

2010年4月26日

食品饮料行业

承德露露 (000848)

评级: 增持

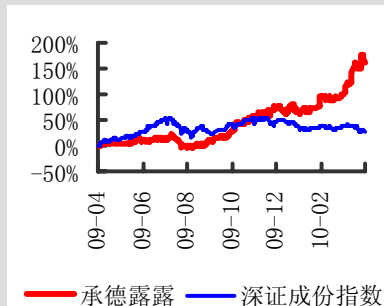
食品饮料行业研究员

王永锋

010-88086830-673

wangyf@rxzq.com.cn

承德露露股价与深证成指对比:



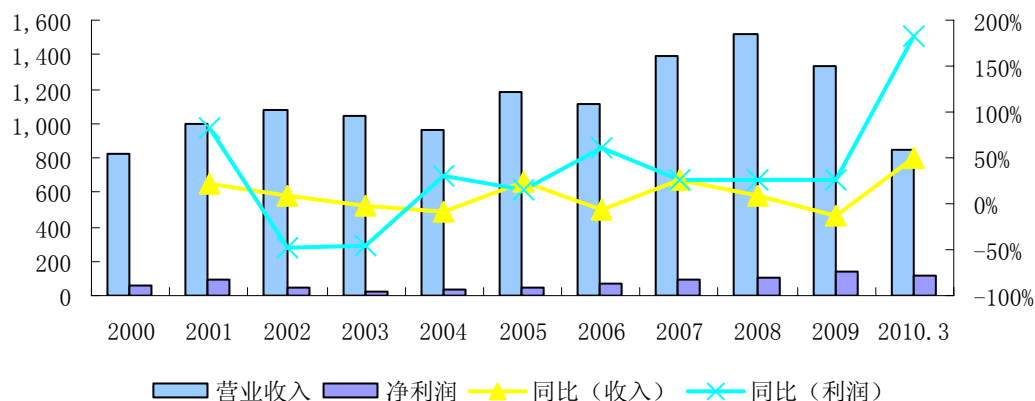
年报符合预期, 一季报业绩大增 181%

投资要点

- **2009年业绩符合预期, 2010年一季度业绩远超预期。**2009年公司实现营业收入13.29亿元, 同比增长-12.40%; 归属母公司净利润1.39亿元, 同比增长26.27%; 归属母公司扣除非经常性损益的净利润1.40亿元, 同比增长25.19%; 实现每股收益0.73元, 按每10股送红股6股并派发现金股利4元(含税)。10年一季度公司实现营业收入8.46亿元, 同比增长50.21%; 归属母公司净利润1.12亿元, 同比增长182.03%; 基本每股收益0.59元, 同比增长180.95%, 大幅超出市场预期。
- **2010年一季度业绩大幅增加的主要原因包括营销体制改革等。**公司业绩大幅增加的主要原因是: 1、消费者普遍追求天然健康的趋势没有改变, 植物蛋白饮料非常符合人们的消费心理, 近年来该行业一直保持较快增速。2、公司2009年下半年调整了营销体制, 并对产品销售进行区域划分, 在考核制度方面进行了积极调整, 改革后的营销机制带动了销售的增长。3、2010年春节在2月14号, 相比于2009年较晚, 2009年一季度销售收入基数较低, 春节因素导致公司产品销售收入一季度同比大幅增加。4、核桃露和花生露等新产品的推出对营业收入做出了一定贡献。5、包装原材料马口铁的价格同比小幅回落。
- **未来公司最大看点在于产能扩张和营销体制的进一步改善。**公司目前拥有产能约35万吨, 另外在河南新建10万吨产能, 产能扩张力度较大。另外, 随着营销体制改革的进一步深化, 公司在国有体制背景下的销售模式将得以改观, 这将有利于公司继续保持植物蛋白饮料行业龙头的市场地位, 从长期来看公司市场份额有望进一步提升。
- **盈利预测与投资建议。**我们预计2010~2012年公司分别实现每股收益1.31元、1.64元、1.95元, 对应的动态PE分别为30倍、24倍、20倍。考虑到公司在植物蛋白饮料行业中的龙头地位以及高成长性, 我们给予公司“增持”投资评级。
- **风险因素。**营销体制改革带来的管理问题; 原材料价格上涨过快。

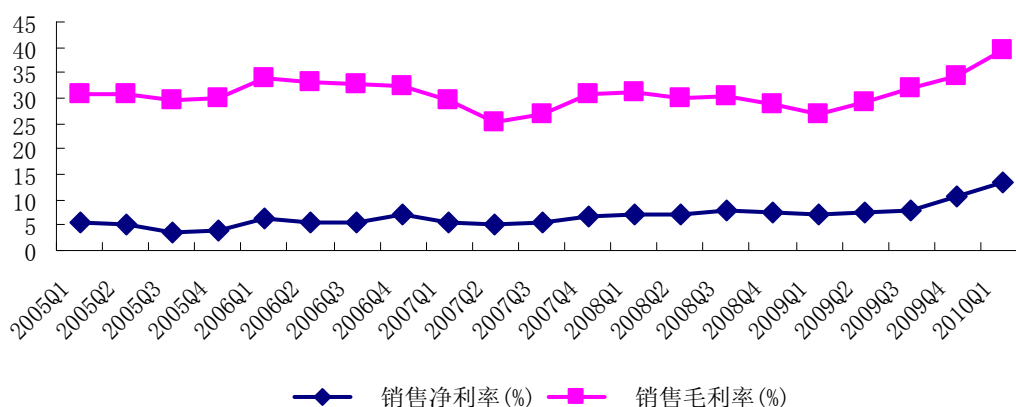
	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	132868	179531	215994	256234
同比(%)	-12.40%	35.12%	20.31%	18.63%
归属母公司净利润(百万元)	13869	24849	31163	37028
同比(%)	26.27%	79.17%	25.41%	18.82%
毛利率(%)	34.15%	38.60%	38.30%	37.90%
每股收益(元)	0.73	1.31	1.64	1.95
P/E	-	29.99	23.91	20.12

图表1 承德露露营业收入、净利润增长情况（百万元）



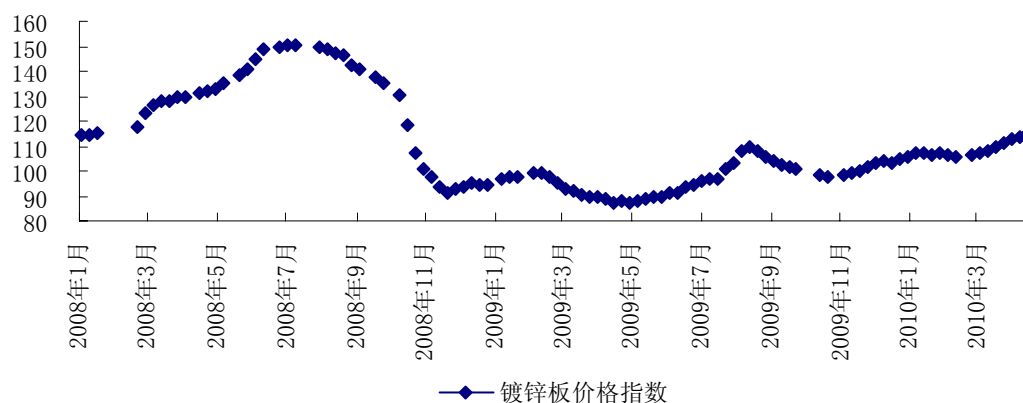
数据来源：公司年报，日信研究

图表2 承德露露分季度销售净利率、销售毛利率情况



数据来源：公司年报，日信研究

图表3 国内镀锌板价格指数（0.5mm）



数据来源：中钢协，日信研究

附表 1 单季度分析表

	2008Q1	2008Q2	2008Q3	2008Q4	2009Q1	2009Q2	2009Q3	2009Q4	2010Q1
一、营业收入	13.2%	9.9%	9.2%	8.8%	-23.9%	-23.0%	-13.8%	-12.4%	50.2%
二、营业总成本	13.0%	7.3%	6.2%	10.4%	-24.4%	-23.5%	-13.7%	-17.0%	36.6%
营业成本	10.2%	3.0%	3.7%	11.3%	-18.8%	-22.3%	-15.6%	-18.8%	24.4%
营业税金及附加	38.6%	2.3%	3.4%	-4.1%	-29.8%	-1.2%	4.4%	15.5%	57.9%
销售费用	26.4%	20.1%	13.3%	10.9%	-45.7%	-24.2%	2.5%	-0.4%	112.3%
管理费用	9.1%	87.3%	50.6%	61.4%	-9.9%	-36.6%	-30.3%	-31.0%	-5.7%
财务费用	-57.5%	-41.3%	-36.6%	-38.7%	-97.0%	-107.2%	-113.8%	-116.5%	-1611%
资产减值损失	0.0%	0.0%	0.0%	-73.0%	0.0%	-16.2%	47.5%	2.1%	0.0%
三、营业利润	15.1%	40.4%	42.0%	-4.2%	-19.7%	-19.3%	-15.0%	28.4%	174.8%
加：营业外收入	101.2%	172.4%	-49.1%	352.0%	18.5%	135.6%	66.9%	-73.3%	0.0%
减：营业外支出	530.4%	5559%	3005%	11.6%	0.0%	-81.0%	-61.8%	-53.7%	0.0%
四、利润总额	14.2%	36.0%	38.5%	-3.7%	-18.8%	-16.8%	-13.8%	29.3%	174.1%
减：所得税	-33.2%	9.0%	11.0%	-46.1%	-5.5%	-14.1%	-14.1%	54.0%	148.2%
五、净利润	46.5%	48.5%	52.1%	26.4%	-22.9%	-17.8%	-13.7%	21.9%	184.0%
减：少数股东损益	255.7%	747.2%	651.7%	37.4%	-85.1%	-97.7%	-88.1%	-55.6%	332.2%
归属母公司净利润	40.5%	41.2%	43.9%	25.8%	-18.4%	-12.7%	-8.3%	26.3%	182.0%

数据来源：公司年报，日信研究

附表 2 利润预测表（万元）

	2009	2010E	2011E	2012E
一、营业收入	132868	179531	215994	256234
减：营业成本	87498	110232	133268	159121
营业税金及附加	1055	1426	1715	2035
营业费用	19029	25727	28792	33387
管理费用	4781	6460	7772	9220
财务费用	-125	-169	-203	-241
资产减值损失	813	800	700	500
加：公允价值变动收益	0	0	0	0
投资收益	-132	0	0	0
二、营业利润	19674	35056	43950	52212
加：营业外收入	48	100	150	180
减：营业外支出	186	150	200	230
三、利润总额	19536	35006	43900	52162
减：所得税费用	5392	9662	12116	14397
四、净利润	14145	25344	31783	37765
归属于母公司净利润	13869	24849	31163	37028
少数股东损益	275	495	620	737
五、每股收益（元）	0.73	1.31	1.64	1.95
股本（万股）	19009	19009	19009	19009

数据来源：公司年报，日信研究

投资评级说明

公司投资评级:

以报告日后的6-12个月内, 证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准, 定义如下:

买入 (Buy): 相对强于市场表现20%以上;

增持 (outperform): 相对强于市场表现5% ~ 20%;

中性 (Neutral): 相对市场表现在-5% ~ +5%之间波动;

减持 (underperform): 相对弱于市场表现5%以下。

行业投资评级:

以报告日后的6-12个月内, 行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准, 定义如下:

看好 (overweight): 行业超越整体市场表现;

中性 (Neutral): 行业与整体市场表现基本持平;

看淡 (underweight): 行业弱于整体市场表现。

免责声明

本研究报告由日信证券有限责任公司研究部撰写, 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。日信证券有限责任公司研究所将随时补充、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。

本报告版权仅为日信证券有限责任公司研究部所有, 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, 需注明出处为日信证券研究部, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

日信证券有限责任公司研究部对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。