

方正证券研究所证券研究报告

乐惠国际(603076)

中小市值公司研究

机械设备行业

公司投资价值分析报告

2018.07.24/强烈推荐(首次)

中小盘首席分析师 王永辉
 执业证书编号: S1220517020001
 TEL: 021-50196819
 E-mail wangyonghui@foundersc.
 分析师: 夏玮祥
 执业证书编号: S1220517120002
 TEL:
 E-mail xiaweixiang@foundersc.

联系人:

TEL:

E-mail:

历史表现:



数据来源: wind 方正证券研究所

相关研究

请务必阅读最后特别声明与免责条款

核心逻辑: 啤酒消费升级趋势下, 精酿啤酒产线需求提升有望带动公司设备持续快速放量。首次覆盖给予“强烈推荐”评级。

首次覆盖给予“强烈推荐”评级: 市场低估了我国啤酒行业消费升级和产品结构升级的变化, 我们认为啤酒消费升级趋势下, 精酿啤酒产线需求提升有望带动公司酿造设备快速放量。预计公司 18-20 年实现收入 9.50/11.11/13.19 亿元, 净利润 0.95/1.16/1.34 亿元, 对应 EPS 分别为 1.28/1.56/1.80 元, 首次覆盖给予“强烈推荐”评级。

消费升级趋势下, 精酿啤酒快速增长带动公司酿造设备快速放量。 我们看好未来精酿啤酒需求快速增长过程中公司有望抢占市场份额, 获得快速成长。**其一, 消费升级趋势下, 精酿啤酒异军突起:** 国内啤酒产量在 2013 年达到峰值, 约为 4432 万千升, 此后啤酒产量略有下降, 2017 年全国啤酒产量降至 3868 万千升, 行业整体保持稳定。相较于行业的萎缩, 销量占比不足 1% 的精酿啤酒却异军突起, 以超过 40% 的复合增速快速增长。相较于传统工业啤酒, 精酿啤酒原材料更为考究, 发酵工艺更为复杂, 口味更加丰富, 更加符合消费者喝得更好的消费需求;**其二, 我国精酿啤酒渗透率低, 精酿啤酒设备具有较好的市场空间:** 全球比较来看, 相较于我国 1% 不到精酿啤酒市占率, 啤酒文化更为丰富的欧美国家, 尤其是美国精酿啤酒的市占率在 10 年间从 3.8% 快速上升到 12.3%。根据我们测算, 国内精酿啤酒渗透率每上升 1%, 对应设备需求市场规模增加超过 40 亿元;**其三, 公司深耕啤酒酿造设备市场, 目前已供货几乎所有国际顶尖啤酒厂商, 近两年成功适配多套精酿啤酒产线, 预计精酿啤酒占比的提升将持续带动公司业绩增长。**

股价催化剂: 外延式进行产业链布局; 中标精酿啤酒设备大单。

风险提示: 市场竞争加剧; 精酿消费需求放缓; 汇兑损益等。

盈利预测:

单位/百万	2017	2018E	2019E	2020E
营业总收入	831.50	949.74	1110.57	1319.34
(+/-) (%)	-12.57	14.22	16.93	18.80
净利润	67.19	95.00	116.25	133.96
(+/-) (%)	-12.38	41.40	22.37	15.23
EPS(元)	0.90	1.28	1.56	1.80
P/E	42.78	29.08	23.76	20.62

数据来源: wind 方正证券研究所

图1： 公司各项业务盈利预测：预计公司 18-20 年实现收入 9.49/11.11/13.19 亿元

项目	单位	2017A	2018E	2019E	2020E
啤酒酿造设备					
销售收入	百万元	510.13	592.46	699.94	850.77
增长率	%	317.42	16.14	18.14	21.55
毛利	百万元	139.01	160.26	193.11	230.05
毛利率	%	27.25	27.05	27.59	27.04
无菌灌装设备					
销售收入	百万元	236.36	265.29	305.69	351.12
增长率	%	27.27	12.24	15.23	14.86
毛利	百万元	70.18	74.28	86.21	99.37
毛利率	%	29.69	28.00	28.20	28.30
其他过程设备					
销售收入	百万元	76.1	80.10	90.40	99.65
增长率	%	68.64	5.26	12.85	10.24
毛利	百万元	19.09	20.86	23.48	25.56
毛利率	%	25.09	26.04	25.98	25.65
其他业务					
销售收入	百万元	8.91	11.88	14.54	17.79
增长率	%	793.27	33.30	22.40	22.40
毛利	百万元	3.35	4.99	5.76	6.84
毛利率	%	37.6	42.01	39.64	38.43
合计					
销售收入	百万元	831.5	949.74	1110.57	1319.34
增长率	%	-12.57	14.22	16.93	18.80
毛利	百万元	231.63	260.39	308.57	361.82
毛利率	%	27.86	27.42	27.78	27.42

资料来源：Wind、方正证券研究所

我们认为公司将长期受益于国内啤酒消费升级，精酿啤酒占比的提升将带动公司业绩增长，首次覆盖给予“强烈推荐”评级，预计公司 18-20 年净利润为 0.95/1.16/1.34 亿元，对应 EPS 为 1.28/1.56/1.80 元。

图2： 可比公司估值：2018 年行业平均 PE 为 26 倍

证券代码	公司简称	EPS			PE		
		2017A	2018E	2019E	2017A	2018E	2019E
002529	海源机械	0.13	0.32	0.66	82	34	17
300416	苏试试验	0.49	0.64	0.96	45	34	23
000530	大冷股份	0.23	0.29	0.32	17	13	12
300430	诚益通	0.49	0.47	0.51	22	23	21
	平均值				41	26	18
603076	乐惠国际	0.90	1.28	1.56	42	29	24

资料来源：Wind、方正证券研究所。注：可比公司数据采用 Wind 一致预期，股价为 20180724 收盘价。

附录：公司财务预测表

单位：百万元

资产负债表					利润表				
	2017	2018E	2019E	2020E		2017	2018E	2019E	2020E
流动资产	1314.03	1151.69	1314.81	1529.47	营业总收入	831.50	949.74	1110.57	1319.34
现金	426.76	180.00	180.00	191.09	营业成本	599.85	689.34	801.99	957.53
应收账款	239.48	262.76	316.73	386.57	营业税金及附加	7.90	8.02	9.03	11.47
其它应收款	9.17	13.05	15.59	18.32	营业费用	18.53	23.74	26.65	31.35
预付账款	47.91	51.03	61.71	72.28	管理费用	106.37	110.93	130.49	159.30
存货	490.83	544.94	640.69	760.94	财务费用	22.33	7.57	6.06	3.48
其他	99.87	99.91	100.09	100.25	资产减值损失	2.96	0.00	0.00	0.00
非流动资产	215.52	253.40	262.35	263.27	公允价值变动收益	1.57	0.00	0.00	0.00
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	投资净收益	-1.46	0.00	0.00	0.00
固定资产	152.91	182.91	188.22	184.48	营业利润	73.08	110.13	136.33	156.21
无形资产	56.22	64.11	67.74	72.40	营业外收入	9.36	10.93	13.06	12.91
其他	6.39	6.39	6.39	6.39	营业外支出	0.40	1.10	1.32	1.42
资产总计	1529.55	1405.09	1577.16	1792.74	利润总额	82.04	119.96	148.07	167.71
流动负债	752.35	532.54	587.58	668.84	所得税	14.97	24.61	31.04	33.39
短期借款	346.79	50.35	26.07	0.00	净利润	67.07	95.35	117.03	134.32
应付账款	110.56	137.63	163.31	193.08	少数股东损益	-0.11	0.35	0.78	0.36
其他	294.99	344.56	398.19	475.76	归属母公司净利润	67.19	95.00	116.25	133.96
非流动负债	4.10	4.10	4.10	4.10	EBITDA	118.80	139.37	168.71	189.37
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EPS (元)	0.90	1.28	1.56	1.80
其他	4.10	4.10	4.10	4.10					
负债合计	756.45	536.64	591.68	672.94	主要财务比率	2017	2018E	2019E	2020E
少数股东权益	1.72	2.07	2.84	3.21	成长能力				
股本	74.50	74.50	74.50	74.50	营业收入	-0.13	0.14	0.17	0.19
资本公积	510.82	510.82	510.82	510.82	营业利润	-0.16	0.51	0.24	0.15
留存收益	187.84	282.84	399.09	533.05	归属母公司净利润	-0.12	0.41	0.22	0.15
归属母公司股东权益	771.38	866.38	982.63	1116.59	获利能力				
负债和股东权益	1529.55	1405.09	1577.16	1792.74	毛利率	0.28	0.27	0.28	0.27
					净利率	0.08	0.10	0.10	0.10
					ROE	0.09	0.11	0.12	0.12
					ROIC	0.12	0.13	0.14	0.14
					偿债能力				
					资产负债率	0.49	0.38	0.38	0.38
					净负债比率	0.45	0.06	0.03	0.00
					流动比率	1.75	2.16	2.24	2.29
					速动比率	1.09	1.14	1.15	1.15
					营运能力				
					总资产周转率	0.60	0.65	0.74	0.78
					应收账款周转率	3.15	3.78	3.83	3.75
					应付账款周转率	6.68	7.65	7.38	7.40
					每股指标(元)				
					每股收益	0.90	1.28	1.56	1.80
					每股经营现金	0.98	1.39	0.65	0.76
					每股净资产	10.35	11.63	13.19	14.99
					估值比率				
					P/E	42.78	29.08	23.76	20.62
					P/B	3.73	3.19	2.81	2.47
					EV/EBITDA	23.52	18.89	15.46	13.58

数据来源：wind 方正证券研究所

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，保证报告所采用的数据和信息均来自公开合规渠道，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。研究报告对所涉及的证券或发行人的评价是分析师本人通过财务分析预测、数量化方法、或行业比较分析所得出的结论，但使用以上信息和分析方法存在局限性。特此声明。

免责声明

方正证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司客户使用。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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。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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离制度控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。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“方正证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

公司投资评级的说明：

强烈推荐：分析师预测未来半年公司股价有20%以上的涨幅；

推荐：分析师预测未来半年公司股价有10%以上的涨幅；

中性：分析师预测未来半年公司股价在-10%和10%之间波动；

减持：分析师预测未来半年公司股价有10%以上的跌幅。

行业投资评级的说明：

推荐：分析师预测未来半年行业表现强于沪深300指数；

中性：分析师预测未来半年行业表现与沪深300指数持平；

减持：分析师预测未来半年行业表现弱于沪深300指数。

	北京	上海	深圳	长沙
地址：	北京市西城区阜外大街甲34号方正证券大厦8楼(100037)	上海市浦东新区浦东南路360号新上海国际大厦36楼(200120)	深圳市福田区深南大道4013号兴业银行大厦201(418000)	长沙市芙蓉中路二段200号华侨国际大厦24楼(410015)
网址：	http://www.foundersc.com	http://www.foundersc.com	http://www.foundersc.com	http://www.foundersc.com
E-mail：	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com