



CICC
中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED

业绩回顾

2009年8月20日

食品饮料

研究部

袁霏阳

分析员

yuanfy@cicc.com.cn

孙轶佳

联系人

sunyj@cicc.com.cn

审慎推荐

承德露露(000848.CH)

中期业绩回顾

主要财务信息

(单位: 人民币百万元)	2005 A	2006 A	2007 A	2008 A	2009 E	2010 E
主营业务收入	1,188	1,103	1,394	1,517	1,368	1,589
(+/-%)	23.8	-7.1	26.4	8.8	-9.8	16.2
主营业务利润	358	360	427	440	412	506
(+/-%)	16.3	0.6	18.6	3.0	-6.4	22.8
净利润	43	67	87	110	123	168
(+/-%)	15.7	55.6	30.8	25.8	12.3	36.0
每股收益(元)	0.14	0.35	0.46	0.58	0.65	0.88
(+/-%)	-3.6	154.6	30.8	25.3	12.7	36.0
每股经营现金流(元)	0.47	1.65	0.73	0.88	0.97	1.30
市盈率(倍)	106.2	41.7	31.9	25.4	22.6	16.6
市净率(倍)	6.0	5.5	4.8	4.6	4.2	3.8
股价/经营现金流	31.2	8.9	20.1	16.7	15.1	11.3
EV/EBITDA(倍)	15.9	15.2	11.4	12.8	11.5	9.2
净资产收益率(%)	6.0	14.1	15.9	18.9	19.6	24.1
投入资本回报率(%)	3.4	6.5	10.7	16.2	17.7	22.1
股息收益率(%)	0.0	0.7	2.7	2.7	2.7	3.6

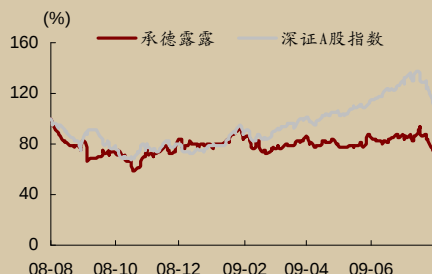
股票信息

股票代码	000848CH
当前股价	人民币 14.64
日成交量(百万股)	2.93
52周最高/最低价	人民币 19.8/11.44
总市值(百万元)	2,783
发行股数(百万股)	190
其中:流通股(百万股)	190
主要股东(持股比例)	万向三农有限公司(42.55%)

最近估值走势

	1周内变化	1个月变化	3个月变化	年初至今
承德露露	-7.6%	-12.9%	-7.2%	-7.8%
深证A股指数	-10.0%	-15.1%	3.0%	66.4%
中金食品饮料指数	2.2%	-9.7%	11.4%	50.9%

最近股价走势



资料来源: 彭博资讯、公司信息、中金公司研究部

上半年业绩符合预期:

上半年公司实现销售收入 6.98 亿元, 同比减少 23.8%, 净利润达到 5260 万元, 同比减少 12.7%, 每股收益 0.28 元, 符合我们预期。公司二季度实现销售收入同比下降 19.1%, 净利润同比增长 10.9%。

正面:

- 二季度毛利率出现大幅度回升。二季度毛利率达到 39.5%, 环比提高 12.7 个百分点, 显示高价马口铁消耗完毕后的利润率回升态势。

负面:

- 销售收入依然维持同比下滑态势。我们判断这体现出公司当前内部矛盾和销售体系的整治仍未完成。

发展趋势:

09 年是短期业绩低点, 投资时机仍需等待。当前公司销售收入仍保持下滑态势, 显示目前露露内部问题仍未理顺, 投资时机仍需等待。

短期仍然享受低成本带来的利润回升。目前, 马口铁价格相比 09 年年初下降 7%。虽然前期钢材价格出现大幅度上涨, 但马口铁价格仍相对平稳。所以, 我们认为年内公司利润率回升态势仍将持续。

2010 年业绩恢复仍值得期待。露露整体刚性需求较为稳固, 实际利润水平高于当前业绩。我们认为 2010 年年初的换届将成为公司短期管理改善和业绩恢复的出发点。我们预计 2009 年年底公司管理层换届工作将逐步展开。

盈利预测调整:

我们维持 09-10 年的盈利预测。

估值与建议:

目前 09-10 年市盈率分别为 22.6 倍和 16.6 倍, 虽然 09-10 年的盈利仍有可能下调空间, 但是其估值与行业其他企业相比仍有优势。同时, 经过 2009 年的调整之年, 2010 年仍有望出现恢复态势, 但需等待年末换届以后的投资时点。

图表 1：09 年上半年业绩分析

	同比变化						中金评论
	1H2008	1H2009	同比变化	2Q2008	2Q2009	同比变化	
营业收入	907.08	698.08	-23.0%	166.73	134.95	-19.1%	6 月份销售欠佳
营业成本	636.20	494.30	-22.3%	127.85	81.69	-36.1%	
毛利润	270.9	203.8	-24.8%	38.9	53.3	37.0%	采用低价马口铁导致价格回升
毛利润率	29.9%	29.2%	-0.7%	23.3%	39.5%	16.1%	
营业税金及附加	6.21	6.13	-1.2%	-1.04	1.04	n.m.	营业利润下滑主要源自销售费用增加
销售费用	134.89	102.19	-24.2%	-2.12	27.84	n.m.	
销售费用/销售收入	14.9%	14.6%	-0.2%	n.m.	20.6%	n.m.	捐款减少 2040 万元，营业外支出有所减少。
管理费用	37.19	23.58	-36.6%	19.91	8.01	-59.8%	
管理费用/销售收入	4.1%	3.4%	-0.7%	11.9%	5.9%	-6.0%	所得税税率大幅度减少，应交税费出现环比大幅度下降。
财务费用	4.14	-0.30	-107.2%	2.68	-0.34	-112.6%	
营业利润	88.51	71.48	-19.2%	19.42	16.02	-17.5%	所得税减少弥补利润下滑
营业利润率	9.8%	10.2%	0.5%	11.6%	11.9%	0.2%	
利润总额	85.74	71.30	-16.8%	17.30	15.70	-9.2%	所得税减少弥补利润下滑
利润率	9.5%	10.2%	0.8%	10.4%	11.6%	1.3%	
所得税	21.68	18.62	-14.1%	5.44	3.27	-39.9%	现金流基本稳定
所得税率	25.3%	26.1%	0.8%	31.5%	20.8%	-10.6%	
净利润	60.27	52.60	-12.7%	11.60	12.87	10.9%	
净利润率	6.6%	7.5%	0.9%	7.0%	9.5%	2.6%	
总股本	190.09	190.09	0.0%	190.09	190.09	0.0%	
每股收益	0.317	0.277	-12.7%	0.061	0.068	10.9%	
经营性现金流	26.28	85.35	224.8%	-4.67	8.25	n.m.	

资料来源：公司数据， 中金公司研究部

图表 2：历史和预测的财务指标

(单位：人民币百万元)	2005 A	2006 A	2007 A	2008 A	2009 E	2010 E
损益表						
主营业务收入	1,188	1,103	1,394	1,517	1,368	1,589
主营业务利润	358	360	427	440	412	506
营业费用	165	159	172	191	164	190
管理费用	58	52	43	69	66	73
营业利润	126	140	202	170	180	240
财务费用	10	20	12	8	3	3
税前利润	96	120	157	151	170	230
净利润	43	67	87	110	123	168
每股盈利 (元)	0.14	0.35	0.46	0.58	0.65	0.88
每股股利 (元)	-	0.10	0.40	0.40	0.39	0.53
现金流量表						
经营活动现金流净额	146	314	139	168	184	247
投资活动现金流净额	-10	-245	-73	-4	-10	-10
融资活动现金流净额	-318	-29	-144	-209	-80	-77
货币资金增加额	-182	40	-79	-45	95	160
货币资金期初余额	410	228	268	189	144	238
货币资金期末余额	228	268	189	144	238	399
资产负债表						
货币资金	228	268	189	144	238	399
应收账款	22	6	1	1	1	1
存货	150	126	160	223	198	225
长期投资	22	58	36	26	26	26
固定资产	386	336	307	243	219	194
无形资产	65	62	41	32	316	287
资产合计	1,165	1,081	1,064	1,014	1,026	1,171
短期借款	258	250	150	50	50	50
应付账款	68	144	143	178	158	179
应付股利	-	5	1	-	-2	24
应交税金	27	35	13	-7	-6	-7
长期借款	-	-	-	-	-	-
股本	311	190	190	191	190	190
储备和未分配利润	408	283	357	391	440	507
负债和所有者权益合计	1,165	1,081	1,064	1,014	1,026	1,171

资料来源：公司数据， 中金公司研究部

图表 3：盈利预测及其主要假设

	2005A	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E
销售收入						
杏仁露						
销售单价 (百元/吨)	60.5	59.9	63.9	66.7	68.4	69.1
(+/-%)		-1.0%	6.6%	4.5%	2.5%	1.0%
销量 (万吨)	20	18	22	23	20	23
(+/-%)		-6.1%	17.9%	4.7%	-12.0%	15.0%
销售收入 (百万元)	1186.6	1102.4	1385.8	1516.8	1368.1	1589.1
(+/-%)		-7.1%	25.7%	9.5%	-9.8%	16.2%
其他						
销售收入 (百万元)	1.0	0.9	8.4	0.0	0.0	0.0
(+/-%)		-7.2%	807.7%			
总计 (百万元)	1187.6	1103.3	1394.1	1516.8	1368.1	1589.1
(+/-%)		-7.1%	26.4%	8.8%	-9.8%	16.2%
销售成本						
杏仁露						
杏仁采购总成本 (百万元)	95.7	83.2	132.2	141.3	129.3	148.7
(+/-%)		-13.0%	58.8%	6.9%	-8.5%	15.0%
关联杏仁采购单价 (元/吨)	17450	22220	21880	22655	23561	23561
(+/-%)		27.3%	-1.5%	3.5%	4.0%	0.0%
杏仁数量 (万吨)	0.55	0.37	0.60	0.62	0.55	0.63
(+/-%)		-31.7%	61.2%	3.2%	-12.0%	15.0%
印铁采购总成本 (百万元)	462.6	415.2	489.6	545.5	477.6	532.8
(+/-%)		-10.2%	17.9%	11.4%	-12.4%	11.6%
关联铁罐采购价格 (元/个)	0.590	0.564	0.564	0.600	0.597	0.579
(+/-%)		-4.4%	0.0%	6.4%	-0.5%	-3.0%
直接人工费用 (百万元)	82.9	74.3	95.9	100.5	93.7	107.8
(+/-%)		-10.4%	29.1%	4.7%	-6.7%	15.0%
其他制造费用 (百万元)	188.0	170.0	241.5	252.9	255.9	294.3
(+/-%)		-9.6%	42.0%	4.7%	1.2%	15.0%
单位成本 (百元/吨)	42.3	40.4	44.2	47.4	47.8	47.1
(+/-%)		-4.6%	9.5%	7.2%	0.9%	-1.5%
成本总额 (百万元)	829.2	742.7	959.2	1077.2	956.6	1083.6
(+/-%)		-10.4%	29.1%	12.3%	-11.2%	13.3%
其他						
成本总额 (百万元)	0.8	1.0	8.4			
(+/-%)		29.2%	724.4%			
总计 (百万元)	830.0	743.7	967.5	1077.2	956.6	1083.6
(+/-%)		-10.4%	30.1%	11.3%	-11.2%	13.3%
毛利率						
	30.1%	32.6%	30.6%	29.0%	30.1%	31.8%
销售费用						
销售费用率	165.2	158.8	172.3	191.1	163.7	189.8
	13.9%	14.4%	12.4%	12.6%	12.0%	11.9%
管理费用						
管理费用率	58.1	52.4	42.9	69.2	65.9	73.2
	4.89%	4.75%	3.08%	4.57%	4.82%	4.60%

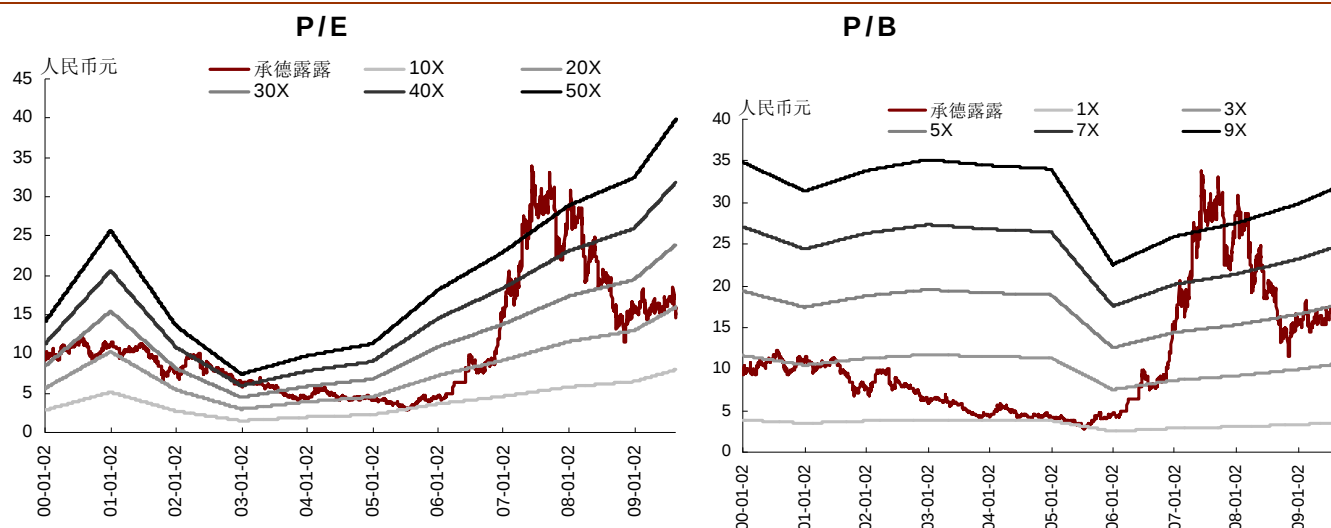
资料来源：公司数据， 中金公司研究部

图表 4: 可比公司估值

公司 (收盘于2009-8-19)	代码	投资评级	市盈率			市净率			净资产收益率			股息收益率			EV/EBITDA		
			2008	2009E	2010E	2008	2009E	2010E	2008 (%)	2009E (%)	2010E (%)	2008 (%)	2009E (%)	2010E (%)	2008	2009E	2010E
A股																	
可选消费类																	
贵州茅台	600519.SH	推荐	37.2	30.9	24.7	12.3	9.3	7.1	33.8	31.0	29.9	0.6	0.8	0.9	24.5	20.2	16.2
五粮液	000858.SZ	审慎推荐	43.9	25.2	20.3	6.9	5.5	4.4	15.9	22.0	21.9	0.2	0.4	0.5	20.5	11.7	9.3
泸州老窖	000568.SZ	推荐	29.0	25.1	18.9	10.5	9.3	8.1	36.4	37.3	43.1	3.9	4.5	5.9	22.6	21.0	16.8
水井坊	600779.SH	审慎推荐	22.7	21.2	18.8	4.9	4.6	4.3	21.9	21.9	23.0	3.7	3.3	3.7	14.8	14.8	12.7
山西汾酒	600809.SH	推荐	51.7	30.2	19.5	8.0	6.6	5.4	16.7	24.5	31.4	1.4	2.3	3.6	22.6	16.6	11.5
张裕A	000869.SZ	审慎推荐	30.3	24.7	20.7	10.7	9.0	7.7	35.2	36.5	36.9	2.3	2.9	3.4	21.7	17.3	14.6
金枫酒业	600616.SH	中性	24.0	25.0	23.3	5.5	4.8	4.3	23.0	19.4	18.3	1.5	1.5	1.5	17.6	17.7	16.2
古越龙山	600059.SH	中性	29.8	41.5	43.0	2.3	3.3	3.1	7.8	8.1	7.5	0.0	2.9	2.8	17.6	16.1	16.2
可选消费类平均			33.6	28.0	23.6	7.6	6.6	5.5	23.8	25.1	26.5	1.7	2.3	2.8	20.2	16.9	14.2
低价快消类																	
三全食品	002216.SZ	中性	37.2	31.5	25.6	1.7	3.1	2.8	9.2	10.0	10.9	1.7	0.0	0.0	10.8	9.1	7.2
承德露露	000848.SZ	审慎推荐	25.4	22.6	16.6	4.6	4.2	3.8	18.9	19.6	24.1	2.7	2.7	3.6	12.8	11.5	9.2
青岛啤酒	600600.SH	中性	49.5	30.7	25.4	5.7	5.0	4.5	11.5	16.4	17.7	0.9	1.5	1.8	19.5	12.6	11.1
燕京啤酒	000729.SZ	审慎推荐	35.7	25.4	21.8	2.7	2.4	2.2	6.7	8.8	9.6	1.1	1.5	1.8	14.2	10.0	8.9
双汇发展	000895.SZ	审慎推荐	31.5	24.2	22.4	9.2	7.5	6.4	29.2	31.0	28.5	1.7	2.2	2.3	17.7	13.9	12.6
*ST伊利	600887.SH	审慎推荐	n.m	24.4	19.8	4.4	3.9	3.4	n.m.	15.9	16.9	0.0	0.8	1.0	n.m.	8.8	7.2
光明乳业	600597.SH	回避	n.m.	44.5	33.2	3.1	2.9	2.7	n.m.	6.6	8.2	0.0	0.3	0.8	n.m.	11.2	9.3
低价快消类平均			35.8	29.0	23.6	4.5	4.2	3.7	15.1	15.5	16.5	1.2	1.3	1.6	15.0	11.0	9.4
A股覆盖总体平均																	
			34.4	28.5	23.6	6.2	5.4	4.7	20.5	20.6	21.9	1.4	1.8	2.3	18.2	14.2	11.9

资料来源: 万德资讯, 中金公司研究部

图表 5: 历史 P/E 和 P/B



资料来源: 彭博资讯, 中金公司研究部

北京

中国国际金融有限公司
中国 北京 100004
建国门外大街 1 号
国贸大厦 2 座 28 层
电话: (8610) 6505-1166
传真: (8610) 6505-1156

中国国际金融有限公司
北京建国门外大街证券营业部
中国 北京 100022
北京市朝阳区建国门外大街甲 6 号
SK 大厦 1 层
电话: (8610) 8567-9238
传真: (8610) 8567-9169

上海

中国国际金融有限公司
上海分公司
中国 上海 200120
陆家嘴环路 1233 号
汇亚大厦 32 层
电话: (8621) 5879-6226
传真: (8621) 5879-7827

中国国际金融有限公司
上海淮海中路证券营业部
中国 上海 200020
淮海中路 398 号
世纪巴士大厦裙楼 1-B、2-B
电话: (8621) 6386-1195
传真: (8621) 6386-1196

香港

中国国际金融香港证券有限公司
国际金融中心第一期 29 楼
中环港景街 1 号
香港
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

中国国际金融香港资产管理有限公司
国际金融中心第一期 29 楼
中环港景街 1 号
香港
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

深圳

中国国际金融有限公司
深圳福华一路证券营业部
中国 深圳 518048
福田区福华一路 6 号
免税商务大厦裙楼 107、201
电话: (86755) 8832-2388
传真: (86755) 8254-8243



本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。我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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告亦可由中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。本报告的版权仅为我公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。