

审慎增持 (维持)

0291.HK 华润啤酒

港股通 (沪、深)

目标价: 39 港元
现价: 32.55 港元

量稳价增, 盈利性提升

2018年8月17日

预期升幅: 19.8%

主要财务指标

市场数据

日期	2018.8.17
收盘价(港元)	32.55
总股本(亿股)	32.44
总市值(亿港元)	1,055.92
净资产(亿元)	197.39
总资产(亿元)	444.99
每股净资产(元)	6.08

数据来源: Wind

会计年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	29,732	32,801	34,743	36,886
同比增长	3.62%	10.32%	5.92%	6.17%
净利润(百万元)	1,175	1,841	2,442	2,867
同比增长	86.80%	56.67%	32.65%	17.43%
毛利率	33.73%	35.00%	36.00%	37.00%
净利率	3.99%	5.66%	7.09%	7.85%
净资产收益率	6.44%	9.81%	12.68%	14.48%
每股收益(元)	0.36	0.57	0.75	0.88
股息率	0.29%	0.49%	0.76%	1.01%

数据来源: 公司资料、兴业证券经济与金融研究院

投资要点

- **量稳价增, 1H18 营业额同比+11.4%:** 公司 1H18 实现营业收入 175.65 亿元, 同比+11.4%。主要受益于公司对部分产品适度上调价格, 加上中高档啤酒销量保持增长, 产品结构进一步提升, 使整体平均销售价格同比+13.0%; 但受东北市场容量下滑及竞争的影响, 加上局部市场因为产品涨价造成销量减少, 公司 1H18 啤酒销量同比-1.5%至 621.3 万千升。分区域来看, 东区营业额同比+8.2%至 90.09 亿元, 占比 49.8%; 中区同比+11.9%至 43.68 亿元, 占比 24.2%; 南区同比+18.7%至 46.97 亿元, 占比 26.0%。
- **盈利性提升, 1H18 股东应占溢利同比+28.9%:** 随着吨酒价的提升, 虽销售成本因部分原材料成本、包装成本上涨及产品结构进一步提升而增加, 但公司 1H18 仍实现毛利 63.23 亿元, 同比+19.7%; 毛利率 36.0%, 同比+2.5pcts。此外公司持续推行精益销售管理, 进一步管控销售费用, 1H18 销售费用仅上升 0.9%, 销售费用率同比-1.5pcts 至 14.6%; 管理费用同比+43.0%, 管理费用率同比+2.6pcts 至 11.6%, 主要受企业年金的推出和产能优化的减值的影响。公司股东应占溢利 15.08 亿元, 同比+28.9%; 每股基本盈利 0.46 元; 宣派中期股息每股 0.09 元。
- **优化产能布局, 持续发力高端化:** 公司持续优化产能布局, 于期内已停止营运 1 间啤酒厂。截止 2018 年 6 月底, 公司在中国内地 25 个省、市、区营运 90 间啤酒厂, 年产能约 2250 万千升。华润啤酒上半年推进产品组合高端化, 2018 年 8 月 3 日, 华润啤酒又结盟喜力, 提升在高端市场份额。
- **我们的观点:** 产品单价增长好于预期, 此前与喜力啤酒的交易和战略合作事项标志着公司加快发力高端啤酒市场, 未来公司将继续受益产品高端化和提价策略, 推进品牌重塑, 优化产品结构、产能及费率, 并不断关注合适的并购机会, 巩固领先的市场地位。我们预计 2018/19 年净利润至 18.41 亿元/24.42 亿元, 同比+56.7%/+32.6%, 持续高于行业增速。维持公司目标价格 39 港元, 维持审慎增持评级。

风险提示: 战略合作进度不达预期; 新品不达预期; 产能淘汰损失超出预期; 食品安全问题; 成本大幅上涨

相关报告

华润啤酒(0291.HK)_深度报告
20170206
华润啤酒(0291.HK)_业绩点评
20170321
华润啤酒(0291.HK)_跟踪报告
20170822
华润啤酒(0291.HK)_业绩点评
20180323
华润啤酒(0291.HK)_跟踪报告
20180805

海外消费研究

分析师: 张忆东
兴业证券经济与金融研究院副院长
zhangyd@xyzq.com.cn
SFC: BIS749
SAC: S0190510110012
联系人: 李明
limingy@xyzq.com.cn
SFC: AXK332
SAC: S0190118070111

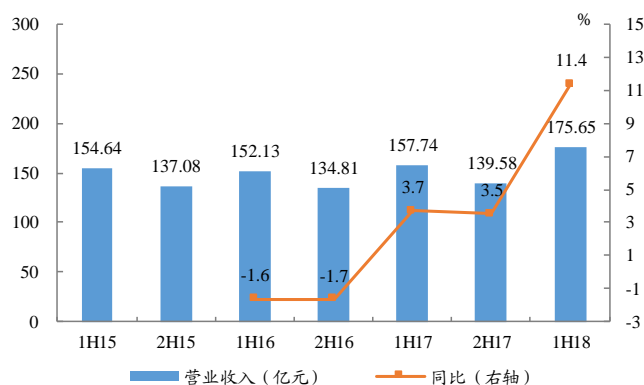


报告正文

- **量稳价增，1H18 营业额同比+11.4%**

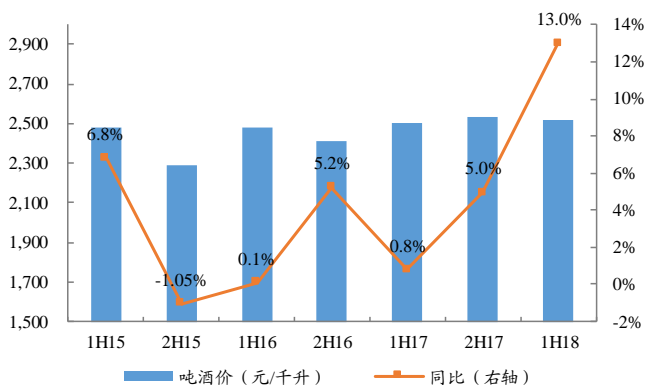
公司 1H18 实现营业收入 175.65 亿元，同比+11.4%。主要受益于公司对部分产品适度上调价格，加上中高档啤酒销量保持增长，产品结构进一步提升，使整体平均销售价格同比+13.0%；但受东北市场容量下滑及竞争的影响，加上局部市场因为产品涨价造成销量减少，公司 1H18 啤酒销量同比-1.5%至 621.3 万千升。

图 1、公司 1H18 营业额同比增长 11.4%



资料来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

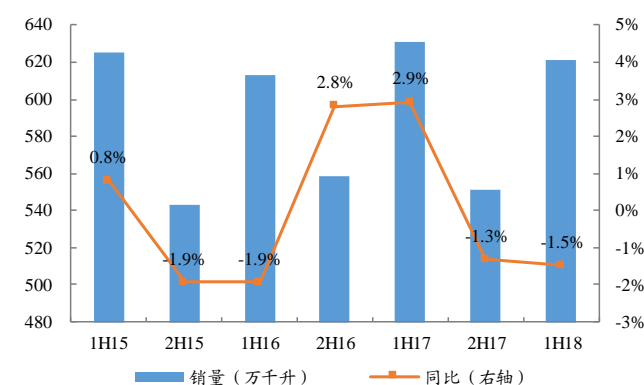
图 2、公司 1H18 吨酒价同比增长 13.0%



资料来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

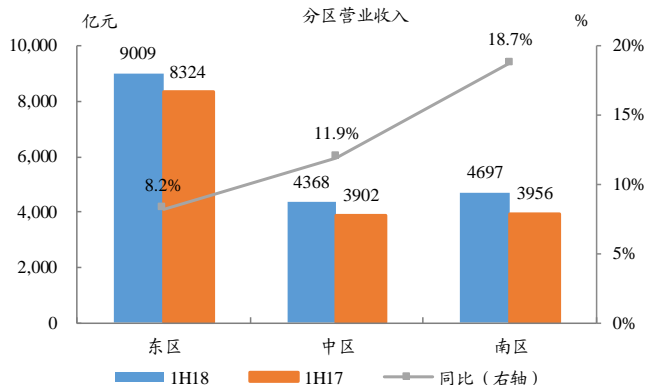
分区域来看，东区营业额同比+8.2%至 90.09 亿元，占比 49.8%；中区同比+11.9%至 43.68 亿元，占比 24.2%；南区同比+18.7%至 46.97 亿元，占比 26.0%。

图 3、公司 1H18 销量同比下降 1.5%



资料来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图 4、公司 1H18 各区营业额均大幅增长



资料来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

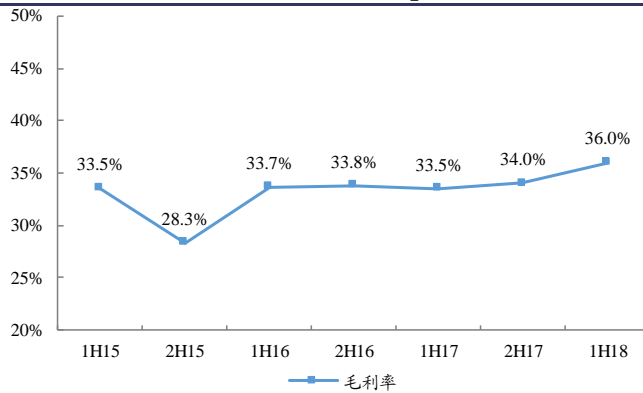
- **盈利性提升，1H18 公司股东应占溢利同比+28.9%**

随着吨酒价的提升，虽销售成本因部分原材料成本、包装成本上涨及产品结构进一步提升而增加，但公司 1H18 仍实现毛利 63.23 亿元，同比+19.7%；毛利率 36.0%，同比+2.5pcts。此外公司持续推行精益销售管理，进一步管控销售费用，1H18 销售费用仅上升 0.9%，销售费用率同比-1.5pcts 至 14.6%；管理费用同比+43.0%，管理费用率同比+2.6pcts 至 11.6%，主要受企业年金

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

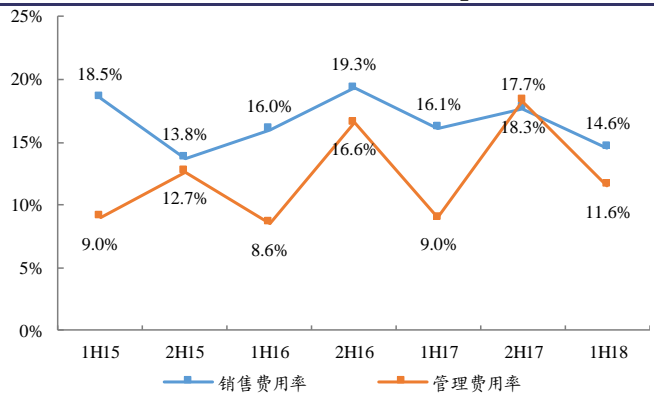
的推出和产能优化的减值的影响。公司股东应占溢利 15.08 亿元，同比 +28.9%；每股基本盈利 0.46 元；宣派中期股息每股 0.09 元。

图 6、公司 1H18 毛利率同比+2.5pcts



资料来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图 4、公司 1H18 销售费用率同比-1.5pcts



资料来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

● 优化产能布局，持续发力高端化

公司持续推动优化产能布局，于期内已停止营运 1 间啤酒厂。截止 2018 年 6 月底，公司在中国内地 25 个省、市、区营运 90 间啤酒厂，年产能约 2250 万千升。

在落实高端化战略方面，2018 年 8 月 3 日，公司大股东华润集团（啤酒）有限公司获喜力啤酒 243.5 亿港元入股 40% 股权。同时公司与喜力啤酒形成长期战略合作关系，喜力在中国内地、澳门、香港的业务将融入公司，双方将合作提高华润啤酒在高端市场的份额，提升全球影响力。

公司已推出中高端产品系列雪花脸谱、雪花黑啤、雪花纯生、勇闯天涯 SuperX，未来在高端啤酒领域将以喜力为主，此外还会上市 2-3 款主力高端啤酒品种。公司表示，希望未来在高端啤酒领域能够与对手抗衡。

- **我们的观点：**公司上半年业绩基本符合预期，此前与喜力啤酒的交易和战略合作事项标志着公司加快发力高端啤酒市场，未来公司将继续受益产品高端化和提价策略，推进品牌重塑，优化产品结构、产能及费率，并持续关注合适的并购机会，巩固领先的市场地位。我们预计 2018/19 年净利润至 18.41 亿元/24.42 亿元，同比+56.7%/+32.6%，持续高于行业增速。我们维持公司目标价格 39 港元，维持审慎增持评级。

- **风险提示：**战略合作进度不达预期；新品不达预期；产能淘汰损失超出预期；食品安全问题；成本大幅上涨

附表

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2017A	2018E	2019E	2020E	会计年度	2017A	2018E	2019E	2020E
流动资产	9,386	10,324	10,576	10,889	营业收入	29,732	32,801	34,743	36,886
货币资金	2,361	2,574	2,817	3,069	营业成本	19,703	21,321	22,236	23,238
交易性金融资产	-	-	-	-	毛利	10,029	11,480	12,507	13,648
应收账款	1,006	126	133	141	销售费用	5,012	5,576	6,080	6,455
其他应收款	114	126	133	141	管理费用	3,976	4,166	3,995	4,242
存货	5,826	6,304	6,575	6,871	财务费用	128	164	139	184
非流动资产	31,265	32,245	33,373	34,571	其他收入及收益, 净额	903	903	993	1,093
可供出售金融资产	9	9	9	9	权益性投资损益	-	-	-	-
长期股权投资	81	-	-	-	非经营性损益	-	-	-	-
投资性房地产	-	-	-	-	非经常项目损益	-	-	-	-
固定资产净值	17,196	18,056	18,959	19,907	利润总额	1,816	2,477	3,286	3,859
商誉及无形资产	8,465	8,472	8,480	8,488	所得税	630	619	822	965
土地使用权	3,253	3,221	3,189	3,158	净利润	1,186	1,858	2,465	2,894
其他非流动资产	2,261	2,487	2,736	3,009	少数股东损益	11	17	23	27
资产合计	40,651	42,569	43,949	45,460	归属母公司净利润	1,175	1,841	2,442	2,867
流动负债	19,195	20,569	21,351	22,207	EPS(元)	0.36	0.57	0.75	0.88
短期借款及长期借款当期到期	2,383	2,383	2,383	2,383	主要财务比率				
应付票据及账款	16,605	17,968	18,739	19,584	会计年度	2017A	2018E	2019E	2020E
应缴税金	207	217	228	240	成长性(%)				
其他流动资产	-	-	-	-	营业收入增长率	3.62%	10.32%	5.92%	6.17%
非流动负债	2,971	3,065	3,164	3,268	经营利润增长率	6.35%	35.88%	29.67%	18.05%
长期借款	1,087	1,087	1,087	1,087	净利润增长率	86.80%	56.67%	32.65%	17.43%
其他	1,884	1,978	2,077	2,181	盈利能力(%)				
负债合计	22,166	23,634	24,515	25,475	毛利率	33.73%	35.00%	36.00%	37.00%
股本	14,090	14,090	14,090	14,090	净利率	3.99%	5.66%	7.09%	7.85%
储备	4,331	4,764	5,241	5,765	ROE	6.44%	9.81%	12.68%	14.48%
未分配利润	-	-	-	-	偿债能力(%)				
少数股东权益	64	81	104	131	资产负债率	54.53%	55.52%	55.78%	56.04%
股东权益合计	18,421	18,935	19,435	19,985	流动比率	0.49	0.50	0.50	0.49
负债及权益合计	40,587	42,569	43,949	45,460	速动比率	0.19	0.20	0.19	0.18
现金流量表					运营能力(次)				
会计年度	2017A	2018E	2019E	2020E	资产周转率	0.72	0.79	0.80	0.83
净利润	1,186	1,858	2,465	2,894	存货周转率	3.30	3.52	3.45	3.46
折旧和摊销	1,706	1,768	1,856	1,949	每股资料(元)				
运营资金的变动	941	979	1,018	1,058	每股收益	0.36	0.57	0.75	0.88
出售固定资产收到现金	200	180	162	146	每股经营现金	1.31	1.55	1.79	1.98
资本性支出	1,915	2,202	2,533	2,912	每股净资产	5.68	5.84	5.99	6.16
投资损失	-338	-386	-409	-421	估值比率(倍)				
债务增加	-487	-511	-537	-564	PE	76.39	48.76	36.76	31.30
债务减少	-16	-17	-18	-19	PB	4.87	4.74	4.62	4.49
支付股利合计	-3,894	-2,000	-2,000	-2,000					
经营活动产生现金流量	4,265	5,030	5,803	6,411					
投资活动产生现金流量	-1,163	-1,523	-1,898	-2,310					
融资活动产生现金流量	-4,170	-3,295	-3,662	-3,849					
现金净变动	-1,068	213	243	252					
现金的期初余额	3,487	2,361	2,574	2,817					
现金的期末余额	2,361	2,574	2,817	3,069					

分析师声明

本人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，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
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的12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：A股市场以上证综指或深圳成指为基准，香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		审慎增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们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，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

有关财务权益及商务关系的披露

兴证国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与大森控股集团有限公司、兴证国际金融集团有限公司、尚捷集团控股有限公司、Dangdai Henju International Inc.、阳光油砂有限公司、立高控股有限公司、中国和谐新能源汽车控股有限公司、浦江中国控股有限公司、建发国际投资集团有限公司、中国万桐园（控股）有限公司、众诚能源控股有限公司、高萌科技集团有限公司、德斯控股有限公司、海天能源国际有限公司、普天通信集团有限公司、中国山东高速金融集团有限公司、毅蓝星控股有限公司、惠理集团有限公司、游莱互动集团有限公司、华立大学集团有限公司、森浩集团股份有限公司、龙皇集团控股有限公司、民信国际控股有限公司、浙商银行股份有限公司、MS Concept Limited、惠陶集团（控股）有限公司、信源企业集团有限公司、银合控股有限公司、Republic Healthcare Limited、江西银行股份有限公司、胜利证券（控股）有限公司、百应租赁控股有限公司和融创中国控股有限公司有投资银行业务关系。

使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（以下简称“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客户。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见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任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

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，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告由受香港证监会监察的兴证国际证券有限公司（香港证监会中央编号：AYE823）于香港提供。香港的投资者若有任何关于本报告的问题请直接联系兴证国际证券有限公司的销售交易代表。本报告作者所持香港证监会牌照的牌照编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/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。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。