

# 聚焦品质，加速改善，百年青啤迎破局之路

## 青岛啤酒 (600600.SH) 首次覆盖

### 核心结论

**我国啤酒行业主要品牌间竞争趋于理性，量缩价增是新常态发展。**啤酒整体消费量上行空间有限，重要品牌间竞争告别野蛮扩张进入精细化管理。考虑提价与产品结构升级我们认为行业未来吨价预计年化6%左右的增长空间，净利率预计年化1-3%的增长空间。

**吨酒价格趋势向好。**2018年/19年前三季度吨酒价格分别提升约4%/5%，随着重聚大单品，强化中高端占比等策略的落地与提价预期，我们预计公司吨价19/20/21的吨价有望达成5.0%/4.5%/3.6%增长。

**费用下行增厚利润弹性。**公司强化区域市场销售费用管理、严控管理费用使用等举措已发挥效果，同时，2017-18年公司关厂减员取得一定成效，未来青啤在旧产线改造与关厂上仍有显著改善空间，长期固定资产折旧与人员成本的下降有望贡献利润。

**公司内生改革有望再上台阶，引领国产中高端啤酒发展。**2017年复星入股与2018年公司管理层换届为青啤提供了资本加持与内生改革机遇，我们观察到18-19年公司渠道已产生积极变化，未来有望通过进一步优化激励机制，稳固中高端地位引领行业发展。

**青啤长期看ROE将提升。**公司利润改善已逐步验证，虽短期税改红利将消退，但提价与产品结构升级、产能与效能优化将为业绩增长持续护航，我们认为ROE有望重回双位数时代。

**盈利预测：**预计公司2019-2021年EPS分别为1.32/1.55/1.76元，同比增长25%/18%/13%。选取相对保守的DCF估值法予以公司59.41元目标价，对应2020年EV/EBITDA16倍，对应2020年PE38倍，低于百威亚太(1876.HK)、华润啤酒(0291.HK)、重庆啤酒(600132.SH)。首次覆盖，给予“增持”评级。

风险提示：行业竞争加剧、原材料价格波动、天气影响、食品安全

### 核心数据

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	26277	26575	27987	29387	30604
增长率(%)	0.7%	1.1%	5.3%	5.0%	4.1%
净利润(百万元)	1263	1422	1777	2095	2374
增长率(%)	21.0%	12.6%	25.0%	17.8%	13.3%
每股收益(EPS)	0.93	1.05	1.32	1.55	1.76
市盈率(P/E)	54.2	48.2	38.5	32.7	28.8
市净率(P/B)	4.0	3.8	3.8	3.4	3.1

### 公司评级

增持

股票代码 600600

前次评级

评级变动 首次

当前价格 50.69

### 近一年股价走势



### 分析师

✎ 雒雅梅 S0800518080002

✉ luoyamei@research.xbmail.com.cn

### 联系人

✎ 王慧林

✉ wanghui@research.xbmail.com.cn

### 相关研究

## 索引

## 内容目录

投资要点 .....	5
关键假设 .....	5
区别于市场的观点 .....	5
股价上涨催化剂 .....	5
估值与目标价 .....	5
青岛啤酒核心指标概览 .....	6
一、国产品质代表，青啤砥砺前行 .....	7
二、主要品牌间竞争趋于理性，量缩价增是新常态发展 .....	10
2.1 提价符合行业发展需求，价格带上移是成长新动力 .....	10
2.2 本轮提价较过去更具规模与持续性 .....	11
2.3 我国啤酒市场与美国 80 年代水平相仿，产品价格处于上升通道 .....	13
三、新一轮提价周期赋予青啤时代机遇，基本面将改善 .....	15
3.1 青啤存在提价空间，采取差异化战略 .....	15
3.1.1 提价传导分析：青啤产品价格存在提升空间 .....	16
3.1.2 敏感性分析：提价可直接提升毛利并覆盖成本波动 .....	17
3.2 外在呈现升级：拓展小瓶罐化与 On trade(在店)消费场景以获取更高溢价 .....	18
3.3 立足渠道发挥成本领先战略，增厚利润弹性 .....	20
3.3.1 差异化提价及费用调控强化基地市场改善弱势区域 EBIT .....	20
3.3.2 精简费用提升利润， ROE 走出低谷 .....	22
四、财务分析、盈利预测与估值 .....	24
4.1 财务分析 .....	24
4.2 盈利预测 .....	25
4.3 估值分析 .....	26
风险提示 .....	28

## 图表目录

图 1：青岛啤酒核心指标概览图 .....	6
图 2：近 20 年青啤发展历程 .....	7
图 3：青啤销售额与同比增速 .....	7
图 4：青啤净利润与同比增速 .....	7
图 5：青啤分产品销售量增速 .....	8
图 6：青啤分产品销量占比 .....	8
图 7：青啤市场份额稳中有升 .....	8

图 8: 主要品牌产品结构 .....	8
图 9: 各价格带 CR5 品牌销量占比 .....	8
图 10: 我国啤酒行业产能显著收窄 .....	10
图 11: 主要啤酒公司近年销量同比增速 .....	10
图 12: 进口啤酒与国产啤酒产量累计增速, 进口增速放缓, 国产品牌加大高端投入后产量恢复增长 .....	10
图 13: 我国啤酒消费量主要价格带分布 .....	11
图 14: 我国啤酒零售价与出厂价的价差扩大 .....	11
图 15: 不同档次产品价格增长情况: 2012 年以前低端酒增速领先, 2014 年高端酒价格显著增长 .....	11
图 16: 全国啤酒版图, 主要品牌基地市场已较为稳固 .....	12
图 17: 啤酒出厂价与各原材料价格变化情况 .....	12
图 18: 行业集中度提升 .....	13
图 19: 各国啤酒出厂吨价水平 (美元/升) .....	13
图 20: 美国啤酒价格指数增长情况 (1975-95CARG4.2%, 1996-2015CARG2.1%) .....	13
图 21: 中美啤酒产量与人均产量变化 .....	14
图 22: 我国人均 GDP 等同于美国 70 年代末水平 (美元) .....	14
图 23: 我国啤酒市场集中度等同于美国 1980 年水平 .....	14
图 24: 我国啤酒龙头市占率等同于美国 1980 年水平 .....	14
图 25: 啤酒行业主要驱动力 .....	14
图 26: 2019 年以来青啤价格显著提升 (2018 年会计准则调整影响当年收入口径) .....	15
图 27: 青啤产品吨价 (元) .....	15
图 28: 青啤细分产品利润结构 .....	15
图 29: 2011 年以后青啤吨价增速整体落后于 CPI 增速 .....	16
图 30: 青啤吨价相比中高端品牌仍有较大差距 .....	16
图 31: 提价传导结构图 .....	16
图 32: 直接提价将带动吨价提升约 2.5%, 从而拉动毛利率提升约 1.5% .....	17
图 33: 青啤的成本结构 .....	18
图 34: 主要生产材料的价格变化 .....	18
图 35: 我国罐装啤酒占比持续上升 .....	18
图 36: 小瓶 (500ml 及以下) 占比呈上升趋势 .....	18
图 37: 我国啤酒餐饮(offtrade)与零售(ontrade)渠道分布 .....	19
图 38: 各品牌渠道分布 .....	19
图 39: 青啤渠道结构: 大客户模式 .....	19
图 40: 渠道溢价 (元/瓶) .....	19
图 41: 青啤个性化精酿 ——“深夜食堂”1903 .....	20
图 42: 青啤全自动化易拉罐生产线 .....	20

图 43: 各地区收入占比 (2018)	21
图 44: 各地区净利润 (2018, 百万元)	21
图 45: 青啤各地区吨价增速	21
图 46: 青啤各地区吨价水平 (元)	21
图 47: 青啤各地区 EBIT 变化情况	21
图 48: 青啤全国工厂分布图	22
图 49: 青啤 ROE、毛利率与净利率历史变化情况	23
图 50: 青啤资本开支与在建工程较高点回落 (百万)	23
图 51: 关厂减值利于公司长期发展 (百万)	23
图 52: 青啤销售费用持续下降	23
图 53: 产销率上升	23
图 54: 青啤经营现金流 (百万) 显著改善, 净利润弹性更高	24
图 55: 总资产周转率	24
图 56: 存货周转天数	24
图 57: 应收账款周转天数	25
图 58: 应付账款周转天数	25
表 1: 主要啤酒公司产品对比	9
表 2: 2018 年各主要啤酒品牌提价不完全统计	17
表 3: 2019 年预期净利润对价格变动敏感度分析	17
表 4: 2019 年预期净利润对原材变动料敏感度分析	18
表 5: 不完全统计近一年青啤投产的易拉罐产线	20
表 6: 盈利预测	25
表 7: 绝对估值主要假设	26
表 8: 同业估值	27

## 投资要点

### 关键假设

我国啤酒整体消费量上行空间有限，龙头份额趋于集中，存量市场竞争由粗狂野蛮进入精细化。伴随提价与产品结构升级，我们预计行业未来吨价有年化6%左右的增长空间，净利率预计有年化1-3%的增长空间。同时考虑与美、澳、韩、印等国家的价格差距，我国啤酒吨价上行具备合理性。

青啤2018年-19年前三季度吨酒价格持续改善，受中高端产品品牌强化等策略与潜在的提价预期，我们预计吨酒价格2019/2020/2021将分别增长5.0%/4.5%/3.6%。

我们考虑到公司减员与未来3-5年的关厂规划，认为毛利率将呈现相应改善，预计2019/2020/2021毛利率将分别为38.3%/38.8%/39.1%，对应ROE2019/2020/2021将分别为9.2%/9.8%/10%，较2017/2018的6.8%/7.4%有显著提升。

### 区别于市场的观点

1) 市场有观点认为啤酒板块估值偏高，我们认为啤酒行业整体较高的P/E估值水平主要因为行业发展处于中后期，龙头企业享有更高的市场集中度，目前我国啤酒CR5集中度已在70%以上，其中CR3（华润、青啤、百威）已接近60%且持续走高。另一方面从EV/EBITDA估值角度看，青啤目前低于百威亚太、华润雪花与重庆啤酒。

2) 市场有观点认为龙头公司利润改善有不确定性，我们认为我国啤酒吨价目前远低于全球可类比国家，考虑到整体消费水平的上移，我们认为未来吨价具备持续改善的合理性，结合效果显著的内在效能优化，故而龙头公司的利润改善具备持续性。

3) 市场有观点认为在行业竞争格局的终极演化中，青啤无法胜出。我们认为青啤作为驰名海外的民族本土品牌，其产品目前主要集中在中端价格带，高低两端也均有涉及，属于产品价格带最全面的品牌。基于青啤优秀的产品品质、新管理层与持股结构的催化，长期看行业终极的演化格局有望由青啤占据我国中高端市场，引领民族的优质啤酒。

### 股价上涨催化剂

短期：税改红利与产品直接提价；中长期：产品结构升级与公司效能提升。

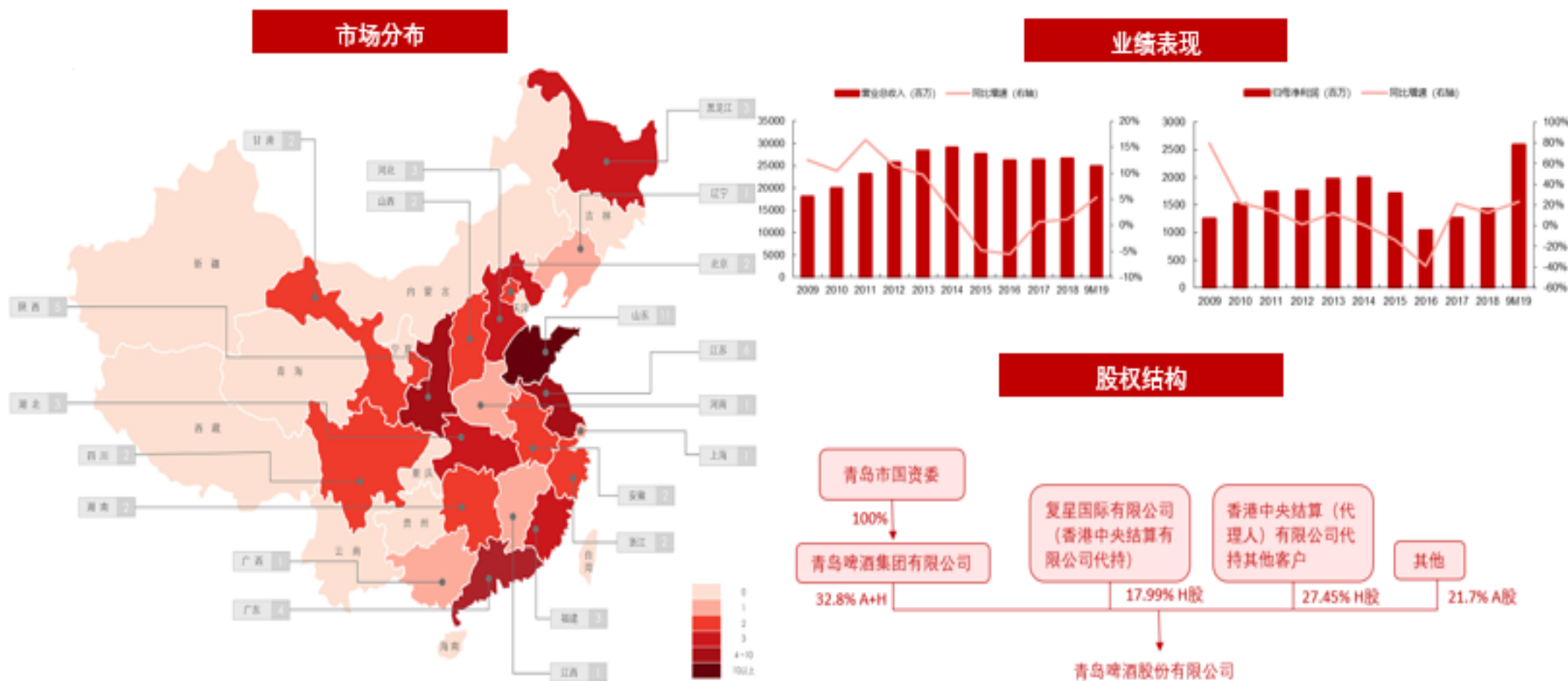
### 估值与目标价

考虑到青岛啤酒收入规模、品牌优势，复星入股和换届后可能的管理、战略改善空间，我们认为公司未来三年业绩弹性充足，预计2019-2021年EPS分别为1.32/1.55/1.76元，同比增长25%/18%/13%。目前股价对应19/20/21年EV/EBITDA分别为16.3X/13.2X/11.4X，19/20/21PE分别为38.5X/32.7X/28.8X，显著低于百威亚太、华润啤酒、重庆啤酒，高于国际品牌喜力、嘉士伯。

采用DCF绝对估值法(8.0%WACC, 2.5%永续增长率)与相对估值，分别对应目标价为59.41元和63.2元，我们选取相对保守的DCF对应目标价59.41元，较11/29收盘价50.69有17.2%上涨空间，予以增持评级。

## 青岛啤酒核心指标概览

图 1：青岛啤酒核心指标概览图



资料来源：公司官网，公司公告，西部证券研发中心

## 一、国产品质代表，青啤砥砺前行

青啤历史悠久，品牌优秀，中高端定位，行销全球。公司 1903 年由英、德两国商人合资开办，为中国历史最悠久的啤酒生产企业。2019 年青岛啤酒以 1637.72 亿元的品牌价值连续 16 年蝉联中国啤酒行业品牌价值第一（世界品牌实验室发布），具有极强的品牌影响力。

公司于 1993 年进行股份制改造上市，于 1996 年起进行了数轮较大规模的市场整合并购，目前旗下主要品牌有青岛、崂山、汉斯、银麦、三得利。2018 年实现销售量 803 万千升，销量占比位列啤酒行业第二，仅次于华润啤酒。实现收入 265.7 亿元，同比增长 1.1%（还原调整前口径同比增长 5.15%），归母净利润约人民币 14.2 亿元，同比增长 12.6%，呈现利润增长高于收入增长、收入增长高于销量增长的健康发展态势。

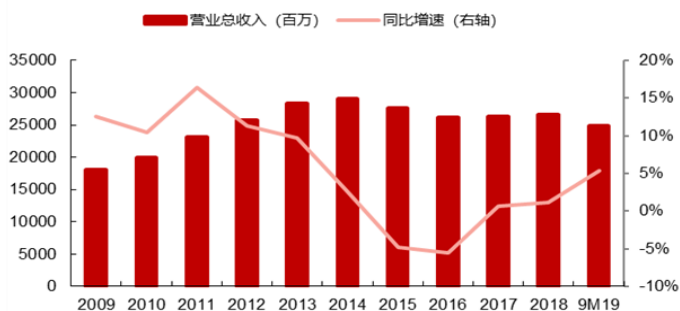
图 2：近 20 年青啤发展历程



资料来源：公司公告，西部证券研发中心

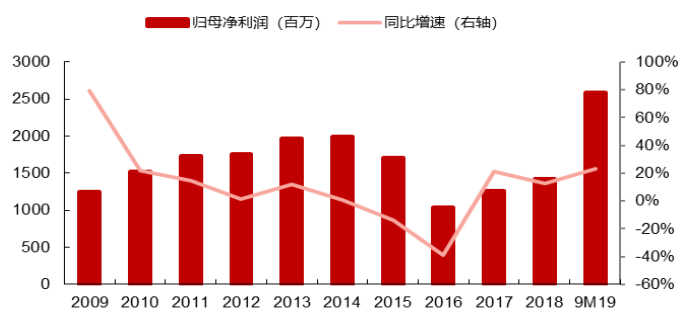
在经历了阶段性放缓后，2017 年公司再次聚焦核心产品，提出“重振纯生 重塑经典”的口号，并提速了新品发展，例如加大经典 1903 投入与推出了 IPA 等精酿啤酒。随着发展重回正轨，2017 年、2018 年及 2019 年前三季度，青啤总销量分别同比增长+0.6%/0.8%/0.1%，较 2015、2016 的下滑态势有显著好转。从产品结构看，主品牌中高端产品 2018、2019 年前三季度销量增速为 4%/3.2%高于公司整体销量增速，拉动产品吨价与毛利率上行。

图 3：青啤销售额与同比增速



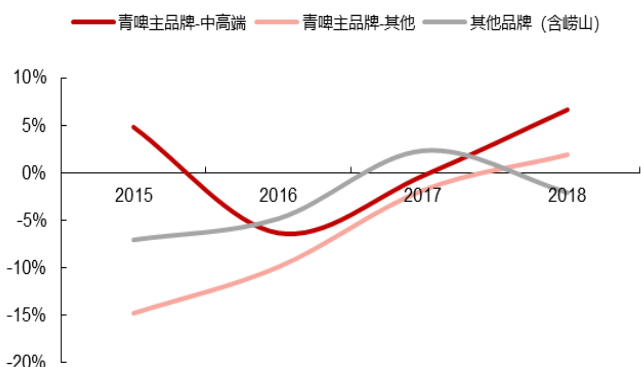
资料来源：公司公告，西部证券研发中心

图 4：青啤净利润与同比增速



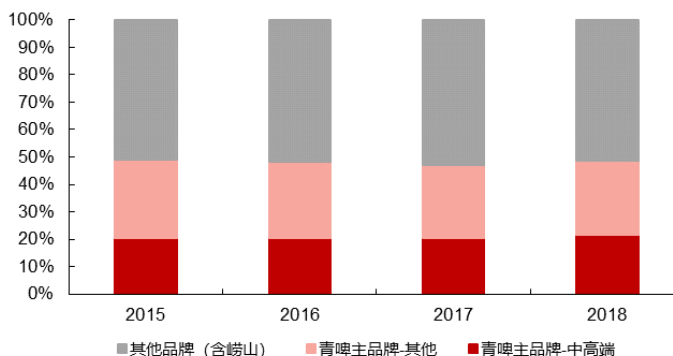
资料来源：公司公告，西部证券研发中心

图 5：青啤分产品销售量增速



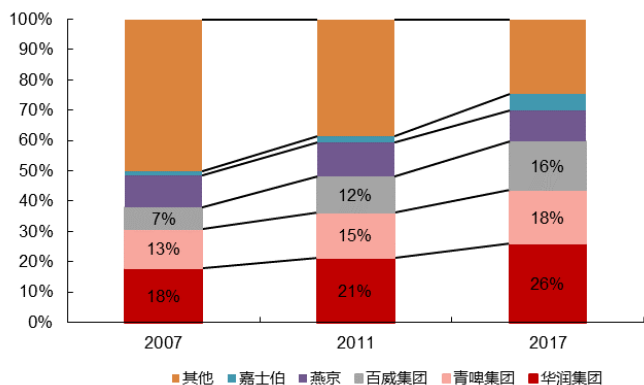
资料来源：公司公告，西部证券研发中心

图 6：青啤分产品销量占比



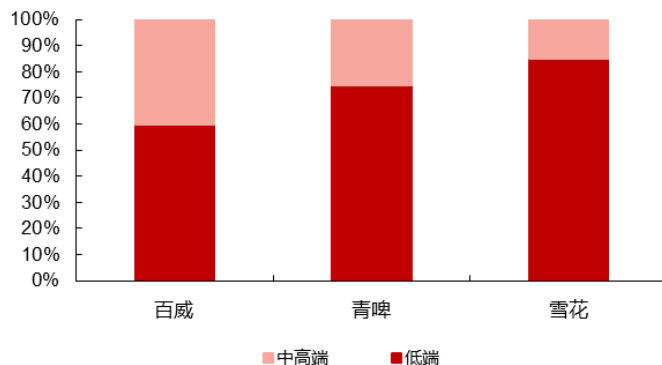
资料来源：公司公告，西部证券研发中心

图 7：青啤市场份额稳中有升



资料来源：Euromonitor，西部证券研发中心

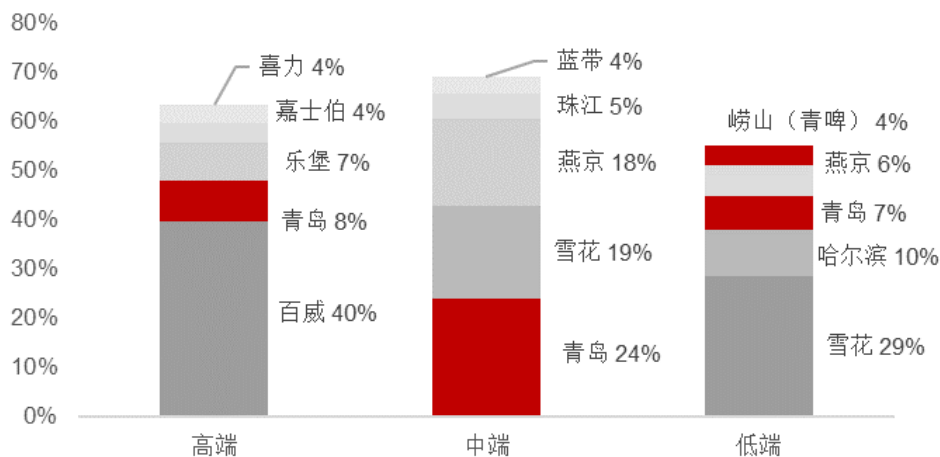
图 8：主要品牌产品结构



资料来源：草根调研，公司公告，西部证券研发中心

Euromonitor 数据显示，我国啤酒市场各价位占比 CR5 中青啤均有一定份额，是目前市场上唯一成功横跨高中低价位的啤酒品牌。同时，针对中端价位产品，我们选取各主要品牌进行参数对比，可以看到青啤在麦芽度浓度与发酵周期两个主要指标上均明显优于同业。

图 9：各价格带 CR5 品牌销量占比



资料来源：Euromonitor,西部证券研发中心

注：高端>14元/L，中端7-14元/L，低端<7元/L



表 1: 主要啤酒公司产品对比

	高端			中端			低端		
青岛啤酒		鸿运当头	黑啤	奥古特	蜜桃	白啤	1903 精酿	青岛冰醇	崂山劲爽
	单价/L	33	18	18	13.5	13.1	13	6.7	6
	售价/瓶	12	9	9	4.2	6.6	6.3	3.3	2.3
雪花啤酒		脸谱	黑啤	雪花纯生	雪花概念勇闯天涯			雪花清爽	雪花冰酷
	单价/L	30	21.5	16.4	12			6.7	5.7
	售价/瓶	15	10.8	6.4	6			2.2	1.9
百威啤酒		至尊金瓶	红瓶铝罐	科罗娜	百威经典纯正 哈尔滨冰纯白啤 哈尔滨冰纯			哈尔滨小麦王	哈尔滨冰爽
	单价/L	28	34	23.5	12.5	11.2	7.3	6.3	6
	售价/瓶	14	12	7.8	6.3	5.6	3.7	2.1	2
嘉士伯		福佳	凯旋 1664 桃红	乐堡	嘉士伯复古	嘉士伯冰纯	重庆纯生	重庆 33	山城
	单价/L	14.9	39	17	16.5	13.6	13.3	13	8.3
	售价/瓶	7.4	12.8	5.6	8.3	6.8	6.7	4.3	4.2

资料来源：天猫，西部证券研发中心。

说明：高端>14元/L，中端7-14元/L，低端<7元/L

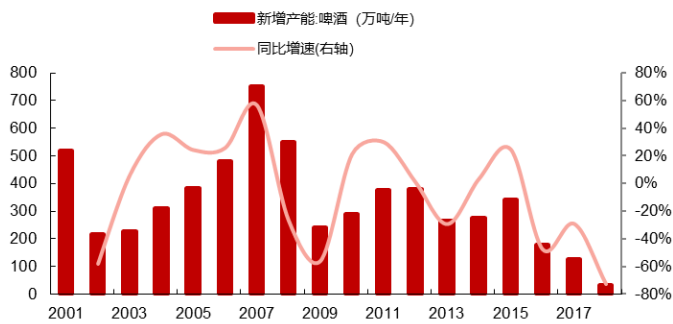
## 二、主要品牌间竞争趋于理性，量缩价增是新常态发展

### 2.1 提价符合行业发展需求，价格带上移是成长新动力

我国啤酒行业已进入行业发展中后期，行业产能与主要公司销量均呈现收窄趋势，价格将成为未来增长主导因素。目前的主力消费量虽然仍以低价产品为主，但随着进口酒的快速发展推动了高端啤酒市场的消费者教育，以及收入水平提高带来的品质需求增长，使得中高端市场成长迅速。

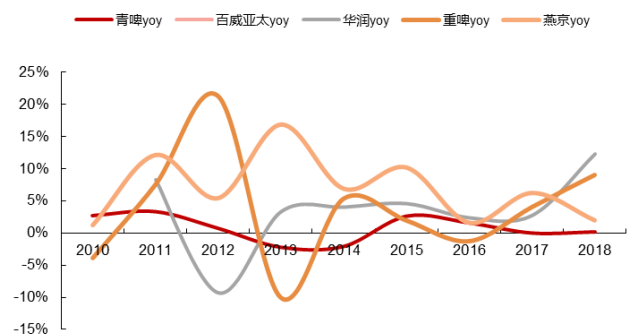
Euromonitor 数据显示，高端（零售价 14 元以上/L）和中端（零售价 7-14 元/L）啤酒近 10 年（2008-2018 年）销量复合增长率分别达到 18%和 8%，远高于同期低端（零售价 7 元以下/L）1%的销量复合增长率。随着中高端啤酒占比的逐渐提升，我国啤酒的零售价与出厂价的价差逐渐扩大（每升价差由 2008 年的 3 元扩大到 2018 年的 6.3 元），行业价格带出现较明显的上移。

图 10：我国啤酒行业产能显著收窄



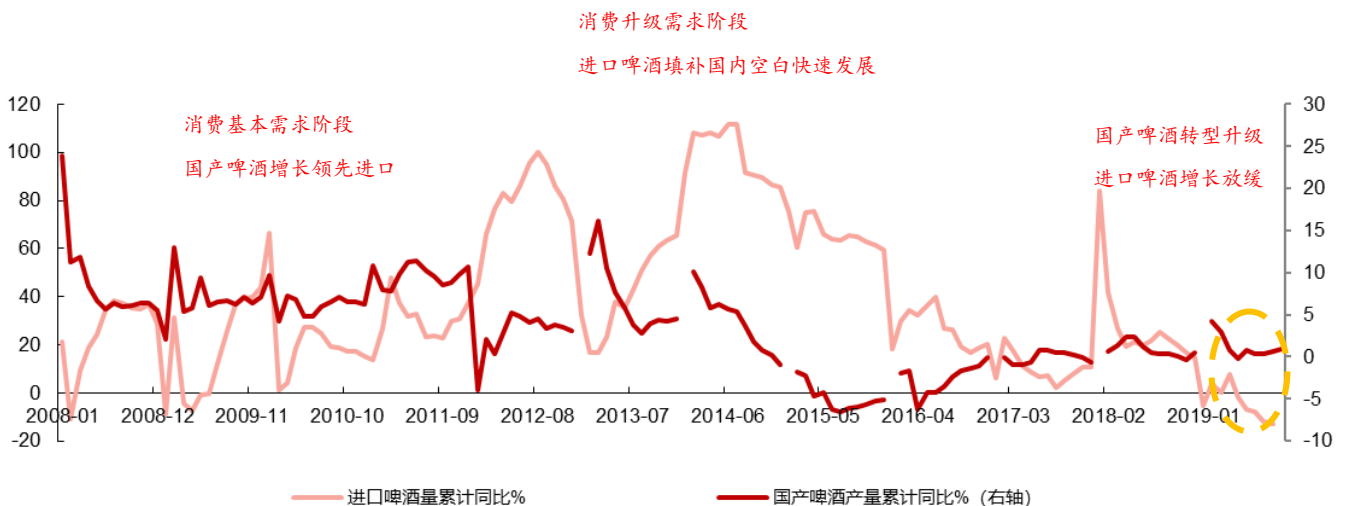
资料来源：国家统计局，西部证券研发中心

图 11：主要啤酒公司近年销量同比增速



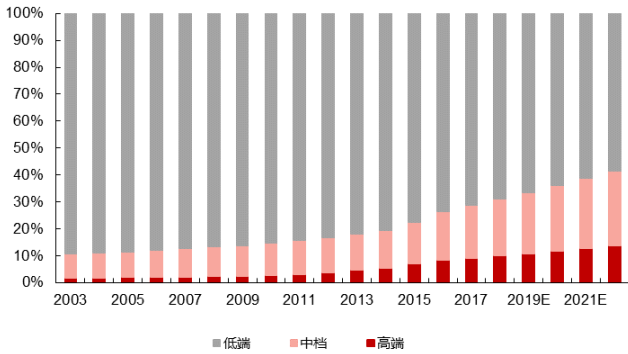
资料来源：公司公告，西部证券研发中心

图 12：进口啤酒与国产啤酒产量累计增速，进口增速放缓，国产品牌加大高端投入后产量恢复增长



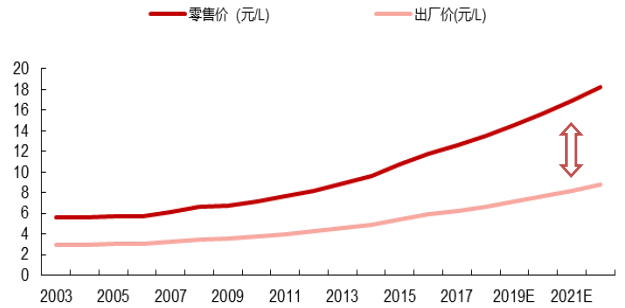
资料来源：国家统计局、海关总署，西部证券研发中心

图 13：我国啤酒消费量主要价格带分布



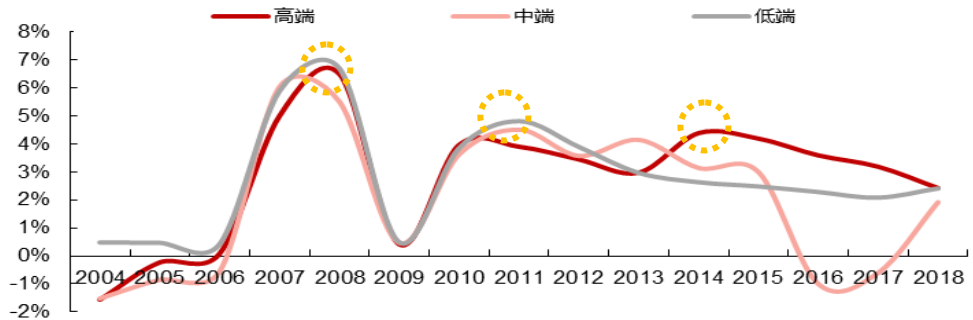
资料来源：Euromonitor,西部证券研发中心 说明高端>14 元/L，中端 7-14 元/L，  
低端<7 元/L

图 14：我国啤酒零售价与出厂价的价差扩大



资料来源：Euromonitor,西部证券研发中心

图 15：不同档次产品价格增长情况：2012 年以前低端酒增速领先，2014 年高端酒价格显著增长



资料来源：Euromonitor,西部证券研发中心

说明高端>14 元/L，中端 7-14 元/L，低端<7 元/L

## 2.2 本轮提价较过去更具规模与持续性

回顾 20 世纪，我国啤酒行业经历了从无序到理性的发展，产品吨价的变化受到市场体量、竞争格局与消费需求共同影响，大致可分为两个阶段：

1、吨价上涨由成本驱动，缺乏持续性。2007 及 2011 年，受进口大麦价格大幅波动直接影响，龙头企业对以低端为主的产品进行一定程度提价，但随着成本价格回落，啤酒吨价增速也相应放缓。这一阶段市场特点为：

1) 啤酒产量与消费需求持续增长；2) 市场竞争仍处于以量取胜的初级阶段，龙头企业市场份额缺乏绝对优势（2008 年 CR5 占比 55%，2011 年小幅提升至 61%）；3) 低端产品质量较差并占据市场极大份额（2008 年低端占比 87%，2011 年小幅滑落至 84%）。因品牌与产品均不具备较强的议价能力，这一阶段的提价所带来的利润红利最终被作为销售费用重新投入市场竞争，并未带来行业格局的真正优化；

2、吨价上涨因素多元化且有持续提价空间。在本轮提价周期开启时，产量与消费量已从前期高点滑落，而行业格局更加集中且产品结构中高端趋势愈发明显：

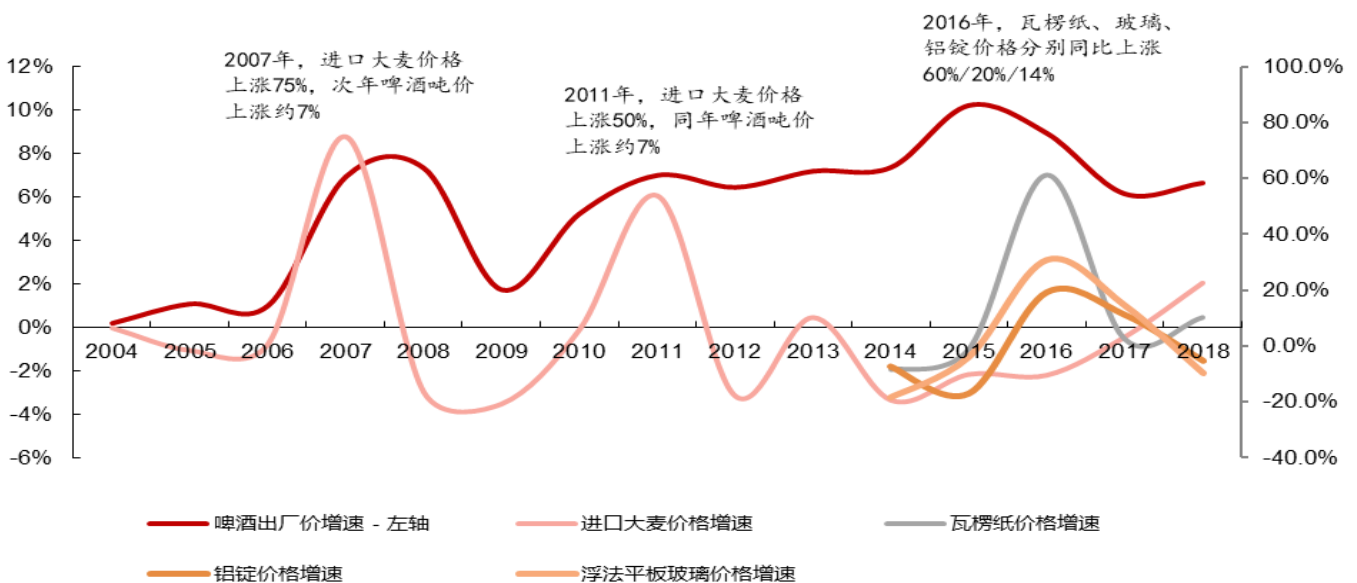
2017年CR5占比达75%，较10年前提升25pct，2018年达到83%；中高端产品市场占比达30%，较10年前提升近20pct。此时吨价的上升主因已不单是包材成本影响，更为重要的原因是：1) 在相对趋缓的竞争格局下，代表行业基本面的低端产品提价产生价格推力；2) 中高端产品的价格拉力，两方力量将赋予行业价格带向上发展的持续动力，成为在消费量增长停滞的市场环境下行业新的成长动力。

图 16：全国啤酒版图，主要品牌基地市场已较为稳固



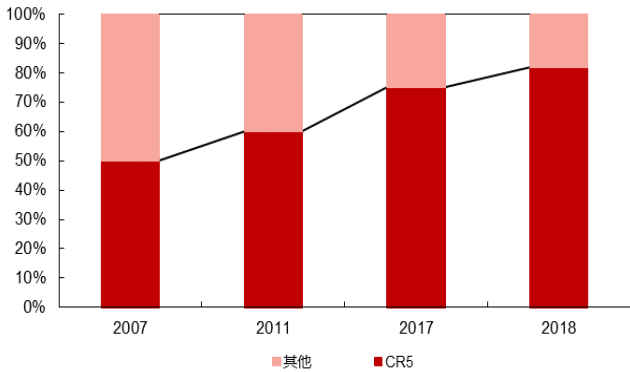
资料来源：公司公告，草根调研，西部证券研发中心

图 17：啤酒出厂价与各原材料价格变化情况



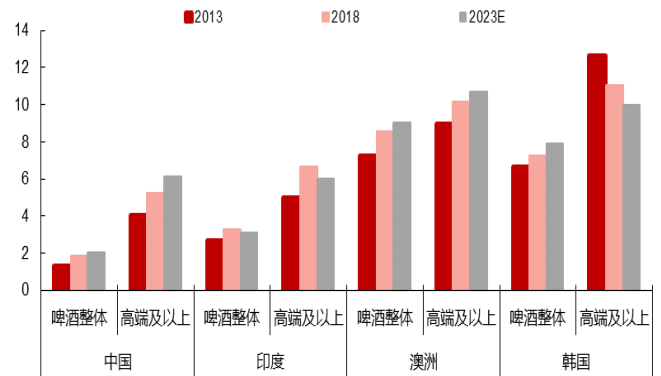
资料来源：Euromonitor，海关总署，西部证券研发中心

图 18: 行业集中度提升



资料来源: Euromonitor,西部证券研发中心

图 19: 各国啤酒出厂吨价水平 (美元/升)



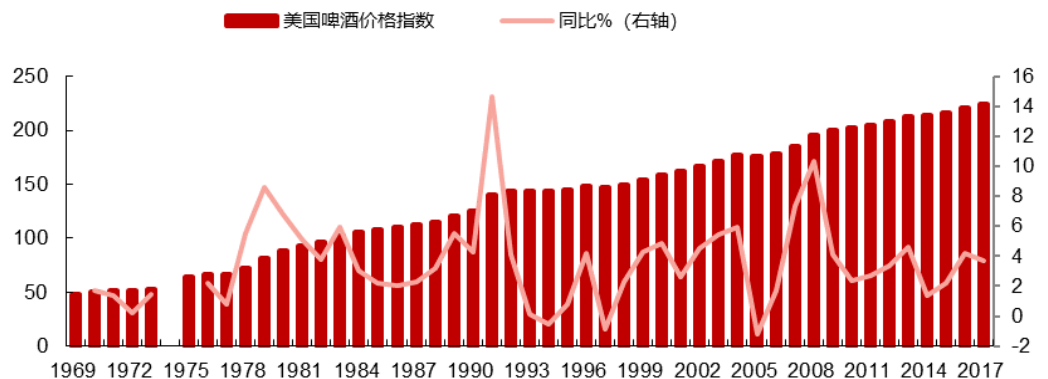
资料来源: 百威亚太招股说明书, 西部证券研发中心

### 2.3 我国啤酒市场与美国80年代水平相仿, 产品价格处于上升通道

美国啤酒受益于低端产品提价和新品的价格带上移, 在 1975-1995 年间啤酒价格指数复合增速达 4.2%。同期人均啤酒产量在经历了快速增长后, 在 1970-80 年间进入稳定期, 于 1990 年后出现小幅下滑, 市场呈现量跌价升的局面。

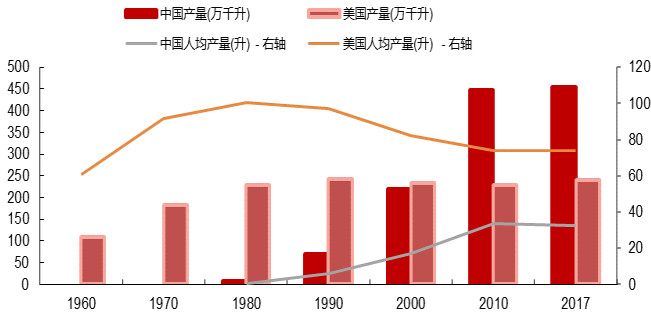
对照人均啤酒产量趋势、人均 GDP 水平、市场份额格局, 可以看到我国啤酒市场正处于美国 70 年代末 80 年初的阶段, 美国啤酒价格指数 20 年的较高增长侧面印证了我国啤酒市场价格上升有望持续。

图 20: 美国啤酒价格指数增长情况 (1975-95CARG4.2%, 1996-2015CARG2.1%)



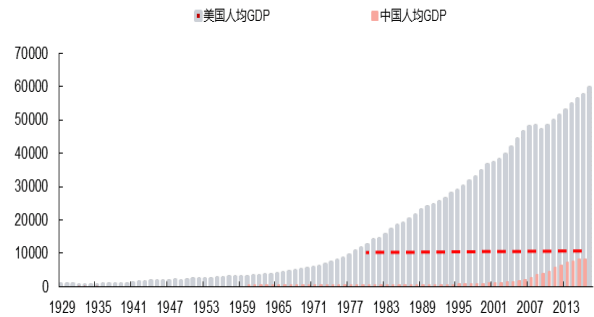
资料来源: Wind,西部证券研发中心

图 21: 中美啤酒产量与人均产量变化



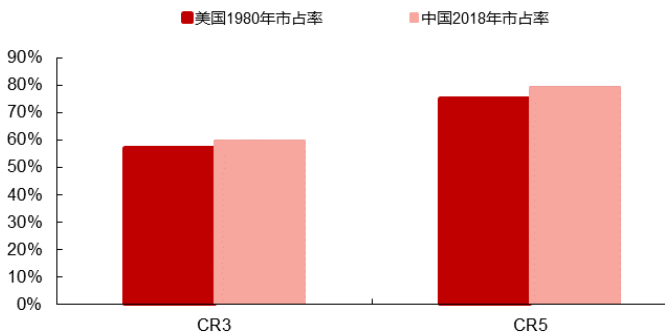
资料来源: 世界银行, BarthHass group, 啤酒工业快报, 国家统计局, 西部证券研发中心

图 22: 我国人均 GDP 等同于美国 70 年代末水平 (美元)



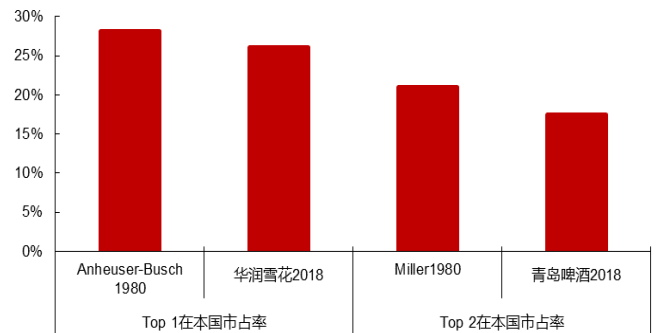
资料来源: Wind, 西部证券研发中心

图 23: 我国啤酒市场集中度等同于美国 1980 年水平



资料来源: Euromonitor, 《酿酒》, 西部证券研发中心

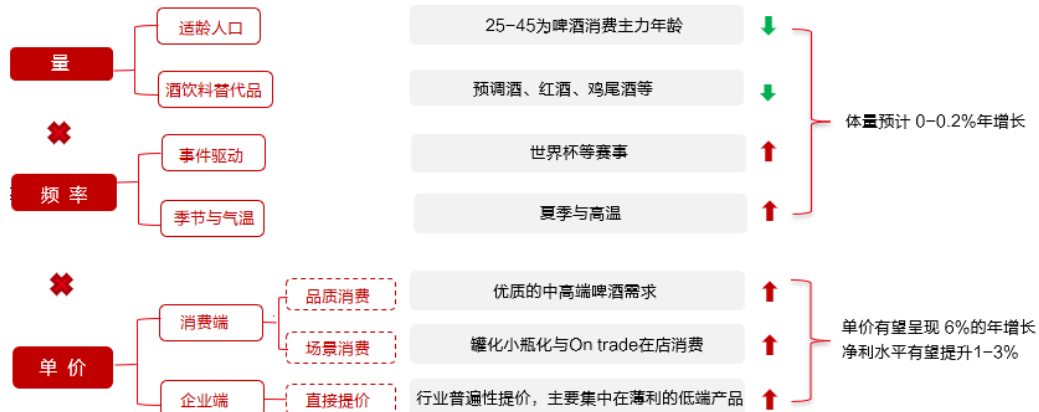
图 24: 我国啤酒龙头市占率等同于美国 1980 年水平



资料来源: Euromonitor, 《酿酒》, 西部证券研发中心

综上, 在消费量趋于稳定的新常态下, 我们认为行业增长核心动力来源于产品结构升级带来的行业价格带进一步上移, 边际弹性则来源于提价的落地与费用的调节, 两方面的共同作用预计为行业带来 6-7% 的单价增长与 1-3% 的利润增长。

图 25: 啤酒行业主要驱动力



资料来源：euromonitor, 西部证券研发中心

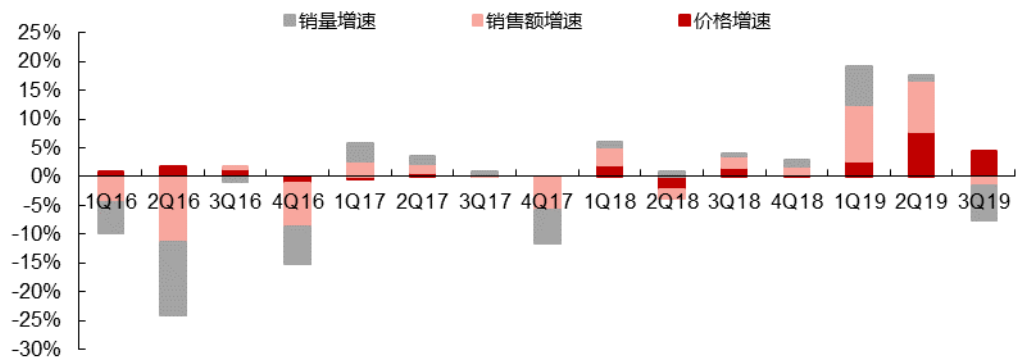
### 三、新一轮提价周期赋予青啤时代机遇，基本面将改善

#### 3.1 青啤存在提价空间，采取差异化战略

啤酒作为大众快消品，产品间同质化相对较高，各品牌在没有明显技术壁垒的竞争格局下，依靠品牌力、产品力等细分差异获取市场份额。青啤以百年历史为背书，经过数年耕耘打造了无可比拟的强大品牌力；而其产品的市场表现则跟随公司战略出现了一定起伏，借助产品吨价的变化我们简单回顾了青啤产品发展阶段：

在 02-12 的 10 年间通过对产品结构的调整快速提升了产品吨价，收入水平大幅提升的同时其也成为中高端啤酒品牌的代言。2012 年之后行业红利褪去的不利环境下，青啤在此时选择重市场占有率而非产品的战略，对经销商以销售量为导向的考核，使吨价进入停滞期。2017 年以来，伴随着公司内部调整与行业新一轮提价周期开启，青啤也再次聚焦产品结构升级，收入与盈利水平进入改善通道。

图 26：2019 年以来青啤价格显著提升（2018 年会计准则调整影响当年收入口径）



资料来源：公司公告，西部证券研发中心

图 27：青啤产品吨价（元）

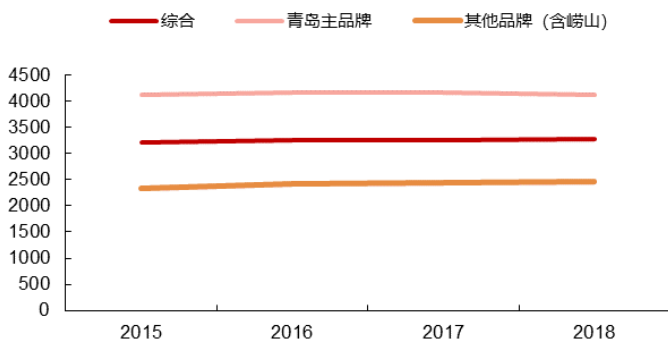
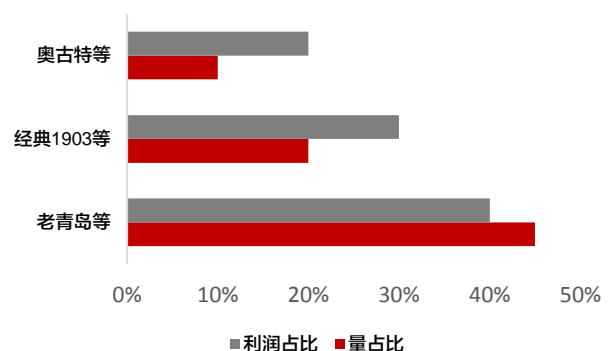


图 28：青啤细分产品利润结构



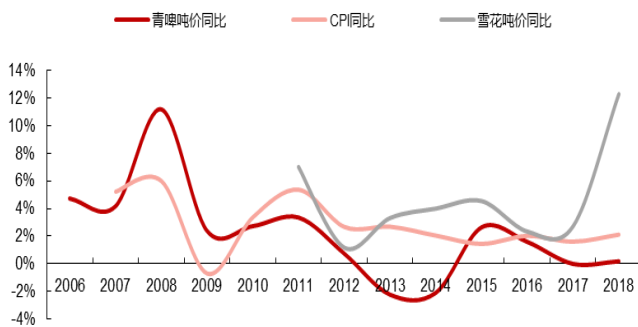
资料来源：公司公告、西部证券研发中心

资料来源：草根调研、公司公告、西部证券研发中心

### 3.1.1 提价传导分析：青啤产品价格存在提升空间

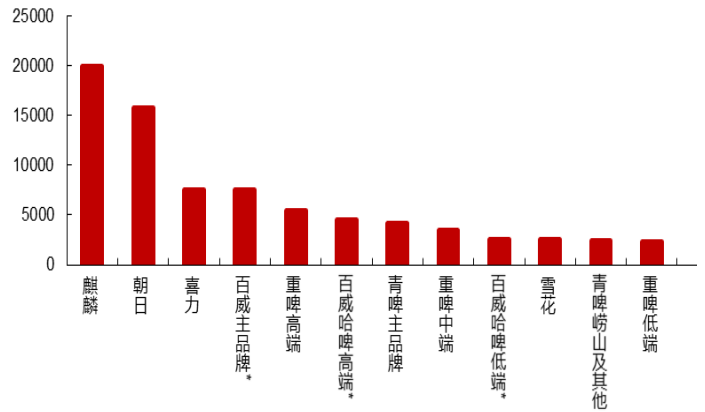
对比我国 CPI 及雪花吨价，近年来青啤的吨价增长落后于 CPI 增速，同时其整体吨价水平较目前市场上的许多中高端品牌仍有较大差距，综合来看青啤吨价存在合理的上行空间。

图 29：2011 年以后青啤吨价增速整体落后于 CPI 增速



资料来源：公司公告，国家统计局，西部证券研发中心

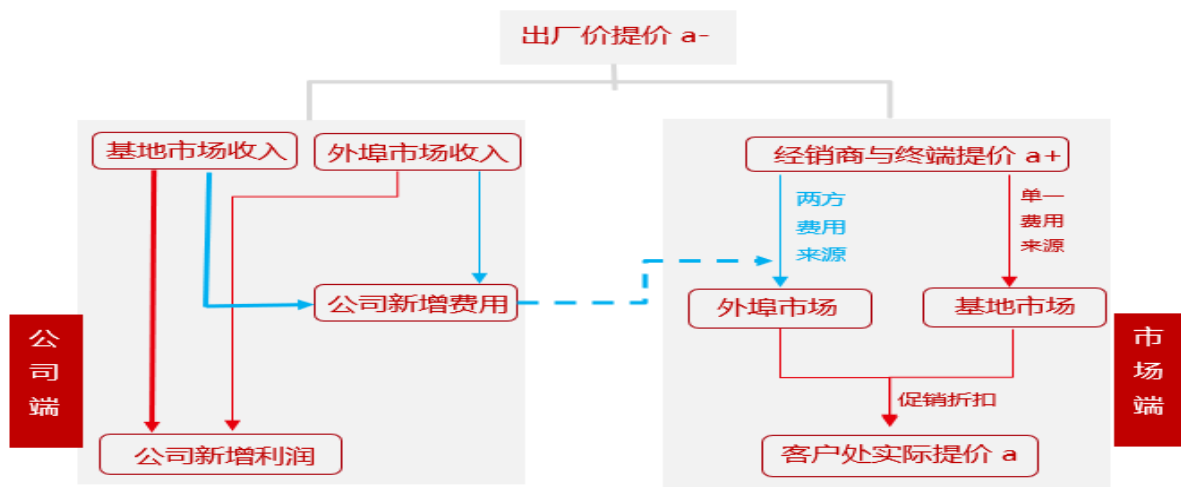
图 30：青啤吨价相比中高端品牌仍有较大差距



资料来源：公司公告，西部证券研发中心

与此同时，提价后再变向相促销降价的方式将降低终端的实际提价幅度，但长期来看，**通过螺旋式的价格上升，整体终端价格带最终将稳定。**（这里我们用  $a-$  表示厂家吨价提价幅度， $a+$  表示经销商提价幅度， $a$  表示稳定后的终端提价幅度， $a+>a>a-$ ）

图 31：提价传导结构图



资料来源：西部证券研发中心。

注： $a+>a>a-$  表示价格的高低



### 3.1.2 敏感性分析：提价可直接提升毛利并覆盖成本波动

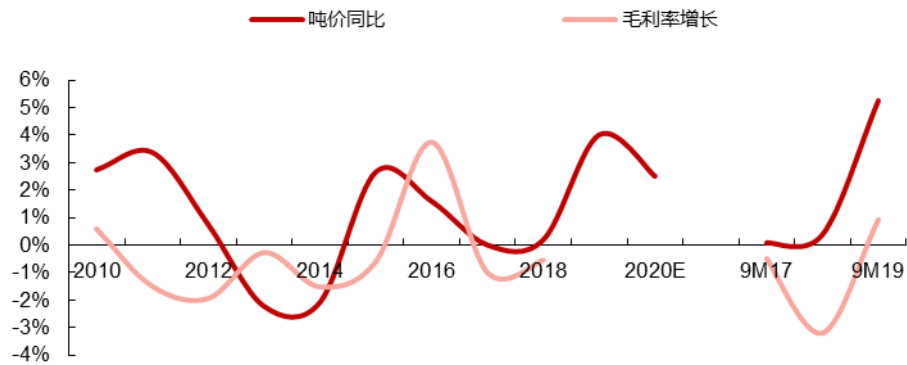
通过分析青啤历史吨价与毛利率变化水平，可以看到吨价的提升直接带动公司毛利率提升，两者具有明显的正相关性。年报数据显示青啤的毛利率增长滞后吨价增长一个财政年，因年报时效具有一定的滞后性，我们认为实际毛利率的跟随增长周期应更短，按 2017 年末至 2018 年初的提价启动时间计算，三季度末首轮提价较大程度传导至毛利端，对利润产生积极影响。

表 2：2018 年各主要啤酒品牌提价不完全统计

	提价时间	提价产品	提价幅度	地区
青岛	2018 年 1 月	经典 330ml 等	5%	青岛等
	2018 年 3 月	经典 500ml 等	5%	青岛等
燕京	2017 年 12 月	清爽/本生	15-20%	北京/浙江
华润	2018 年 1 月	雪花纯生/勇闯天涯等	10-15%	
百威中国	2017 年 10 月		5%	华南
	2018 年 3 月		30%	

资料来源：草根调研、公司公告，西部证券研发中心

图 32：直接提价将带动吨价提升约 2.5%，从而拉动毛利率提升约 1.5%



资料来源：公司公告，西部证券研发中心

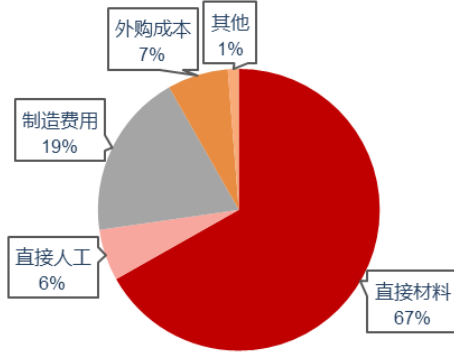
表 3：2019 年预期净利润对价格变动敏感度分析

地区	提价幅度	占收入比例	净利润变动	净利率变动
基地市场	+3%	55%	+18%	+1.30%
	+5%		+30%	+1.90%

资料来源：西部证券研发中心

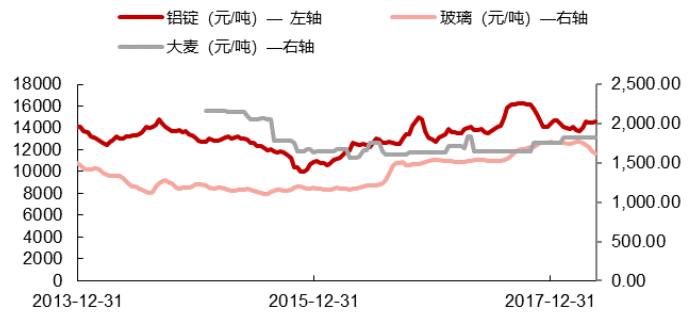
在提价分析时，考虑到高市占率地区更易保证提价效果，以占青啤销售额约 55%的基地市场为例，不考虑额外的促销折扣情况。考虑到啤酒生产结构的成本占比，我们选择了包材与大麦两个主要原材料；

图 33：青啤的成本结构



资料来源：公司公告，西部证券研发中心

图 34：主要生产材料的价格变化



资料来源：Wind,西部证券研发中心

表 4：2019 年预期净利润对原材变动料敏感度分析

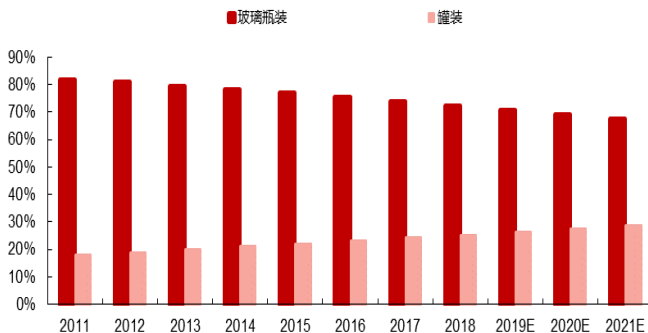
原材	占成本比例	变动幅度	净利润变动
包材	40%	+1%	-2.7%
大麦	15%	+1%	-1.0%

资料来源：西部证券研发中心

### 3.2 外在呈现升级：拓展小瓶罐化与On trade(在店)消费场景以获取更高溢价

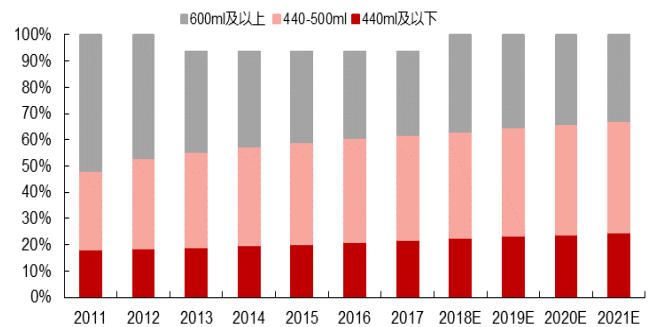
另一方面，数据显示我国啤酒市场的小瓶铝罐化占比出现明显的增长，市占率从 2011 年 13% 提升至 2017 年的 24%。但相较于日本 80-90%、美国 60-70%的罐化率，我国还处于较低水平。罐装啤酒的优势之一在于避免了玻璃装啤酒需要回瓶的环节，扩大了产品的运输半径并压缩了成本；优势之二在于罐装较玻璃瓶装拥有更高的售价。天猫平台的线上数据显示小罐装（330ml）的每升单价明显高于中型罐装（500ml），且售价更高的产品小瓶溢价也更高。其中青啤纯生的溢价约在 25%，青啤经典溢价约在 15%。

图 35：我国罐装啤酒占比持续上升



资料来源：Euromonitor,西部证券研发中心

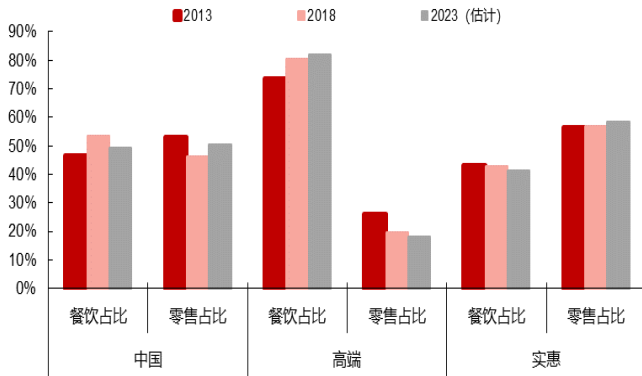
图 36：小瓶（500ml 及以下）占比呈上升趋势



资料来源：Euromonitor,西部证券研发中心

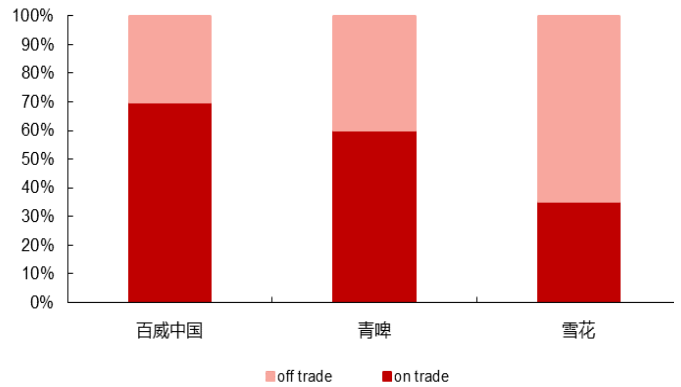
因产品结构中较高的中高端产品占比，青啤虽在 on trade（在店）渠道的整体占比显著高于雪花与燕京，但其与百威仍有较大差距，这也促使青啤加大了针对高端餐饮和夜场的产品与渠道的优化，例如在局部地区推广适合当地市场的小瓶装 1903，对餐饮和夜场渠道开展更精准的选址与费用投入等。On trade 渠道较高的产品溢价是受到品牌商青睐的核心原因，我们对青啤同款产品的不同渠道价格对比，可以看到夜店较普通零售店溢价 200%左右。

图 37：我国啤酒餐饮(offtrade)与零售(ontrade)渠道分布



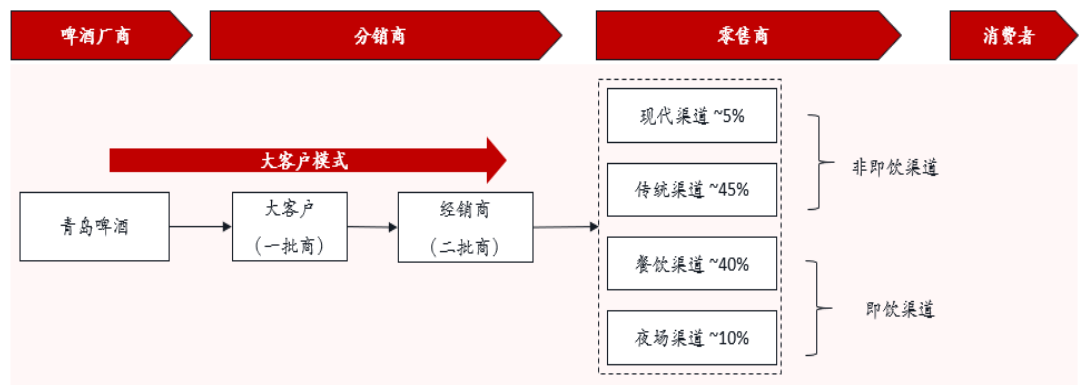
资料来源：百威亚太招股书，西部证券研发中心

图 38：各品牌渠道分布



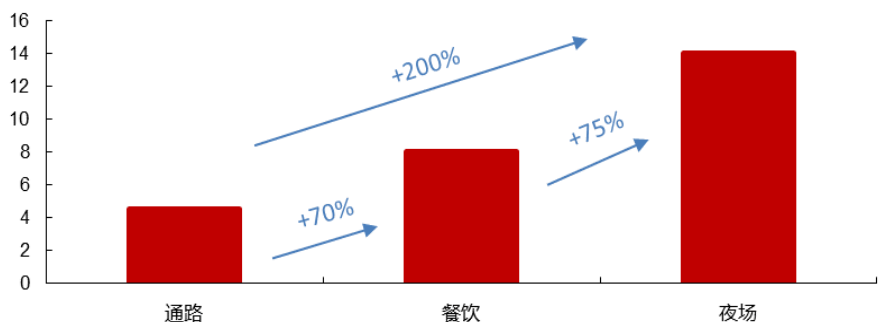
资料来源：Euromonitor，西部证券研发中心

图 39：青啤渠道结构：大客户模式



资料来源：公司公告，西部证券研发中心

图 40：渠道溢价（元/瓶）



资料来源：草根调研，西部证券研发中心

调研显示，近一年以来青啤已累计至少有 60 余万吨的易拉罐生产线正式投产，随着规模效应与原材料价格趋稳，未来收入与利润结构有望进一步提高。

表 5：不完全统计近一年青啤投产的易拉罐产线

时间	生产线所在地	易拉罐年产能（万千升）
2017年3月	泸州	5
2017年4月	甘肃	2.4
2017年8月	应城	5
2018年4月	扬州	5
2018年4月	珠海	3
2018年5月	漳州	6
2018年5月	太原	5
2018年6月	马鞍山	10
2019年4月	彭城	11
2019年8月	武威	13
总计		65.4

资料来源：草根调研、公司公告，西部证券研发中心

图 41：青啤个性化精酿 —— “深夜食堂” 1903



资料来源：公司网站，西部证券研发中心

图 42：青啤全自动化易拉罐生产线



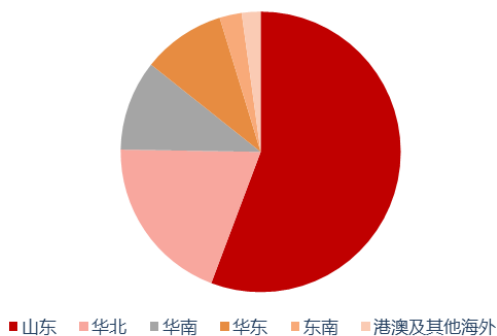
资料来源：公司网站，西部证券研发中心

### 3.3 立足渠道发挥成本领先战略，增厚利润弹性

#### 3.3.1 差异化提价及费用调控强化基地市场改善弱势区域EBIT

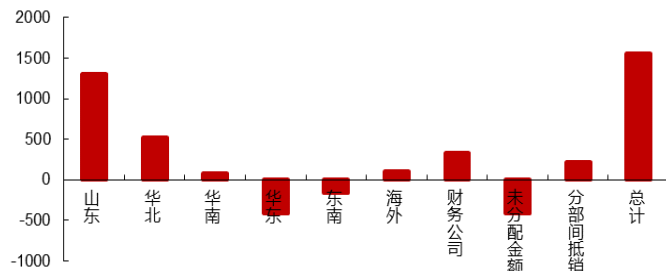
青啤的市场分布依托其工厂布局，核心基地市场有山东、陕西（市占率 70%以上），上海、江苏、福建、广东、河北也具备 20%或以上市占率，河南、东北等地近两年来青啤也有不错表现。我们看到核心基地市场具备更高的 EBIT，市场份额直接影响运营利润。因此，青啤对于各地区采取了不同的销售政策，对强势市场（山东/华北）显著提价并缩减费用，加大华东/华南投入，以期平衡各地区的利润增长。

图 43: 各地区收入占比 (2018)



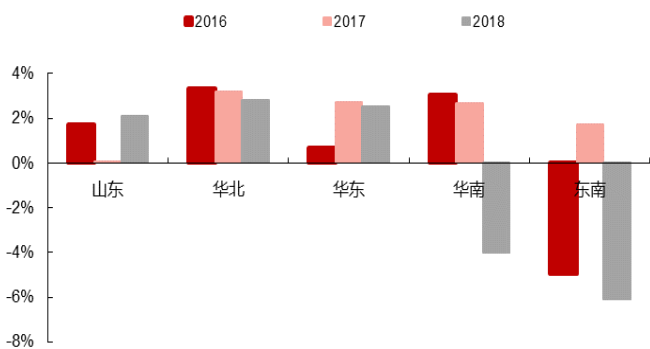
资料来源: 公司公告, 西部证券研发中心

图 44: 各地区净利润 (2018, 百万元)



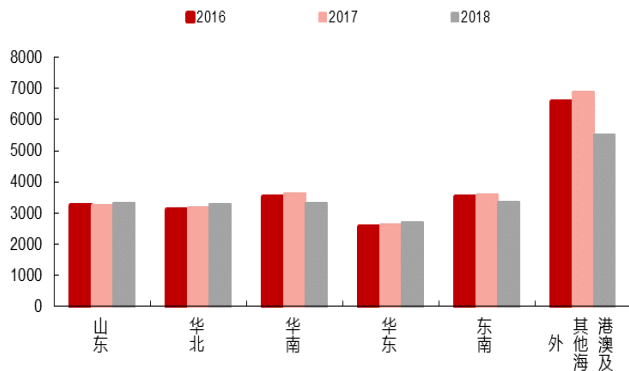
资料来源: 公司公告, 西部证券研发中心

图 45: 青啤各地区吨价增速



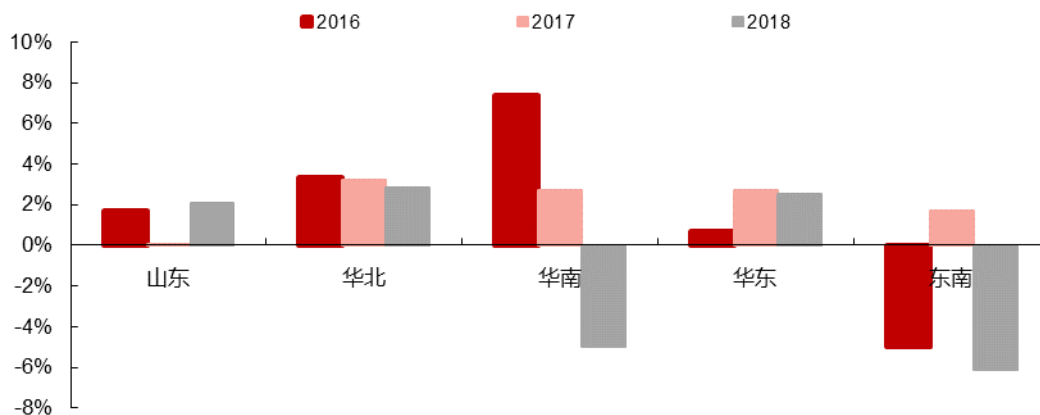
资料来源: 公司公告, 西部证券研发中心

图 46: 青啤各地区吨价水平 (元)



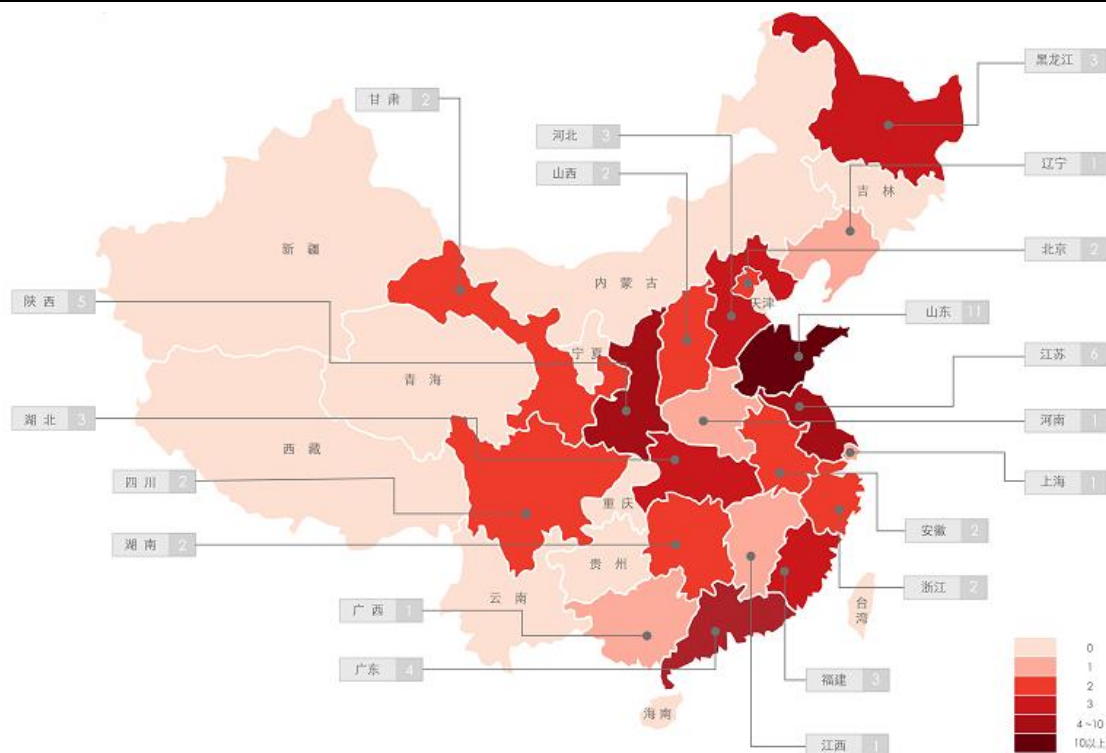
资料来源: 公司公告, 西部证券研发中心

图 47: 青啤各地区 EBIT 变化情况



资料来源: 公司公告, 西部证券研发中心

图 48：青啤全国工厂分布图



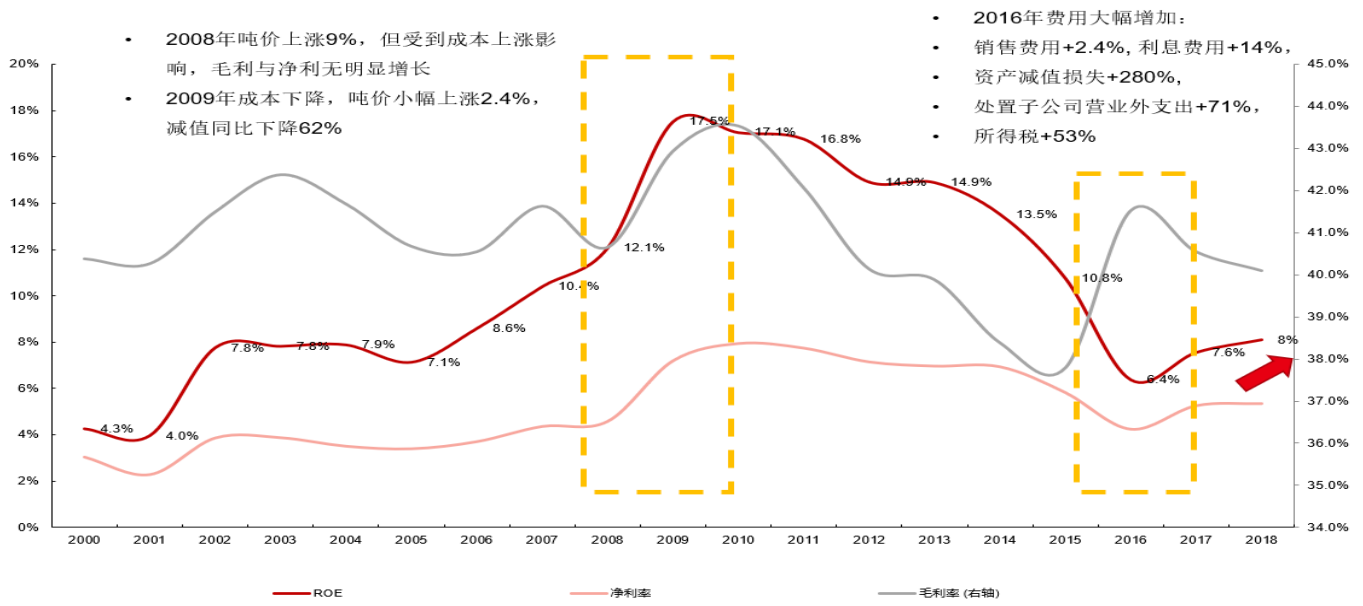
资料来源：公司官网、西部证券研发中心

### 3.3.2 精简费用提升利润，ROE走出低谷

青啤 ROE 组成中权益乘数与资产周转率长期稳定在较低水平，故其利润水平将显著影响 ROE 变化，回顾历史主要有以下阶段：

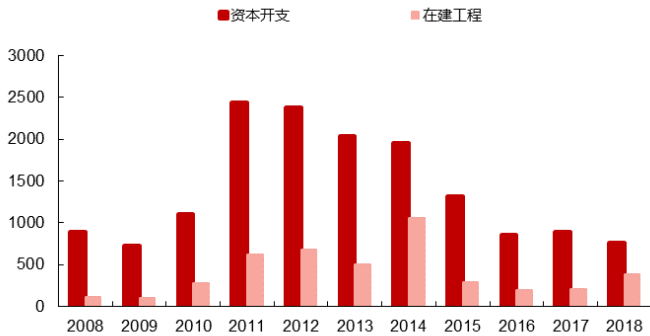
- 1) 08-14 年 7 年间，受益于利润的高速增长与其较为领先的成本控制，青啤 ROE 保持在 12% 以上的较高水平；
- 2) 14-16 年，受行业及内部费用消耗等原因 ROE 出现下降，其中较为突出的影响因素为 2015 年 1.4 亿与 2016 年高达 2.4 亿的处置子公司营业外支出；
- 3) 随着新增工程的大幅放缓，过度扩张带来的资产减值影响削弱、子公司处置逐渐完成，未来费用支出将有较为明显的改善，同时销售费用呈现下行趋势，产能利用率有所上升，综合来看费用端的精简带动了 2018 年 ROE 的好转，随着收入端的优化，复苏态势有望延续。

图 49: 青啤 ROE、毛利率与净利率历史变化情况



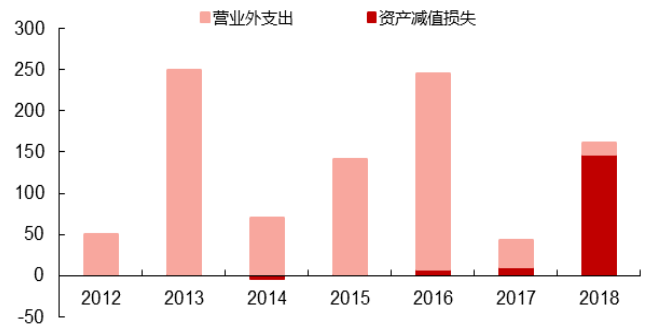
资料来源：公司公告，西部证券研发中心。说明：净利率左轴，毛利率右轴

图 50: 青啤资本开支与在建工程较高点回落 (百万)



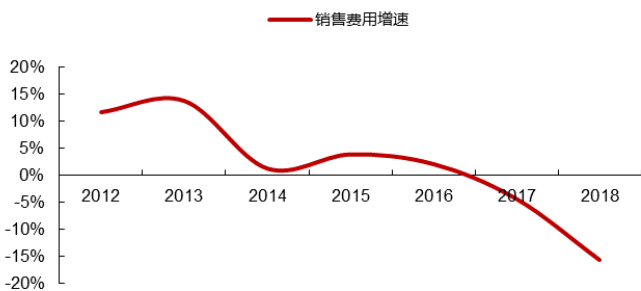
资料来源：公司公告，西部证券研发中心

图 51: 关厂减值利于公司长期发展 (百万)



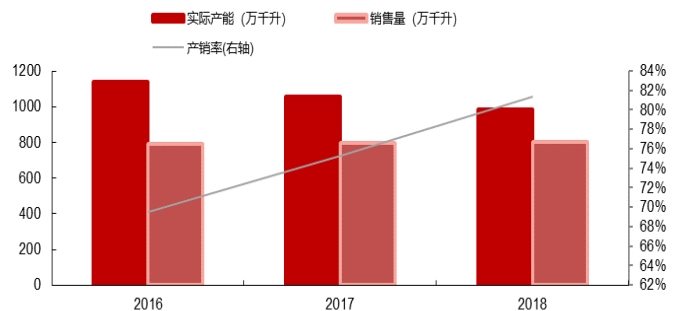
资料来源：公司公告，西部证券研发中心

图 52: 青啤销售费用持续下降



资料来源：公司公告，西部证券研发中心

图 53: 产销率上升



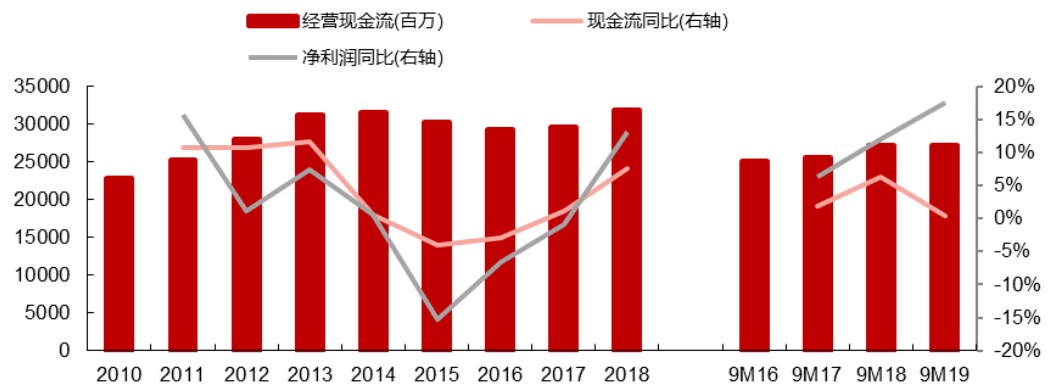
资料来源：公司公告，西部证券研发中心

## 四、财务分析、盈利预测与估值

### 4.1 财务分析

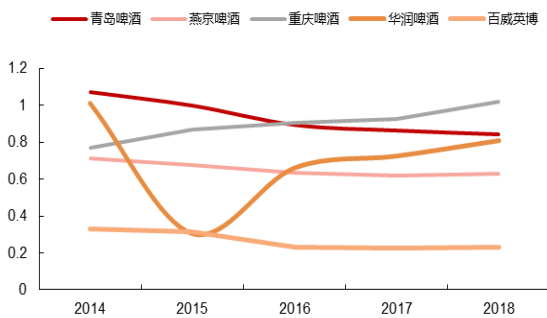
青啤年均 0.9 倍的总资产周转率领先行业，我们认为这受益于公司先市场后工厂的相对保守的产能扩张方式。再以营运资产管理效率为例，公司当前约 50 天的存货周转天数远优于国内外同行，应收与应付账款天数均为行业领先水平。目前青啤资产负债率约 40%，且负债多为应付，冗余现金透过财务公司管理每年可产出至少约 3 亿利润。我们认为未来现金的用途主要用于以下几个方面：一是红利支付，根据公司指引派息率会坚持 30% 以上；二是已有产能维护和技术改造，每年预估消耗现金约 10 亿；三是潜在并购与战略合作等的支出；四是应付可能的流动性风险。

图 54：青啤经营现金流（百万）显著改善，净利润弹性更高



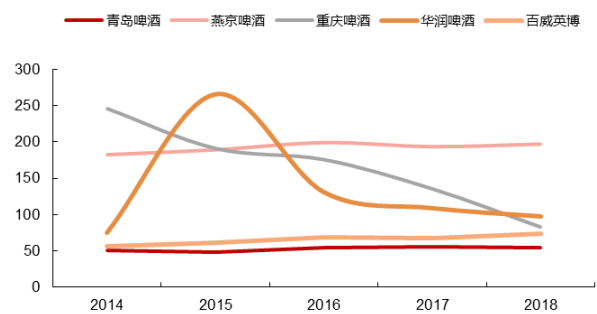
资料来源：公司公告，西部证券研发中心

图 55：总资产周转率



资料来源：公司公告，西部证券研发中心

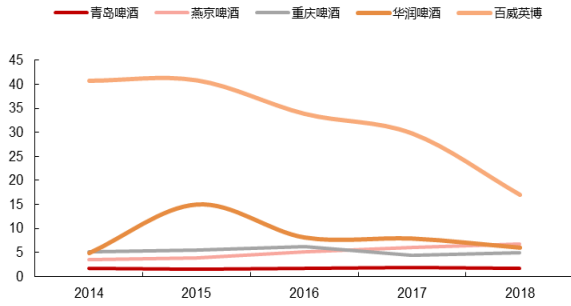
图 56：存货周转天数



资料来源：公司公告，西部证券研发中心

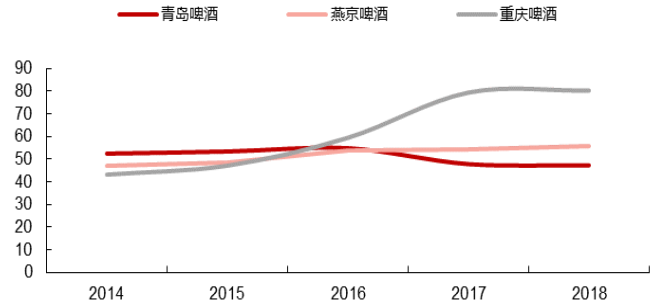


图 57: 应收账款周转天数



资料来源: 公司公告, 西部证券研发中心

图 58: 应付账款周转天数



资料来源: 公司公告, 西部证券研发中心

## 4.2 盈利预测

基于青啤的阶段性提价与中高端品牌占比两个维度, 我们预计公司 2019/20/21 年吨酒价分别同比增长 5.0%/4.5%/3.6%, 其中 1) 由提价贡献的吨价涨幅分别为 2.3%/2.1%/1.3%; 2) 2018 年青啤主品牌吨酒价 4122 元/吨, 其他品牌吨酒价 2455 元/吨, 差距 1667 元/吨, 我们预计青啤主品牌中高端占比持续提升, 贡献的吨价涨幅为 2.4%/2.4%/1.1%。

同时考虑到公司减员与未来 3-5 年的关厂规划, 我们认为毛利率将呈现相应改善, 预计 2019/2020/2021 毛利率将分别为 38.3%/38.8%/39.1%, 对应 ROE2019/2020/2021 将分别为 9.2%/9.8%/10%, 较 2017/2018 的 6.8%/7.4%有显著提升。

表 6: 盈利预测

	2017	2018	2019E	2020E	2021E	假设说明
<b>产品销量占比</b>						
青啤主品牌—中高端	20%	22%	24%	26%	27%	
青啤主品牌—其他	27%	27%	27%	27%	26%	
其他品牌 (含崂山)	53%	51%	49%	47%	47%	
<b>提价幅度</b>						
青啤主品牌—中高端						
青啤主品牌—其他		5%	4%	3%		
其他品牌 (含崂山)		3%	2%	1%		
提价贡献 (对次年营收贡献)		2.30%	2.06%	1.25%	0%	暂假设 2021 年公司不进行直接提价
<b>青啤主品牌—中高端</b>						
青啤主品牌—其他		1.36%	1.08%	0.81%		
其他品牌 (含崂山)		1.27%	0.98%	0.47%		
<b>产品吨价 (元)</b>						
青啤主品牌	3260	3267	3419	3573	3703	
其他品牌 (含崂山)		2455				
主品牌占比提升的吨价贡献(对)		2.00%	2.44%	2.35%	1.13%	

次年营收贡献)

吨价增长预计	5.00%	4.50%	3.60%	假设当年提价主要贡献次年吨价增长。其中2019年吨价含税改(下半年体现)约0.7%贡献		
量增长预计	0.30%	0.50%	0.50%	基于与公司沟通交流,并考虑行业体量整体增长空间		
收入增长预计	5.30%	5.00%	4.10%			
毛利润变化	-1.72%	-5.96%	6.98%	6.37%	4.90%	吨价为主要增长贡献,叠加税改贡献,并预计包材存在小幅下行
三费用变化	-6.60%	-13.03%	-1.67%	-0.69%	0.30%	考虑关厂减员,我们预计19-21年间有大约2-3亿的成本节约
所得税率变化	-13.60%	0.10%	-1.00%	-0.50%	0.00%	
净利润增长	12.60%	24.98%	17.85%	13.33%		

资料来源:公司公告,西部证券研发中心

### 4.3 估值分析

考虑到青岛啤酒收入规模、品牌优势,复星入股和换届后可能的管理、战略改善空间,我们认为公司未来三年业绩弹性充足,预计2019-2021年EPS分别为1.32/1.55/1.76元,同比增长25%/18%/13%。

目前股价对应19/20/21年EV/EBITDA分别为16.3X/13.2X/11.4X,19/20/21PE分别为38.5X/32.7X/28.8X,显著低于百威亚太、华润啤酒、重庆啤酒,高于国际品牌喜力、嘉士伯。

采用DCF绝对估值法,予以8.0%WACC,2.5%永续增长率,对应目标价为59.41元。

采用相对估值法,予以A+H代表公司2019年均价P/E47.9X测算,对应目标价为63.23元。

我们选取相对保守的DCF绝对估值目标价59.41元,较11/29收盘价50.69有17.2%上涨空间,予以增持评级。

表7:绝对估值主要假设

重要假设	2019年11月29日	说明
普通股价值(百万)	6374.789	
优先股价值	0	
短期债务(百万)	821.70	
长期债务	0	

无风险收益率%	3.17	十年期国债收益率
Beta	0.93	Wind
市场收益率%	8.49	5年沪深300平均收益
股权成本 Ke	8.12	
短期利率%	1.50	一年定存利率(税前)
长期利率%	4.75	Wind
债券调整系数	2	Wind
所得税率%	33	2018年有效所得税率
债务成本 Kd%	2.01	
资本加权平均成本(WACC)%	8.04	

资料来源: wind,西部证券研发中心

表 8: FCFF 模型敏感性分析

永续增长率	0.5%	1.0%	1.5%	2.0%	2.5%	3.0%	3.5%	4.0%
WACC								
6.5%	61.58	64.64	68.30	72.77	78.35	85.51	95.01	108.26
7.0%	57.38	59.88	62.82	66.35	70.66	76.03	82.93	92.08
7.5%	53.78	55.84	58.25	61.08	64.48	68.63	73.81	80.45
8.0%	50.65	52.38	54.36	56.68	59.41	62.69	66.69	71.68
8.5%	47.91	49.37	51.03	52.94	55.17	57.81	60.97	64.82
9.0%	45.49	46.73	48.13	49.73	51.58	53.73	56.27	59.31
9.5%	43.34	44.40	45.59	46.94	48.49	50.27	52.34	54.79

资料来源: 西部证券研发中心

表 9: 同业估值

公司名称	市值(亿元,当地货币)	EV/EBITDA (X)			P/E(X)			EPS(当地货币,元)			Dividend yield%
		2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E	
青岛啤酒	637	16.3	13.2	11.4	38.5	32.7	28.8	1.32	1.55	1.76	1.1
重庆啤酒	236	31.6	28.5	24.9	45.3	43.4	37.6	1.12	1.17	1.35	1.7
华润啤酒	1330	24.9	20.0	17.2	57.1	40.2	31.5	0.70	0.99	1.27	0.6
百威亚太	3695	22.2	19.5	17.1	49.4	38.2	31.4	0.10	0.12	0.12	1.4
A+H 均值		23.5	20.4	17.8	47.9	38.9	32.3	0.81	0.96	1.13	1.2
海外											
嘉士伯	1468	11.6	11	10.5	23.6	21.5	19.4	41.05	45.11	49.97	2.1
喜力	537	12.5	12	11.4	21.9	20.4	18.9	4.36	4.67	5.05	1.8

资料来源: bloomberg,西部证券研发中心

注: 市值为 2019/11/29 收盘价。青岛啤酒、重庆啤酒货币单位为人民币元, 华润啤酒货币单位为港币, 百威亚太货币单位为美元, 嘉士伯货币单位为丹麦克朗, 喜力货币单位为欧元

## 风险提示

**行业竞争加剧。**随着外资啤酒和进口啤酒在国内市场加大促销，将进一步加剧国内中高端产品市场的竞争态势，由于公司产品面向中高端产品市场比重较大，可能影响公司短期的销量和收入增长。

**原材料成本、外汇汇率波动。**如果原材料成本、包材成本发生波动，会对公司的盈利能力影响。公司目前原材料大麦主要依赖进口，因此汇率的变动将会影响本公司的原材料采购成本。

**天气、政策法规等因素不确定性。**啤酒消费通常在夏季为主，如果夏季天气不够炎热或者阴雨较多，会导致当年产品销量下降。同时如果政府监管政策有所趋严，夜场、娱乐渠道的销量可能会受到影响。如果国内政策变化，会对市场稳定性带来影响。

**食品安全问题。**食品安全是食品行业的第一要务，也关系着啤酒企业的声誉，随着公司规模的扩张，公司产品质量管控压力也将增大。

## 财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E	利润表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
现金及现金等价物	9,805	12,536	15,530	18,850	22,413	营业收入	26277	26575	27987	29387	30604
应收款项	141	111	134	140	146	营业成本	15622	16556	17268	17985	18638
存货净额	2,393	2,651	2,671	2,683	2,678	营业税金及附加	(2325)	(2327)	(2351)	(2410)	(2448)
其他流动资产	1,733	2,463	3,360	3,375	3,388	销售费用	5769	4869	4758	4849	4958
<b>流动资产合计</b>	<b>14,073</b>	<b>17,760</b>	<b>21,694</b>	<b>25,049</b>	<b>28,626</b>	管理费用	1244	1406	1343	1234	1132
固定资产及在建工程	10,991	10,296	9,832	9,343	8,828	财务费用	(370)	(497)	(420)	(441)	(459)
长期股权投资	376	370	370	370	370	其他费用/( -收入)	12	85	47	33	33
无形资产	2,776	2,600	2,438	2,289	2,153	<b>营业利润</b>	<b>1992</b>	<b>2378</b>	<b>2914</b>	<b>3398</b>	<b>3854</b>
其他非流动资产	2,758	3,048	3,266	3,523	3,815	营业外净收支	113	2	14	29	29
<b>非流动资产合计</b>	<b>16,902</b>	<b>16,315</b>	<b>15,906</b>	<b>15,525</b>	<b>15,167</b>	<b>利润总额</b>	<b>2105</b>	<b>2380</b>	<b>2927</b>	<b>3426</b>	<b>3883</b>
<b>资产总计</b>	<b>30,975</b>	<b>34,075</b>	<b>37,600</b>	<b>40,574</b>	<b>43,793</b>	所得税费用	(723)	(819)	(976)	(1127)	(1277)
短期借款	283	296	312	327	341	<b>净利润</b>	<b>1382</b>	<b>1561</b>	<b>1951</b>	<b>2299</b>	<b>2605</b>
应付款项	2,084	2,246	5,914	6,159	6,383	少数股东损益	119	139	173	204	232
其他流动负债	8,086	9,544	14,772	15,186	15,562	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>1263</b>	<b>1422</b>	<b>1777</b>	<b>2095</b>	<b>2374</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>10,452</b>	<b>12,087</b>	<b>20,997</b>	<b>21,672</b>	<b>22,286</b>	<b>财务指标</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>
长期借款及应付债券	1	1	1	1	1	<b>盈利能力</b>					
其他长期负债	2,747	3,298	5,039	5,039	5,039	ROE	6.8%	7.4%	9.2%	9.8%	10.0%
<b>长期负债合计</b>	<b>2,748</b>	<b>3,298</b>	<b>5,039</b>	<b>5,039</b>	<b>5,039</b>	毛利率	40.5%	37.7%	38.3%	38.8%	39.1%
<b>负债合计</b>	<b>13,198</b>	<b>13,200</b>	<b>15,385</b>	<b>26,036</b>	<b>26,712</b>	营业利润率	7.6%	8.9%	10.4%	11.6%	12.6%
股本	1,351	1,351	1,351	1,351	1,351	销售净利率	4.8%	5.4%	6.4%	7.1%	7.8%
股东权益	17,145	17,970	17,970	20,065	22,439	<b>成长能力</b>					
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>30,975</b>	<b>34,075</b>	<b>37,600</b>	<b>40,574</b>	<b>43,793</b>	营业收入增长率	0.7%	1.1%	5.3%	5.0%	4.1%
						营业利润增长率	-1.7%	-6.0%	7.0%	6.4%	4.9%
						净利润增长率	21.0%	12.6%	25.0%	17.8%	13.3%
						<b>偿债能力</b>					
						资产负债率	42.6%	45.2%	49.8%	47.8%	45.7%
						流动比	1.35	1.47	1.03	1.16	1.28
						速动比	1.12	1.25	0.91	1.03	1.16
						<b>每股指标与估值</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>
						<b>每股指标</b>					
						EPS	0.93	1.05	1.32	1.55	1.76
						BVPS	12.7	13.3	13.3	14.9	16.6
						<b>估值</b>					
						P/E	54.2	48.2	38.5	32.7	28.8
						P/B	4.0	3.8	3.8	3.4	3.1
						P/S	2.6	2.6	2.4	2.3	2.2

数据来源: 公司财务报表, 西部证券研发中心

## 西部证券—公司投资评级说明

买入:	公司未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 20%以上
增持:	公司未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%到 20%之间
中性:	公司未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数变动幅度相差-5%到 5%
卖出:	公司未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数大于 5%

## 联系我们

联系地址: 上海市浦东新区浦东南路 500 号国家开发银行大厦 21 层  
北京市朝阳区东三环中路 7 号北京财富中心写字楼 A 座 507  
深圳市福田区深南大道 6008 号深圳特区报业大厦 10C

## 机构销售团队:

徐青	全国	全国销售总监	17701780111	xuqing@research.xbmail.com.cn
李佳	上海	资深机构销售	18616873177	lijia@research.xbmail.com.cn
王倚天	上海	资深机构销售	15601793971	wangyitian@research.xbmail.com.cn
曲泓霖	上海	高级机构销售	15800951117	quhonglin@research.xbmail.com.cn
张璐	上海	高级机构销售	18521558051	zhanglu@research.xbmail.com.cn
龚泓月	上海	高级机构销售	15180166063	gonghongyue@research.xbmail.com.cn
丁可莎	上海	高级机构销售	18121342865	dingkesha@research.xbmail.com.cn
陈妙	上海	机构销售	18258750681	chenmiao@research.xbmail.com.cn
钱丹	上海	机构销售	16602165959	qiandan@research.xbmail.com.cn
陈艺雨	上海	机构销售	13120961367	chenyiyu@research.xbmail.com.cn
倪欢	上海	机构销售	15201924180	nihuan@research.xbmail.com.cn
尉丽丽	上海	机构销售助理	18717752139	weilili@research.xbmail.com.cn
于静颖	上海	机构销售助理	18917509525	yujingying@research.xbmail.com.cn
程琰	深圳	区域销售总监	15502133621	chengyan@research.xbmail.com.cn
唐小迪	深圳	高级机构销售	13418584996	tangxiaodi@research.xbmail.com.cn
吕洋	深圳	高级机构销售	13510340006	lyyang@research.xbmail.com.cn
杨洋	深圳	机构销售助理	13760192366	yangyang@research.xbmail.com.cn
滕雪竹	深圳	机构销售助理	18340820535	tengxuezhuzhu@research.xbmail.com.cn
孙曼	深圳	机构销售助理	18516326070	sunman@research.xbmail.com.cn
李思	广州/上海	高级机构销售	13122656973	lisi@research.xbmail.com.cn
李梦含	北京	区域销售总监	15120007024	limenghan@research.xbmail.com.cn
高飞	北京	高级机构销售	15120002898	gaofei@research.xbmail.com.cn
袁盼锋	北京	高级机构销售	18611362059	yuanpanfeng@research.xbmail.com.cn
滕飞	北京	机构销售助理	15010106246	tengfei@research.xbmail.com.cn
刘文清	北京	机构销售助理	13262708812	liuwenqing@research.xbmail.com.cn

## 免责声明

本报告由西部证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告仅供西部证券股份有限公司（以下简称“本公司”）机构客户使用。本报告在未经本公司公开披露或者同意披露前，系本公司机密材料，如非收件人（或收到的电子邮件含错误信息），请立即通知发件人，及时删除该邮件及所附报告并予以保密。发送本报告的电子邮件可能含有保密信息、版权专有信息或私人信息，未经授权者请勿针对邮件内容进行任何更改或以任何方式传播、复制、转发或以其他任何形式使用，发件人保留与该邮件相关的一切权利。同时本公司无法保证互联网传送本报告的及时、安全、无遗漏、无错误或无病毒，敬请谅解。

本报告基于已公开的信息编制，但本公司对该等信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断，该等意见、评估及预测在出具日外无需通知即可随时更改。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。对于本公司其他专业人士（包括但不限于销售人员、交易人员）根据不同假设、研究方法、即时动态信息及市场表现，发表的与本报告不一致的分析评论或交易观点，本公司没有义务向本报告所有接收者进行更新。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供投资者参考之用，并非作为购买或出售证券或其他投资标的的邀请或保证。客户不应以本报告取代其独立判断或根据本报告做出决策。该等观点、建议并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素，必要时应就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。本公司以往相关研究报告预测与分析的准确，不预示与担保本报告及本公司今后相关研究报告的表现。对依据或者使用本报告及本公司其他相关研究报告所造成的一切后果，本公司及作者不承担任何法律责任。

在法律许可的情况下，本公司可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。对于本报告可能附带的其它网站地址或超级链接，本公司不对其内容负责，链接内容不构成本报告的任何部分，仅为方便客户查阅所用，浏览这些网站可能产生的费用和风险由使用者自行承担。

本公司关于本报告的提示（包括但不限于本公司工作人员通过电话、短信、邮件、微信、微博、博客、QQ、视频网站、百度官方贴吧、论坛、BBS）仅为研究观点的简要沟通，投资者对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“西部证券研究发展中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。如未经西部证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司保留追究相关责任的权力。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。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91610000719782242D。