

吨酒价提升超预期，高质增长进行时

2018年08月20日

【投资要点】

- ◆ 公司 2018H1 营收 175.65 亿元，同比增长 11.4%；毛利率 36%，同比上升 2.5 个百分点；归母净利润 15.08 亿元，同比增长 28.9%；派发中期股息 0.09 元，派息率 19.6%。
- ◆ **量缩价升，营收增长超预期，高端化步伐加速：**2018 上半年公司啤酒销量 621.3 万千升，同比下降 1.5%，而统计局数据显示 2018 上半年国内啤酒产量同比提升 1.2%。公司上半年吨酒价同比提升了 13%至 2827 元/公升，增长幅度创历史新高，主要源于提价以及产品结构的优化。中档及以上啤酒的销量高单位数增长，占比从 2017 年底的 39% 提升至 43%。
- ◆ **提价+高端化+产能优化效应显著，盈利水平提升：**2018H1 毛利率提升了 2.5 个百分点至 36%，达到历史新高。提价及产品结构调整抵消了原材料、包装物成本上升的影响，另外产能优化使产能利用率提升也推动了毛利率水平的提升。剔除关厂导致的减值损失 2.66 亿元后，EBIT 同比提升 36%；如果剔除上半年因推行新的年金计划而计提的一次性员工费用 1.74 亿元，EBIT 同比提升 46.5%。
- ◆ **产能优化持续推进，2018 全年预计多关闭 1-2 个低效工厂：**2018H1 在册工厂数目减少 1 个，固定资产和存货减值费用为 2.66 亿元。公司管理层再次强调产能优化的意义及重要性，通过去掉低效产能、发展中心化高效率产能、布局区域主力工厂、协调听瓶产能以及个性化柔性生产线能够使公司运营效率提升，未来节约的费用超过减值费用。我们预计 2018 全年将会关闭 6-7 家工厂，产生减值费用 8.8 亿元。
- ◆ **销售费用精益化，多投入品牌推广：**2018H1 公司销售费用 25.64 亿元，销售费用率 14.6%，同比下降了 1.5 个百分点。公司减少了渠道的促销费用，转得多投入品牌，是品牌投入最多的一年。同时在广告营销方式上进行革新，针对年轻一代的目标用户在线上进行投放。管理层表示，未来的销售模式将是由品牌引领、消费者拉动、费用精益主导。
- ◆ **产品组合日益完善，与喜力战略合作发挥协同效应：**Super X 作为华润啤酒主攻高端市场的首发产品，管理层表示其上半年完成了最高的理想销售目标。8 月份公司推出“匠心营造”高端系列，定位在 12 元以上的中国特色啤酒产品。未来公司仍会推出多支新品，与喜力啤酒一同打造国内、国际双轮驱动的高端品牌群，分别在 4-5 个价格档次形成核心品种。

挖掘价值 投资成长

增持 (维持)

东方财富证券研究所

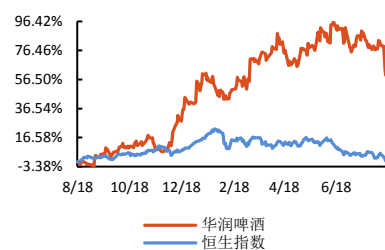
证券分析师：陈博

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)	105597.96
流通市值 (百万港元)	105597.96
52 周最高/最低 (港元)	39.90/19.12
52 周最高/最低 (PE)	107.54/46.56
52 周最高/最低 (PB)	6.86/2.92
52 周涨幅 (%)	64.13
52 周换手率 (%)	50.41

相关研究

《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

营收、毛利率同增，调升盈利预测：基于高端化进展快速，中高档酒销量占比保持高单位数增长，产品结构持续优化，我们调高2018/19/20年营收7.2%/7.6%/8.7%。高毛利的中高档酒占比、产能利用率的提升，带来毛利率增长，调高2018/19/20年毛利率2.1/2.4/2.5个百分点。分别调升2018/19/20年归母净利润36.6%/59.5%/65.5%。

【投资建议】

- ◆ 调高2018/19/20年营收7.2%/7.6%/8.7%至331.82/353.12/376.43亿元，调高归母净利润36.6%/59.5%/65.5%至20.16/26.42/31.49亿元，预计未来3年EPS分别为0.62/0.81/0.97元。
- ◆ 维持“增持”评级。

盈利预测

项目\年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入 (百万元)	29732.00	33182.48	35312.11	37643.11
增长率 (%)	3.62%	11.61%	6.42%	6.60%
EBITDA (百万元)	3636.00	4518.29	5268.80	5890.41
归母净利润 (百万元)	1175.00	2016.08	2642.42	3148.83
增长率 (%)	86.80%	71.58%	31.07%	19.16%
EPS (元/股)	0.36	0.62	0.81	0.97
市盈率 (P/E)	78.19	45.57	34.77	29.18
市净率 (P/B)	4.99	4.68	4.33	3.98
EV/EBITDA	24.34	19.59	16.80	15.02

资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

【风险提示】

- 宏观经济下滑导致消费意愿降低;
- 行业竞争激烈, 竞争对手挑起价格战;
- 高端化进展不及预期;
- 与喜力战略合作的整合不及预期。

利润表 (百万元)

项目\年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	29,732.00	33,182.48	35,312.11	37,643.11
营业成本	19,703.00	21,333.11	22,461.83	23,719.12
毛利	10,029.00	11,849.37	12,850.28	13,924.00
其他收入	903.00	800.00	800.00	800.00
销售及分销成本	5012.00	5309.20	5508.69	5721.75
行政开支	3976.00	4479.64	4519.95	4705.39
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	2,775.46	3,536.56	4,211.77
所得税	630.00	749.37	884.14	1052.94
影响净利润的其他项目	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润	1,186.00	2,026.08	2,652.42	3,158.83
本公司拥有人应占净利润	1,175.00	2,016.08	2,642.42	3,148.83
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。