

分析师： 乔洋 邵稳重 027-65799581 qiaoyang@cjsc.com.cn

联系人： 杨靖凤 (8621) 63217917 yangjf@cjsc.com.cn

战略步入发展期 短期看市场深耕

事件描述

我们参加了承德露露的股东会，并同公司管理层进行了较为充分的交流。主要观点如下。

事件评论

第一，整合阶段结束；战略步入发展期

随着万向集团入主，2006-2008 年主要是公司整合完善期，工作重点在于理顺内部关系；现在第一阶段已经基本完成。公司未来的战略重点将转向发展方面，市场拓展和品牌完善将成为工作重心。

市场拓展包括两方面内容：即地域调整和深耕市场。公司将从传统的三北市场（东北、西北和华北）向华中和中原区域拓展。新市场的产品导入和推广需要一定时期的铺垫，从而短期而言，深耕策略或将带来更直接的效果。

品牌完善方面，公司的现有思路是品牌深化和品牌外化：即从单一的杏仁露产品延伸到杏仁露系列（如细分产品美颜坊）；从杏仁露系列延伸到其他植物蛋白产品（如核桃露、逸身轻等）。

图 1：露露美颜坊



资料来源：百度图片

图 2：露露核桃露



资料来源：百度图片

第二，终端下沉；深耕市场将决定短期增长

小众市场的特性，使得单纯依靠公司宣传打开市场成本高昂。短期内，深耕老市场的策略或许会带来更直接的效果。并且，公司深耕市场并不乏成功先例：河北省内+京津塘地区收入占公司总收入的近 50%，其中北京收入约 2 个亿，唐山地区 1 个亿，而承德地区就可以做到 8000 万左右；而河南和山东全省收入仅分别为 1 个亿。渠道进入和口碑树

立，使得老市场深耕投入产出比或许更高。

公司采取终端下沉策略耕耘老市场：今年以来，公司直接监控的分销商由 1 批 300 多家扩大至二批的 3000 多家；为防止渠道价格倒挂，公司收回了促销决策权，对经销商的补贴由总公司统一决策；此外加大了促销力度，09 年 1 季度每个月销售人员数量都有上升。

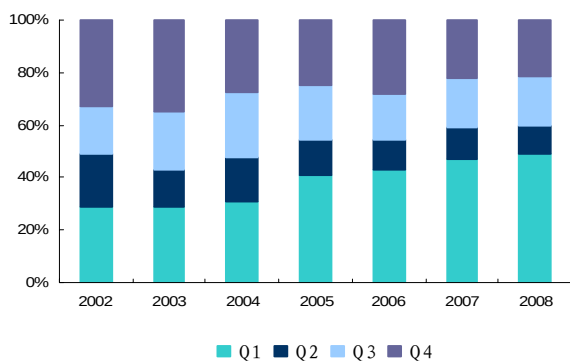
第三，杏仁露一品独大；美颜坊尚需努力

2008 年美颜坊销售额仅 1000 万左右，其余营收均靠露露杏仁露贡献。作为品牌深化和产品细分的美颜坊，在推出之后似乎并没有收到预期效果。依靠杏仁露单品录得 15 亿销售收入，对于任何饮料品牌都是非常可贵的成绩；但单一品牌伴生的成长性放缓是不得不考虑的问题。而作为高端品，美颜坊的定位、推广是否应当区别于大众品路线？我们感觉这部分公司尚处于探索。当然，美颜坊的推广仅 1 年，我们对此保持密切跟踪。

第四，节日效应和经济危机造成 1 季度业绩下滑；马口铁成本将降低

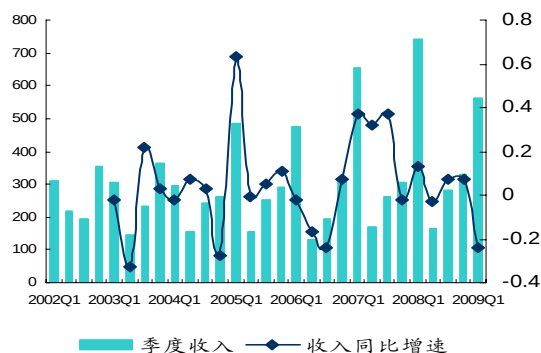
1 季度是公司产品的主销季，年销售额的 3 成以上在本季度完成；而在北方市场，春节前的一段时间是公司产品销售最旺盛的时点。由于 2009 年春节提前了 12 天，每天影响的销售额约 2 亿左右。此外，经济下滑对公司产品的销售还是带来了一些负面影响，这从 08 年下半年销售同比情况可以反映一二。

图 3：分季度销售收入累计



资料来源：公司财报

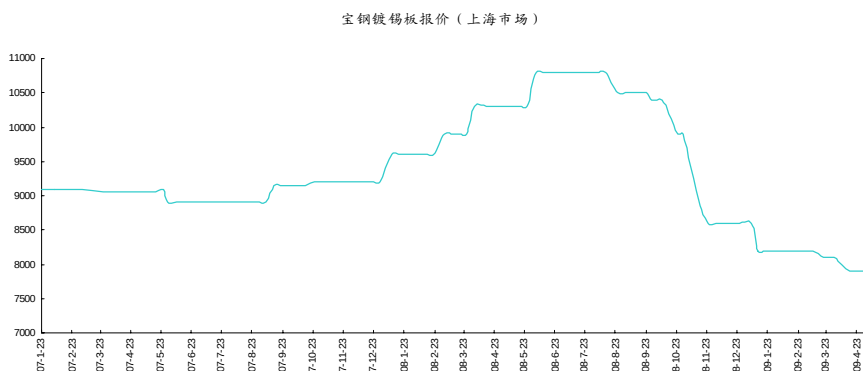
图 4：销售收入及同比增速



资料来源：公司财报

成本方面，由于马口铁约 4 个月的提前采购周期，2009 年 1 季度的产品仍是采用高价位的镀锡板生产；随着 2008 年 4 季度钢材价格的大幅回落，公司 2 季度之后的印铁成本将明显下滑，毛利率也可望随之提高。

图 5：镀锡板价格走势



资料来源：长江证券研究部

第五，盈利预测和投资评级

我们预测的主要假设如下：

- 1) 2009 年销量下滑 15%（基于 Q1 收入下滑 23%和产品提价 5.5%的前提）；2010、2011 年销量上升 10%、5%；
- 2) 2009-2011 年单价上浮 2%、1%和 2%，其中 2011 年的上浮来自于对经济复苏的乐观预期；
- 3) 2009-2011 年单位成本分别变化-1.5%、2%和 1%；其中，09 年糖价的提高部分对冲了马口铁价格的下滑；
- 4) 2009 年由于开拓市场，销售费率提高至 13%，2010、2011 年降为 12.5%；所得税率均为 25%。

我们预测 2009-2011 年 EPS 分别为 0.657、0.757 和 0.852 元，对应 PE 分别为 24.52、21.26 和 18.89 倍；虽然面临 2009 年需求下滑，但目前的估值存在凹地；并且，万向集团的进入使得机制改善方面的预期始终存在。由此，我们首次给予“谨慎推荐”评级。

第六，投资点和投资风险

我们认为承德露露的投资点有：

- 1) 需求的迅速恢复；
- 2) 新产品打开市场；
- 3) 深耕市场策略取得实质性效果；
- 4) 管理层激励和关联交易的改善。

投资风险有：

- 1) 市场开拓不利，并且费率过高；
- 2) 新产品推广取得的效果同付出不匹配；
- 3) 原有产品生命周期步入衰退，恰好有实力的竞争者出现。

财务报表及指标预测

利润表（百万元）					资产负债表（百万元）				
	2008A	2009E	2010E	2011E		2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	1517	1328	1475	1580	货币资金	144	184	305	444
营业成本	1077	908	1019	1081	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	440	420	456	499	应收账款	4	19	21	23
% 营业收入	29.0%	31.6%	30.9%	31.6%	存货	223	185	208	220
营业税金及附加	9	8	9	10	预付账款	67	54	61	64
% 营业收入	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%	其他流动资产	0	0	0	0
销售费用	191	173	184	198	流动资产合计	440	443	596	752
% 营业收入	12.6%	13.0%	12.5%	12.5%	可供出售金融资产	0	0	0	0
管理费用	69	60	59	63	持有至到期投资	0	0	0	0
% 营业收入	4.6%	4.5%	4.0%	4.0%	长期股权投资	26	26	26	26
财务费用	8	1	-1	-1	投资性房地产	0	0	0	0
% 营业收入	0.5%	0.0%	-0.1%	-0.1%	固定资产合计	221	253	284	313
资产减值损失	8	1	0	0	无形资产	316	301	286	271
公允价值变动收益	0	0	0	0	商誉	3	3	3	3
投资收益	-1	0	0	0	递延所得税资产	7	0	0	0
营业利润	153	177	205	230	其他非流动资产	1	1	1	1
% 营业收入	10.1%	13.4%	13.9%	14.6%	资产总计	1014	1028	1196	1367
营业外收支	-2	0	0	0	短期贷款	50	0	0	0
利润总额	151	177	205	230	应付款项	178	148	166	176
% 营业收入	10.0%	13.4%	13.9%	14.6%	预收账款	155	133	148	158
所得税费用	35	44	51	58	应付职工薪酬	28	23	25	27
净利润	116	133	154	173	应交税费	-7	2	2	3
归属于母公司所有者 的净利润	109.8	125.8	145.1	163.3	其他流动负债	7	6	6	7
少数股东损益	6	7	8	9	流动负债合计	412	311	348	370
EPS（元/股）	0.58	0.66	0.76	0.86	长期借款	0	0	0	0
现金流量表（百万元）					应付债券	0	0	0	0
	2008A	2009E	2010E	2011E	递延所得税负债	0	0	0	0
经营活动现金流净额	168	173	207	228	其他非流动负债	0	0	0	0
取得投资收益收回现金	0	0	0	0	负债合计	412	311	348	370
长期股权投资	0	0	0	0	归属于母公司所有者权 益	581	688	812	951
无形资产投资	0	0	0	0	少数股东权益	21	28	37	46
固定资产投资	-6	-63	-65	-66	股东权益	603	717	849	997
其他	2	0	0	0	负债及股东权益	1014	1028	1196	1367
投资活动现金流净额	-4	-63	-65	-66	基本指标				
债券融资	0	0	0	0	EPS	0.578	0.662	0.763	0.859
股权融资	0	0	0	0	BVPS	3.06	3.62	4.27	5.00
银行贷款增加（减少）	-100	-50	0	0	PE	27.53	24.03	20.84	18.52
筹资成本	92	-19	-21	-23	PEG	1.95	1.70	1.47	1.31
其他	-201	0	0	0	PB	5.20	4.39	3.73	3.18
筹资活动现金流净额	-209	-69	-21	-23	EV/EBITDA	14.18	12.64	10.77	9.21
现金净流量	-45	40	121	139	ROE	18.9%	18.3%	17.9%	17.2%

分析师介绍

乔洋，华中科技大学金融学硕士，从事食品饮料行业研究。

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话		E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 33130735	13564079561	wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区客户经理	(8621) 63296362	13701696936	ganlu@cjsc.com.cn
吕 洁	华东区客户经理	(8621) 33130450	13564863429	lvjie@cjsc.com.cn
杨 忠	华南区客户经理	(8621) 33130737	13916835319	yangzhong@cjsc.com.cn
李 靖	华北区客户经理	(8621) 63299572	13761448844	lijing2@cjsc.com.cn

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沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看好： 相对表现优于市场 中性： 相对表现与市场持平 看淡： 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沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5% ~ 10% 之间 中性： 相对大盘涨幅在 -5% ~ 5% 之间 减持： 相对大盘涨幅小于 -5% 无投资评级： 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。

重要声明

长江证券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，不代表对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。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。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告中所评价或推荐的证券没有利害关系。本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的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者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。