

## 持有

## 品牌重塑战略显成效 产品结构进一步升级

华润啤酒 (0291.HK)

2019-08-16 星期五

目标价: HK\$ 42.0

现价: HK\$ 39.2

预计升幅: 7.14%

### 股本数据

总股本(亿股): 32.44

港股股本(亿股): 32.44

港股市值(亿港元): 1272

52周高/低(HK\$): 39.9/24.1

每股净值(元): 5.81

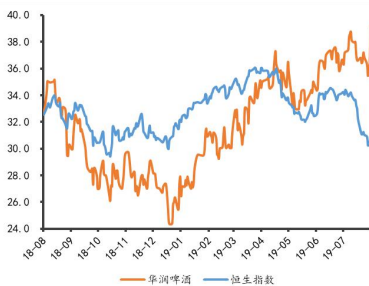
所属行业: 啤酒行业

### 主要股东

华润集团(啤酒)有限公司(51.67%)

高瓴资本(6.04%)

### 52周行情图(Vs 恒生中国指数)



华润啤酒首发报告 20190704

### 国元国际研究部

姓名: 陈欣

SFC: BLO515

电话: 0755-21516057

Email: chenxin@gyzq.com.hk

## 投资要点

### 净利增长 24%，派息率 21%:

2019 年上半财年，公司录得营业收入 188.25 亿元，同比增长 7%；毛利率同比提升 1.8 个百分点至 37.8%；EBIT 同比增长 28%至 26.32 亿元；实现归属于上市公司股东净利润 18.71 亿元，同比增长 24%。董事会决议派发中期股息每股 0.12 元人民币，派息率约为 21%（去年同期 19%）。

### 整体销量好于行业，产品结构进一步提升:

根据国家统计局，2019 年上半年实现啤酒产量 1948.8 万千升，同比微增 0.8%。期内，公司啤酒销量 637.5 万千升，同比增长 2.6%，好于行业水平。受益于公司持续丰富中高端产品组合，及收购喜力中国后的贡献，中高档啤酒销量同比增长 7%，产品结构获得进一步提升，再加上产能优化效果的逐步显现，ASP 同比上升 4.5%至 2953 元/千升。预计今年年底，脸谱系列会完成全国换装，公司“四大金刚”全部上市，将达成品牌重塑战略——雪花+喜力“4+4”的产品组合，公司中高端产品矩阵将更具竞争力，产品结构有望得到持续优化。

### 与喜力整合进展顺利，明年进入销售元年:

目前，公司与喜力在渠道、人员、市场方面的整合进展较为顺利，已实现正常的销售和运作。喜力已在全国逐渐开始上市，逐步实现交叉销售。同时，根据喜力渠道特点，在雪花啤酒渠道基础上，公司进一步优化渠道，尝试发展大客户经营模式，积极拓展高端市场。下一步公司将以加快整合速度及提升整合质量为重点，预计明年将是喜力正式销售的元年。

### 维持目标价 42.0 港元，维持持有评级:

得益于品牌重塑战略，公司的中高端产品竞争力获得明显提升，产品结构进一步优化。我们维持原预测，预计公司 2019-2021 年每股盈利分别为 0.52 元、0.83 元及 1.07 元，维持目标价 42.0 港元，对应 2020 年 44 倍 PE，维持“持有”评级。

百万元人民币	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业额	29,732	31,867	33,762	36,069	38,977
同比增长 (%)	3.62%	7.18%	5.95%	6.83%	8.06%
毛利率	33.7%	35.1%	37.0%	37.6%	38.6%
净利润	1,186	985	1,710	2,712	3,492
同比增长 (%)	-16.4%	-17.0%	73.6%	58.6%	28.8%
每股盈利	0.36	0.30	0.52	0.83	1.07
PE@39.2HKD	87.9	106.1	60.8	38.4	29.8
每股股息	0.14	0.12	0.21	0.33	0.43

表 4、行业相关公司估值及评级

公司	代码	货币	股价	市值(亿)	EPS			P/E			PEG	PB 2019E	ROE% 2019E
					2018	2019E	2020E	2018	2019E	2020E			
<b>港股</b>													
华润啤酒	0291.HK	HKD	39.2	1272	0.30	0.52	0.83	113.7	65.5	41.1	1.52	5.7	8.7
青岛啤酒-H	0168.HK	HKD	52.7	712	1.05	1.29	1.52	43.5	35.5	30.2	2.52	3.3	9.0
<b>港股平均</b>								<b>78.6</b>	<b>50.5</b>	<b>35.6</b>	<b>2.02</b>	<b>4.5</b>	<b>8.8</b>
<b>A股</b>													
青岛啤酒-A	600600.SH	CNY	50.66	684	1.05	1.29	1.52	48.1	39.3	33.3	2.16	3.6	9.0
燕京啤酒	000729.SZ	CNY	6.71	174	0.06	0.10	0.10	104.8	69.9	68.5	4.27	1.4	1.9
珠江啤酒	002461.SZ	CNY	5.73	127	0.17	0.18	0.20	33.7	31.8	28.7	3.02	N/A	4.8
重庆啤酒	600132.SH	CNY	44.74	217	0.83	1.02	1.20	53.9	43.7	37.2	2.86	16.8	39.9
<b>A股平均</b>								<b>60.1</b>	<b>46.2</b>	<b>41.9</b>	<b>3.1</b>	<b>7.3</b>	<b>13.9</b>
<b>全球市场</b>													
Asahi	2502.JP	JPY	4781	23120	329.80	335.45	354.97	14.5	14.3	13.5	2.47	1.8	12.9
Kirin	2503.JP	JPY	2121.5	19391	183.57	108.82	159.61	11.6	19.5	13.3	0.77	2.0	11.7
Ambev	ABEV3.SA	BRL	18.78	2954	0.70	0.77	0.86	26.8	24.4	21.7	1.99	5.0	21.3
AB-InBEV	ABI.BR	EUR	84.51	1706	2.21	4.79	4.91	38.2	17.7	17.2	2.98	2.6	14.5
Craft Brew Alliance	BREW.O	USD	13.59	3	0.21	0.07	0.30	64.7	209.1	45.3	1.67	1.7	N/A
Carlsberg	CARLB.CO	DKK	990.2	1494	34.80	39.38	43.24	28.5	25.1	22.9	2.65	3.2	13.0
Molson Coors	TAP.US	USD	51.88	112	5.17	4.67	4.80	10.0	11.1	10.8	2.76	0.8	7.3
<b>全球市场平均</b>								<b>27.8</b>	<b>45.9</b>	<b>20.7</b>	<b>2.2</b>	<b>2.4</b>	<b>13.5</b>

资料来源：Bloomberg，国元国际，

## 风险提示

**行业竞争加剧。**啤酒行业竞争加剧会增加为争夺市场份额所产生的相关费用，削弱盈利能力。

**成本大幅波动。**行业成本受包装物和麦芽价格影响较大，若原材料成本大幅上涨且提价难以覆盖成本上涨带来的损失，盈利能力将承压。

**季节性因素。**啤酒的消费通常在夏秋两季，气温较高时会有较大的需求。如果夏季气温显著低于常年平均，可能导致需求的下滑。

**食品安全问题。**消费者最先关注的是食品本身的安全问题。如果出现食品安全问题，消费者将会大量流失，对企业品牌也会造成重创。

损益表 (人民币 百万元, 财务年度截至 12 月)						财务分析					
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
收入	29,732	31,867	33,762	36,069	38,977	盈利能力					
营业成本	(19,703)	(20,669)	(21,253)	(22,511)	(23,941)	毛利率	33.7%	35.1%	37.0%	37.6%	38.6%
毛利	10,029	11,198	12,509	13,558	15,036	净利率	4.0%	3.1%	5.1%	7.5%	9.0%
销售成本	(5,012)	(5,570)	(5,807)	(5,771)	(6,041)						
其他收益	903	993	844	938	1,013	营运表现					
管理费用	(3,976)	(5,041)	(5,233)	(5,050)	(5,301)	SG&A/收入	30.2%	33.3%	32.7%	30.0%	29.1%
财务费用	(128)	(48)	(32)	(59)	(51)	实际税率	34.7%	35.7%	25.0%	25.0%	25.0%
税前盈利	1,816	1,532	2,280	3,616	4,656	存货周转率	3.30	3.69	3.89	3.98	4.17
所得税	(630)	(547)	(570)	(904)	(1,164)	资产周转率	0.71	0.80	0.85	0.85	0.87
净利润	1,186	985	1,710	2,712	3,492						
少数股东损益	11	8	14	22	28	偿债能力					
归母净利润	1175	977	1697	2690	3464	资产负债率	54.5%	51.8%	50.7%	51.0%	48.8%
EPS	0.36	0.30	0.52	0.83	1.07	流动比率	0.49	0.46	0.58	0.69	0.79
DPS	0.14	0.12	0.21	0.33	0.43	速动比率	0.19	0.17	0.26	0.40	0.50
<b>资产负债表</b>						<b>现金流量表</b>					
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
现金	2,361	1,858	3,264	6,354	8,306	除税前利润	1,816	1,532	2,280	3,616	4,656
应收账款及票据	1,006	906	1,023	1,038	1,189	融资成本	(128)	(48)	(32)	(59)	(51)
存货	5,826	5,379	5,535	5,772	5,700	折旧与摊销	1,706	1,654	1,715	1,787	1,871
总流动资产	9,386	8,450	10,129	13,470	15,503	营运性现金流	4,255	3,934	3,845	6,373	5,661
固定资产	20,449	19,632	19,330	19,447	19,579						
无形资产	8,465	8,514	8,491	8,468	8,445	资本开支	(1,915)	(1,641)	(2,316)	(2,419)	(2,539)
递延税项资产	2,261	2,426	2,233	2,307	2,322	其他投资活动	752	627	278	267	270
总资产	40,651	39,271	40,437	43,964	46,142	投资性现金流	(1,163)	(1,014)	(2,038)	(2,152)	(2,268)
其他应付款	207	29	29	29	29						
应付帐款	16,605	17,637	17,492	19,411	19,518	股息	(503)	(529)	(696)	(1,103)	(1,420)
短期银行贷款	2,383	704	0	0	0	偿还银行借贷	(3,894)	(3,729)	(704)	0	0
总流动负债	19,195	18,370	17,521	19,440	19,547	融资性现金流	(4,170)	(3,454)	(432)	(1,162)	(1,472)
长期贷款	1,087	9	1,009	1,009	1,009						
其他非流动负债	1,629	1,583	1,583	1,583	1,583	现金变化	(1,078)	(534)	1,375	3,058	1,921
总负债	22,166	20,361	20,512	22,431	22,538	期初持有现金	3,487	2,361	1,858	3,264	6,354
股东权益	18,485	18,910	19,925	21,533	23,605	期末持有现金	2,361	1,858	3,264	6,354	8,306

## 投资评级建议及免责条款

### 投资评级：

买入	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅不小于 20%
持有	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅在正负 20%之间
卖出	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅不小于-15%
未评级	对未来 12 个月内目标价不做判断

### 免责声明

#### 一般声明

本报告由国元国际控股有限公司(以下统称“国元国际”)制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料,但国元国际及其关联机构对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用,不构成对买卖任何证券或其他金融工具的出价或征价或提供任何投资决策建议的服务。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或投资操作性建议。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估,自主审慎做出决策并自行承担风险。投资者在依据本报告涉及的内容进行任何决策前,应同时考虑各自的投资目的、财务状况和特定需求,并就相关决策咨询专业顾问的意见对依据或者使用本报告所造成的一切后果,国元国际及/或其关联人员均不承担任何责任。

本报告署名分析师与本报告中提及公司无财务权益关系。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期,国元国际可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

本报告署名分析师可能会不时与国元国际的客户、销售交易人员、其他业务人员或在本报告中针对可能对本报告所涉及的标的证券或其他金融工具的市场价格产生短期影响的催化剂或事件进行交易策略的讨论。这种短期影响的分析可能与分析师已发布的关于相关证券或其他金融工具的目标价、评级、估值、预测等观点相反或不一致,相关的交易策略不同于且也不影响分析师关于其所研究标的证券或其他金融工具的基本面评级或评分。

国元国际的销售人员、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。国元国际没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国元国际的资产管理部门、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不一致的投资决策。

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。

本报告提供给某接收人是基于该接收人被认为有能力独立评估投资风险并就投资决策能行使独立判断。投资的独立判断是指,投资决策是投资者自身基于对潜在投资的目标、需求、机会、风险、市场因素及其他投资考虑而独立做出的。

#### 特别声明

在法律许可的情况下,国元国际可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此,投资者应当考虑到国元国际及/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。

本报告的版权仅为国元国际所有,未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

国元国际控股有限公司  
香港中环干诺道中3号中国建设银行大厦22楼  
电 话: (852) 3769 6888  
传 真: (852) 3769 6999  
服务热线: 400-888-1313  
公司网址: <http://www.gyzq.com.hk>