

【广发海外】华润啤酒 (0291.HK)

盈利能力全面提升，有质量增长实施顺利

公司评级	谨慎增持
当前价格	32.55 港元
前次评级	谨慎增持
报告日期	2018-08-19

核心观点:

● 华润啤酒发布 2018H1 业绩，盈利能力提升推动利润增长

收入同比增长 11% 至 175.6 亿元人民币，ASP 同比提升 13% 至 2827 元人民币每千升，毛利率由去年同期 33.5% 提升至 36%，剔除减值的 EBIT 同比提升 36% 至 23.3 亿元人民币。销售费率由去年同期 15.74% 下降到 14.32%，管理费用由去年同期 14.2 亿同比增长 43% 至 20.31 亿元人民币，管理费率为 11.56%，归属股东净利率由去年同期 7.42% 提升至 8.59%，归属股东净利润同比增长 29% 至 15.08 亿元人民币。

● 毛利率提升和期间费率下降能继续推动净利率提升

尽管包材成本持续上涨，但公司年初对旗下产品提价，高毛利产品销量占比继续提升带动毛利率提升 2.5%，我们预计公司产品结构改善仍将持续。公司改变发展模式，销售费率由去年同期 16.1% 下降到 14.6%，超出我们预期。公司上半年计提 2.66 亿元人民币减值亏损，去年同期为 2200 万人民币，公司于回顾期内推行新的企业年金计划，其实施期追溯到 2017 年 1 月 1 日，因此与 2018H1 一次性计提 2017 年度员工费用约 1.74 亿元人民币导致管理费用率由去年同期 9% 增长到 11.6%。我们认为产能优化将使减值持续，其带来的费用节省将使公司管理费从 2019 年开始下降。

● 公司盈利改善已经反映在股价中，维持“谨慎增持”评级

公司有质量的增长策略实施顺利，盈利能力有实质性提升，且仍有改善空间。我们调整公司 2018-2020 年的 EPS 预测为人民币 0.54、0.80 和 0.97 元，当前价格 (2018 年 8 月 17 日收盘价 32.55HKD) 对应 2018-2020 年 PE 为 53.29、35.52 和 29.39 倍，考虑到公司的盈利改善已经反映在股价中，维持“谨慎增持”评级。

● 风险提示：高端产品增速不及预期；市场竞争加剧导致主流产品销量下滑超出预期；持续性极端天气

分析师： 欧亚菲，S0260511020002



020-87573009



oyf@gf.com.cn

相关研究:

联系人： 刘峤 020-8757-9850

liuqiao@gf.com.cn

盈利预测:

人民币百万元	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	28,694	29,732	33,099	35,212	37,825
增长率(%)	-1.64%	3.62%	11.32%	6.39%	7.42%
EBITDA	3,478	3,557	4,349	5,461	6,272
净利润	629	1,175	1,739	2,609	3,154
增长率(%)	119%	87%	48%	50%	21%
EPS (元/股)	0.19	0.36	0.54	0.80	0.97
市盈率 (P/E)	147.35	78.88	53.29	35.52	29.39
市净率 (P/B)	5.27	5.03	4.77	4.42	4.04
EV/EBITDA	13.94	21.70	21.47	17.07	14.78

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

资产负债表

单位: 百万元CNY

至12月31日	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
流动资产	11,028	9,386	10,233	10,515	11,471
货币资金	3,487	2,361	2,238	2,314	2,786
应收及预付	1,253	1,006	1,224	1,351	1,451
存货	6,110	5,826	6,578	6,663	7,042
其他流动资产	178	193	193	188	191
非流动资产	31,602	31,265	31,713	32,958	34,135
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	20,900	20,449	21,181	22,360	23,536
在建工程	0	0	0	0	0
无形资产	8,593	8,465	8,438	8,413	8,389
其他长期资产	2,109	2,351	2,094	2,185	2,210
资产总计	42,630	40,651	41,946	43,473	45,606
流动负债	20,805	19,195	19,479	19,409	19,557
短期借款	4,314	2,383	2,428	2,336	2,292
应付及预收	1,663	1,823	2,062	2,138	2,294
其他流动负债	14,828	14,989	14,989	14,935	14,971
非流动负债	4,158	2,971	2,971	2,971	2,971
长期借款	2,953	1,087	1,087	1,087	1,087
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	1,205	1,884	1,884	1,884	1,884
负债合计	24,963	22,166	22,450	22,380	22,528
股本	14,090	14,090	14,090	14,090	14,090
资本公积	3	350	350	350	350
留存收益	5,978	4,000	4,993	6,564	8,517
归母股东权益	17,601	18,421	19,414	20,985	22,938
少数股东权益	66	64	82	108	140
负债和股东权益	42,630	40,651	41,946	43,473	45,606

现金流量表

单位: 百万元CNY

	2016A	2017E	2018E	2019E	2020E
经营活动现金流	4,320	3,680	2,233	3,315	3,858
净利润	970	1,047	1,757	2,635	3,185
折旧摊销	1,721	1,706	1,295	1,346	1,347
营运资金变动	1,338	279	-440	-268	-331
其它	291	648	-379	-398	-343
投资活动现金流	-1,564	-1,969	-1,488	-1,942	-1,979
资本支出	-1,583	-2,400	-2,028	-2,484	-2,501
投资变动	-465	140	38	39	20
其他	484	291	503	503	503
筹资活动现金流	-2,071	-527	-868	-1,297	-1,407
银行借款	-1,416	0	45	-93	-44
股权融资	2,189	0	0	0	0
其他	8,149	0	0	0	0
现金净增加额	-10,993	-527	-914	-1,205	-1,364
期初现金余额	685	1,184	-123	76	473
期末现金余额	2,802	3,487	2,361	2,238	2,314

利润表

单位: 百万元CNY

至12月31日	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	28,694	29,732	33,099	35,212	37,825
营业成本	19,021	19,703	21,456	22,350	23,651
其他收入和收益	723	903	794	795	750
销售费用	5,033	5,012	5,242	5,602	6,045
管理费用	3,535	3,976	4,517	4,124	4,165
财务费用	89	128	168	167	163
其他费用	-	-	0	0	0
投资净收益	-	-	-	-	-
利润总额	1,739	1,816	2,510	3,765	4,551
所得税	320	630	753	1,129	1,365
净利润	1,419	1,186	1,757	2,635	3,185
少数股东损益	790	11	18	26	32
归属母公司净利润	629	1,175	1,739	2,609	3,154
EBITDA	3,478	3,557	4,349	5,461	6,272
EPS (元)	0.19	0.36	0.54	0.80	0.97

广发海外研究小组

- 欧亚菲: 海外研究主管, 消费品首席分析师, 2011-2014 年新财富批发零售行业第三名, 第二名, 第二名和第三名, 2015 年新财富最佳海外研究(团队)第六名, 2017 年新财富最佳海外研究(团队)第五名。
- 惠毓伦: 海外电子行业首席分析师, 34 年计算机、光电、集成电路工作和研究经历, 15 年证券研究所从业经历。2017 年新财富最佳海外研究(团队)第五名。
- 廖凌: 海外策略首席分析师, 2016 年新财富策略研究领域第 4 名, 2017 年新财富策略研究领域入围。6 年策略及中小市值研究经验。
- 韩玲: 海外公用事业和新能源首席分析师, 获 2010-2014 年新财富电力设备新能源行业第五、第五、第二、第六名。获 2015-2017 年新财富海外研究团队第六名、第八、第五名。
- 胡翔宇: 博彩休闲行业首席分析师, 2014 及 2015 年机构投资者全亚洲博彩与旅游行业最佳研究团队第二、第四名。
- 杨琳琳: 海外互联网行业首席分析师, 2012~2014 年获得新财富传播与文化行业最佳分析师第 3 名(团队)、第 4 名(团队)、第 2 名(团队)。
- 邓崇静: 高级分析师, 2017 年《亚洲货币》(Asiamoney) 香港(地区)汽车行业最佳分析师第四名, 2016 年《亚洲货币》(Asiamoney) 中国(港股)可选消费行业最佳研究团队前十名, 从事港股汽车、汽车零部件及汽车经销商相关行业研究。
- 王雯: 分析师, 美国乔治华盛顿大学(George Washington University)金融硕士, 从事港股金融板块研究。
- 刘峤: 海外必须消费品研究助理, 中央财经大学经济学硕士, 厦门大学理学学士, 2017 年新财富最佳海外研究(团队)第五名, 2016 年进入广发证券发展研究中心。
- 张晓飞: 海外电子行业研究助理, 统计学硕士, 2017 年新财富最佳海外研究(团队)第五名, 2016 年进入广发证券发展研究中心。
- 陈佳妮: 海外博彩休闲行业研究助理, 上海财经大学国际商务硕士, 中央财经大学会计学学士、法学学士, 2017 年进入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入: 预期未来 12 个月内, 股价表现强于大盘 10% 以上。
- 持有: 预期未来 12 个月内, 股价相对大盘的变动幅度介于 -10% ~ +10%。
- 卖出: 预期未来 12 个月内, 股价表现弱于大盘 10% 以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入: 预期未来 12 个月内, 股价表现强于大盘 15% 以上。
- 谨慎增持: 预期未来 12 个月内, 股价表现强于大盘 5%-15%。
- 持有: 预期未来 12 个月内, 股价相对大盘的变动幅度介于 -5% ~ +5%。
- 卖出: 预期未来 12 个月内, 股价表现弱于大盘 5% 以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市
地址	广州市天河区林和西路 9 号耀中广场 A 座 1401	深圳福田区益田路 6001 号太平金融大厦 31 层	北京市西城区月坛北街 2 号月坛大厦 18 层	上海浦东新区世纪大道 8 号 国金中心一期 16 层
邮政编码	510620	518000	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			

免责声明

广发证券股份有限公司（以下简称“广发证券”）具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布，只有接收客户才可以使用，且对于接收客户而言具有相关保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。本报告的内容、观点或建议并未考虑个别客户的特定状况，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。