

華潤啤酒 (291 HK)

高端化及效率提升抵銷上半年成本壓力

我們最近舉辦了一次投資者會議。年初至今，次高檔及以上啤酒銷量增長已超過30%。高端化及效率提升抵銷了上半年的原材料成本壓力。此外，銷售費用增加屬於理性。我們預測上半年經調整後淨利潤增長31%。華潤啤酒的1.6倍22財年PEG低於國際同業的2.4倍和百威亞太的4.1倍。維持買入和目標價91.90港元，基於50.4倍22財年市盈率或2.3倍PEG。催化劑：價格上漲，收入和利潤率好於預期。

- **上半年成本壓力可控。** 2021年上半年，大麥、玻璃瓶、鋁罐及紙箱的成本價格均有不同程度的漲幅。由於公司提前採購了大部分21財年所需的大麥，加上已執行不含瓶銷售，因此大麥和玻璃瓶成本壓力的影響小於鋁罐和紙箱。不過，高端化發展和效率提升，可抵銷上半年的成本壓力。
- **下半年或提價。** 公司預計下半年原材料價格將進一步上漲，因此公司不排除下半年或年底在全國範圍上調價格。上調幅度或比較高，以確保抵銷未來幾年潛在的成本壓力。公司以25財年達到百威亞太的毛利率水平為目標，按此計算，其毛利率需平均每年增長1-2個百分點以上。考慮到成本壓力和上調價格的可能，公司相信21財年毛利率表現符合預期。
- **理性競爭。** 雖然同業紛紛增加投入，但公司相信上半年整個行業在銷售渠道和銷售點方面的投入是比較理性的。過去一個月，公司在更換代言人和宣傳2020年歐國盃後開支增加。假如21財年銷售費用率同比增加，幅度將是理性的。
- **2021上半年預覽。** 我們預計公司上半年收入增長15%，主要受惠於6%的銷量增長（21財年上半年銷量與2019年上半年差不多）和8%的平均單價增長（次高檔及以上啤酒的年初至今銷量增長30%+）。我們假設21財年上半年的毛利率增長2.5個百分點，估計上半年銷售費用率同比增長1.0個百分點，低於20財年的1.6個百分點同比增長。這是由於20財年收入下跌了5%（21財年上半年增長了15%），而且公司在20財年3月至5月疫情爆發期間增加開支以提升啤酒銷售。公司預計21財年全年關閉2-3間工廠（20財年關閉了4間），因此我們估計上半年與關閉工廠相關的費用同比將下降。總體而言，我們估計上半年經調整後淨利潤將同比增長31%至31.04億元人民幣。

財務資料

(截至12月31日)	FY19A	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E
營業收入(百萬元人民幣)	33,190	31,448	36,134	39,713	42,806
同比增長(%)	4	(5)	15	10	8
淨利潤(百萬元人民幣)	1,312	2,094	3,765	4,877	5,915
經調整淨利潤(百萬元人民幣)	2,838	2,967	4,140	5,227	6,265
經調整每股盈利(元人民幣)	0.875	0.915	1.276	1.611	1.931
同比增長(%)	12	5	40	26	20
市場預測每股盈利(元人民幣)	不適用	不適用	1.084	1.402	1.703
市盈率(倍)	63.4	61.2	43.6	34.5	28.9
市帳率(倍)	9.2	8.6	7.7	6.8	6.0
股息率(%)	0.3	0.5	0.8	1.1	1.3
淨現金(百萬元人民幣)	1,897	4,606	7,663	11,135	16,899

資料來源：公司、彭博及招銀國際證券預測

買入（維持）

目標價	HK\$91.90
(此前目標價)	HK\$91.90)
潛在升幅	+46%
當前股價	HK\$62.95

中國啤酒行業

葉建中, CFA

(852) 3900 0838
albertyp@cmbi.com.hk

公司資料

市值(百萬元港元)	204,221
3月平均流通量(百萬元港元)	479.63
52周內股價高/低(港元)	78.60/ 44.10
總股本(百萬)	3,244.0

資料來源：彭博

股東結構

華潤集團	31.24%
喜力	20.67%

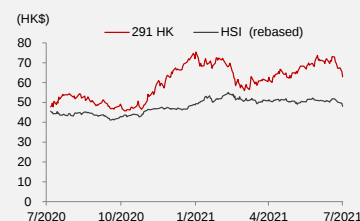
資料來源：港交所

股價表現

	絕對回報	相對回報
1-月	-11.1%	-8.4%
3-月	8.5%	11.3%
6-月	-8.9%	-10.2%

資料來源：彭博

股份表現



資料來源：彭博

審計師：EY

請登錄 2021 年亞洲貨幣券商投票網址，投下您對招銀國際研究團隊信任的一票：

<https://euromoney.com/brokers>

免責聲明及披露

分析員聲明

負責撰寫本報告的全部或部分內容之分析員，就本報告所提及的證券及其發行人做出以下聲明：（1）發表於本報告的觀點準確地反映有關於他們個人對所提及的證券及其發行人的觀點；（2）他們的薪酬在過往、現在和將來與發表在報告上的觀點並無直接或間接關係。

此外，分析員確認，無論是他們本人還是他們的關聯人士（按香港證券及期貨事務監察委員會操作守則的相關定義）（1）並沒有在發表研究報告30日前處置或買賣該等證券；（2）不會在發表報告3個工作日內處置或買賣本報告中提及的該等證券；（3）沒有在有關香港上市公司內任職高級人員；（4）並沒有持有有關證券的任何權益。

招銀國際證券投資評級

買入	: 股價於未來12個月的潛在漲幅超過15%
持有	: 股價於未來12個月的潛在變幅在-10%至15%之間
賣出	: 股價於未來12個月的潛在跌幅超過10%
未評級	: 招銀國際證券並未給予投資評級

招銀國際證券行業投資評級

優於大市	: 行業股價於未來12個月預期表現跑贏大市指標
同步大市	: 行業股價於未來12個月預期表現與大市指標相若
落後大市	: 行業股價於未來12個月預期表現跑輸大市指標

招銀國際證券有限公司

地址: 香港中環花園道3號冠君大廈45樓

電話: (852) 3900 0888

傳真: (852) 3900 0800

招銀國際證券有限公司(“招銀國際證券”)為招銀國際金融有限公司之全資附屬公司(招銀國際金融有限公司為招商銀行之全資附屬公司)

重要披露

本報告內所提及的任何投資都可能涉及相當大的風險。報告所載資料可能不適合所有投資者。招銀國際證券不提供任何針對個人的投資建議。本報告沒有把任何人的投資目標、財務狀況和特殊需求考慮進去。而過去表現亦不代表未來的表現，實際情況可能和報告中所載的大不相同。本報告中所提及的投資價值或回報存在不確定性及難以保證，並可能會受目標資產表現以及其他市場因素影響。招銀國際證券建議投資者應該獨立評估投資和策略，並鼓勵投資者諮詢專業財務顧問以便作出投資決定。

本報告包含的任何資訊由招銀國際證券編寫，僅為本公司及其關聯機構的特定客戶和其他專業人士提供的參考資料。報告中的資訊或所表達的意見皆不可作為或被視為證券出售要約或證券買賣的邀請，亦不構成任何投資、法律、會計或稅務方面的最終操作建議，本公司及其雇員不就報告中的內容對最終操作建議作出任何擔保。我們不對因依賴本報告所載資料採取任何行動而引致之任何直接或間接的錯誤、疏忽、違約、不謹慎或各類損失或損害承擔任何的法律責任。任何使用本報告資訊所作的投資決定完全由投資者自己承擔風險。

本報告基於我們認為可靠且已經公開的資訊，我們力求但不擔保這些資訊的準確性、有效性和完整性。本報告中的資料、意見、預測均反映報告初次公開發佈時的判斷，可能會隨時調整，且不承諾作出任何相關變更的通知。本公司可發佈其公司與本報告所載資料及/或結論不一致的報告。這些報告均反映報告編寫時不同的假設、觀點及分析方法。客戶應該小心注意本報告中所提及的前瞻性預測和實際情況可能有顯著區別，唯我們已合理、謹慎地確保預測所用的假設基礎是公平、合理。招銀國際證券可能採取與報告中建議及/或觀點不一致的立場或投資決定。

本公司或其附屬關聯機構可能持有報告中提到的公司所發行的證券頭寸並不時自行及/或代表其客戶進行交易或持有該等證券的權益，還可能與這些公司具有其他投資銀行相關業務聯繫。因此，投資者應注意本報告可能存在的客觀性及利益衝突的情況，本公司將不會承擔任何責任。本報告版權僅為本公司所有，任何機構或個人於未經本公司書面授權的情況下，不得以任何形式翻版、複製、轉售、轉發及或向特定讀者以外的人士傳閱，否則有可能觸犯相關證券法規。

如需索取更多有關證券的資訊，請與我們聯絡。

對於接收此份報告的英國投資者

本報告僅提供給符合(I)不時修訂之英國2000年金融服務及市場法令2005年(金融推廣)令(“金融服務令”)第19(5)條之人士及(II)屬金融服務令第四9(2)(a)至(d)條(高淨值公司或非公司社團等)之機構人士，未經招銀國際證券書面授權不得提供給其他任何人。

對於接收此份報告的美國投資者

招銀國際證券不是在美國的註冊經紀交易商。因此，招銀國際證券不受美國就有關研究報告準備和研究分析員獨立性的規則的約束。負責撰寫本報告的全部或部分內容之分析員，未在美國金融業監管局(“FINRA”)註冊或獲得研究分析師的資格。分析員不受旨在確保分析師不受可能影響研究報告可靠性的潛在利益衝突的相關FINRA規則的限制。本報告僅提供給美國1934年證券交易法(經修訂)規則15a-6定義的“主要機構投資者”，不得提供給其他任何個人。接收本報告之行為即表明同意接受協議不得將本報告分發或提供給任何其他人。接收本報告的美國收件人如想根據本報告中提供的資訊進行任何買賣證券交易，都應僅通過美國註冊的經紀交易商來進行交易。

對於在新加坡的收件人

本報告由CMBI(Singapore)Pte.Limited(CMBISG)(公司註冊號201731928D)在新加坡分發。CMBISG是在《財務顧問法案》(新加坡法例第110章)下所界定，並由新加坡金融管理局監管的豁免財務顧問公司。CMBISG可根據《財務顧問條例》第32C條下的安排分發其各自的外國實體，附屬機構或其他外國研究機構編寫的報告。如果報告在新加坡分發給非《證券與期貨法案》(新加坡法例第289章)所定義的認可投資者，專家投資者或機構投資者，則CMBISG僅會在法律要求的範圍內對這些人士就報告內容承擔法律責任。新加坡的收件人應致電(65 6350 4400)聯繫CMBISG，以瞭解由本報告引起或與之相關的事宜。