

期待 2010 年绽放

承德露露调研简报

报告关键点：

- 09年业绩同比持平；
- 2010年有望大幅增长；
- 新品有待市场考验

报告摘要：

- 09年业绩同比持平：**从三季报反映的情况看公司销售收入同比减少13%，利润下降9%。销售状况虽然自3季度开始止跌回升，但上半年受金融危机的冲击，作为可选消费品的饮料行业竞争加剧，致使公司杏仁露的全年销售量比08年下降了10%。受益于占到产品成本4-5成的包装用马口铁价格在09年处于低位，因此预计全年业绩基本与去年持平。
- 2010年业绩有望大幅增长：**随着经济的恢复，杏仁露的销售触底回升。加之2010年的春节在2月中旬，根据过往的经验，春节前1个半月的销售额甚至能占到全年业绩的3成多，2010年1、2月份实际上是坐享往年四季度12月的春节前的旺销。我们预计2010年产品的销量比09年有25%以上的增长，超过08年的22万吨。由于饮料市场竞争激烈，在经济恢复和温和通胀的背景下，作为大众可选消费品的杏仁露在2010年提价的可能性不大。公司产品的售价不高，因此产品的毛利率对原材料变化特别敏感，特别是马口铁和杏仁的价格变化对公司的业绩至关重要。我们预计2010年的马口铁的价格基本与去年的水平相当。另外，杏仁在09年的收成较好，价格也会保持稳定。由于销售实现恢复性增长，而成本水平基本维持恒定，我们判断公司2010年的业绩比09年增长30%基本无悬念。
- 新品有待市场考验：**公司在08和09年推出植物蛋白饮料系列新品，包括杏仁露系列的高端产品美颜坊、差异化产品核桃露和花生露。美颜坊自2008年推出后市场反应平平，09年销售了不到1000吨，目前已经停产；核桃露09年销售约5000吨，同已销售了7、8年的“大寨”和“六个核桃”核桃露相比，产品仍处于推广和培育阶段，新品得到市场的认可还有待时日，好在承德露露在植物蛋白饮料中具有的品牌效应和多年来精耕细作的销售渠道能够提升这些新品的竞争力。然而从产品本身比较，我们认为花生露比杏仁、核桃露在“营养”和“保健”的看点似乎并不太精彩。
- 盈利预测和投资评级：**我们根据公司09年的销售情况，考虑到10年随着经济的回暖，杏仁露销售恢复，同时“坐享”一个完整的春节销售旺季，在主要原材料成本马口铁和杏仁价格平稳的基础上预计公司09-11年的EPS 为0.59、0.77和0.98元，给予 2010年33X PE，6个月的目标价为26元，维持增持-A 的投资评级。

评级：
增持-A

上次评级： 增持-A

目标价格： **26.00 元**

期限： 6 个月 上次预测： 24.60 元

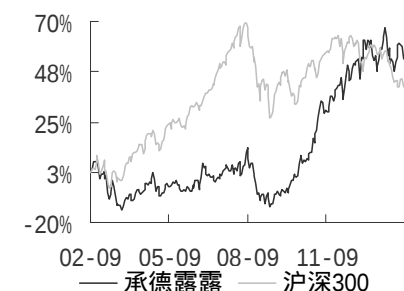
现价： 25.00 元

报告日期： **2010-02-06**

市场数据

总市值(百万元)	4,752.15
流通市值(百万元)	4,749.56
总股本(百万股)	190.09
流通股本(百万股)	189.98
12 个月最高/最低	14.00/27.48 元
十大流通股东(%)	64.14%
股东户数	13,897

12 个月股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	10.26	28.52	12.49
绝对收益	(0.71)	19.05	53.42

研究员

李铁
行业分析师

010-66581633

litie2@essence.com.cn

财务和估值数据摘要

(百万元)	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	1,394.1	1,516.8	1,421.0	1,943.7	2,173.5
Growth(%)	25.5%	8.8%	-6.3%	36.8%	11.8%
净利润	91.8	116.1	117.9	153.1	195.6
Growth(%)	26.8%	25.8%	2.0%	29.9%	27.8%
毛利率(%)	30.6%	29.0%	29.9%	29.8%	30.7%
净利润率(%)	6.3%	7.2%	7.9%	7.5%	8.6%
每股收益(元)	0.46	0.58	0.59	0.77	0.98
每股净资产(元)	3.07	3.17	3.46	3.84	4.32
市盈率	52.5	41.7	40.9	31.5	24.7
市净率	7.9	7.6	7.0	6.3	5.6
净资产收益率(%)	15.7%	19.3%	17.9%	21.0%	23.8%
ROIC(%)	17.0%	18.6%	18.1%	55.2%	-561.7%
EV/EBITDA	23.0	24.3	22.3	16.7	12.3
股息收益率	0.4%	1.7%	1.2%	1.6%	2.0%

前期研究成果

承德（杏仁）露（核桃）露

2009-11-04

承德露露：收入今年首次增长

2009-10-26

承德露露：依然如故

2009-08-20

财务报表预测和估值数据汇总
单位 **百万元** **模型更新时间** **2010-1-27**

利润表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	财务指标	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	1,394.1	1,516.8	1,421.0	1,943.7	2,173.5	成长性					
减: 营业成本	967.5	1,077.2	995.5	1,363.9	1,507.0	营业收入增长率	25.5%	8.8%	-6.3%	36.8%	11.8%
营业税费	9.5	9.1	11.9	16.3	18.3	营业利润增长率	32.8%	-4.2%	4.0%	31.3%	25.8%
销售费用	172.3	191.1	206.0	283.8	313.0	净利润增长率	26.8%	25.8%	2.0%	29.9%	27.8%
管理费用	42.9	69.2	56.8	81.6	97.8	EBITDA 增长率	18.8%	-6.6%	-1.0%	22.3%	18.3%
财务费用	12.4	7.6	-5.6	-15.4	-29.2	EBIT 增长率	23.0%	-6.7%	-4.4%	26.1%	20.8%
资产减值损失	29.5	8.0	-4.4	2.9	1.9	NOPLAT 增长率	9.9%	23.0%	-6.6%	24.6%	22.8%
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	12.4%	-4.0%	-59.1%	-112.1%	1302.2%
投资和汇兑收益	0.0	-1.3	-1.3	-1.3	-1.3	净资产增长率	13.8%	3.2%	9.2%	10.9%	12.6%
营业利润	160.0	153.3	159.4	209.3	263.4	利润率					
加: 营业外净收支	-3.2	-2.2	1.0	-1.0	1.0	毛利率	30.6%	29.0%	29.9%	29.8%	30.7%
利润总额	156.8	151.1	160.4	208.3	264.4	营业利润率	11.5%	10.1%	11.2%	10.8%	12.1%
减: 所得税	65.0	35.0	42.5	55.2	68.7	净利率	6.3%	7.2%	7.9%	7.5%	8.6%
净利润	91.8	116.1	117.9	153.1	195.6	EBITDA/营业收入	14.6%	12.6%	13.3%	11.9%	12.6%
资产负债表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	EBIT/营业收入	12.4%	10.6%	10.8%	10.0%	10.8%
货币资金	189.1	143.9	813.8	1,215.8	1,729.8	运营效率					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	71	55	57	45	42
应收帐款	5.0	4.1	4.2	5.8	6.5	流动营业资本周转天数	65	46	-36	-91	-141
应收票据	7.8	1.0	0.9	1.2	1.4	流动资产周转天数	182	140	149	145	147
预付帐款	379.8	67.3	-221.5	-617.2	-1,054.4	应收帐款周转天数	1	0	0	0	0
存货	159.8	223.4	150.0	205.5	227.1	存货周转天数	40	48	48	34	37
其他流动资产	-0.0	-	-11.5	21.8	36.4	总资产周转天数	277	247	297	257	249
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资资本周转天数	160	152	112	21	-39
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	36.2	26.5	26.5	26.5	26.5	ROE	15.7%	19.3%	17.9%	21.0%	23.8%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROA	8.6%	11.4%	8.9%	10.6%	12.5%
固定资产	243.1	219.2	234.5	248.8	261.4	ROIC	17.0%	18.6%	18.1%	55.2%	-561.7%
在建工程	2.7	1.6	1.6	1.5	1.5	费用率					
无形资产	31.5	316.5	316.6	316.7	316.8	销售费用率	12.4%	12.6%	14.5%	14.6%	14.4%
其他非流动资产	8.6	10.7	16.1	16.3	16.3	管理费用率	3.1%	4.6%	4.0%	4.2%	4.5%
资产总额	1,063.6	1,014.1	1,331.1	1,442.6	1,569.1	财务费用率	0.9%	0.5%	-0.4%	-0.8%	-1.3%
短期债务	150.0	50.0	300.0	300.0	300.0	三费/营业收入	16.3%	17.7%	18.1%	18.0%	17.6%
应付帐款	164.7	185.2	165.5	226.7	250.5	偿债能力					
应付票据	-	-	-	-	-	资产负债率	45.1%	40.6%	50.6%	49.4%	47.6%
其他流动负债	165.3	176.4	207.8	186.0	196.8	负债权益比	82.2%	68.3%	102.3%	97.6%	90.9%
长期借款	-	-	-	-	-	流动比率	1.54	1.07	1.09	1.17	1.27
其他非流动负债	-	-	-	-	-	速动比率	1.18	0.51	0.86	0.87	0.96
负债总额	479.9	411.6	673.2	712.7	747.3	利息保障倍数	13.96	21.26	-27.39	-12.56	-8.03
少数股东权益	36.1	21.2	26.1	32.6	41.0	分红指标					
股本	190.1	190.1	190.1	190.1	190.1	DPS(元)	0.10	0.40	0.29	0.38	0.49
留存收益	357.5	391.3	441.7	507.1	590.8	分红比率	21.8%	69.2%	50.0%	50.0%	50.0%
股东权益	583.7	602.5	657.9	729.9	821.8	股息收益率	0.4%	1.7%	1.2%	1.6%	2.0%
现金流量表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	业绩和估值指标	2007	2008	2009E	2010E	2011E
净利润	91.8	116.1	117.9	153.1	195.6	EPS(元)	0.46	0.58	0.59	0.77	0.98
加: 折旧和摊销	41.2	46.1	34.9	36.9	38.9	BVPS(元)	3.07	3.17	3.46	3.84	4.32
资产减值准备	29.5	8.0	-4.4	2.9	1.9	PE(X)	52.5	41.7	40.9	31.5	24.7
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	7.9	7.6	7.0	6.3	5.6
财务费用	19.7	12.4	7.6	-5.6	-15.4	P/FCF	-	128.3	6.2	10.6	7.8
投资收益	-0.0	1.3	1.3	1.3	1.3	P/S	3.3	3.0	3.2	2.4	2.1
少数股东损益	4.5	6.2	5.9	7.7	9.8	EV/EBITDA	23.0	24.3	22.3	16.7	12.3
营运资金的变动	-77.8	-31.2	381.9	343.4	434.4	CAGR(%)	18.6%	19.0%	28.6%		
经营活动产生现金流量	138.7	167.7	531.8	529.8	652.8	PEG	2.8	2.2	1.4	-0.3	-0.2
投资活动产生现金流量	-73.2	-4.3	-33.4	-33.4	-33.4	ROIC/WACC	1.8	2.0	1.9	5.9	-59.6
融资活动产生现金流量	-144.4	-208.6	199.6	-57.3	-63.7	REP	4.0	3.7	8.5	-21.3	0.1

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

作者简介

李铁，食品饮料行业分析师。经济学学士，格拉斯哥大学 (Glasgow University) 会计和财务管理硕士，中国注册会计师、中国注册税务师。曾就职于德勤华永会计师事务所，2008 年 1 月加盟安信证券研究中心。

免责声明

本研究报告由安信证券股份有限公司研究中心撰写，研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则，以合法渠道获得这些信息，尽可能保证可靠、准确和完整，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据，不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证，无论是否已经明示或者暗示。安信证券股份有限公司研究中心将随时补充、更正和修订有关信息，但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。本公司及其关联机构可能会持有报告中涉及公司发行的证券并进行交易，并提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告版权仅为安信证券股份有限公司研究中心所有，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。如引用发布，需注明出处为安信证券研究中心，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司研究中心对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15% 以上；
- 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5% 至 15%；
- 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
- 减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5% 至 15%；
- 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15% 以上；

风险评级：

- A — 正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B — 较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

销售联系人

朱贤	上海联系人	凌洁	上海联系人
021-67865293	zhuxian@essence.com.cn	021-68765237	lingjie@essence.com.cn
梁涛	上海联系人	李国瑞	上海联系人
021-68766067	liangtao@essences.com.cn	021-68763872	ligr@essence.com.cn
张勤	上海联系人	南方	上海联系人
021-68763879	zhangqin@essence.com.cn	021-68765206	nanfang@essence.com.cn
周蓉	北京联系人	李昕	北京联系人
010-59113563	zhourong@essence.com.cn	010-59113565	lixin@essence.com.cn
马正南	北京联系人	潘琳	深圳联系人
010-59113593	mazn@essence.com.cn	0755-82558268	panlin@essence.com.cn
王远洋	深圳联系人	刘欢	深圳联系人
0755-82558087	wangyy3@essence.com.cn	0755-82558069	liuhuan@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳

深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层
 邮编: 518026

上海

上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层
 邮编: 200122

北京

北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层
 邮编: 100034