

**投资评级**    **买入**    **维持**
**股票数据**

6 个月内目标价 (元)	28.00
11 月 01 日收盘价 (元)	21.49
52 周股价波动 (元)	16.55-25.52
总股本/流通 A 股 (百万股)	484/484
总市值/流通市值 (百万元)	10401/10401

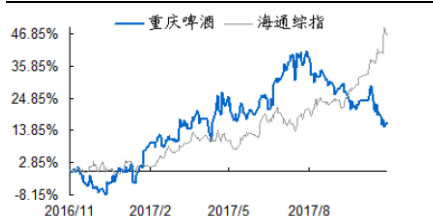
**相关研究**

《行业已现好转, 升级持续注入可期》

2017.04.28

《稳如磐石, 可致千里之远》2017.04.14

《行业迎来四大利好, 嘉士伯中国 CEO 执掌重啤》2017.03.05

**市场表现**


沪深 300 对比	1M	2M	3M
绝对涨幅 (%)	-5.1	-8.9	-15.1
相对涨幅 (%)	-9.6	-13.4	-22.8

资料来源: 海通证券研究所

分析师: 闻宏伟

Tel: (010)58067941

Email: whw9587@htsec.com

证书: S0850514030001

分析师: 成珊

Tel: (021)23212207

Email: cs9703@htsec.com

证书: S0850516080006

联系人: 唐宇

Tel: (021)23219389

Email: ty11049@htsec.com

# 18 年有望恢复量价齐升趋势

**投资要点:**

- **事件:** 2017 年前三季度公司实现营业收入 26.87 亿元, 同比减少 0.06%; 归属于上市公司股东的净利润 3.16 亿元, 增长 19.91%; 扣非后归母净利润 3.03 亿元, 增长 22.73%; EPS0.65 元。
- **结构升级带动均价上涨近 10%。**前三季度公司实现啤酒销量为 75.64 万千升, 比上年同期 80.59 万千升减少了 6% (扣除关停酒厂因素的影响, 销量同比增长 2%), 均价上升 6.32%, 考虑到委托加工产品均价涨幅较小, 公司自营产品均价涨幅预计接近 10%。前三季度高档啤酒营业收入 3.76 亿元, 同比增长 6.96%; 中档收入 18.62 亿元, 增长 3.01%; 低档收入 3.82 亿元, 减少 17.67%。高、中、低档产品收入占比为 14: 71: 15, 较去年同期增加 1、2 和 -3 个百分点。
- **毛利率受委托加工拖累, 资产减值大幅下降。**前三季度公司毛利率 40.48%, 同比减少 0.48 个百分点, 主要是委托加工产品激增拖累 (中报显示加工量同比增长约 93%); 净利率 12.68%, 增加 2.41 个百分点; 三项费用率 19.91%, 减少 0.43pct。其中销售费用率 14.63%, 同比增加 0.45pct; 管理费用率 4.65%, 减少 0.73pct; 财务费用率 0.63%, 减少 0.15pct。前三季度计提资产减值损失 3,651 万元, 单三季度仅 720 万元, 主要是计提存货及固定资产减值。若四季度无关厂计划, 预计全年计提资产减值总额低于 5,000 万元, 而 2016 年高达 2.27 亿元, 18 年有望进一步减少。
- **18 年开始有望恢复量价齐升趋势。**今年公司进军四川省德阳、达州、乐山和成都 4 个重点城市, 希望通过努力提高重点地区市场份额。对比三季报各区域收入情况可见, 前三季度四川地区收入同比增长 9.37%, 增速较突出。二是中、高端产品的增量抵消低端产品的下滑, 今年低端产品大幅下滑后明年占比和降幅将明显减小。价格增长来自: 一是产品结构优化, 中、高端占比上升。二是推出升级新品, 公司在现饮市场上市“特醇嘉士伯”和“乐堡野”两款国际品牌高档啤酒, 在非现饮市场上市“特醇嘉士伯”和“重庆纯生”两款听装啤酒。
- **改善盈利和加大分红已是主要经营目标。**公司现有管理层的基本薪酬在行业中已处于领先水平。公司高级管理人员的薪酬由基本薪酬和绩效薪酬两部分构成, 基本薪酬占高管人员年薪总额的 80%, 绩效薪酬占高管人员年薪总额的 20%。而公司绩效薪酬具体权重指标包括公司息税前利润、公司扣除运费

**主要财务数据及预测**

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	3323.75	3195.92	3223.15	3547.36	3828.74
(+/-)YoY(%)	4.90%	-3.85%	0.85%	10.06%	7.93%
净利润(百万元)	-65.68	180.99	327.36	386.73	462.78
(+/-)YoY(%)	-189.44%	375.57%	80.87%	18.13%	19.67%
全面摊薄 EPS(元)	-0.14	0.37	0.68	0.80	0.96
毛利率(%)	36.92%	39.31%	38.03%	37.73%	37.94%
净资产收益率(%)	-5.71%	14.65%	25.73%	28.26%	30.03%

资料来源: 公司年报 (2015-2016), 海通证券研究所

备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

后毛利、公司经营性运营资本和个人指标（权重分别为 40%，20%，20%，20%）。公司良好的薪酬激励制度将公司、股东的利益和管理层绑定在一起。2016 年公司每股派息 0.8 元，股息率接近 4%，预计今年仍将保持较高分红水平。提高盈利和加大分红也是母公司嘉士伯自 2015 年开始在年报中明确提出的经营目标。

- **嘉士伯在华资产早整合早受益，否则同业竞争矛盾难解。**嘉士伯在 2013 年 10 月收购重庆啤酒时曾做出避免潜在同业竞争的承诺：将在 2013 年起 4 至 7 年并争取在更短时间内，按照符合国际惯例的合理估值水平，将其与重庆啤酒存在潜在竞争的国内啤酒资产和业务注入重庆啤酒。中国啤酒消费升级方兴未艾，进口啤酒等高价产品销量最近 5 年复合增长率超过 50%，而国产啤酒因品牌局限、体制束缚等原因仍在转型。嘉士伯作为全球知名品牌，整合国内啤酒资源，发力中档以上市场正逢其时，否则在地域、渠道、品牌等方面的同业竞争问题难以避免。我们观察到嘉士伯已经出售了处理了啤酒花（现更名同济堂）大部分股权，并转让持有的拉萨啤酒股权（西藏发展控股），乐观预计 2018 年有望启动资产注入事宜。
- **盈利预测与投资建议。**我们预计公司第四季度资产减值和营业外支出同比将显著下降，盈利有望转正，2017-2019 年 EPS0.68/0.80/0.96 元。可比公司 2018 年平均 PE47.67 倍，暂未考虑资产注入因素，结合考虑公司基本面，上期估值，考虑到目前接近 2017 年末，给予公司 2018 年 35 倍 PE，目标价 28.00 元，维持“买入”评级。
- **风险提示。**关厂产生资产减值，四川市场开拓不力，啤酒消费继续下滑。

表 1 可比公司估值

代码	公司名称	股价(元) 截至 11 月 1 日	市值 (亿元)	EPS (元)			PE (倍)		
				2017E	2018E	2019E	2017E	2018E	2019E
000729.SZ	燕京啤酒	6.29	177.29	0.18	0.22	0.27	35.04	28.95	23.15
002461.SZ	珠江啤酒	12.29	136.01	0.13	0.16	0.20	104.50	82.00	62.50
600600.SH	青岛啤酒	34.13	417.89	0.96	1.06	1.30	35.46	32.05	26.30
可比公司平均				0.42	0.48	0.59	58.33	47.67	37.32

资料来源：Wind，海通证券研究所

备注：股价与市值截止日为 11 月 1 日，估值来自 Wind 一致预测、海通预测

# 信息披露

## 分析师声明

闻宏伟 食品饮料行业  
成珊 食品饮料行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

## 分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司：伊力特,珠江控股,广弘控股,贵州茅台,千禾味业,盐津铺子,桂发祥,洋河股份,龙大肉食,会稽山,中国粮油控股,双汇发展,光明乳业,伊利股份,中炬高新,珠江啤酒,酒鬼酒,安琪酵母,迎驾贡酒,古越龙山,金枫酒业,水井坊,海天味业,今世缘,绝味食品,西王食品,双塔食品,云图控股,保龄宝,金禾实业

## 投资评级说明

类别	评级	说明
股票投资评级	买入	个股相对大盘涨幅在 15%以上;
	增持	个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间;
	中性	个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间;
	减持	个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间;
	卖出	个股相对大盘涨幅低于-15%。
行业投资评级	增持	行业整体回报高于市场整体水平 5%以上;
	中性	行业整体回报介于市场整体水平 - 5%与 5%之间;
	减持	行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

## 法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，海通证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。