

## 华润啤酒 (00291.HK) 深度研究

# 注重利润高质量增长

2018 年 09 月 21 日

### 【投资要点】

- ◆ **啤酒行业存量博弈伴随集中度提升，高端化是发展方向。**国内啤酒行业已进入量稳价增的成熟阶段，行业内头部企业已经基本完成兼并整合地方品牌，形成寡头竞争格局，CR5 集中度达到 77.2% 并仍在扩大。目前行业竞争已经从跑马圈地追求销量和市场份额，转向加快产品组合高端化并提升盈利能力。当前具备全国产能布局、占据渠道优势的龙头企业高端化路径将更为顺畅。
- ◆ **华润啤酒优势明显，未来注重利润高质量增长。**公司运作国内市占率最高的雪花啤酒，具备产能布局、渠道、资本、管理等优势。未来经营思路转变为注重高质的利润增长：1) 加强高端产品线建设，与喜力强强联合打开想象空间；2) 转变营销推广方式，更加年轻和精准化；3) 持续产能优化，改善运营效率；4) 打造高执行力组织，深耕基地市场，突破洼地市场。

### 【投资建议】

- ◆ 高端化进程加速、产能优化持续将提升公司的毛利率水平，调整 2018/19/20 年归母净利润 -7.1%/3.7%/9.0% 至 18.74/27.41/34.33 亿元，YoY59.5%/46.3%/25.3%，预测期 EPS 分别为 0.58/0.84/1.06 元。
- ◆ 首次覆盖，上调至“买入”评级，目标价 38.8 港币。

#### 盈利预测

项目\年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入 (百万元)	29732.00	33014.48	37389.61	40013.65
增长率 (%)	3.62%	11.04%	13.25%	7.02%
EBITDA (百万元)	3636.00	4334.47	5532.68	6445.13
归母净利润 (百万元)	1175.00	1873.68	2740.78	3433.04
增长率 (%)	86.80%	59.46%	46.28%	25.26%
EPS (元/股)	0.36	0.58	0.84	1.06
市盈率 (P/E)	57.67	48.05	32.85	26.23
市净率 (P/B)	4.89	4.61	4.25	3.87
EV/EBITDA	23.83	19.99	15.66	13.45

资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

### 【风险提示】

- ◆ 行业竞争加剧，上游原材料、包材成本波动，喜力啤酒在国内销售推广不及预期。

**东方财富证券**  
Eastmoney Securities

挖掘价值 投资成长

### 买入 (上调)

目标价: 38.8 港元

#### 东方财富证券研究所

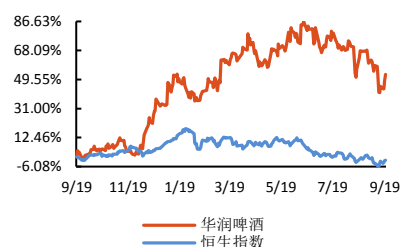
证券分析师: 陈博

证书编号: S1160517120001

联系人: 沈旸

电话: 021-23586480

#### 相对指数表现



#### 基本数据

总市值 (百万港元)	103489.24
流通市值 (百万港元)	103489.24
52 周最高/最低 (港元)	39.90/20.50
52 周最高/最低 (PE)	107.54/49.87
52 周最高/最低 (PB)	6.86/3.13
52 周涨幅 (%)	52.88
52 周换手率 (%)	52.33

#### 相关研究

- 《吨酒价提升超预期，高质增长进行时》  
2018.08.20
- 《与喜力战略合作，高端矩阵再添重将》  
2018.08.06
- 《高端化进程加速，未来注重高质增长》  
2018.03.27

## 正文目录

1. 啤酒龙头，市场份额仍在提升 .....	4
1.1. 雪花啤酒：国内市场份额最大的单一品牌啤酒 .....	4
1.2. 华润啤酒的过去：跑马圈地构筑渠道壁垒 .....	4
1.3. 股权结构：华润系央企，喜力新入局 .....	6
2. 啤酒行业：寡占型传统行业焕发新生机 .....	7
2.1. 存量竞争 .....	7
2.2. 竞争格局企稳 .....	7
2.3. 供给侧改革，产能优化 .....	8
2.4. 行业未来：“渠道为王”转向“高端+创新+个性” .....	9
2.4.1 注重利润，减少渠道促销费 .....	9
2.4.2 产品高端化，提升吨酒价 .....	10
2.4.3 探索创新、个性新型啤酒 .....	11
3. 未来注重高质利润增长 .....	12
3.1. 产品线：高端化加速 .....	12
3.2. 品牌推广：年轻化&精准化 .....	14
3.3. 产能优化：打造可持续性健康组织 .....	15
3.4. 执行策略：深耕基地市场，加强洼地市场 .....	16
4. 财务分析 .....	18
5. 盈利预测 .....	19
6. 估值及投资建议 .....	21
6.1. 绝对估值 .....	21
6.2. 相对估值 .....	21
6.3. 投资建议 .....	22
7. 风险提示 .....	22

## 图表目录

图表 1：2005-2014 年国产品牌销量份额占比 .....	4
图表 2：华润啤酒全国产能布局 .....	6
图表 3：华润啤酒的股权结构 .....	6
图表 4：国内啤酒产量(万千升) .....	7
图表 5：我国啤酒整体市场规模(亿美元) .....	7
图表 6：国内啤酒行业竞争格局变化 .....	8
图表 7：我国各省市啤酒份额情况 .....	8
图表 8：我国啤酒企业单位数、税前利润率 .....	9
图表 9：主要啤酒企业产能利用率（2017） .....	9
图表 10：主要啤酒企业 EBITDA 利润率比较 .....	9
图表 11：主要啤酒企业促销费占收入比下滑 .....	9
图表 12：国际和国内啤酒品牌吨酒价对比 .....	10
图表 13：百威英博全球旗舰啤酒品牌的增速 .....	10
图表 14：百威英博亚太地区销售增长 .....	10
图表 15：2009-2016 年美国精酿啤酒产量(百万桶) .....	11
图表 16：2011-2016 年美国精酿啤酒销量占比 .....	11
图表 17：华润啤酒中高档酒销量占比提升 .....	12
图表 18：华润啤酒 2017 年销量结构 .....	12
图表 19：雪花啤酒主要产品情况(2018 年 7 月 25 日采集啤酒节价格数据) .....	12
图表 20：喜力啤酒、华润啤酒产品群 .....	14

图表 21: super X 总冠名明日之子第二季 .....	14
图表 22: super X 代言人王嘉尔 .....	14
图表 23: 雪花啤酒概念系列 .....	15
图表 24: 毛不易作为雪花概念新品体验官 .....	15
图表 25: 公司近 3 年关厂及费用情况 .....	15
图表 26: 资产减值损失占税前利润比重 .....	15
图表 27: 不同类型市场划分 .....	16
图表 28: 公司区域划分及工厂分布 .....	16
图表 29: 不同地区营收对比 .....	17
图表 30: 不同地区 EBIT 利润率水平 (不计已确认减值亏损) .....	17
图表 31: 公司营收增速放缓 .....	18
图表 32: 公司盈利能力及费用率变化 .....	18
图表 33: 华润啤酒经调整 EBITDA margin 企稳回升 .....	18
图表 34: 营收及毛利率预测关键假设 .....	19
图表 35: 盈利预测关键数据 .....	20
图表 36: DCF 估值核心假设及结果 .....	21
图表 37: PE Band .....	21
图表 38: 可比公司估值 .....	22
图表 39: 利润表 (百万元) .....	23

## 1. 啤酒龙头，市场份额仍在提升

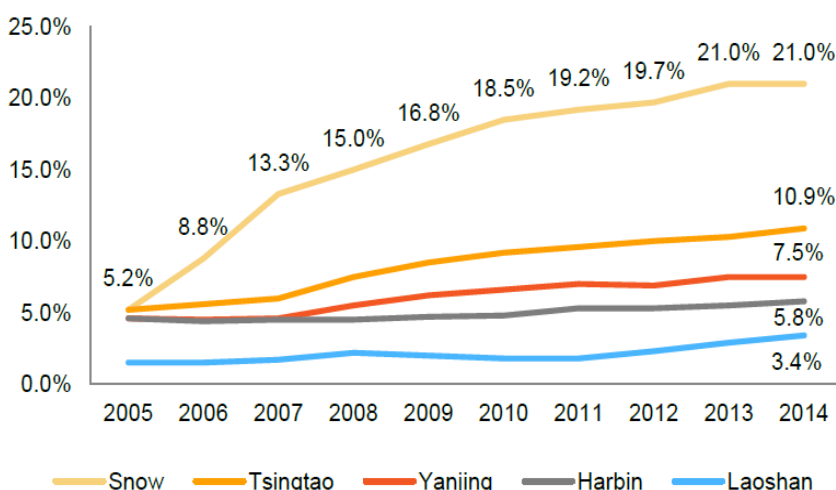
华润啤酒1994年成立，与全球第二大啤酒厂商SAB Miller合资在中国发展啤酒业务。公司啤酒的总销量自2006年起连续多年位居中国市场第一，旗舰品牌“雪花 Snow”亦自2008年起成为全球销量最高的啤酒品牌。

### 1.1. 雪花啤酒：国内市场份额最大的单一品牌啤酒

**雪花品牌市场份额第一。**2017年华润啤酒销量达到1183万千升，主品牌“雪花 Snow”占总销量的90%。华润啤酒后期收购的地方性啤酒品牌大多并入雪花，集中精力、资源投入雪花单一品牌。而青岛啤酒旗下有青岛、崂山、奥古特、鸿运当头等多个品牌。在中国前5大单一啤酒品牌销量中，“雪花”遥遥领先，接近第二名“青岛”的两倍。自2005-2014年，雪花啤酒单一品牌的销量份额从5.2%上升至21%，迅速占领市场。

图表 1：2005-2014 年国产品牌销量份额占比

Volume share of top 5 beer brands in China



资料来源：华润啤酒，Euromonitor，东方财富证券研究所

### 1.2. 华润啤酒的过去：跑马圈地构筑渠道壁垒

行业固有的“销售半径”决定了异地扩张成为提升集中度的必然选择，通过收购当地啤酒品牌，华润啤酒可以获得优质的生产设施和经销渠道，快速打开市场，构筑渠道壁垒。华润啤酒是国内啤酒行业30年发展历程中的一匹黑马，兼具资本、管理运营优势，一举将雪花打造成全国性品牌。从东三省开始，逐步向四川、贵州、安徽、湖北、浙江、江苏、天津、河北、内蒙古、福建、湖南、广东渗透。期间历经国际啤酒巨头进入中国的合资潮，以及“水土不服”之后的退出潮，已经具有规模优势的华润啤酒成为受益者。

#### 第一阶段：依靠资本优势进军啤酒行业(1994-2001)

1994年，华润集团与沈阳雪花啤酒的合资，是国内啤酒行业结构性变化的标志，开启第一轮合资并购潮。

1996年，沈阳华润雪花啤酒有限公司举行股份转让签字仪式，华润啤酒(中国)有限公司占有沈阳华润雪花啤酒有限公司的最大股份。

1997-1999年，绵阳、吉林、大连、天津、鞍山等地的华润啤酒分公司成立并扩建产能。

2001年，SAB Miller 以6.1亿元人民币入股华润啤酒，拥有30.38%的股权。这一年也标志着外资啤酒对本土啤酒企业的第二轮并购潮。同年，四川华润蓝剑啤酒有限责任公司成立。

### 第二阶段：走出东北，打造全国性“雪花”品牌(2002-2014)

2002年4月，SAB Miller 增资华润啤酒1亿美元。

2004年，华润啤酒和浙江钱啤集团进行股份转让合资经营。与安徽龙津集团合资，拿下其在舒城和六安的两间啤酒厂。全资收购西藏昌都雪源啤酒厂，同浙江西冷啤酒共同投资组建华润西冷（杭州）啤酒有限公司。同年，华润雪花啤酒（中国）公司以1.54万美元收购澳洲“狮王啤酒”在苏州、无锡和常州的3家啤酒厂。

2006年，收购福建泉州清源啤酒、浙江银燕啤酒及安徽淮北相王啤酒。同年，收购山西月山啤酒及内蒙古蒙原酒业与啤酒业务有关的资产。

2007年，华润雪花收购四川华润蓝剑14家啤酒厂股权，同时持有四川蓝剑集团（贵州）瀑布啤酒有限公司股权及“蓝剑”商标。同年，收购安徽圣力酿酒、蒙古巴特罕酒业以及湖南岳阳啤酒厂。

2008年，雪花啤酒2008年单品销量达到610万千升，成为全球销量第一的啤酒品牌。公司在全国范围内统一推出全新的以“中国元素”为主的雪花啤酒品牌新标识，将雪花打造成全国性品牌。

2009年，收购安徽省天柱啤酒、辽宁省松林啤酒两家啤酒厂。同年收购山东琥珀啤酒厂与啤酒业务有关的资产。

2010年，以2.68亿人民币受让杭州西湖啤酒朝日（股份）有限公司45%股权及“西湖”等16件注册商标。

2011年，收购河南奥克啤酒、江苏三泰啤酒、上海东海啤酒、河南商丘蓝牌啤酒，以及清河墨尼啤酒80.1%股权、阜新梅雪啤酒85%的股权。同年，收购喜力亚太持有江苏大富豪啤酒有限公司49%股权及上海亚太啤酒有限公司100%股权，收购的总金额约为人民币8.70亿元，并且以2.7亿元收购杭州西湖啤酒朝日（股份）有限公司55%股权。

2013年，收购金威啤酒，打开广东地区啤酒市场。

### 第三阶段：产能优化+产品高端化战略(2014-至今)

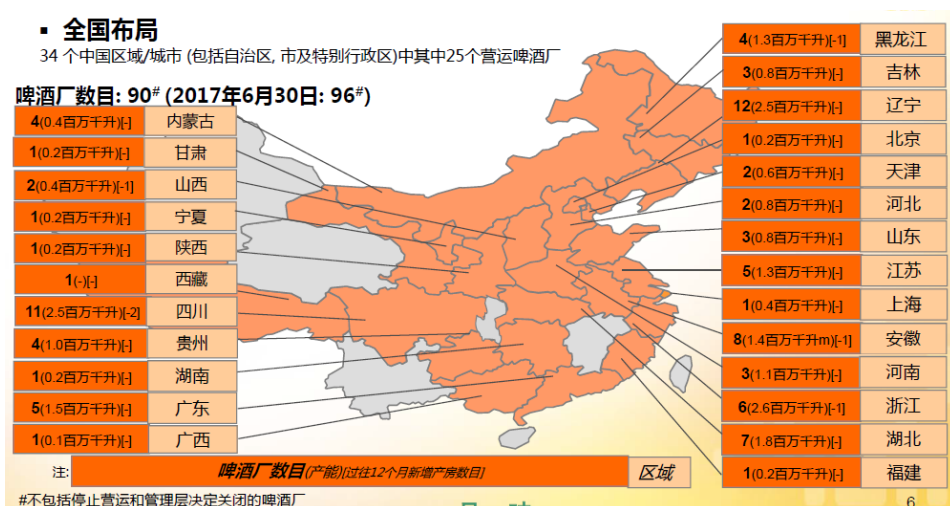
2016年，华润啤酒以16亿美元自SAB Miller购回49%的股权，100%控股华润雪花啤酒。

2017年，推出雪花概念系列，通过升级罐装啤酒的包装和品质，配合时尚前卫的营销，吸引消费者。

2018年8月，与Heineken集团达成长期战略合作，高端化决心坚定。合作形式包括：(1) 华润啤酒将获得在独占地域内使用Heineken品牌的独占许可；(2) 华润啤酒可以使用Heineken集团持有的其他国际高端品牌；(3) 华润啤酒可以借助Heineken集团在高端啤酒领域的全球分销网络以支持和加快公司雪花品牌和其他中国品牌的国际成长并使其成为首选中国啤酒品牌。



图表 2: 华润啤酒全国产能布局



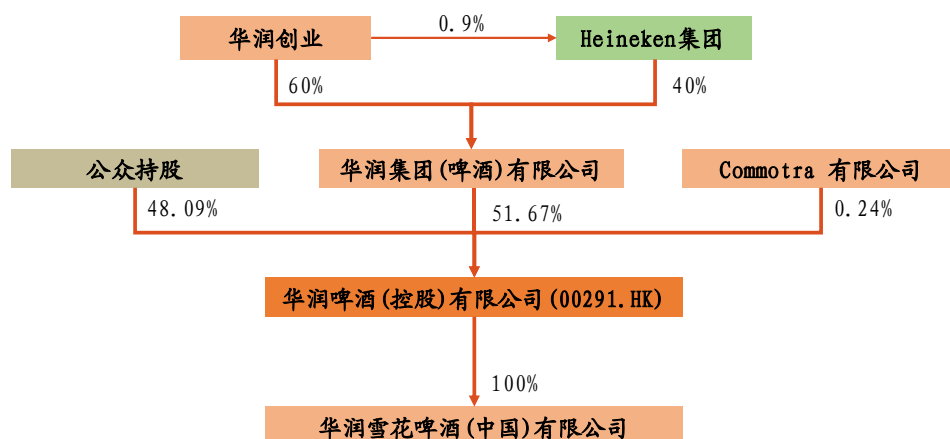
资料来源: 华润啤酒, 东方财富证券研究所

### 1. 3. 股权结构: 华润系央企, 喜力新入局

公司第一大股东为华润集团, 实际控制人为国资委。截至2017年12月31日, 华润集团持股51.67%, 公众持股48.09%。公司实际经营主体为华润雪花啤酒(中国)有限公司。2016年公司以16亿美元收购SAB Miller 持有的华润雪花49%股权, 从而拥有华润雪花啤酒的完整股权。

2018年, 喜力集团已确定入股, 成为第二大股东。公司发布公告称与喜力达成长期战略合作的主要条款清单, Heineken集团以243.5亿港币的现金购买华润集团(啤酒)有限公司已发行股本40%的新股份; 同时, 华润创业(CRE)以约4.6亿欧元现金对价购买520万Heineken N.V. 的库存股(约0.9%股权)。

图表 3: 华润啤酒的股权结构



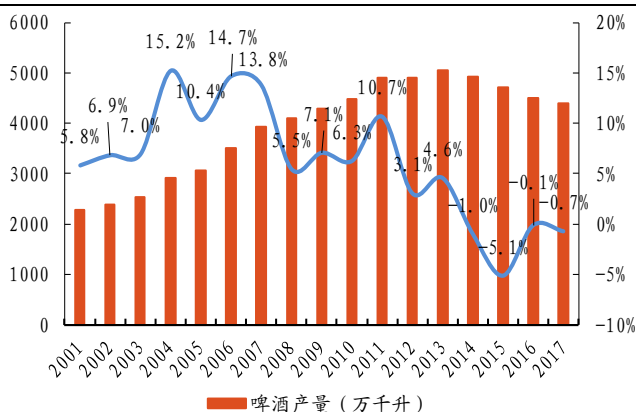
资料来源: 华润啤酒, 东方财富证券研究所

## 2. 啤酒行业：寡占型传统行业焕发新生机

### 2.1. 存量竞争

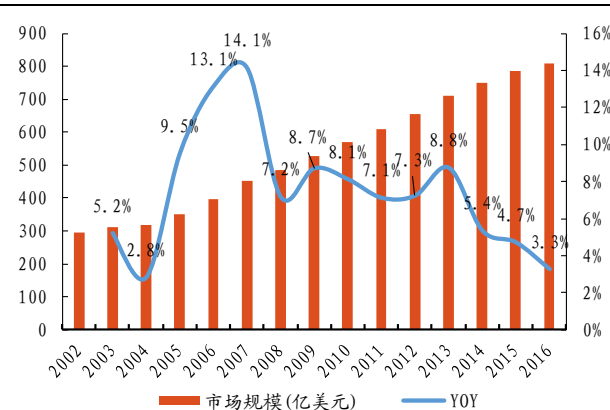
啤酒产量逐年下滑，均价提升带动行业规模正增长。我国啤酒产量于2013年达到5062万千升的顶峰，此后遭遇瓶颈期，产量逐年下滑。2017年我国的啤酒产量连续第四年下滑至4402万千升。至于下滑的原因，我们认为主要有以下几点：1）国内啤酒人均消费量33升/年已经达到饱和，高于世界平均水平26.8升。2）人口老龄化趋势明显，啤酒消费主力人群减少。3）替代品如葡萄酒、预调酒的兴起冲击了啤酒消费量。由于国外品牌大多已在中国设厂，进口啤酒量极低，影响可以忽略不计。

图表 4：国内啤酒产量(万千升)



资料来源：国家统计局，东方财富证券研究所

图表 5：我国啤酒整体市场规模(亿美元)



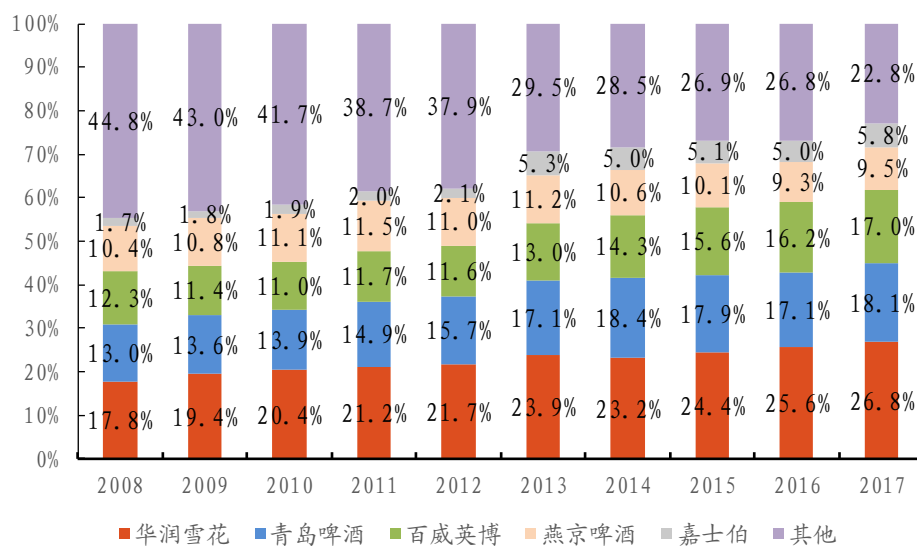
资料来源：Euromonitor，东方财富证券研究所

### 2.2. 竞争格局企稳

当前竞争格局企稳，CR5市占率77.2%，五大巨头已拥有各自强势市场。啤酒行业由于300公里销售范围限制决定了异地扩张的艰难，行业发展早期，每个省市都有在当地的啤酒品牌。90年代外资啤酒品牌的进入搅动了市场格局，进而以华润啤酒、青岛啤酒为主的几大国内啤酒企业也借助资本优势，在全国进行扩张收购。为了获得当地的市场和渠道，收购是最为快捷的方式，跑马圈地的市场份额之争一触即发。在这一时期，渠道资源宝贵，主要品牌开展激烈的收购竞赛。

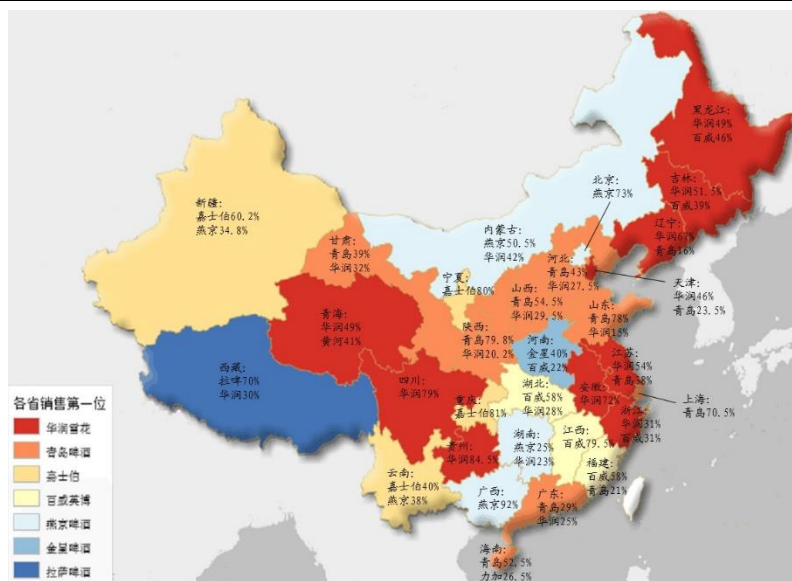
2017年由华润啤酒、青岛啤酒、百威啤酒、燕京啤酒、嘉士伯五大巨头占据啤酒销量的77.2%，并且集中度仍在提升。经过十多年的跑马圈地，五大巨头基本确立各自的强势市场。例如，华润通过收购蓝剑而占据四川、贵州省市场，市占率超过75%；收购龙津、相王等品牌占据安徽市场，市占率也超过70%。百威英博收购哈尔滨啤酒在黑龙江确立领先地位；青啤在山东、陕西市场份额居前。

图表 6：国内啤酒行业竞争格局变化



资料来源：Euromonitor，东方财富证券研究所

图表 7：我国各省市啤酒份额情况



资料来源：澄泓研究，东方财富证券研究所

### 2.3. 供给侧改革，产能优化

关厂之声四起，产能优化成为各品牌当务之急。国内啤酒行业进入产量增长的瓶颈期后出现了产能过剩的局面，前期疯狂并购、扩产的弊病逐渐显现。产能过剩意味着啤酒企业的开工率下滑，同时小厂产能老化、效率低，直接导致了过去不断上升的行业整体利润率水平自2015年开始下滑。统计局数据显示，2016年全社会啤酒新增产能达到历史最低水平，仅为178.6万吨。

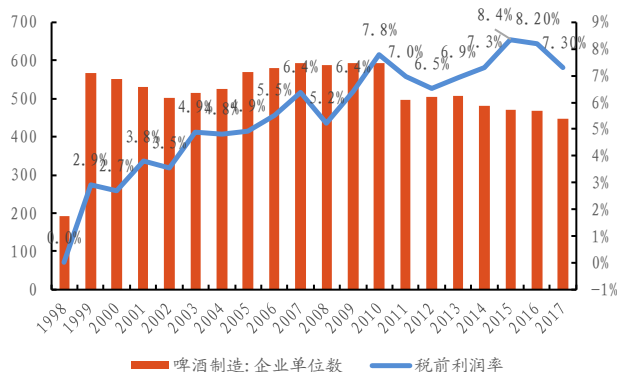
嘉士伯已经于2015年关闭5家工厂，于中国的啤酒厂数量自2014年的44家将至2017年的25家；百威英博2016年关闭舟山工厂，2017年初于长沙市望城区的工厂正式停产；华润啤酒再2017年也关停5家工厂，2018年预计关厂加速。

产能利用率影响毛利率水平，仍有较大改善空间。2017年各家啤酒企业的



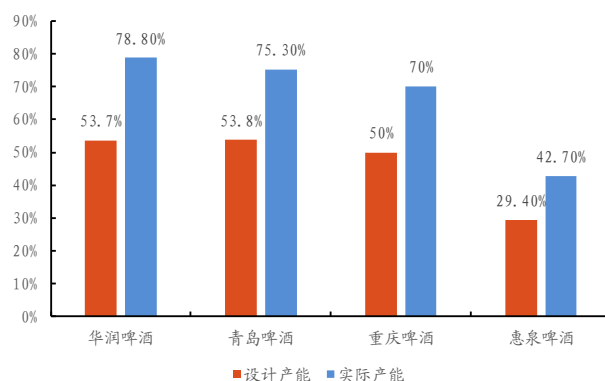
产能利用率水平(设计产能)维持在50%左右, 至少还有30%左右的提升空间。由于啤酒制造业固定成本高, 每年的折旧费用较高, 参考青岛啤酒的成本构成中20%左右为制造费用, 因而产能利用率提升会提高啤酒制造企业的毛利率水平。

图表 8: 我国啤酒企业单位数、税前利润率



资料来源: 国家统计局, 东方财富证券研究所

图表 9: 主要啤酒企业产能利用率 (2017)



资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

## 2.4. 行业未来: “渠道为王” 转向 “高端+创新+个性”

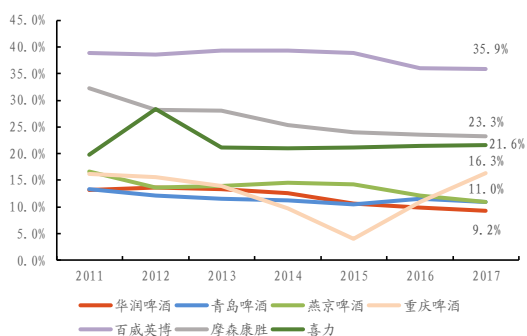
### 2.4.1 注重利润, 减少渠道促销费

**盈利水平与国外品牌差距大。**国内啤酒企业由于毛利率水平低、费用率水平高的原因, 盈利水平与国外品牌差距大。国内主要品牌的EBITDA利润率在2013年市场总量见顶后逐步下滑, 生存环境更加艰难。在这一背景下, 行业参与者纷纷意识到靠低价争夺销量的策略无法持续, 必须转变经营思路, 注重利润的增长。

**促销费用减少, 趋于合理化。**啤酒行业前期为扩张市场份额, 追求销量增长, 因而在渠道投入大量促销费用(包括渠道返利、终端买店、买赠促销等)。这种通过促销来提升市场占有率的行为已经在近2年有所缓解, 我们认为可能的原因是: 1) 市场集中度趋于集中, 渗透率已经达到高点, 继续大规模促销的边际效用降低; 2) 产品结构趋于高端化, 定位差异化, 买赠促销不符合产品定位。

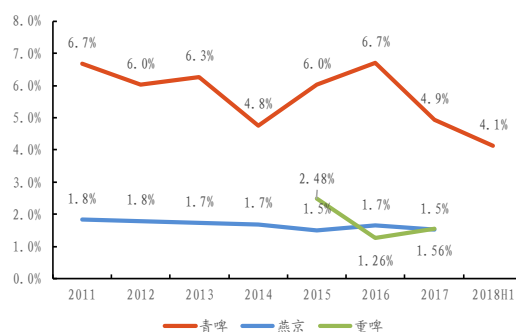
2017年青啤的促销费用近13亿, 较去年同期减少25.8%。新会计准则修改后, 促销费用将直接从收入中扣除, 我们根据可比口径还原2018年上半年的促销费用, 占收入比重下降至4.1%的历史最低水平。重庆啤酒的促销费用自2016年后大幅下降, 与嘉士伯控股后产品结构高端化有直接关系。

图表 10: 主要啤酒企业 EBITDA 利润率比较



资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

图表 11: 主要啤酒企业促销费占收入比下滑

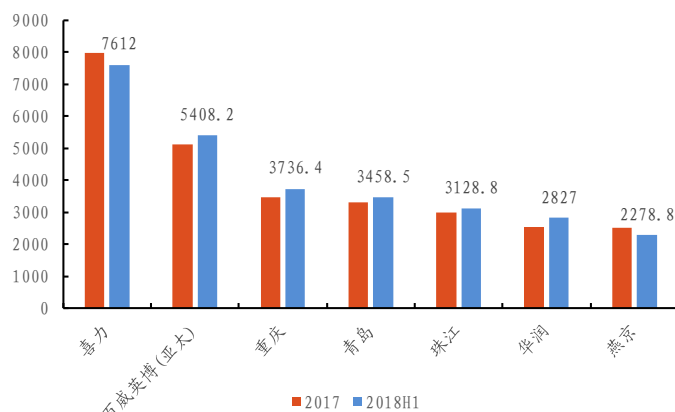


资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

## 2.4.2 产品高端化，提升吨酒价

利润增长的最根本途径在于提升毛利率，而产品高端化是必经之路。当下国内啤酒品牌的吨酒价在2300-3500元之间，而百威英博亚太区2018上半年吨酒价为5408元，毛利率的差距来源于此。同时国际啤酒品牌销量的快速增长，证明中国的啤酒行业正在进行高端化革命。

图表 12：国际和国内啤酒品牌吨酒价对比

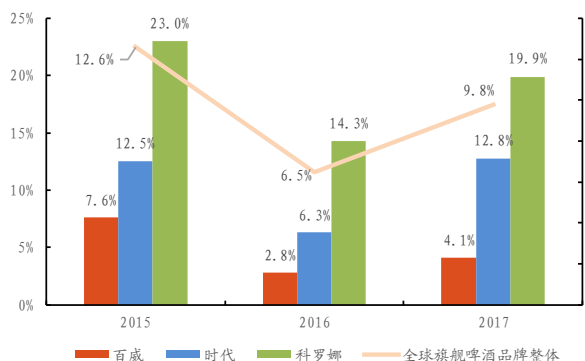


资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

百威英博在亚太地区的高端化定位获得成功，营收高速增长。2010-2017年百威英博在亚太地区的复合增速为23.6%，主要来源于中国地区的增长，而同期国内市占率最高的华润雪花啤酒CAGR为7.2%。2017年中国啤酒行业整体销量下滑0.7%，百威英博通过高端化推动销量上升1.1%，品牌组合受益于消费者对高端化产品的强烈偏好。

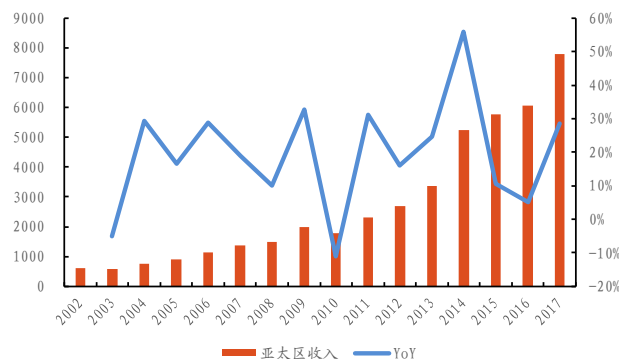
百威英博通过打造符合世界各地消费者价值观和体验感的三个全球旗舰品牌，将大部分的营销资金和心血投入到核心品牌中，实现了高端价位啤酒的销售额增长。百威、时代、科罗娜2017年销售额取得亮眼的业绩增速，分别为4.1%、12.8%、19.9%。

图表 13：百威英博全球旗舰啤酒品牌的增速



资料来源：百威英博，东方财富证券研究所

图表 14：百威英博亚太地区销售增长



资料来源：百威英博，东方财富证券研究所

国内啤酒品牌的高端化有两种路径。其一是以青岛啤酒为代表，采取的策略是依靠自身的多品牌模式，推出了奥古特、鸿运当头、经典1903等高端产品，销量占比43.2%。其二以重庆啤酒为代表，采取国际、本土品牌双轮驱动的策略

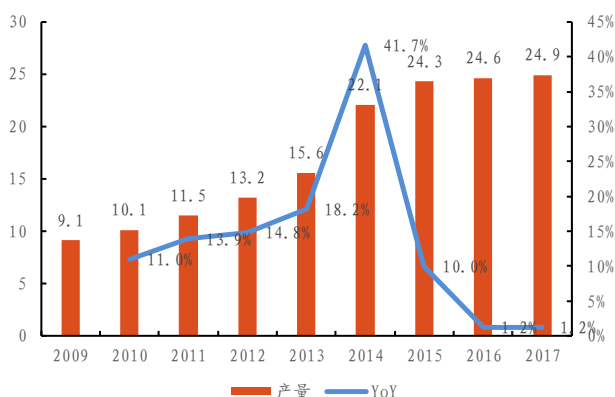
略。在国际品牌方面，嘉士伯、乐堡定位高端市场，国内品牌方面推出“重庆小麦白”。华润啤酒未来也将会走国际、本土双轮驱动之路，国际品牌以喜力为主，国内品牌主推雪花“勇闯天涯”、“匠心营造”、“脸谱”系列。

#### 2.4.3 探索创新、个性新型啤酒

**美国传统工业啤酒销量见顶后，精酿啤酒蓬勃发展。**美国啤酒工厂数量在20世纪80年代减少至100家以下，后来各式各样的小型精酿酒厂如雨后春笋般成立，2017年美国仅精酿啤酒厂数量已经达到6266家。

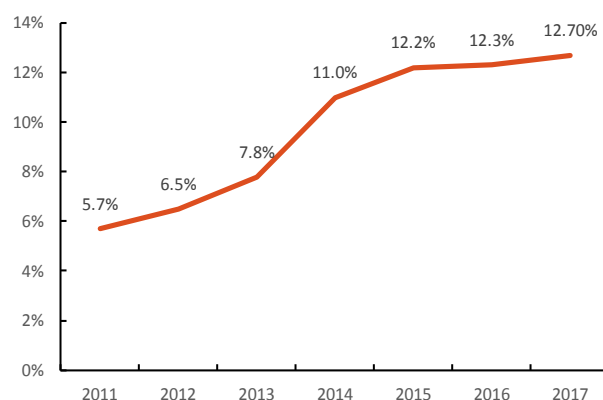
**精酿啤酒已经从原来的小众产品变成了高端啤酒的象征，受到消费者欢迎。**2017年美国啤酒总体销量整体下滑1.2%，而精酿啤酒销售量继续增长5%，达到美国啤酒市场销量的12.7%。精酿啤酒的零售额增长了10%，高达260亿美元，现在在美国1114亿美元的啤酒市场中占了近23.3%。

图表 15: 2009-2016 年美国精酿啤酒产量(百万桶)



资料来源：美国酿酒商协会，东方财富证券研究所

图表 16: 2011-2016 年美国精酿啤酒销量占比



资料来源：美国酿酒商协会，东方财富证券研究所

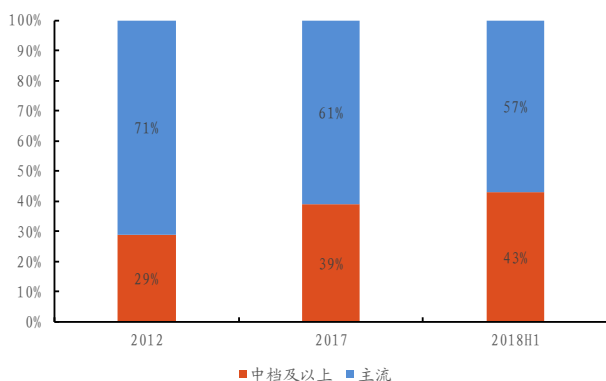
**我国精酿啤酒目前正处于快速发展的早期阶段，消费者仍需被教育。**整个行业自2015年开始蓬勃兴起，源于人们对多样化、个性化的追求，在北京、武汉、成都和上海发展较快。已经有一些品牌具有较高知名度，比如熊猫精酿、武汉十八号、北京牛啤堂、京A等，但规模普遍不大，多为地域性品牌，年产量超过100吨的不超过10家。目前精酿啤酒占啤酒总销量的比重小于1%，远低于美、日等发达国家。由于价格是普通啤酒的4-5倍，目前精酿啤酒的销售渠道以酒吧为主，外加少部分餐饮。行业发展早期资本介入还比较少，品牌竞争激烈，我们预计未来消费者对精酿啤酒认知度提高后，将会进入借助资本扩张规模的阶段，届时大型啤酒厂商可能会加速收购、整合资源。

### 3. 未来注重高质量的利润增长

#### 3.1. 产品线：高端化加速

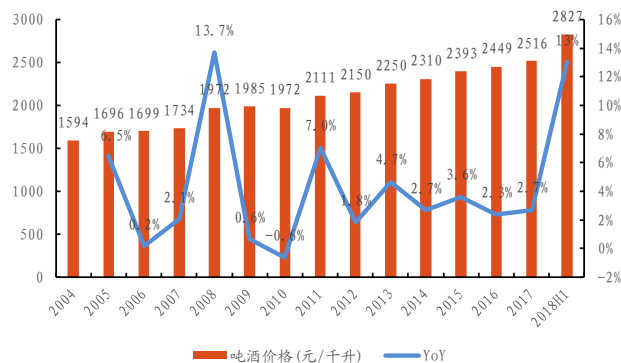
产品结构改善是吨酒价格提升的关键。我国国情决定了华润啤酒采取自下而上的市场策略，早期人们生活水平较低的时候，用符合大众需求的3-5元主流啤酒跑马圈地，攻占市场份额。当市场份额领先并且对渠道掌控力较高之后，开始调整产品结构，向渠道里投放高端的啤酒。这一策略取得了显著成效，2018年上半年中档及以上啤酒的销量占比43%，较2017年底的39%提高4个百分点。（华润啤酒的中档及以上指勇闯天涯系列、纯生、脸谱，价位在5元以上）

图表 17：华润啤酒中高档酒销量占比提升



资料来源：华润啤酒，东方财富证券研究所

图表 18：华润啤酒 2017 年销量结构



资料来源：华润啤酒，东方财富证券研究所

图表 19：雪花啤酒主要产品情况 (2018 年 7 月 25 日采集啤酒节价格数据)

产品名称	规格	9.20 价格	京东啤酒节折扣价	原麦汁浓度/酒精度
雪花清爽	330ml	4 元	2.5-3 元	8 度/2.5%
勇闯天涯	500ml	5 元	3.6-5 元	8 度/2.5%
概念系列勇闯天涯	500ml	6 元	6 元	9 度/3.3%
勇闯天涯 Super X	500ml	8 元	7.4-8 元	9 度/3.3%
雪花纯生	500ml	8 元	5.3 元	8 度/2.5%
8.8 度纯生	500ml	10 元	9 元	8.8 度/3.3%
概念系列纯生	500ml	10 元	9 元	10 度/3.3%
雪花黑啤	500ml	12 元	9 元	13.5 度/4.5%
雪花脸谱	500ml	15 元	13.5 元	11.5 度/4.1%
概念系列花旦	500ml	15 元	13.5 元	8 度/2.5%
概念系列脸谱	500ml	15 元	13.5 元	11.5 度/4.1%

资料来源：京东商城，东方财富证券研究所

#### 品牌形象的第一次成功升级——勇闯天涯

雪花啤酒2005年推出勇闯天涯系列，以探索极限的原创性品牌推广活动而知名。2005-2013年“雪花啤酒 勇闯天涯”活动成功举办9届，探索了雅鲁藏布大峡谷、长江之源、长城之巅、乔戈里雪山、塔克拉玛干沙漠、喜马拉雅、可可西里等。勇闯天涯系列不仅有效提高了雪花的知名度和影响力，也为其产品品牌升级奠定了良好基础。

### 抢占中高端消费者的重要一步——雪花纯生

2008年开始，国内纯生啤酒受到高端消费者欢迎，公司开始主推雪花纯生。雪花纯生采用SAB Miller高压低温发酵技术，酿制过程温度始终保持在12℃以下，使啤酒的口感风味物质和营养成分不因高温而分解，保留啤酒中的活性成分以及原汁原味的清新口感。

雪花纯生的推广围绕我国的传统古建筑文化，以“匠心营造”为宣传标语，携手清华大学建筑学院举办以古建筑为题材的全国范围内摄影大赛。这个系列活动从2009年-2016年举办了8届，并且在各区域开展作品赏析讲座、作品展览等系列活动，出版了多套中国古建筑普及与传承系列丛书，出品了大型纪录片《中国古建筑》。

### 进军高端啤酒行列的又一尝试——雪花脸谱

2013年华润雪花推出脸谱系列，定价在25元以上，针对酒吧、高档会所等高消费群体。脸谱系列甄选来自捷克的顶级柔香型萨兹酒花，在生产工艺上还特别采用了煮出法的独特酿造工艺。

雪花脸谱延续雪花纯生对古文化的关注，以京剧这一国粹文化作为特点。

### 2018年品牌重塑首支核心产品——勇闯天涯super X

2018年3月，公司推出了一款主打年轻人市场的啤酒新品“勇闯天涯superX”，定位于18-25岁年轻人。瓶装终端定价在9元的细分市场，罐装在7-8元左右。勇闯天涯superX为了吸引年轻消费者，在包装上采用酷炫锐利蓝搭配圆滑流畅的流线型设计，外观时尚且有个性；在酒体上，作为一款淡爽型啤酒，酒液金黄，泡沫洁白细腻、持续时间长；在口感上，其口味清新酷爽又不失丰满，酒味醇厚又苦味适中，符合年轻人的口味。“superX”意味着未来将为年轻用户带来无限探索的可能。

### 2018年与喜力进行战略合作——国际品牌、本土品牌双轮驱动

与喜力的强强联合，为公司高端酒矩阵再添重磅产品。此次战略合作的主要内容包括：(1) 获得在中国内地、香港和澳门使用Heineken品牌的独占许可；(2) 引进并使用Heineken集团持有的其他国际高端品牌；(3) 借助Heineken集团加快雪花品牌和其他中国品牌的国际成长。管理层强调此次与喜力集团的合作是紧密的、意义深远的，目标是形成一体化战略联盟，互相学习和成长，共享啤酒行业的发展和技术进步。

未来公司将通过国际品牌和本土品牌双轮驱动参与高端啤酒领域的竞争，分别在4-5个价格档次(9元、10元、12元、15元、18-20元)里形成核心品种。例如，在12元以上的高档酒价格带，主推4-5支国际品牌产品，但同时雪花也会新推出与Super X 以及匠心类似的产品，但品牌形象、产品口味、消费者人群定位都略有不同。

根据喜力2017年报数据，其整体吨酒价约合人民币7992元，是雪花啤酒的3倍之多。假设雪花通过自身的结构升级每年吨酒价提升8%，2021年喜力啤酒销量占比能够达到整体的10%，则合作3年后吨酒价较2017年提升54%左右，2017-2021年CAGR为11.4%。



图表 20: 喜力啤酒、华润啤酒产品群



资料来源: 喜力啤酒, 东方财富证券研究所

### 3.2. 品牌推广: 年轻化&精准化

根据产品定位积极转变品牌推广方式, 节目、品牌、核心消费群体深度契合。新一代年轻人成为潜在消费主力, 年轻人消费场景呈多元化、个性化趋势, 同时媒体传播也变得碎片化、多样化。为了使品牌推广投放更加精准, 迎合年轻人的喜好, Super X 率先尝试娱乐营销, 邀请王嘉尔为形象代言人, 并总冠名综艺节目《明日之子》。公司看中《明日之子》对青年多元文化的认同, 且其观众有很大比例与产品的目标人群匹配。未来公司的品牌推广费用主要投入在互联网媒体, 与腾讯、爱奇艺等视频网站进一步合作。

图表 21: super X 总冠名明日之子第二季



资料来源: 网络整理, 东方财富证券研究所

图表 22: super X 代言人王嘉尔



资料来源: 网络整理, 东方财富证券研究所

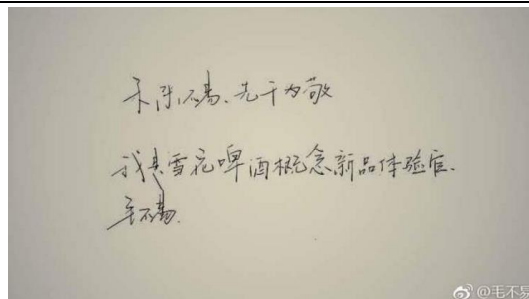
《明日之子》冠军毛不易“出任雪花概念系列新品体验官”。雪花概念系列啤酒有四款, 分别是雪花啤酒11.5度脸谱花脸、雪花啤酒8度脸谱花旦、雪花啤酒10度纯生、雪花啤酒9度勇闯天涯。雪花概念系列啤酒紧紧围绕着“未来, 由你定义”的主题, 由雪花90后优秀酿酒师、品酒师们参与, 对产品包装、酿造技术、口感质量、整体风格等方面进行全面改善。毛不易粉丝群体大多为90后、95后等年轻人, 和雪花啤酒的目标受众重合度高。

图表 23: 雪花啤酒概念系列



资料来源: 华润啤酒, 东方财富证券研究所

图表 24: 毛不易作为雪花概念新品体验官



资料来源: 新浪微博, 东方财富证券研究所

### 3.3. 产能优化: 打造可持续性健康组织

产能优化是中长期提升利润率的重要路径。由于历史原因, 公司收购而来的部分工厂由于设备老化落后、产能小, 不能进行高端酒类的生产, 也无法和其他大工厂进行调拨, 处于亏损状态。公司从16年开始关闭亏损工厂, 虽然在短期会产生一次性的减值费用, 但是长期来看能够提升利润水平, 主要原因是: 一方面, 这部分的亏损以后不会再发生; 另一方面, 发展中心化高效率产能, 布局区域主力工厂, 协调罐瓶产能, 提高了产能利用率和运营效率, 从而提升了整体的毛利率水平。

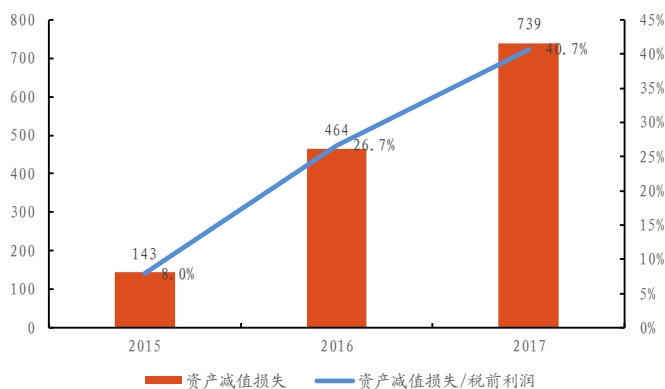
关闭或停止运营工厂产生的费用, 主要是固定资产、存货的减值, 以及辞退工人产生的一次性安置费。这些费用计入一般及行政费用科目。

图表 25: 公司近 3 年关厂及费用情况

	2015	2016	2017
关厂(或停止运营)个数	1	3	5
资产减值损失(百万):	143	464	739
固定资产	72	291	415
存货	71	173	324
平均关厂费用(百万)	143	154.7	147.8

资料来源: 公司公告, 东方财富证券研究所

图表 26: 资产减值损失占税前利润比重



资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

### 3.4. 执行策略：深耕基地市场，加强洼地市场

根据市占率和市场覆盖率的差别，可以将不同地区市场进行划分。市占率、市场覆盖率越高，就意味着公司的定价权越强，知名度和认可度更高，因而新品铺设越顺利，也可以适当减少对渠道的补贴，获得较高的利润水平。华润啤酒在四川、贵州等地的市占率超过70%，属于相对稳定型市场；而在华东地区的市占率在30%-50%之间，属于争霸型市场。

图表 27：不同类型市场划分

市场类型	市场占有率	市场覆盖率
垄断型市场	90%	几乎 100%
相对稳定型市场	60%-85%	近 100%
管理改进型市场	50%-60%	90%左右
争霸型市场	30-50%	60-80%
割据型市场	15-30%	30-50%
启动型市场	15%以下	40%以下
空白型市场	2%以下	10%以下

资料来源：网络整理，东方财富证券研究所

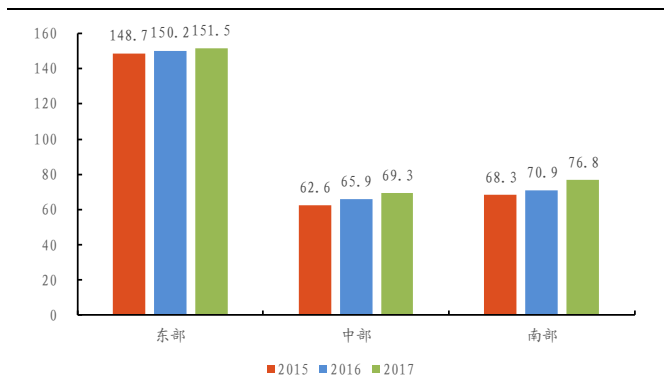
**市占率高的强势地区通常利润率更高。**市占率最高的南部地区2017年营收占比仅为26.5%，贡献整体52%的息税前利润；东部地区营收占比最高，2017年占整体比重为52.5%，贡献近45%的息税前利润；中部地区则用23.4%的收入占比，贡献3.2%的息税前利润。南区EBIT margin大幅高于其他地区，并且还在不断提升的主要原因中高档酒的占比远高于全国平均水平。究其根本，南区属于相对稳定型市场，对渠道管控力更强，新品推广就更加顺畅。

图表 28：公司区域划分及工厂分布

区域	包含省市	工厂数目 (2017)	中高档酒占比 (2017)
南部	东南、西南地区，四川、贵州、福建、广东、广西、云南	23	>50%
东部	东北和东部沿海地区，东北三省、京津、山东、江苏、上海、浙江、安徽	45	<39%
中部	东部、南部以外地区，河北、河南、湖北、湖南、内蒙古、甘肃、陕西、山西、宁夏、西藏	23	<39%

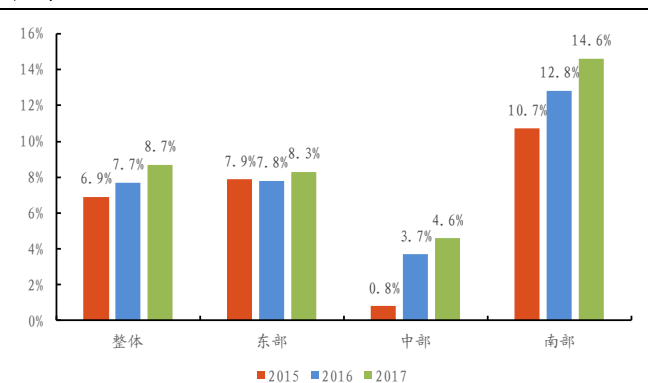
资料来源：华润啤酒，东方财富证券研究所

图表 29: 不同地区营收对比



资料来源: 公司公告, 东方财富证券研究所

图表 30: 不同地区 EBIT 利润率水平 (不计已确认减值亏损)



资料来源: 公司公告, 东方财富证券研究所

**吸取强势地区经验, 突破洼地市场。**四川营销中心总经理刘刚总结了突破洼地市场的三个关键要素, 分别是渠道建设、聚焦核心细分、实效推广。1) 关于渠道建设, 刘总说道: “没有支持市场发展的渠道, 再好的策略、再好的产品、再好的推广, 难以落地, 渠道的重要性不言而喻。” 2) 关于聚焦核心, 刘总认为应当在洼地市场形成清晰的产品策略并长期坚持。例如华润啤酒在北京、云南市场整体弱势的背景下, 率先获取中档细分的竞争优势。3) 实效推广则是在渠道、产品策略确立之后, 快速打响品牌卖点, 获得消费者认可。

**华润啤酒管理执行力强, 总经理侯孝海是核心人物。**侯孝海先生于2016年4月获委任为公司的执行董事及首席执行官, 并且于2016年3月获委任为华润雪花啤酒(中国)有限公司总经理。侯总具有丰富的市场营销经验, 持有中国人民大学统计学士学位, 曾任职首钢总公司、盖洛普咨询、百事集团, 2001年加入华润集团, 担任销售发展总监及市场总监。2008年先后担任金星啤酒总经理和英博亚太区市场副总裁。后再次回归华润啤酒, 于2009年1月至2016年2月担任贵州分公司总经理及总经理助理兼总部营销中心总经理, 以及四川分公司总经理。侯总2002年开始就开始参与雪花品牌的大一统, 运用了独创了“1+N”组合战略, 有效得整合了分散各地的地方性品牌。同时提出“分销渠道管理模式”理论, 总结提出了雪花人耳熟能详的“侯八条”, 是渠道终端操作的理论基础。

**持续的成功=有效的战略\*执行力强的组织。**我们认为以侯总为代表的公司管理层具有较强的管理和执行能力, 打造出强大的、能打仗的高效组织。



## 4. 财务分析

**公司营收增速放缓，未来转为由吨酒价提升驱动。**自2014年行业总量达到瓶颈后，公司的销量基本没有增长，营收增速下降至个位数。2017年以来，公司加强高端化战略布局，2018年上半年虽然销量下滑1.5%，但受益于吨酒价提升13%，营收增长达到11.4%。未来营收增速将转为由吨酒价提升驱动。

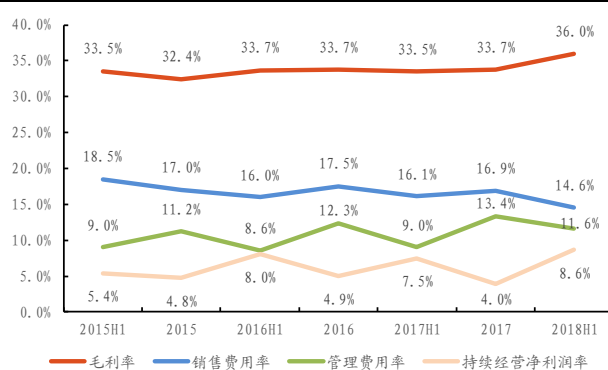
**毛利率提升，费用率下降，将逐步释放利润。**近年来原材料、包材、人工成本不断上升，但公司的毛利率水平保持稳定，消耗了产品组合高端化带来的吨酒价提升，使其无法有效传导至利润。2017年12月，公司对部分地区的部分产品进行提价，以抵消成本上升带来的影响，2018年上半年公司毛利率水平提升至36%。公司的管理费用率小幅上升是产能优化的一次性费用导致。如果剔除一次性费用影响，管理费用率保持平稳，并且经过调整的EBITDA margin企稳回升。未来产能优化完成后，毛利率水平提升、管理费用率下降，利润将逐步释放。

图表 31：公司营收增速放缓



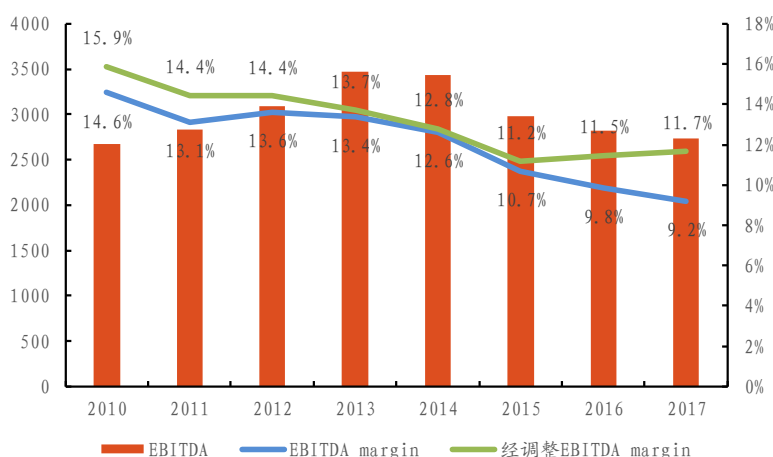
资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

图表 32：公司盈利能力及费用率变化



资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

图表 33：华润啤酒经调整 EBITDA margin 企稳回升



资料来源：Choice，东方财富证券研究所



## 5. 盈利预测

### 关键假设1：中档及以上啤酒销量保持高单位数增长

中档及以上啤酒的销量占比是衡量公司高端化的重要指标，决定了公司的吨酒价、毛利率水平。2017年中档及以上啤酒的销量占比为39%，2018年上半年达到43%；分别对应毛利率水平为33.7%/36.0%。我们预计未来3年中档及以上啤酒销量保持高单位数增长。

调低全年啤酒销量预测。2018年7月份四川地区出现罕见的洪涝灾害，以及东北地区竞争对手更为活跃挤占小部分市场份额，整体销量有所下滑。2018上半年销量下滑1.5%，我们调低全年销量预测，预计下滑1.71%。

喜力预计2019年开始发力。公司与喜力方面达成正式的合作，还需要进行尽职调查、获得商务部批准，我们预计最快2019年旺季之前可以完成初步整合。参考喜力啤酒2016年在国内啤酒销量的市占率1%左右，且喜力2017年报数据显示于中国地区销量下滑，我们预计2019/20年喜力啤酒国内销量为40/45万千升。

吨酒价和毛利率的假设，我们参考同行业可比公司的水平后进行了合理推算，和真实数据有一定误差。（红色部分为关键假设）

我们预计2018/19/20年公司营收为330.14/373.90/400.14亿元，YoY11.4%/13.3%/7.0%。预计2018/19/20年毛利率分别为35.2%/37.7%/38.5%。

图表 34：营收及毛利率预测关键假设

项目\年度	2017A	2018E	2019E	2020E
雪花啤酒销量（万千升）	1181.90	1161.66	1151.87	1148.43
YoY	0.89%	-1.71%	-0.84%	-0.30%
雪花-主流酒				
销量（万千升）	720.96	654.63	599.20	546.02
销量占比（%，不含喜力）	61.00%	56.35%	52.02%	47.55%
吨酒价（元/吨）	1820	2100	2150	2200
营收(百万元)	13121.45	13747.15	12882.88	12012.49
收入占比（%）	44.16%	41.64%	34.46%	30.02%
毛利率（%）	26%	27%	27%	27%
雪花-中档及以上酒				
销量（万千升）	460.94	507.04	552.67	602.41
销量占比（%，不含喜力）	39.00%	43.65%	47.98%	52.45%
吨酒价（元/吨）	3600	3800	4000	4200
营收(百万元)	16593.88	19267.33	22106.73	25301.15
收入占比（%）	55.84%	58.36%	59.13%	63.23%
毛利率（%）	40%	41.0%	42.0%	42.2%
喜力				
喜力啤酒销量（万千升）			40.00	45.00
吨酒价（元/吨）			6000	6000
营收(百万元)			2400.00	2700.00
收入占比（%）			6.42%	6.75%
毛利率（%）			55.00%	55.00%
整体营业收入(百万元)	29732.00	33014.48	37389.61	40013.65
整体毛利率（%）	33.73%	35.17%	37.67%	38.50%

资料来源：Choice，东方财富证券研究所

### 关键假设2: 2018年销售费用率下滑, 2019年或回升

公司转变营销推广方式, 精益销售费用。在品牌推广方式上, 不再投放价格贵的央视广告, 把握精准化。公司实施“价促分离”, 减少不必要的渠道促销费用, 重点投入品牌。

预计2019年销售费用有较大幅度上升。一方面, 喜力2019年旺季首次并入, 定将加大其品牌和终端的资源投入; 另一方面, 公司自身会推出对标喜力、定位差异化的新产品系列。

我们预计2018/19/20年销售费用率分别为15.8%/16.0%/15.5%。

### 关键假设3: 产能优化力度不减, 仍将持续2-3年

公司2017年关闭5个工厂, 产生一次性减值费用7.39亿元; 2018年上半年产生一次性减值费用2.66亿元, 高于去年同期。预计2018年将关闭6-7个工厂, 减值费用略高于2017年。未来2-3年, 产能优化仍将持续。同时伴随产能集中化、听瓶产能协调, 预计公司每年的资本开支略有上升。

根据以上关键假设, 我们修正了对2018年的盈利预测。由于不可预测的天气原因调低了全年的销量增速; 另外调低2018年下半年毛利率水平, 由于公司于2017年底进行一致性调价, 上半年基数较低, 下半年吨酒价提升幅度预计低于下半年。另外, 2019年喜力将首次并表, 对收入、毛利率水平提升贡献较大, 但其同时产生较高的经营费用, 预计将在2020年对公司带来利润贡献。

图表 35: 盈利预测关键数据

项目\年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入 (百万元)	29732.00	33014.48	37389.61	40013.65
营收 YoY	3.62%	11.04%	13.25%	7.02%
毛利 (百万元)	10029.00	11611.34	14083.21	15405.46
毛利率	33.73%	35.17%	37.67%	38.50%
销售费用 (百万元)	5012.00	5222.89	5982.34	6202.12
销售费用率	16.86%	15.82%	16.00%	15.50%
管理费用 (百万元)	3976.00	4522.98	5047.60	5201.77
管理费用率	13.37%	13.70%	13.50%	13.00%
EBITDA (百万元)	3636.00	4334.47	5532.68	6445.13
经调整 EBITDA (百万元)	4375.00	5214.47	6312.68	7225.13
利润总额	1816.00	2580.38	3768.19	4716.49
所得税	630.00	696.70	1017.41	1273.45
所得税税率	35%	27%	27%	27%
归母净利润 (百万元)	1175.00	1873.68	2740.78	3433.04
归母净利润 YoY	86.80%	59.46%	46.28%	25.26%

资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

## 6. 估值及投资建议

### 6.1. 绝对估值

首先采用DDM方法进行估值，假设公司2018-2024年分红率保持在50%，第二阶段(2021E-2025E)净利润增长率为27%；永续阶段分红率为70%，净利润增长率为5%。股权贴现率为8.85%，则DDM估值方法的结果为每股价值33.1港币。

考虑到公司未来净利润率增速波动较大、分红率具有不确定性，我们又采用了自由现金流折现方法估值。假设2021E-2022E营收增速为8%，2023E-2025E营收增速为7%，永续阶段营收增速为3%；假设2021E-2025E的EBIT占营收比保持在12-13%，折旧与摊销比率为4%，资本性支出在25-30亿人民币，其余要素保持平稳，得到结果为每股价值40.4港币。

绝对估值的结果表明，公司当前被低估。

图表 36: DCF 估值核心假设及结果

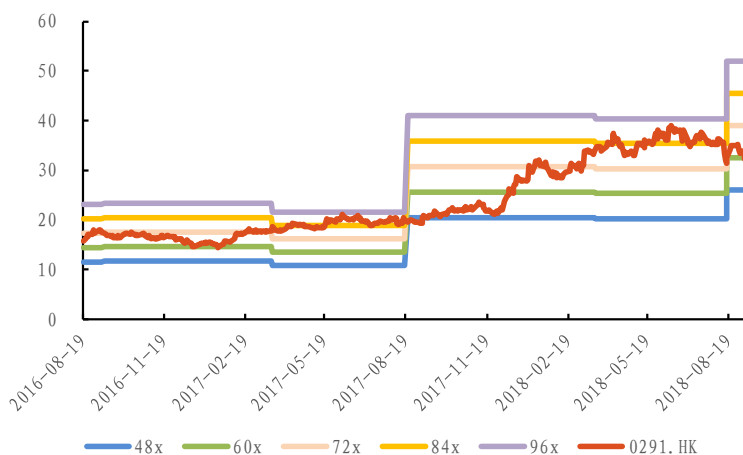
假设条件	数值	结果	数值
无风险利率	2.3%	企业价值折现(百万元)	110667
市场预期收益率	10.0%	现金(百万元)	6389
目标 D/(D+E)	20.0%	债务(百万元)	3089
Beta	0.85	总股票价值(百万元)	113967
WACC	7.53%	每股价值(港币)	40.38

资料来源：东方财富证券研究所

### 6.2. 相对估值

我们选择了公司剥离零售、饮品等业务后，且EPS (TTM) 为正的2016年8月19日-2018年9月11日这一区间。公司的历史估值水平在70倍左右，截至2018年9月11日PE (TTM) 为55.88倍，低于历史估值水平。

图表 37: PE Band



资料来源：Choice，东方财富证券研究所

图表 38: 可比公司估值

代码	简称	总市值 (亿港元)	PE (倍)			PB (MQR)	ROE	PS (TTM)
			PE (TTM)	2018E	2019E			
00291. HK	华润啤酒	1,034.89	56.13	47.29	34.29	4.58	6.52%	2.73
00168. HK	青島啤酒股份	489.06	28.46	28.92	25.32	2.19	7.55%	1.71
000729. SZ	燕京啤酒	203.56	101.46	45.49	36.41	1.34	1.37%	1.59
600132. SH	重庆啤酒	156.54	36.33	32.67	27.45	13.87	27.53%	4.10
002461. SZ	珠江啤酒	116.53	39.62	35.09	28.99	1.27	3.23%	2.60
BUD. N	百威英博	13,641.91	22.85	17.66	15.69	2.40	11.11%	3.07
HEIA. AS	喜力集团	4,319.11	24.37	19.95	18.17	3.54	14.57%	2.15
CARLA. CO	嘉士伯	1,082.83	70.05	21.89	20.22	1.88	2.58%	1.43
TAP. N	摩森康盛	999.44	8.07	12.59	11.74	0.94	11.48%	1.17

资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

### 6.3. 投资建议

公司是国内市占率第一的啤酒行业龙头，具有最强的资本实力、管理和组织能力。我们看好公司未来通过产品结构高端化、产能优化、精益费用带来的利润增长。虽然盈利改善预期已经部分反应于股票价格中，但近期港股市场整体的不景气导致优质公司杀估值。

我们参考历史估值水平、同行业估值水平，以及公司的利润增速，给予华润啤酒2019年40倍估值，目标价38.8港币，上调至“买入”评级。

### 7. 风险提示

行业竞争加剧;  
上游原材料、包材成本波动;  
喜力啤酒在国内销售推广不及预期。

图表 39: 利润表 (百万元)

项目\年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	29,732.00	33,014.48	37,389.61	40,013.65
营业成本	19,703.00	21,403.15	23,306.41	24,608.19
毛利	10,029.00	11,611.34	14,083.21	15,405.46
其他收入	903.00	800.00	800.00	800.00
销售及分销成本	5,012.00	5,222.89	5,982.34	6,202.12
行政开支	3,976.00	4,522.98	5,047.60	5,201.77
其他开支合计	0.00	0.00	0.00	0.00
资产重估盈余或减值	0.00	0.00	0.00	0.00
应占联营或合营公司溢利	0.00	0.00	0.00	0.00
财务成本	128.00	85.08	85.08	85.08
影响税前利润的其他项目	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	1,816.00	2,580.38	3,768.19	4,716.49
所得税	630.00	696.70	1017.41	1273.45
影响净利润的其他项目	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润	1,186.00	1,883.68	2,750.78	3,443.04
本公司拥有人应占净利润	1,175.00	1,873.68	2,740.78	3,433.04
非控股权益应占净利润	11.00	10.00	10.00	10.00

资料来源: Choice, 东方财富证券研究所



西藏东方财富证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

#### 分析师申明：

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

#### 投资建议的评级标准：

报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后3到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的3到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500指数为基准。

#### 股票评级

买入：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅15%以上；  
增持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于5%~15%之间；  
中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-5%~5%之间；  
减持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-15%~-5%之间；  
卖出：相对同期相关证券市场代表性指数跌幅15%以上。

#### 行业评级

强于大市：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅10%以上；  
中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间；  
弱于大市：相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上。

#### 免责声明：

本研究报告由西藏东方财富证券股份有限公司制作及在中华人民共和国（香港和澳门特别行政区、台湾省除外）发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。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，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方财富证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。