

实现高质量的增长

——华润啤酒 (0291.HK) 2019 年上半年业绩点评

海外公司简报

◆ **产品结构提升带动收入利润快速增长。**2019 年上半年公司营业收入同比增长 7.2% 至 188.2 亿元，啤酒销量较去年同期上升 2.6% 至 637.5 万升。其中中档及以上产品销量同比增长 7.0%，带动整体吨价同比提升 4.5%，及毛利率同比提升 1.8 个百分点至 37.8%。销售费用率同比提升 0.8 个百分点至 15.4%，主要由于营销投放加大及收购喜力中国之影响。而受益于产能优化及组织改造等举措，期内管理费用率同比下降 1.3 个百分点至 10.3%。期内公司 EBITDA 同比提升 27.5% 至 26.3 亿元，归母净利润同比提升 24.1% 至 18.7 亿元。

◆ **喜力整合进程顺利，加码中高端市场。**收购事项已于 4 月 29 日完成。当前：1) 除三省一市（浙江、福建、广东、上海）外，其余地区完成全部业务条线整合，下一步将加快三省一市的整合速度；2) 已在 26 个省现有渠道网络展开喜力啤酒的交叉销售机会，将实现喜力、SOL、Tiger 等品牌的上市销售，丰富产品组合；3) 通过喜力试水大商制经营模式，将在年底前实现架构初步搭建，以拓展中高端市场。根据 GlobalData 数据，华润+喜力目前高端市场占比约为 13%。我们认为华润与喜力的业务协同将有助于公司不断攫取市场份额。公司目标在未来 3-5 年将高端产品销量实现翻番。

◆ **多举措提质增效提升盈利能力。**1) 产能优化方面，公司上半年关闭 1 家工厂，同时新增喜力方面的 3 家工厂。期内公司产能利用率提升至 59%，吨酒成本持续下降；2) 减员增效方面，期末员工人数较期初净减少 5000 人，组织精简进程基本完成；3) 精益销售持续推进，加持高端品牌推广。叠加产品结构不断升级，公司盈利表现将展现良好弹性。期内公司东区及中区利润表现展现举措成效，东区/中区期内实现 EBITDA 利润率 4.0/2.4 个百分点的提升，EBITDA 分别同比提升 35%/31%。

◆ 维持“买入”评级

我们维持 2019-21 年公司净利润为 20/31/39 亿元，对应 2019-21 年 EPS 分别为 0.62/0.96/1.21 元人民币。当前股价对应 19 年 55x PE/21.8x EV/EBITDA。维持“买入”评级。

◆ **风险提示：**市场竞争恶化；原材料成本上升；业务整合逊于预期

业绩预测和估值指标

指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	29,732	31,867	34,725	37,440	39,942
营业收入增长率	3.6%	7.2%	9.0%	7.8%	6.7%
净利润 (百万元)	1,175	977	2,019	3,105	3,920
净利润增长率	4.0%	3.1%	5.8%	8.3%	9.8%
EPS (元)	0.36	0.30	0.62	0.96	1.21
ROE (归属母公司) (摊薄)	6.4%	5.2%	9.7%	13.0%	14.1%
EV/EBITDA	28.9	25.7	21.8	18.4	15.5
P/E	94	113	55	36	28
P/B	6.0	5.9	5.3	4.6	4.0

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2019 年 8 月 16 日

注：港币对人民币汇率取 0.87

买入 (维持)

当前价 (港元): 39.20 港币

分析师

周翔 (执业证书编号: S0930518080002)

021-52523853

zhouxiang@ebcn.com

张喆 (执业证书编号: S0930519050003)

021-52523805

zhangzhe@ebcn.com

叶倩瑜 (执业证书编号: S0930517100003)

021-52523657

yeqianyu@ebcn.com

市场数据

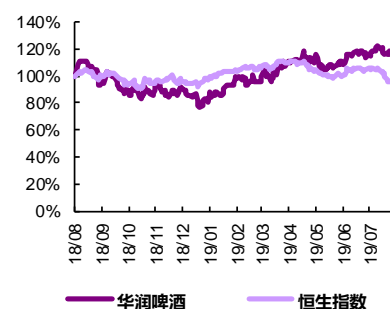
总股本(亿股): 32.44

总市值(亿元): 1,140.49

一年最低/最高(元): 24.10/39.90

近 3 月换手率: 19.9%

股价表现(一年)



收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	18.0	18.0	30.0
绝对	8.0	10.1	24.9

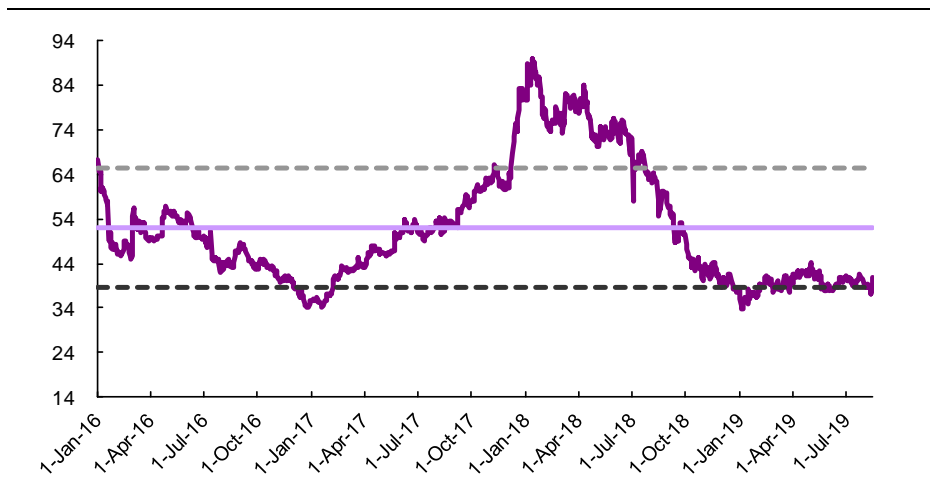
资料来源: Wind

表 1: 华润啤酒 2018-19 年半年度业绩比较

人民币 百万	1H 2018	2H 2018	1H 2019	YoY	2H 2019E	YoY
收入	17,565	14,302	18,825	7.2%	15,900	11.2%
毛利	6,323	4,875	7,125	12.7%	5,601	14.9%
毛利率	36.0%	34.1%	37.8%		35.2%	
其他收入及收益	382	611	396	3.7%	572	-6.3%
销售费用	-2,564	-3,006	-2,906	13.3%	-3,164	5.2%
行政费用	-2,031	-3,010	-1,944	-4.3%	-2,669	-11.3%
营业利润	2,110	-530	2,671	26.6%	341	-164.3%
营业利润率	12.0%	-3.7%	14.2%		2.1%	
财务收入净额	-33	-15	-22	-33.3%	24	-257.1%
所得税	-563	16	-777	38.0%	-217	-1458.3%
所得税税率	27.1%	2.9%	29.3%		59.7%	
归母净利润	1,508	-531	1,871	24.1%	148	-127.8%

资料来源: 公司公告, 光大证券研究所预测

图 1: 华润啤酒 PE-Forward 12M



资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

附录：

表 2：利润表

(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	29,732	31,867	34,725	37,440	39,942
营业成本	-19,703	-20,669	-21,999	-23,337	-24,448
营业毛利	10,029	11,198	12,726	14,103	15,493
其他收入	903	993	968	1,034	1,213
其他收益-净额	2,567	3,440	2,916	2,249	2,056
销售费用	-5,012	-5,570	-6,070	-6,544	-6,870
行政费用	-3,976	-5,041	-4,613	-3,960	-3,990
EBITDA	4,511	5,020	5,928	6,882	7,903
折旧及摊销	-1,706	-1,654	-1,917	-2,055	-2,191
EBIT	1,944	1,580	3,012	4,632	5,847
财务费用	-128	-48	2	3	4
应占联营及合营公司损益	-	-	-	-	-
EBT	1,816	1,532	3,013	4,635	5,850
所得税	-630	-547	-994	-1,529	-1,931
净利润(含少数股东损益)	1,186	985	2,019	3,105	3,920
净利润(不含少数股东损益)	1,175	977	2,019	3,105	3,920
股本(百万股)	3,244	3,244	3,244	3,244	3,244
EPS	0.36	0.30	0.62	0.96	1.21

资料来源：公司公告，光大证券研究所预测

表 3：资产负债表

(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产：	9,386	8,450	10,046	13,516	17,932
现金及现金等价物	2,361	1,858	1,461	4,261	8,026
存货	5,826	5,379	6,839	7,328	7,790
贸易及其他应收款项	1,006	906	1,439	1,620	1,809
其他流动资产	193	307	307	307	307
非流动资产：	31,265	30,821	30,774	30,589	30,268
固定资产/PP&E	17,196	16,491	16,536	16,443	16,215
无形资产	8,465	8,514	8,491	8,468	8,445
权益性投资	-	-	-	-	-
土地使用权	3,253	3,141	3,072	3,003	2,933
其他非流动资产	2,351	2,675	2,675	2,675	2,675
总资产	40,651	39,271	40,820	44,104	48,200
流动负债：	19,195	18,370	17,900	18,079	18,256
贸易及其他应付款项	1,617	2,340	1,870	2,049	2,226
短期借贷	2,383	704	704	704	704
即期所得税负债	207	29	29	29	29
其他流动负债	14,988	15,297	15,297	15,297	15,297
非流动负债：	2,971	1,991	1,991	1,991	1,991
长期借贷	1,087	9	9	9	9
其他非流动负债	1,884	1,982	1,982	1,982	1,982
经营性负债合计	22,166	20,361	19,891	20,070	20,247

股本	14,090	14,090	14,090	14,090	14,090
储备	4,331	4,758	6,777	9,882	13,802
其他综合性收益	-	-	-	-	-
股东权益合计(不含少数股东权益)	18,421	18,848	20,867	23,972	27,892
少数股东权益	64	62	62	62	62
股东权益合计(含少数股东权益)	18,485	18,910	20,929	24,034	27,954
负债及股东权益总计	40,651	39,271	40,820	44,104	48,200

资料来源：公司公告，光大证券研究所预测

表 4：现金流量表

(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	4,255	3,934	1,723	4,919	5,886
净利润	1,175	977	2,019	3,105	3,920
折旧摊销	1,706	1,654	1,917	2,055	2,191
营运资本变化	941	542	-2,462	-491	-475
其他非现金调整	433	761	250	250	250
投资活动现金流	-1,163	-1,014	-2,120	-2,120	-2,120
资本性支出	-1,915	-1,641	-2,120	-2,120	-2,120
出售按公允价值计量且变动计入损益的金融资产之所得款项	300	-	-	-	-
其他投资活动产生的现金流量净额	452	627	-	-	-
融资活动现金流	-4,170	-3,454	-	-	-
股本增加	-	-	-	-	-
偿还借款	-6,609	-3,729	-	-	-
债务增加	3,059	867	-	-	-
支付股利	-487	-519	-	-	-
其他融资活动产生的现金流	-133	-73	-	-	-
净现金流	-1,126	-503	-397	2,799	3,766

资料来源：公司公告，光大证券研究所预测

表 5：关键指标

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	3.6%	7.2%	9.0%	7.8%	6.7%
净利润增长率	4.0%	3.1%	5.8%	8.3%	9.8%
EBITDA 增长率	15.2%	15.8%	17.1%	18.4%	19.8%
EBIT 增长率	4.4%	-15.6%	96.7%	53.8%	26.2%
估值指标					
PE	94	113	55	36	28
PB	6.0	5.9	5.3	4.6	4.0
EV/EBITDA	28.9	25.7	21.8	18.4	15.5
EV/EBIT	67.1	81.7	42.9	27.3	21.0
EV/NOPLAT	71.8	84.3	42.8	27.3	21.0
EV/Sales	4.4	4.1	3.7	3.4	3.1
盈利能力 (%)					
毛利率	33.7%	35.1%	36.6%	37.7%	38.8%
EBITDA 率	15.2%	15.8%	17.1%	18.4%	19.8%
EBIT 率	6.1%	4.8%	8.7%	12.4%	14.6%
税前净利润率	4.0%	3.1%	5.8%	8.3%	9.8%

ROA	2.9%	2.5%	4.9%	7.0%	8.1%
ROE (归属母公司)(摊薄)	6.4%	5.2%	9.7%	13.0%	14.1%
偿债能力					
流动比率	0.49	0.46	0.56	0.75	0.98
速动比率	0.19	0.17	0.18	0.34	0.56
每股指标(按最新预测年度股本计算历史数据)					
EPS	0.36	0.30	0.62	0.96	1.21
每股经营现金流	1.31	1.21	0.53	1.52	1.81
每股自由现金流(FCFF)	-0.35	-0.16	-0.12	0.86	1.16
每股净资产	5.68	5.81	6.43	7.39	8.60
每股销售收入	9.16	9.82	10.70	11.54	12.31

资料来源：公司公告，光大证券研究所预测

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上；
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。

基准指数说明：A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不会与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司 2019 版权所有。

联系我们

上海	北京	深圳
静安区南京西路 1266 号恒隆广场 1 号写字楼 48 层	西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层 复兴门外大街 6 号光大大厦 17 层	福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼