

2010年8月25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

执业证书编号: S0070210070004

电话: 010-88086830-722

邮箱: wangyf@rxzq.com.cn

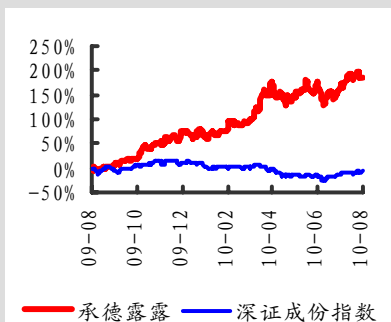
6-12个月目标价: 30.00

最新股价: 26.71

基本资料

总股本 (百万)	304
流通股 A 股 (百万)	304
总市值 (百万)	8124
每股净资产 (元)	4.04
资产负债率%	20.96
流通 B 股/H 股 (百万)	-/-

承德露露股价与深证成指对比:



相关研究:

《承德露露年报/季报点评: 年报符合预期, 一季报业绩大增 181%》2010/04/26

管理体制改善、产能扩张是公司未来主要看点

投资要点

- **2010年中报业绩符合预期。**承德露露2010年上半年实现营业收入9.80亿元, 同比增长40.45%; 归属于母公司净利润1.23亿元, 同比增长134.28%; 实现每股收益0.65元, 符合我们之前的预期。
- **春节较晚、毛利率提升带来业绩大幅增长。**1、春节较晚。春节前期是公司传统销售旺季, 2010年春节为2月14日, 较2009年春节(1月26日)晚将近20天, 导致公司产品销售收入大幅增加。2、毛利率提升。毛利率提升为37.59%, 较于上年同期提升8.39个百分点, 主要在于上半年公司的主要原材料马口铁和杏仁计价成本较低所致。
- **产能制约、成本上涨压力将在下半年突显。**1、产能制约。公司在承德共有8条生产线, 另外廊坊2条生产线仍未完全投产。公司总产能为30万吨, 2009年平均产能利用率达70%以上, 受销售淡季影响, 公司产能利用率已经接近极限状态。2、成本上涨压力。2009年公司杏仁采购价格为1.5万元/吨, 2010年杏仁价格大幅上涨, 最高达2.6万元/吨, 根据公司披露的上半年关联交易采购价格为2.4万元/吨。另外, 马口铁价格维持高位, 蒸汽价格上涨等成本压力将在下半年突显。
- **管理体制改善、产能扩张是公司未来主要看点。**1、管理体制改善。2010年6月公司顺利进行了管理层换届, 由万向的管大源出任董事长, 8月9日公司即发布公告称通过了维护公司商标权益的议案, 我们认为随着万向入主承德露露, 在南方露露商标使用权问题、公司关联交易问题等方面将会有着实质性的进展。另外, 随着公司控股股东的变化, 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。2、产能扩张。公司将在郑州新建6万吨产能, 总投资2.01亿元, 项目建设期为1.5年, 投产期为1年, 投产后预计新增利润0.30亿元, 占2009年净利润的21.20%。
- **盈利预测及投资建议。**我们预计2010~2012年公司分别实现每股收益0.82/1.02/1.22元, 对应的动态PE分别为33/26/22倍。考虑到公司的管理体制改善, 按照2011年30倍PE测算, 对应股价为30元, 我们维持公司“增持”投资评级。

	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入 (百万元)	1329	1795	2160	2562
同比 (%)	-12.40%	35.12%	20.31%	18.63%
归属母公司净利润 (百万元)	139	248	312	370
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	0.82	1.02	1.22

附表 1 利润预测表（百万元）

	2009	2010E	2011E	2012E
一、营业收入	1329	1795	2160	2562
减：营业成本	875	1102	1333	1591
营业税金及附加	11	14	17	20
营业费用	190	257	288	334
管理费用	48	65	78	92
财务费用	-1	-2	-2	-2
资产减值损失	8	8	7	5
加：公允价值变动收益	0	0	0	0
投资收益	-1	0	0	0
二、营业利润	197	351	439	522
加：营业外收入	0	1	2	2
减：营业外支出	2	2	2	2
三、利润总额	195	350	439	522
减：所得税费用	54	97	121	144
四、净利润	141	253	318	378
归属母公司净利润	139	248	312	370
少数股东损益	3	5	6	7
五、每股收益（元）	0.73	0.82	1.02	1.22
股本（百万股）	190	304	304	304

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。