

智能制造与新材料研究中心、消费升级与娱乐研究中心

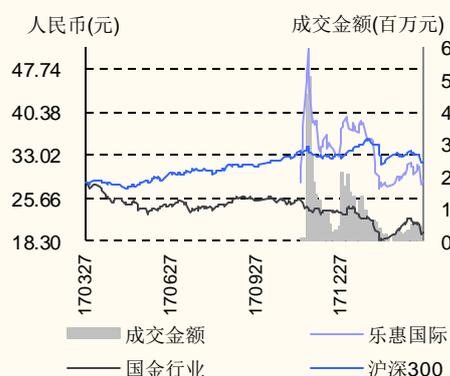
乐惠国际 (603076.SH) 买入 (维持评级)

公司点评

市场价格 (人民币): 28.79 元
 目标价格 (人民币): 40.00-40.00 元

市场数据 (人民币)

已上市流通 A 股 (百万股) 18.65
 总市值 (百万元) 2,144.86
 年内股价最高最低 (元) 51.50/27.13
 沪深 300 指数 3879.89
 上证指数 3133.72



斥资 2 亿打造国内精酿啤酒文化圣地

公司基本情况 (人民币)

项目	2015	2016	2017E	2018E	2019E
摊薄每股收益 (元)	1.153	1.373	0.985	1.293	1.608
每股净资产 (元)	5.34	6.72	10.34	11.46	12.87
每股经营性现金流 (元)	1.70	2.44	1.39	1.03	1.22
市盈率 (倍)	0.00	0.00	29.23	22.26	17.90
行业优化市盈率 (倍)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润增长率 (%)	27.46%	19.06%	-4.29%	31.30%	24.35%
净资产收益率 (%)	21.59%	20.44%	9.53%	11.29%	12.50%
总股本 (百万股)	55.85	55.85	74.50	74.50	74.50

来源: 公司年报、国金证券研究所

事件

- 乐惠国际公告拟使用自筹及融资资金共计 19,967 万元, 用于投资建设大目湾精酿啤酒服务平台、C2M 智能制造及商业体验综合体项目 (“大目湾项目”), 项目地点位于宁波市象山县大目湾新城, 建设周期约 36 个月。

经营分析

- 斥资 2 亿资金打造国内精酿啤酒文化圣地:** 根据公司公告, 此次项目将打造一个涵盖柔性精酿啤酒智能制造中心、精酿啤酒企业共享服务平台、精酿啤酒娱乐休闲体验园、精酿啤酒体验商业及配套人才公寓的新型综合体, 通过完善的配套实现商对客、客对厂等多维度精酿啤酒相关产销服务。
- 国内精酿啤酒空间广阔, 公司产品领先市场:** 精酿啤酒在我国方兴未艾, 2011-2017 年的消费量一直保持两位数增长。在欧美发达国家, 精酿啤酒在啤酒总消费量占比可达 20%, 而在我国该渗透率尚不足 0.5%, 未来消费升级空间广阔。我们测算, 国内精酿啤酒渗透率每上升 1 个百分点, 对酿造设备的需求量可增加约 5000 台, 对应每年超过 50 亿元的市场规模。公司自 2012 年起通过自主研发和海外并购, 已形成完整的精酿啤酒设备产线, 市场地位和竞争优势凸显。
- 前瞻性布局啤酒饮料消费升级领域:** 在精酿啤酒之外, 公司还利用行业龙头地位和自身技术优势, 积极参与百威英博、喜力等国际啤酒巨头在非洲、东南亚等发展中地区的建厂扩张, 实现海外业务稳健增长。此外, 公司于年初完成对德国资深乳饮品高速和无菌包装设备制造商 Packtec 的收购, 有望参与我国乳饮品包装迭代升级的过程中, 实现业务版图的进一步扩张。

投资建议与估值

- 我们认为公司拟建的大目湾项目将有望打造国内首个大型精酿啤酒智能制造与 C2M (客对厂) 文化圣地, 从而催化精酿啤酒文化在国内加速渗透, 公司作为啤酒设备龙头和项目主办方, 有望最大程度受益市场需求增长红利。
- 我们看好公司在国内啤酒装备市场龙头地位及在下游消费升级领域的前瞻性布局, 预计公司 2018-2019 年有望实现营收 10.52/13.24 亿元, 归母净利润 0.96/1.20 亿元, 同比+31.3%/+24.4%; 摊薄 EPS1.29/1.61 元, 维持“买入”评级, 当前股价对应 22.3X18PE、17.9X19PE。

风险

- 国内精酿啤酒设备竞争加剧; 国际进出口政策变化; 汇兑损失风险。

相关报告

1.《消费升级装备系列报告之一: 乐惠国际——国内啤酒设备龙头, 精...》, 2018.3.18

司景喆 分析师 SAC 执业编号: S1130517080001
 (8621)60870938
 sijz@gjzq.com.cn

申晟 分析师 SAC 执业编号: S1130517080003
 (8621)60230204
 shensheng@gjzq.com.cn

时代 联系人
 (8621)60893123
 shidai@gjzq.com.cn

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E		2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营业务收入	733	724	951	938	1,052	1,324	货币资金	260	152	180	191	200	220
增长率		-1.2%	31.3%	-1.4%	12.2%	25.8%	应收账款	230	225	303	245	275	339
主营业务成本	-538	-517	-722	-693	-782	-985	存货	608	639	478	494	557	701
%销售收入	73.4%	71.3%	75.9%	73.9%	74.4%	74.4%	其他流动资产	143	122	62	116	131	162
毛利	195	208	229	245	269	339	流动资产	1,240	1,137	1,023	1,047	1,163	1,423
%销售收入	26.6%	28.7%	24.1%	26.1%	25.6%	25.6%	%总资产	84.5%	84.0%	82.0%	81.1%	67.1%	59.3%
营业税金及附加	-3	-7	-6	-6	-7	-9	长期投资	0	0	0	0	0	0
%销售收入	0.4%	0.9%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%	固定资产	172	161	161	163	480	876
营业费用	-16	-13	-14	-20	-23	-29	%总资产	11.7%	11.9%	12.9%	12.7%	27.7%	36.5%
%销售收入	2.2%	1.8%	1.5%	2.2%	2.2%	2.2%	无形资产	37	36	57	73	82	91
管理费用	-81	-83	-103	-100	-112	-139	非流动资产	227	217	225	243	570	975
%销售收入	11.0%	11.5%	10.8%	10.7%	10.6%	10.5%	%总资产	15.5%	16.0%	18.0%	18.9%	32.9%	40.7%
息税前利润 (EBIT)	94	105	107	118	128	162	资产总计	1,467	1,354	1,247	1,290	1,733	2,398
%销售收入	12.9%	14.4%	11.2%	12.6%	12.2%	12.3%	短期借款	598	422	374	0	295	704
财务费用	-34	-35	-11	-24	-7	-12	应付款项	688	596	456	446	501	630
%销售收入	4.6%	4.9%	1.1%	2.6%	0.7%	0.9%	其他流动负债	19	34	36	35	40	50
资产减值损失	1	-1	-6	-2	0	-1	流动负债	1,304	1,052	866	481	836	1,384
公允价值变动收益	0	-3	3	0	0	0	长期贷款	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	1	-6	0	0	0	其他长期负债	4	3	5	38	42	53
%税前利润	0.0%	0.8%	n.a.	0.0%	0.0%	0.0%	负债	1,308	1,055	870	518	878	1,437
营业利润	62	67	87	92	121	150	普通股股东权益	158	298	375	770	854	959
营业利润率	8.4%	9.2%	9.2%	9.8%	11.5%	11.3%	少数股东权益	1	1	2	2	2	2
营业外收支	2	13	15	5	6	8	负债股东权益合计	1,467	1,354	1,247	1,290	1,733	2,398
税前利润	64	79	103	97	127	158	比率分析						
利润率	8.7%	11.0%	10.8%	10.3%	12.1%	11.9%		2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
所得税	-13	-15	-25	-23	-31	-38	每股指标						
所得税率	21.1%	19.2%	24.1%	24.1%	24.1%	24.1%	每股收益	1.011	1.153	1.373	0.985	1.293	1.608
净利润	50	64	78	73	96	120	每股净资产	3.162	5.342	6.716	10.338	11.462	12.870
少数股东损益	0	0	1	0	0	0	每股经营现金净流	1.282	1.702	2.436	1.387	1.029	1.216
归属于母公司的净利润	51	64	77	73	96	120	每股股利	0.000	0.000	0.000	0.120	0.170	0.200
净利率	6.9%	8.9%	8.1%	7.8%	9.2%	9.1%	回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	31.95%	21.59%	20.44%	9.53%	11.29%	12.50%
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E	总资产收益率	3.44%	4.76%	6.15%	5.69%	5.56%	5.00%
净利润	50	64	78	73	96	120	投入资本收益率	9.83%	11.74%	10.80%	11.60%	8.44%	7.40%
非现金支出	19	20	25	21	24	47	增长率						
非经营收益	40	45	23	3	0	13	主营业务收入增长率	1.79%	-1.16%	31.29%	-1.38%	12.16%	25.84%
营运资金变动	-45	-34	11	6	-44	-89	EBIT增长率	9.00%	10.92%	2.10%	10.47%	8.46%	26.85%
经营活动现金净流	64	95	136	103	77	91	净利润增长率	6.31%	27.46%	19.06%	-4.29%	31.30%	24.35%
资本开支	-9	-8	-40	-32	-344	-442	总资产增长率	13.70%	-7.69%	-7.89%	3.44%	34.36%	38.32%
投资	-1	1	0	0	0	0	资产管理能力						
其他	0	0	0	0	0	0	应收账款周转天数	81.0	91.6	95.6	90.0	90.0	88.0
投资活动现金净流	-10	-7	-40	-32	-344	-442	存货周转天数	381.3	440.6	282.4	260.0	260.0	260.0
股权募资	0	117	0	331	0	0	应付账款周转天数	112.8	115.6	70.0	70.0	70.0	70.0
债权募资	52	-178	-48	-374	295	409	固定资产周转天数	85.2	80.7	61.7	55.7	76.4	131.1
其他	-39	-83	-13	-17	-19	-37	偿债能力						
筹资活动现金净流	14	-143	-61	-60	276	371	净负债/股东权益	211.64%	90.27%	51.22%	-24.83%	11.08%	50.35%
现金净流量	68	-55	35	11	9	20	EBIT利息保障倍数	2.8	3.0	10.1	4.9	18.7	13.6
							资产负债率	89.15%	77.91%	69.77%	40.16%	50.64%	59.94%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	1
增持	1	1	1	1	1
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	2.00	2.00	2.00	2.00	1.50

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明:

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，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，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。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务专业投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中的专业投资者使用；非国金证券客户中的专业投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话: 021-60753903

传真: 021-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话: 010-66216979

传真: 010-66216793

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100053

地址: 中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话: 0755-83831378

传真: 0755-83830558

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7GH