

## 00219.HK 华润啤酒

未评级

## 2H15 盈利性回落，全年业绩略逊于预期

2016年03月18日

## 市场数据

报告日期 2016.03.18

收盘价(港元)	15.10
总股本(百万股)	2,433
总市值(百万港元)	36,740
净资产(百万元)	12,003
总资产(百万元)	51,049
每股净资产(元)	4.933

数据来源: Wind

## 主要财务指标

会计年度	2012 A	2013 A	2014 A*	2015A*
营业收入(百万港元)	127,256	147,723	34,482	34,821
同比增长(%)	14.3%	16.1%	-	1.0%
净利润(百万港元)	3,945	1,908	730	831
同比增长(%)	39.3%	-51.6%	-	13.8%
毛利率(%)	24.1%	25.5%	34.7%	31.0%
净利润率(%)	3.1%	1.3%	4.3%	4.7%
净资产收益率(%)	10.2%	4.5%	5.3%	6.9%
每股收益(港元)	1.64	0.79	0.30	0.34

数据来源: 公司资料、兴业证券研究所

\* 2014/15 年度仅计持续经营业务

## 相关报告

## 投资要点

- **全年啤酒业务净利同比增长 14%:** 公司 2015 年只计持续经营业务, 即啤酒业务, 收入同比增长 1% 达 348 亿港元, 净利润同比增长 13.8% 达 8.3 亿港元, 分别略低于市场一致预期 1% 和 11%。连同已终止经营业务则实现 39.9 亿港元的亏损, 较 2014 年 1.6 亿港元的亏损规模进一步扩大。持续经营业务实现每股盈利 0.34 港元, 不派息。
- **2H15 量价齐跌, 盈利性回落:** 2015 年中国啤酒整体销量下降, 公司啤酒销量全年同比下降 1.3% 至 1,168 万千升。然而受到促销和天气等因素影响, 2H15 公司啤酒销量和平均价格均出现下滑, 2H15 销量同比下滑 2% (vs. 1H15 销量同比下降 1%), 平均价格同比下滑 1% (vs. 1H15 均价同比上涨 7%), 因此毛利率环比 1H15 大幅下降 5.3ppt 至 27.9%。全年销售及行政费用开支占收入比重仍处于 27% 的较高水平。整体而言, 下半年公司的促销力度加大影响, 2H15 净利润率环比回落 1.7ppt, 全年同比下滑 0.4ppt。
- **我们的观点:** 中国啤酒需求仍将在一段时期内维持低迷, 我们判断华润啤酒的成长仍将依靠通过不同渠道抢夺市场份额以及提升公司的盈利能力两条途径来实现。尽管公司表示 2016 年前两个月公司的整体盈利能力已有所改善, 但低迷的需求环境带来的竞争加剧, 不同程度的促销活动将会随时威胁公司的盈利能力。同时, 公司表示 2016 年的资本支出仍将维持在 30-40 亿港元的较高水平, 而产能优化带来的较高费用收入比或仍将持续。根据 Bloomberg 市场一致预期, 2016 年公司收入、净利润预计同比 5%、14%, 目前股价对应 2016 年 P/E 为 34 倍, 建议投资者谨慎关注。

风险提示: 市场竞争恶化带来超预期促销活动; 费用支付大幅超出预期

## 海外消费研究

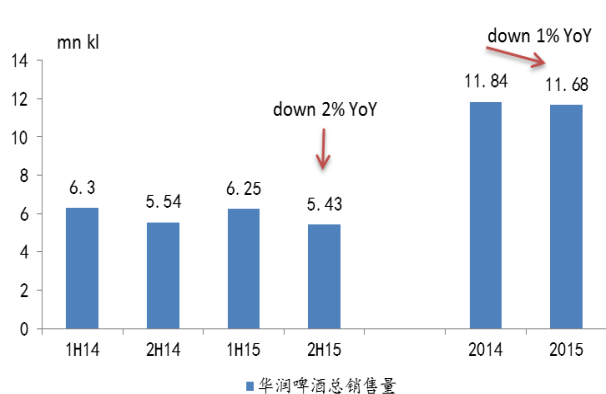
高级分析师: 鲁衡军  
注册国际投资分析师 CIIA  
luhj@xyzq.com.hk  
SFC: AZF126  
SAC: S0190515010004

联系人: 王佳卉  
wangjiahui@xyzq.com.cn

## 报告正文

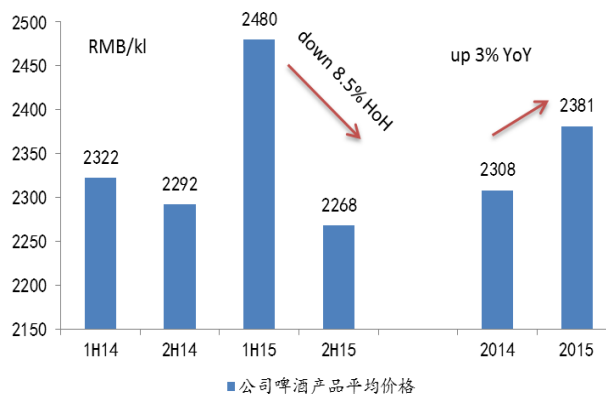
- 全年啤酒业务 2015 年净利实现 14% 同比增长:** 公司于 3 月 18 日中午发布 2015 年业绩, 并于全天休市后召开业绩发布会。华润啤酒 2015 年, 只计持续经营业务, 即啤酒业务, 收入同比增长 1% 达 348 亿港元, 净利润同比增长 13.8% 达 8.3 亿港元, 分别略低于 Bloomberg 市场一致预期 1% 和 11%, 主要受下半年盈利性不达预期所致。连同已终止经营业务(零食、食品及饮料业务), 公司全年收入同比下降 21% 达 1331 亿港元, 净利润则实现 39.9 亿港元的亏损(vs.2014 年亏损 1.6 亿港元)。全年持续经营业务实现每股盈利 0.34 港元。鉴于公司 2015 年 10 月将公司出售零食、食品级饮料业务的大部分所得款项已以特别股息派发, 因此 2015 年期末董事会决定不派息。
- 2H15 量价均现同比下滑:** 2015 年中国啤酒整体销量下降, 公司啤酒销量全年同比下降 1.3% 至 1,168 万千升, 雪花啤酒销量占总销量约 90%。公司产品价格受产品组合优化影响, 全年平均价格同比提升 3.2%。然而受到促销和天气等因素影响, 2H15 公司啤酒销量和平均价格均出现下滑, 2H15 销量同比下滑 2% (vs.1H15 销量同比下降 1%), 平均价格同比下滑 1% (vs.1H15 均价同比上涨 7%), 环比 1H15 更是大幅回落

图表 1、2H15 销量回落, 全年销量回落 1%



数据来源: 公司资料, 兴业证券研究所

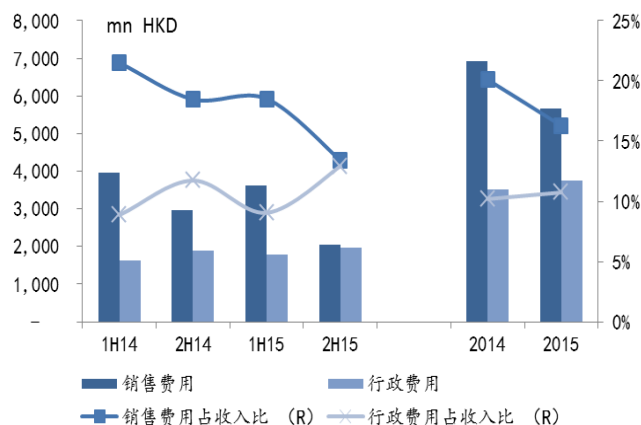
图表 2、2H15 均价环比上半年回落 8.5%



数据来源: 公司资料, 兴业证券研究所

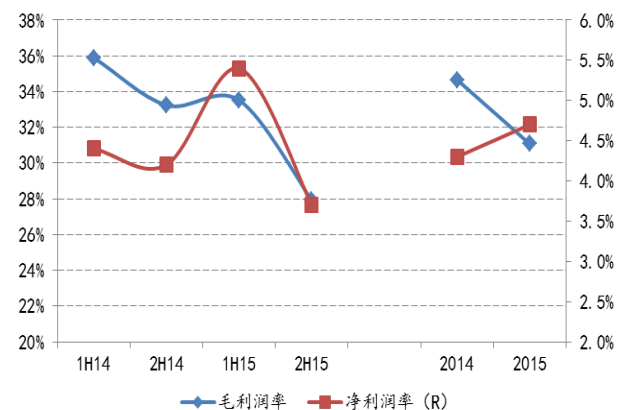
- 2015 年下半年盈利性环比回落:** 公司全年毛利率同比下降 3.6ppt 至 31.1%, 主要受下半年拖累。1H15 公司啤酒业务整体毛利率仍维持在 33.5%, 环比较 2H14 仍有 0.3ppt 的提升, 但 2H15 受到公司促销活动的影响, 毛利率环比 1H15 大幅下降 5.3ppt 至 27.9%, 同比 1H14 也有 5.3ppt 的下降。另外公司的销售费用全年同比下降 18.2%, 占收入比重同比下降 3.8ppt, 行政费用同比增长 6%, 占收入比重小幅提升 0.5ppt, 全年销售及行政费用开支占收入比重仍处于 27% 的较高水平。整体而言, 下半年公司的促销力度加大影响, 2H15 净利润率环比回落 1.7ppt, 全年同比下滑 0.4ppt。

图表 3、销售及行政费用占收入比仍处高位



数据来源:公司资料, 兴业证券研究所

图表 4、2H15 盈利性下滑



数据来源:公司资料, 兴业证券研究所

- **聚焦啤酒业务, 取得雪花啤酒的完整所有权:** 公司于 2015 年 9 月以 300 亿元港币向母公司华润集团出售全部非啤酒业务, 即零售、食品及饮料业务, 交易完成后公司转型仅专注啤酒业务, 剥离非啤酒业务后公司的盈利性得到改善, 同时有利于将资源进一步集中, 以释放啤酒业务的隐含价值。目前公司计划将以 16 亿美元收购华润雪花啤酒剩余的 49% 股权, 该事项正在等待获批, 交易若完成后, 公司将取得华润雪花啤酒的完整所有权, 在可以确保有限贯彻中国发展战略的同时, 提升股东财务透明度。
- **增长点仍靠并购:** 公司预计未来中国啤酒市场仍会进一步整合, 啤酒业务将通过自然增长和并购提升市场份额, 与此同时, 公司将持续优化产品组合策略, 提升中高端产品比重, 通过更好的成本控制和提高产能利用率, 来改善盈利能力, 凭借提升市场份额和品牌价值维持长远的盈利增长。
- **我们的观点:**

中国啤酒需求仍将在一段时期内维持低迷, 我们判断华润啤酒的成长仍将依靠通过不同渠道抢夺市场份额以及提升公司的盈利能力两条途径来实现。尽管公司表示 2016 年前两个月公司的整体盈利能力已有所改善, 但低迷的需求环境带来的竞争加剧, 不同程度的促销活动将会随时威胁公司的盈利能力。同时, 公司表示 2016 年的资本支出仍将维持在 30-40 亿港币的较高水平, 而产能优化带来的较高费用收入比或仍将持续。

根据 Bloomberg 市场一致预期, 2016 年公司收入、净利润预计同比 5%、14%, 目前股价对应 2016 年 P/E 为 34 倍, 建议投资者谨慎关注。

**风险提示:** 市场竞争恶化带来超预期促销活动; 费用支付大幅超出预期

图表 5、公司 2015 年财务摘要（只计持续经营业务）

	1H14	2H14	1H15	2H15	2H15 环比	2H15 同比	2014	2015	2015 同比
收入	18,475	16,007	19,609	15,212	-22.4%	-5.0%	34,482	34,821	1.0%
毛利	6,631	5,321	6,572	4,247	-35.4%	-20.2%	11,952	10,819	-9.5%
毛利率	35.9%	33.2%	33.5%	27.9%	下降 5.6ppt	下降 5.3ppt	34.7%	31.1%	下降 3.6ppt
销售费用	3,973	2,958	3,631	2,038	-43.9%	-31.1%	6,931	5,669	-18.2%
占收入比重	21.5%	18.5%	18.5%	13.4%	下降 5.1ppt	下降 5.1ppt	20.1%	16.3%	下降 3.8ppt
行政费用	1,638	1,877	1,774	1,966	10.8%	4.7%	3,515	3,740	6.4%
占收入比重	8.9%	11.7%	9.0%	12.9%	上升 3.9ppt	上升 1.2ppt	10.2%	10.7%	上升 0.5ppt
股东应占溢利	406	324	528	303	-42.6%	-6.5%	730	831	13.8%
净利润率	4.4%	4.2%	5.4%	3.7%	下降 1.7ppt	下降 0.5ppt	4.3%	4.7%	下降 0.4ppt

数据来源:公司资料, 兴业证券研究所

### 现场问答环节

Q1. 2015 年下半年公司 ASP 和 GPM 由于加大用了促销的力度受到一定负面影响, 2016 年是否会持续还是有改善?

2016 年前两个月, ASP 和 GM 都环比 2H15 有低单位数的改善。

Q2. 2015 年还有 30 亿港币的 capex, 资本性开支在今明两年会有什么变化?

2016 年 capex 还是在 30-40 亿港币左右。未来听装线会增多, 厂房优化, 设备更新和新生产线的支出是 capex 的主要方面, 公司未来的产能利用率还要提升。

Q3. 公司对今后的收购的想法?

目前看可以并购的中小标的公司已经基本没有, 未来几大竞争对手之间有可能会产生并购合作的驱动, 公司会抱着积极的态度去面对。

Q4. 公司与百威英博的竞争策略

目前公司在中高端酒上是相对弱勢的, 未来是在中高端酒上重点发展, 且未来在中档酒上会有更大的机会和空间超过对手。

Q5. 行业啤酒销售量在下降, 公司的销量也在下行, 公司是如何看待的?

未来一两年之内国内啤酒行业的需求不会有明显的翻转, 但长期看中国需求还会有发展空间。第一, 是受中国人口基数大的影响, 第二, 人均饮用量还有提升空

间；第三，目前中档酒以上的增长还很强劲，未来消费的升级还会带动中高端产品需求的增长。

公司的增长还有可以通过竞争去争取更多的市场份额，不应该过分关注行业需求的增长，目前中国的啤酒市场还是一个竞争中的市场，并非一个竞争结束的市场。公司会关注新的消费需求、新的消费群体和新的消费方式，也会结合在营销方式中，结合在中高档酒的推广过程中。

Q6. 公司关于收购 SABMiller 持有的 49% 雪花啤酒股权，是否已经上报国家主管机关，批准周期是多久？

已经提出审查，具体审查时间并没有明确规定，按照常规一般 3-5 个月时间。

Q7. 华润未来是否会开展多品牌策略？

单品牌和多品牌策略都有相对的优势和劣势。华润从最早的多品牌策略转为“1+N”策略，且该策略是成功的。未来仍将延续雪花品牌的主导地位，重新建立一个高档品牌短期是难以实现的，但通过其他渠道获得的可能也存在。

## 投资评级说明

**行业评级** 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期恒生指数的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

- 推 荐: 相对表现优于市场;  
中 性: 相对表现与市场持平  
回 避: 相对表现弱于市场

**公司评级** 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期恒生指数的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

- 买 入: 相对大盘涨幅大于 15% ;  
增 持: 相对大盘涨幅在 5% ~ 15%之间  
中 性: 相对大盘涨幅在-5% ~ 5%;  
减 持: 相对大盘涨幅小于-5%

机构销售经理联系方式					
机构销售负责人		邓亚萍	021-38565916	dengyp@xyzq.com.cn	
上海地区销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
罗龙飞	021-38565795	luolf@xyzq.com.cn	盛英君	021-38565938	shengyj@xyzq.com.cn
杨忱	021-38565915	yangchen@xyzq.com.cn	王政	021-38565966	wangz@xyzq.com.cn
冯诚	021-38565411	fengcheng@xyzq.com.cn	王溪	021-20370618	wangxi@xyzq.com.cn
顾超	021-20370627	guchao@xyzq.com.cn	李远帆	021-20370716	liyuanfan@xyzq.com.cn
胡岩	021-38565982	huyan@xyzq.com.cn	王立维	021-38565451	wanglw@xyzq.com.cn
地址: 上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 20 层 (200135) 传真: 021-38565955					
北京地区销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
朱圣诞	010-66290197	zhusd@xyzq.com.cn	郑小平	010-66290223	zhengxiaoping@xyzq.com.cn
肖霞	010-66290195	xiaoxia@xyzq.com.cn	陈杨	010-66290197	chenyang@xyzq.com.cn
刘晓浏	010-66290220	liuxiaoliu@xyzq.com.cn	吴磊	010-66290190	wulei@xyzq.com.cn
何嘉	010-66290195	hejia@xyzq.com.cn			
地址: 北京西城区锦什坊街 35 号北楼 601-605 (100033) 传真: 010-66290220					
深圳地区销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
朱元贱	0755-82796036	zhuyy@xyzq.com.cn	李昇	0755-82790526	lisheng@xyzq.com.cn
杨剑	0755-82797217	yangjian@xyzq.com.cn	邵景丽	0755-23836027	shaojingli@xyzq.com.cn
王维宇	0755-23826029	wangweiyu@xyzq.com.cn			
地址: 福田区中心四路一号嘉里建设广场第一座 701 (518035) 传真: 0755-23826017					
海外销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
刘易容	021-38565452	liuyirong@xyzq.com.cn	徐皓	021-38565450	xuhao@xyzq.com.cn
张珍岚	021-20370633	zhangzhenlan@xyzq.com.cn	陈志云	021-38565439	chanchiwan@xyzq.com.cn
曾雅琪	021-38565451	zengyayi@xyzq.com.cn	申胜雄		shensx@xyzq.com.cn
赵新莉	021-38565922	zhaoxinli@xyzq.com.cn			
地址: 上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 20 层 (200135) 传真: 021-38565955					
私募及企业客户负责人		刘俊文	021-38565559	liujw@xyzq.com.cn	
私募销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
徐瑞	021-38565811	xur@xyzq.com.cn	杨雪婷	021-20370777	yangxueting@xyzq.com.cn
唐恰	021-38565470	tangqia@xyzq.com.cn	韩立峰	021-38565840	hanlf@xyzq.com.cn
地址: 上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 20 层 (200135) 传真: 021-38565955					



香港及海外市场					
机构销售负责人			丁先树	18688759155	dingxs@xyzq.com.hk
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
郑梁燕	18565641066	zhengly@xyzq.com.hk	阳焯	18682559054	yanghan@xyzq.com.hk
王子良	18616630806	wangzl@xyzq.com.hk	周围	13926557415	zhouwei@xyzq.com.hk
孙博轶	13902946007	sunby@xyzq.com.hk			
地址: 香港中环德辅道中 199 号无限极广场 32 楼 3201 室 传真: (852)3509-5900					

### 【信息披露】

兴业证券股份有限公司(“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](http://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。

### 【分析师声明】

本人具有相关监管机构所须之牌照。本人确认已合乎监管机构之相关合规要求，并以勤勉的职业态度，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。

### 【法律声明】

本报告由兴业证券股份有限公司(已具备证券投资咨询业务资格)制作。

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。

本报告将依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.xyzq.com.cn> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

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、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本公司违反当地的法律或法规或可致使本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)。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到本公司网站以外的资料，本公司未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接的目的，纯粹为了收件人的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。收件人须承担浏览这些网站的风险。

本公司系列报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

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。

若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

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。