包括生产成本、销售税金及附加、财务费用、搬运费等)加合理利润约 11% 计算。与嘉士伯的关联交易使得多余产能得到释放，摊薄了成本，有助于提升了利润率。今年来，随着公司与嘉士伯合作日益深入以及区域市场消费需求提升，交易规模仍将扩大。

图 37: 委托加工量逐年递增



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图 38: 委托加工额逐年递增



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

表 14: 公司历年受嘉士伯(广东)公司委托提供和接受劳务的关联交易情况

受托方	受托业务	起始日期	终止日期	2018 加工量 (万千升)	同比增长
股份公司	生产嘉士伯和乐堡品牌啤酒	2011 年	2017.12		
股份公司	生产凯旋 1664 白啤酒	2014 年	2017.12		
湖南重庆啤酒国人有限责任公司	生产乐堡品牌啤酒	2014 年	2017.12		
重庆啤酒集团成都勃克有限公司	生产乐堡品牌啤酒	2015 年	2018.12		
股份公司	生产嘉士伯、乐堡和凯旋 1664	2018.1	2020.12	9.0	42%
湖南重庆啤酒国人有限责任公司	生产嘉士伯、乐堡和凯旋 1664	2018.1	2020.12	1.2	9.6%
重庆啤酒集团成都勃克有限公司	生产嘉士伯、乐堡和凯旋 1664	2018.1	2020.12	3.9	18.4%
重庆啤酒宜宾有限责任公司	生产嘉士伯、乐堡和凯旋 1664	2018.1	2020.12	0.9	新增

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

获乌苏啤酒授权, 有利于丰富产品组合提高产能效率。在重啤成为嘉士伯成员之后, 嘉士伯在商标使用权、广告宣传费等方面助力公司提升利润水平、产品知名度和产品整体竞争力, 是公司开拓市场, 持续发展的有力保障。今年 9 月新疆乌苏啤酒拟将其所有的“乌苏啤酒”商标授权许可重啤使用, 双方将签订《商标使用许可协议》。就乌苏品牌产品而言, 重啤每年支付产品净销售收入的 3% 作使用许可费。许可期自 2020 年 1 月 1 日起至 2023 年 2 月 28 日, 公司获得生产和销售“乌苏啤酒”等品牌啤酒的许可, 有助于丰富公司产品组合同时, 也有利于提高公司产能利用率, 降低固定运营成本, 提高管理生产效率, 增强市场竞争力及盈利能力。

**表 15: 公司 2019 上半年其他关联交易情况**

交易方	关联交易	计价方式	关联费用或收入 (万元)
嘉士伯 (中国) 啤酒工贸有限公司	委托管理国际品牌相关业务	当年度的实际净营业收入的 0.3%	2018H1: 17.33
			2019H1: 21.07
嘉士伯酿酒有限公司	嘉士伯、乐堡等商标使用许可协议	嘉士伯费率: 5% 乐堡费率: 4% 凯旋 1664 费率: 6% 怡乐仙地费率: 5%	2018H1: 840.34
			2019H1: 855.78
嘉士伯重庆管理公司	山城、重庆商标使用许可协议	毛利 $\geq$ 10%费率: 2% 10% $>$ 毛利 $\geq$ 5%费率: 1.5% 毛利 $<$ 5%费率: 1%	2018H1: 52.99
			2019H1: 85.49
嘉士伯(广东)	乐堡品牌电视广告宣传协议	乐堡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	2018H1: 1083
			2019H1: 1474

资料来源:公司公告、国信证券经济研究所整理

**资产注入已近窗口期，静待整合东风。**2013 年要约收购时，嘉士伯承诺在要约收购完成后的 4-7 年的时间内解决同业竞争问题，也即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，当前已临近 2020 年底的七年期时间窗口。前文我们已梳理了嘉士伯集团在华啤酒资产情况，大部分资产位于中西部地区，具有 5 大业务单元，囊括了如新疆乌苏、云南大理风花雪月、宁夏西夏、天目湖等区域啤酒品牌，重啤在嘉士伯中国产能占比约 45%，若资产注入顺利推进，我们认为将有利于上市公司整合资源、协同作战，扩容发挥规模效应优势，借助嘉士伯中国各区域市场的运作经验和优势品牌渠道资源，在更广、更长维度上实现持续性发展，充分挖掘国内啤酒消费空间，不断创造价值回报。

## 盈利预测

**收入端:** 公司受益本地强势品牌+国际高端品牌持续升级，以及重庆、四川、湖南等地深耕扩张及代工量提升，啤酒销售收入预计 19-21 年销售增长 6%/7%/8%，其中新品拉动结构升级及直接提价致价增贡献为主约 5%-6%，销量维持平稳小幅提升。其中，新品“醇国宾”市场接受度高助力本地品牌结构升级，而重庆纯生、特醇嘉士伯销售表现良好，中高档产品有望领衔增长，预计高档酒 19-21 年增长 6%-7%，中档酒增长 7%-9%，低档酒销售逐年小幅回落。

**成本及毛利率:** 2019 年原材料价格走势分化，玻璃价格指数上升，去年环保限产导致价格上涨基数高，今年整体涨幅收窄，预计玻璃瓶近期再度大幅上涨可能性较小，公司高回瓶率能降低新瓶价格波动压力；进口大麦 3 月以来增速回落，后续价格有望进入周期下行趋势；纸价持续回落约 20%，铝价表现平稳波动较小，整体看啤酒行业后续成本压力有望回落。而考虑结构升级及淡季提价的可能，我们预计 2019-2021 年毛利率每年同比提升约 0.5-0.7pct。

**费用率:** 规模效应、代工提升产能利用率将摊薄费用，公司供应链升级计划持续推升经营效率，预计公司 19-21 年销售费用率分别为 13.0%/12.8%/12.5%，管理费用率分别为 4.4%/4.3%/4.2%。

综合以上判断，同时考虑由于 19Q3 公司不再为退休人员缴纳大额医保费，并对受益计划中大额医保的计划变动确认为过去服务成本，带来营业外收入 1.7

亿元，预计公司 2019-2021 年营业收入为 36.04/38.52/41.57 亿元，同比增长 4.0%/6.9%/7.9%，实现归母净利润 6.24/5.72/6.60 亿元，同比增长 54.4%/8.3%/15.4%。

## 投资建议

在国内啤酒行业优化升级的浪潮下，我们认为重庆啤酒是外资啤酒龙头与国内品牌及市场深度融合、协同发展、优势互补的典范。一方面，国内市场广袤的改善升级空间吸引了嘉士伯多年悉心开拓，制定了稳健科学的发展策略使中国市场已成为其全球布局中最重要的增长引擎。另一方面，重庆啤酒作为嘉士伯唯一在 A 股上市的控股企业，是集团整合资源参与市场竞争的重要平台，在集团助力下历经多年大刀阔斧的改革调整，破而后立，形成了科学合理、符合时势、极具智慧的产能优化、品牌营销、区域发展策略，推动重啤各项指标（吨价价格、毛利率、费效比、净利率、净资产收益率）领先国内同业，而且展望未来，重啤仍将持续进行产品结构升级、区域聚焦深耕，各项指标距离国际龙头仍有追赶空间，明年进入资产注入承诺期窗口，整合东风若实际推进将助力上市公司整合资源发挥规模优势，挖掘各区域市场的啤酒消费空间，长期持续创造价值回报。因 19Q3 医保计划变动确认较大非经常性损益，上调 2019-2021EPS 为 1.29/1.18/1.36 元（原预测为 1.01/1.18/1.35 元），对应 40/43/37 倍 PE，综合绝对估值法及相对估值法结论，公司一年期目标估值为 56.6-59.0 元（原目标估值为 49.6-53.1 元），维持“买入”评级。

表 16: 公司盈利预测

	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	3,467	3,604	3,852	4,157
(+/-%)	9.2%	4.0%	6.9%	7.9%
净利润(百万元)	404	624	572	660
(+/-%)	22.6%	54.4%	-8.3%	15.4%
摊薄每股收益(元)	0.83	1.29	1.18	1.36
EBITMargin	14.3%	14.5%	15.6%	16.8%
净资产收益率(ROE)	35.3%	51.7%	45.2%	49.6%
市盈率(PE)	61.1	39.6	43.2	37.4
EV/EBITDA	35.8	35.9	31.7	27.9
市净率(PB)	19.03	18.04	17.23	16.37

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所预测并整理

## 风险提示

### 产品升级放缓

若经济出现大幅波动，消费需求下降，消费者对于中高端啤酒需求增速可能放缓，影响公司产品结构升级、吨价提升速度。

### 资产整合不及预期

若嘉士伯超过时间窗口未顺利兑现承诺，或在整合形式上与预期存在较明显差异，可能导致公司整合扩容、协同发展进度放缓。

### 区域竞争风险

部分全国性大型啤酒企业和新兴小众啤酒品牌可能加大在公司市场区域的渗透和扩张，市场竞争将更加激烈。若四川、湖南等区域出现其他强势品牌大力促销，抢占中高端市场，有可能导致公司区域拓展脚步放缓。



### 成本波动风险

成本方面，原料、包材、能源、人力等经营成本若继续处于上升周期，公司面临的成本压力将持续加大。

### 渠道开拓风险

在公司市场区域内，零售业正在发生从单店到连锁的经营模式转变，公司在非现饮渠道的利润空间有可能被压缩。

### 估值风险

本文综合采用了绝对估值法及相对估值法对公司进行估值，通过与可比公司比较 PE 测算公司估值区间。由于啤酒行业历史估值偏高，若未来行业核心的逻辑演绎不及预期，或直接提价等预期落空，可能面临行业性估值下调的风险。

## 附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2018	2019E	2020E	2021E		2018	2019E	2020E	2021E
现金及现金等价物	967	1113	1266	1452	营业收入	3467	3604	3852	4157
应收款项	80	79	84	91	营业成本	2083	2143	2265	2421
存货净额	337	377	397	423	营业税金及附加	280	288	300	312
其他流动资产	103	108	116	125	销售费用	455	476	501	532
<b>流动资产合计</b>	<b>1486</b>	<b>1677</b>	<b>1864</b>	<b>2092</b>	管理费用	154	176	184	193
固定资产	1251	1206	1173	1130	财务费用	18	(14)	(18)	(22)
无形资产及其他	254	245	236	226	投资收益	72	72	72	72
投资性房地产	121	121	121	121	资产减值及公允价值变动	(93)	(60)	(40)	(40)
长期股权投资	186	186	186	186	其他收入	25	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>3298</b>	<b>3435</b>	<b>3578</b>	<b>3754</b>	营业利润	480	547	652	754
短期借款及交易性金融负债	243	200	200	200	营业外净收支	2	170	5	5
应付款项	425	440	464	494	<b>利润总额</b>	<b>482</b>	<b>717</b>	<b>657</b>	<b>759</b>
其他流动负债	1071	1174	1237	1316	所得税费用	61	93	85	99
<b>流动负债合计</b>	<b>1739</b>	<b>1814</b>	<b>1900</b>	<b>2010</b>	少数股东损益	17	0	0	0
长期借款及应付债券	0	0	0	0	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>404</b>	<b>624</b>	<b>572</b>	<b>660</b>
其他长期负债	396	396	396	396					
<b>长期负债合计</b>	<b>396</b>	<b>396</b>	<b>396</b>	<b>396</b>	现金流量表 (百万元)				
<b>负债合计</b>	<b>2136</b>	<b>2210</b>	<b>2297</b>	<b>2407</b>	净利润	404	624	572	660
少数股东权益	17	17	17	17	资产减值准备	25	(3)	(4)	(4)
股东权益	1145	1207	1265	1331	折旧摊销	174	148	158	167
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>3298</b>	<b>3435</b>	<b>3578</b>	<b>3754</b>	公允价值变动损失	93	60	40	40
					财务费用	18	(14)	(18)	(22)
					营运资本变动	(40)	70	50	64
					其它	(25)	3	4	4
					<b>经营活动现金流</b>	<b>632</b>	<b>901</b>	<b>819</b>	<b>931</b>
					资本开支	9	(151)	(151)	(151)
					其它投资现金流	0	0	0	0
					<b>投资活动现金流</b>	<b>(45)</b>	<b>(151)</b>	<b>(151)</b>	<b>(151)</b>
					权益性融资	0	0	0	0
					负债净变化	0	0	0	0
					支付股利、利息	(400)	(561)	(515)	(594)
					其它融资现金流	492	(43)	0	0
					<b>融资活动现金流</b>	<b>(308)</b>	<b>(604)</b>	<b>(515)</b>	<b>(594)</b>
					<b>现金净变动</b>	<b>278</b>	<b>146</b>	<b>153</b>	<b>186</b>
					货币资金的期初余额	689	967	1113	1266
					货币资金的期末余额	967	1113	1266	1452
					企业自由现金流	575	520	581	689
					权益自由现金流	1067	489	596	708

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所预测

关键财务与估值指标				
	2018	2019E	2020E	2021E
每股收益	0.83	1.29	1.18	1.36
每股红利	0.83	1.16	1.06	1.23
每股净资产	2.37	2.49	2.61	2.75
ROIC	36%	38%	49%	64%
ROE	35%	52%	45%	50%
毛利率	40%	41%	41%	42%
EBIT Margin	14%	14%	16%	17%
EBITDA Margin	19%	19%	20%	21%
收入增长	9%	4%	7%	8%
净利润增长率	23%	54%	-8%	15%
资产负债率	65%	65%	65%	65%
息率	1.8%	2.6%	2.4%	2.7%
P/E	61.1	39.6	43.2	37.4
P/B	19.0	18.0	17.2	16.4
EV/EBITDA	35.8	35.9	31.7	27.9

### 国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数±10%之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±10%之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

### 分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

### 风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

### 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

---

## 国信证券经济研究所

.....

### 深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层  
邮编：518001 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼  
邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层  
邮编：100032