

目 录

立足杏仁露补丁市场，延伸产品品类.....	4
植物蛋白饮料是软饮料的小分支	4
立足杏仁露补丁市场，延伸产品品类.....	5
要素梳理渐次展开、中期成长在即	5
解决产能瓶颈指日可待	5
管理、营销要素逐渐改善.....	6
大周期看，进入健康发展期	6
换届带来公司治理结构显著提升	6
公司历史成长性一般	7
近几年毛利率波动较大	9
销售问题可能是成长中的干扰因素	11
盈利预测与评级	12
风险提示	12

图表目录

图 1 软饮料收入分布	4
图 2 公司历年购建固定资产等长期资产支付的现金	6
图 3 公司历史收入及增速	7
图 4 公司历史净利润及增速	8
图 5 公司历史毛利率、费用率、利润率	8
图 6 公司 2010 年分季度收入占比	9
图 7 公司历史分季度毛利率	10
图 8 公司杏仁露成本分布	10
图 9 苦杏仁价格趋势走势	10
图 10 宝钢镀锡卷 0.25*800*C 价格走势	11
表格 1 软饮料发展阶段	4
表格 2 软饮料子行业代表企业	5
表格 3 公司发展历程	7
表格 4 近几年春节时间分布	9
表格 5 收入预测	12

立足杏仁露补丁市场，延伸产品品类

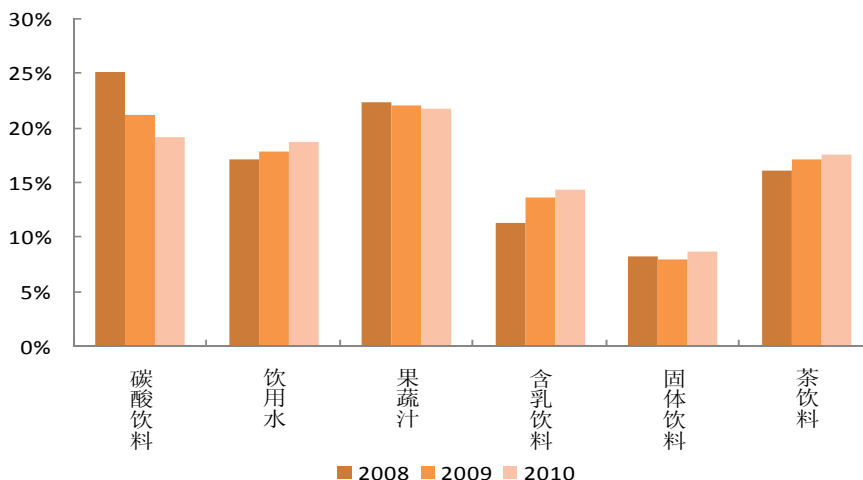
植物蛋白饮料是软饮料的小分支

软饮料种类多，销售收入占比靠前的是碳酸饮料、饮用水、果汁、茶饮料、含乳及植物蛋白饮料。软饮料发展历程显示，近些年碳酸饮料消费占比明显下降，饮用水、果汁、茶、含乳及植物蛋白饮料增长迅猛。复合饮料，如营养快线、银鹭花生牛奶等，也是发展迅速。

植物蛋白饮料是软饮料中一个很小的分支，主要包括豆乳类饮料、椰子乳饮料、杏仁露饮料、其他植物蛋白饮料（核桃露、花生露等）。以植物蛋白饮料龙头公司承德露露、椰树椰汁为例，年销售额都在 20 亿元左右，而娃哈哈年销售额超过 500 亿元，康师傅饮料年销售额过百亿，统一饮料、汇源果汁销售额也都是几十亿元。

植物蛋白饮料增速一般。大多数植物蛋白饮料公司发展不快，部分龙头公司甚至裹足不前，只有几家核桃露公司维持了较好的增长势头。植物蛋白饮料之所以缺乏增长亮点，除了龙头公司体制的原因，主要是受工艺限制大多拘泥于马口铁罐包装，携带便利性差。主流软饮料大多采用 PET 瓶包装，不仅便于携带流通，容量也比较大，充分满足解渴需求。

图 1 软饮料收入分布



资料来源：国家统计局；wind、华泰联合证券研究所整理

表格 1 软饮料发展阶段

时间	软饮料概述
1998-2002	可乐碳酸饮料
2002-2006	非典之后，茶饮料、功能性饮料异军突起
2006-至今	健康型，特别是果汁类天然饮料受追捧

资料来源：公告网站、华泰联合证券研究所整理

附注：复合饮料小洋人妙恋、银鹭花生牛奶、娃哈哈营养快线等发展也很快

表格 2 软饮料子行业代表企业

软饮料分类	代表企业
碳酸饮料	可口可乐、百事可乐
饮用水	农夫山泉、雀巢、康师傅
茶饮料	统一、康师傅
果汁饮料	汇源、统一、康师傅
含乳饮料	蒙牛酸酸乳、伊利优酸乳
复合饮料	小洋人妙恋、娃哈哈营养快线、银鹭花生牛奶
植物蛋白饮料	黑豆维他奶、杨协成、黑牛、露露、椰树

资料来源：公告网站、华泰联合证券研究所整理

立足杏仁露补丁市场，延伸产品品类

公司代表了杏仁露品类。占据独特的原料优势，多年来公司做活了一个细分饮料品类，形成品牌即品类的最高垄断局面。公司使用的原料苦杏仁，广泛分布于承德、山西、内蒙等地，还可以作药用。杏仁各地同时大丰收极少，主要是很分散，形成不了集约化，同时受天气影响大。杏仁脱苦后质量减轻很多，物流成本很低。我们认为，原料独特、供给有限带来的补丁市场，是公司最重要的壁垒。

杏仁露为本，渠道深耕、开发系列产品。杏仁露发展了十几年，公司一方面与教育机构合作研究杏树种苗、苦杏仁全国具体产量，另一方面开发系列产品、扩大消费群体、提高杏仁附加值。公司在河北的部分城市，销售额上亿元，后续将进行渠道深耕，做到县城、乡镇，甚至是村庄，充分挖掘市场潜力。

延伸至核桃露、花生露。公司也逐渐向其他植物蛋白饮料品类延伸，核桃露、花生露都有涉足。公司专门组织了一百多人的销售队伍，推广新开发产品。管理层考核中，也加入了新产品销售指标。

要素梳理渐次展开、中期成长在即

解决产能瓶颈指日可待

旺季产能制约销量。公司现有产能集中在承德 30 万吨，怀柔之前是收购的，只有几千吨，廊坊露露 3 万吨左右。受生产淡旺季、厂区物流影响，承德厂最高产量在 25 万吨左右。春节旺季时，只能最先安排杏仁露的生产以满足经销商备货，由此影响了新产品核桃露的产销。

营销投入受牵制。产能不足，产销匹配的原则，限制了公司很难有大的营销投入，市场拓展缓慢。此前美颜坊黯然退场，除了产品开发、市场调查、营销人员准备不充分外，旺季时产能不足也是重要原因。

产能释放临近，中期成长在即。2010 年 8 月在郑州建厂，年产 6 万吨杏仁露系列饮料，建设期一年半，主要覆盖河南市场，辐射到西安、武汉等地区。后续承德厂区搬迁，也将增加 10 万吨产能。郑州厂、承德厂搬迁后的产能释放，将显著缓解产能压力。随着产能推动的市场拓展启动，公司中期成长明确。

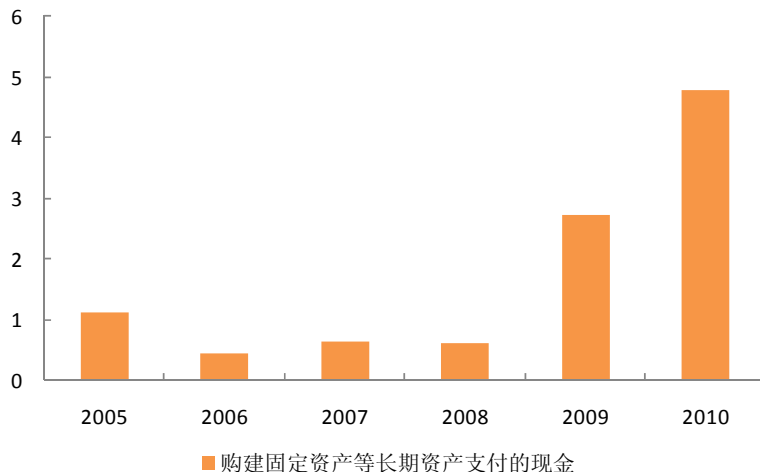
管理、营销要素逐渐改善

管理层收入提升、积极性提高。2010 年董事会换届后，万向成为实际控制人，管理层薪酬也大幅提高。尽管万向的控制权提升，但缺乏饮料行业的经验，多年来公司运营都是管理层负责的。我们认为，后续不排除管理层股权激励的可能性，毕竟公司的原料采购、生产、经销商等，都是由管理层控制的。

销售团队积极性提高。公司是承德市最大的市属企业，伴随股权分置改革的国企改制陆续完成后，国企作风随着时间逐渐淡化。通过不断的市场招聘，充实毕业生到销售队伍中。公司销售团队的开拓性日益提升，目前已具备一定的战斗力。

资本支出力度加大。2005-2008 年，公司基本没有资本支出。随着郑州厂的建设，2010 年资本支出力度加大。承德厂区搬迁的土地购买、设备安装等，资金量需求也较大。杏仁露生产运输成本低，对产地限制不大，未来公司仍有可能异地建厂，导致资金缺口扩大。

图 2 公司历年购建固定资产等长期资产支付的现金



资料来源：公司公告、华泰联合证券研究所整理

大周期看，进入健康发展期

换届带来公司治理结构显著提升

公司治理结构基本理顺，进入健康发展期。公司是国有企业出身，1997 年上市，2001 年引进财务投资者万向集团。2006 年，公司定向回购并注销露露集团持有的公司全部国家股，万向三农持股 42.55%，成为第一大股东。因与露露集团关系纠葛，2006 年从集团手中购买商标等无形资产，受损严重。金融危机后，2010 年董事会换届，万向在董事会中占据多数席位，公司治理结构基本理顺，进入健康发展期。公司生产销售仍由经营多年的原管理层负责，但万向有重大决策权。

表格 3 公司发展历程

时间	概述
1997 年	上市，露露集团的商标没有放入上市公司
2001 年	国企改制部分股权卖给万向，取得 26% 股权
2006 年	定向回购并注销露露集团持有的公司全部国家股，万向三农持股 42.55%，成为第一大股东
2006 年	上市公司花费 3.01 亿元，从集团手中购买“露露”商标、专利等无形资产
2010 年	董事会换届，万向取得董事会多数投票权，成为实际控制人，日常生产经营仍由原管理层负责
2011 年	露露集团改名为霖霖集团，同时取消授权
后续	汕头露露解决

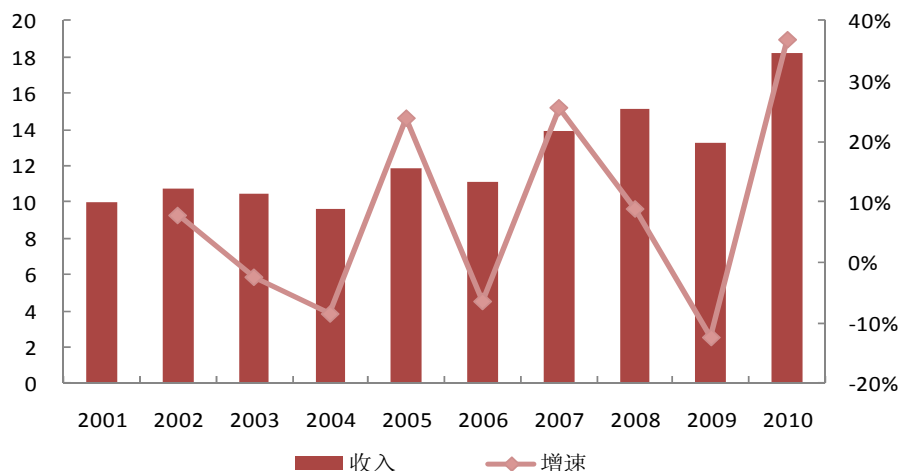
资料来源：公司公告、华泰联合证券研究所整理

公司在大股东的农业资产配置中占据重要地位。万向集团以汽车零部件、农业为主，在万向的资产配置中，公司作为高效优质的饮料资产，是万向农业的重要组成部分，未来大股东有可能进一步巩固控制权。2010 年万向取得公司实际控制权后，加大了管理层销售考核力度，制订了公司未来五年收入规划。

公司历史成长性一般

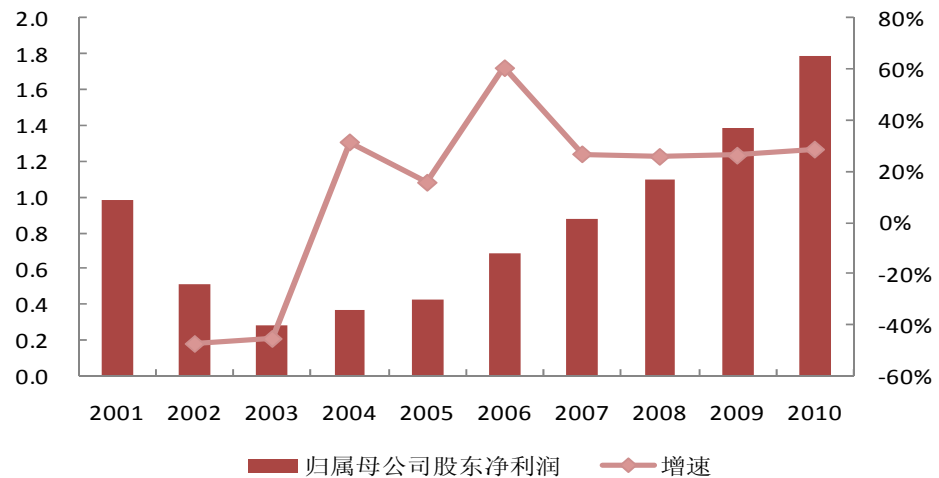
历史成长性没有吸引力。十年来，公司收入、利润规模增长不到一倍，如果按照 2003 年利润最低点来看，迄今为止，利润增长了约 7 倍。2002、2003 年净利润大幅下降，主要是 2002 年采取了促销策略导致毛利率下降较多、所得税率由 15% 恢复到 33%、非典对销售冲击较大。2003 年至今，管理费用率缓慢下降，净利率大趋势缓慢上升。公司历史增速不高，主要是以下两个原因：大股东、管理层之间的矛盾使得公司失血过多，治理问题较多；产能瓶颈、市场投入严重不足。从十年走势看，公司毛利率与销售费用率相关性很高，产品销售离不开市场投入。

图 3 公司历史收入及增速



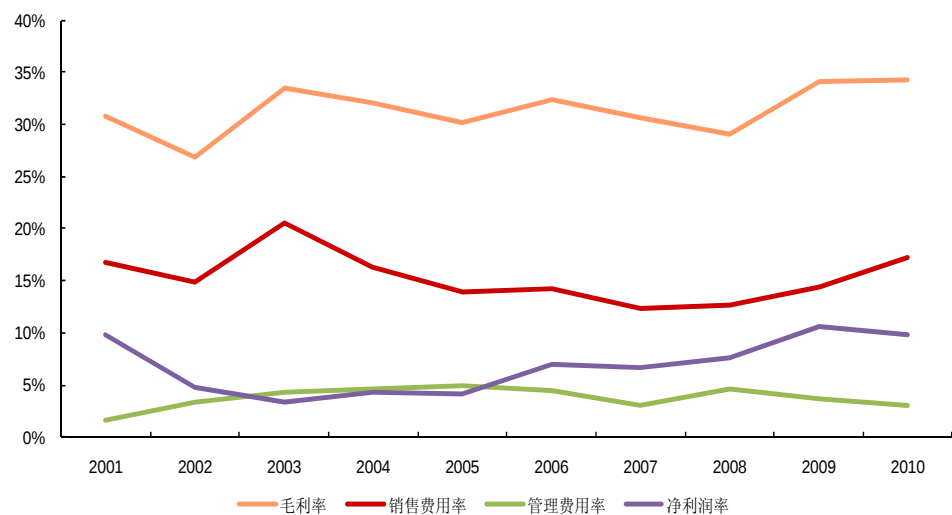
资料来源：公司公告、华泰联合证券研究所整理

图 4 公司历史净利润及增速



资料来源：公司公告、华泰联合证券研究所整理

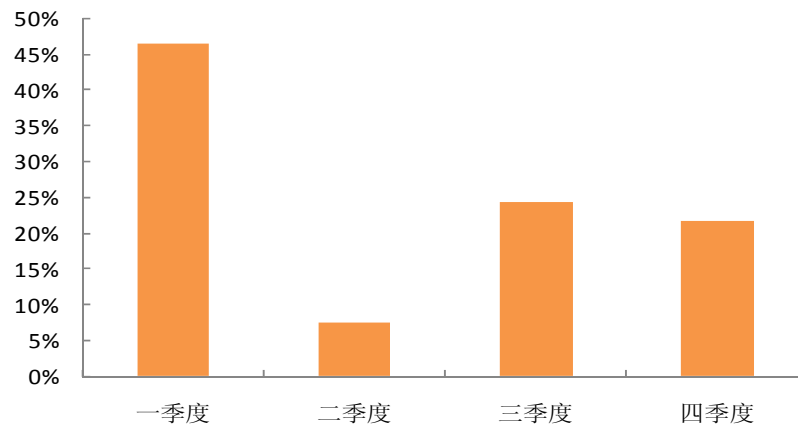
图 5 公司历史毛利率、费用率、利润率



资料来源：公司公告、华泰联合证券研究所整理

春节时间对一季度收入影响较大。杏仁露销售集中在春节旺季，其余时间多是餐饮渠道自然动销。因此，春节时间的分布，很大程度上可以解释一季度业绩。今年一季度收入同比略有下降，主要是春节提前，导致一季度春节前旺季减少了十几天。与此同时，10年四季度收入同比增长30%，预收账款大幅上升（公司产品先款后货，经销商为春节备货，提前打款）。将围绕春节的一季度、上一年四季度收入相加，反映的即是实际销售情况。

图 6 公司 2010 年分季度收入占比



资料来源：公司公告、华泰联合证券研究所整理

表格 4 近几年春节时间分布

年份	春节时间	一季度收入	上一年四季度收入	合计收入
2013	2 月 10 日			
2012 年	1 月 23 日			
2011 年	2 月 3 日	8.05	3.95	11.99
2010 年	2 月 14 日	8.46	3.03	11.49
2009 年	1 月 26 日	5.63	3.28	8.91
2008 年	2 月 7 日	7.40	3.06	10.46

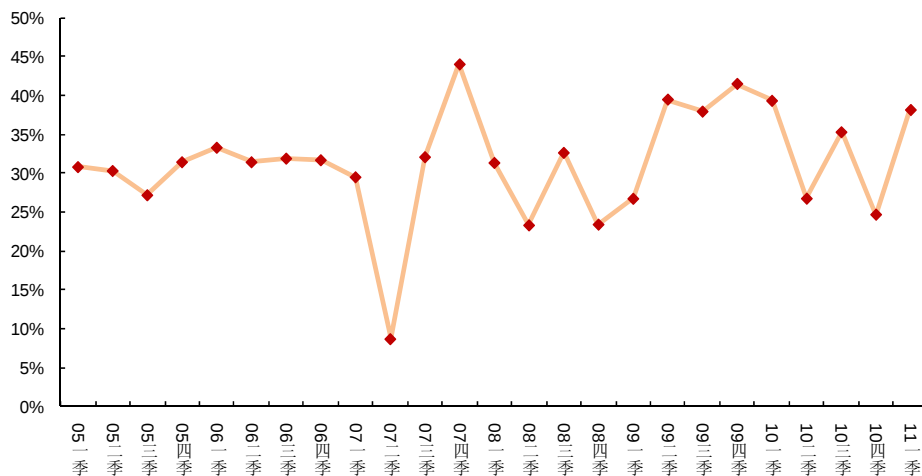
资料来源：公司公告、华泰联合证券研究所整理

近几年毛利率波动较大

07 年起季度毛利率波动较大。杏仁露成本占比最大的是马口铁罐和杏仁，马口铁、杏仁的价格波动，再加上公司的提价行为，导致近年各季度毛利率波动较大。受金融危机影响，08 年四季度、09 年一季度收入放缓甚或下降，毛利率处于低位，业绩出现下滑。09 年四季度、10 年一季度净利润同比大幅增加，一方面是基数低，另一方面毛利率也显著回升。10 年四季度毛利率大幅下降，除了苦杏仁价格上涨外，四季度销售的产品大多是涨价之前的（经销商提前打款）。

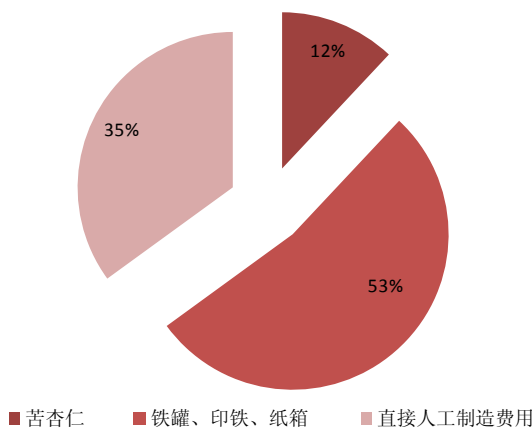
11 年毛利率维持相对高位。我们预计，11 年毛利率维持相对高位，主要是去年 10 月份杏仁露提价 10%，目前马口铁价格相对平稳、苦杏仁价格春节后回落较多。10 年公司收购的苦杏仁价格从 1.8 万元/吨，最高涨到 3.1 万元/吨，春节后价格回落至 2.5 万元/吨，目前回落至 1.8-2 万元/吨。新季杏仁出来后，杏仁价格还有可能进一步回落。不过从长期看，苦杏仁价格将呈现小幅上涨态势，主要是生产要素成本长期看涨。苦杏仁多生长在山上，非常分散，农民采摘成本也将上升。

图 7 公司历史分季度毛利率



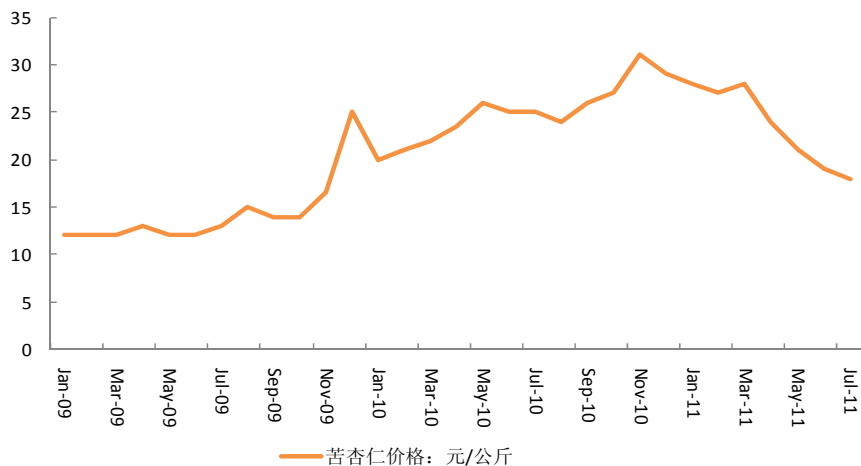
资料来源：公司公告、华泰联合证券研究所整理

图 8 公司杏仁露成本分布



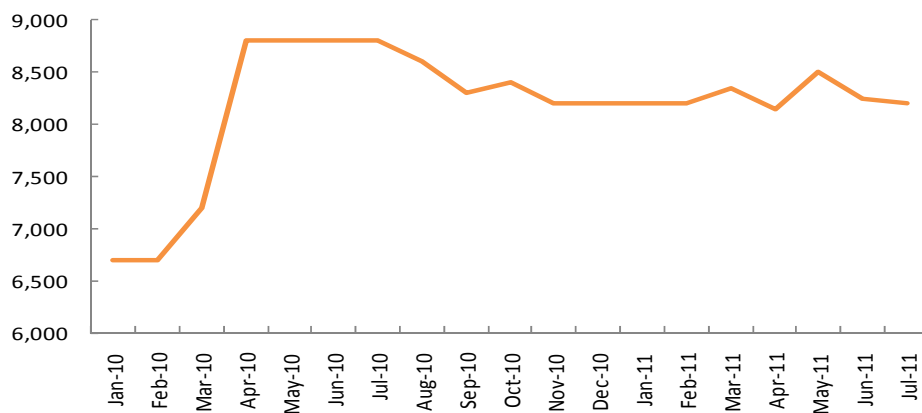
资料来源：公司公告、华泰联合证券研究所整理

图 9 苦杏仁价格趋势走势



资料来源：中药价格信息网、华泰联合证券研究所整理

图 10 宝钢镀锡卷 0.25*800*C 价格走势 单位：元/吨



资料来源：我的钢铁、华泰联合证券研究所整理

销售问题可能是成长中的干扰因素

我们认为，下述销售问题不影响公司长期成长性，仅仅是成长中的干扰因素。公司主要矛盾体制问题，已经在 2010 年换届后得到根本性解决。中期矛盾产能瓶颈、市场投入，也即将突破。

包装是天然制约因素。公司产品都用三片铁的马口铁罐包装，南方露露用利乐包，这是由生产工艺决定的。杏仁露、核桃露刚生产出来的时候，温度很高，不适合充氮包装。绝大多数软饮料都采用 PET 包装，携带饮用方便、容量大，更有利于拓展商超、便利店渠道。公司产品主走餐饮渠道，与包装形式有较大关系。

杏仁露市场端开发不足，提价多是成本推动。杏仁露利润透明、渠道老化，经销商利润微薄，走量主要依靠春节期间、日常餐饮的自然需求。尽管利润透明，通路积极性不高，但是消费者有品牌需求，再加上市场占有率很高，杏仁露具有一定提价能力，但更多是覆盖成本上升。杏仁露原料非常独特、生态，公司现有的产品定位，体现不出野生杏仁的原生态价值，也满足不了消费者需求的多样性。

核桃露产品定位不能体现优异的质量，短期很难有大的突破。市场上有几十个核桃露品牌，大寨、九仁、养元的核桃露销售渐成规模。公司的核桃露 2010 年销售额只有几千万元，露露核桃露质量很好，但是价格上不去，主要是消费者区隔不出来，制约了公司的定价能力。因成本较高，公司给渠道的返利低于其他品牌的核桃露，推力不足。目前的核桃露标准规定不详细，公司正积极参与核桃露标准的制定，规范植物蛋白饮料中的蛋白种类、含量，以明晰的区隔产品质量、规范市场秩序。公司核桃露面临的这些问题，短期内很难解决，贡献利润尚待时日。新品推广内部问题，主要是组织架构不匹配，业务员为了考核，向杏仁露倾斜。现在公司有专人负责新品销售，专人督导新品终端。

盈利预测与评级

我们判断公司中期成长在即，基于明后年产能瓶颈突破，以及相应市场投入增加，同时管理层的积极性也在提升。2010 年董事会换届后，公司治理显著改善，进入健康发展期。尽管存在一些销售问题干扰，但不影响长期成长性。

我们预计 2011-2013 年每股收益分别为 0.58、0.72、0.95 元，最新收盘价对应市盈率分别为 31X、24X 和 19X。公司明后年突破产能瓶颈，中期成长在即；体制改善保证其长期成长性；估值有一定优势，维持“增持”评级。

表格 5 收入预测

产能：万吨	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
本部	30	30	30	30	40
廊坊	3	3	3	3	3
怀柔	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
郑州				6	6
合计	33.5	33.5	33.5	39.5	49.5
杏仁露					
销量：万吨	19.5	24	24.6	28.0	33.6
增速	-15.2%	23.1%	2.5%	13.8%	20%
单价：百元/吨	67.98	72.56	77.64	79.97	82.37
涨幅	3.8%	6.7%	7%	3.0%	3.0%
收入：百万元	1,325.6	1,741.4	1,909.9	2,239.1	2,767.5
核桃露等收入	3.08	75	100	130	160
合计：百万元	1,329	1,816	2,009.9	2,369.1	2,927.5

资料来源：公司公告、华泰联合证券研究所整理

风险提示

产能扩张进度低于预期，食品安全问题。

盈利预测

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	811	890	1120	1464	营业收入	1816	2010	2369	2928
现金	472	422	551	630	营业成本	1195	1317	1545	1898
应收账款	0	113	138	250	营业税金及附加	12	12	14	18
其他应收款	3	19	23	28	营业费用	313	334	386	471
预付账款	57	60	72	88	管理费用	55	60	66	79
存货	269	266	322	455	财务费用	-3	-2	-2	-6
其他流动资产	9	11	14	12	资产减值损失	4	5	5	5
非流动资产	559	829	1027	1114	公允价值变动收	0	0	0	0
长期投资	16	0	0	0	投资净收益	-1	0	0	0
固定资产	196	308	423	455	营业利润	240	284	354	462
无形资产	336	344	352	450	营业外收入	1	1	1	1
其他非流动资产	11	77	52	209	营业外支出	0	2	2	2
资产总计	1370	1619	1947	2578	利润总额	240	283	353	461
流动负债	592	690	792	927	所得税	61	71	86	113
短期借款	0	50	50	50	净利润	179	213	266	348
应付账款	121	199	241	295	少数股东损益	0	1	2	3
其他流动负债	471	441	501	583	归属母公司净利	178	211	264	345
非流动负债	13	32	42	52	EBITDA	271	322	415	539
长期借款	0	10	20	30	EPS (元)	0.49	0.58	0.72	0.95
其他非流动负	13	22	22	22	主要财务比率				
负债合计	606	722	834	980	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
少数股东权益	18	19	21	24	成长能力				
股本	304	365	365	365	营业收入	36.7%	10.7%	17.9%	23.6%
资本公积	54	54	54	54	营业利润	22.0%	18.2%	24.8%	30.5%
留存收益	389	348	618	1215	归属母公司净利	28.7%	18.5%	24.8%	30.7%
归属母公司股	746	767	1037	1658	获利能力				
负债和股东权	1370	1508	1892	2637	毛利率(%)	34.2%	34.5%	34.8%	35.2%
现金流量表					净利率(%)	9.8%	0.0%	0.0%	9.8%
单位: 百万元					ROE(%)	23.9%	27.3%	25.4%	24.9%
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	ROIC(%)	62.1%	31.2%	30.4%	36.6%
经营活动现金	317	106	314	414	偿债能力				
净利润	179	207	252	327	资产负债率(%)	44.2%	47.5%	43.3%	40.4%
折旧摊销	35	40	63	83	净负债比率(%)	0.00%	11.14%	11.11%	10.47%
财务费用	-3	-2	-2	-5	流动比率	1.37	1.65	2.27	2.89
投资损失	1	0	0	0	速动比率	0.91	1.27	1.87	2.47
营运资金变动	98	-134	-0	7	营运能力				
其他经营现金	7	-5	1	2	总资产周转率	1.46	1.21	1.00	0.90
投资活动现金	-44	-291	-260	-160	应收账款周转率	9008	33	18	18
资本支出	48	300	250	150	应付账款周转率	8.06	8.26	7.20	7.35
长期投资	0	-16	0	0	每股指标 (元)				
其他投资现金	4	-7	-10	-10	每股收益(最新	0.49	0.58	0.72	0.95
筹资活动现金	-79	-71	12	15	每股经营现金流	0.87	0.31	0.90	1.19
短期借款	0	50	0	0	每股净资产(最	2.05	2.12	2.85	3.79
长期借款	0	10	10	10	估值比率				
普通股增加	114	61	0	0	P/E	36.08	30.51	24.44	18.70
资本公积增加	0	0	0	0	P/B	7.91	7.61	5.68	4.27
其他筹资现金	-193	-191	2	5	EV/EBITDA	20	17	13	10
现金净增加额	194	-256	66	270					

数据来源: 公司公告、华泰联合证券研究所



华泰联合证券评级标准:

时间段 报告发布之日起 6 个月内
基准市场指数 沪深 300 (以下简称基准)

股票评级

买 入 股价超越基准 20%以上
增 持 股价超越基准 10%-20%
中 性 股价相对基准波动在 $\pm 10\%$ 之间
减 持 股价弱于基准 10%-20%
卖 出 股价弱于基准 20%以上

行业评级

增 持 行业股票指数超越基准
中 性 行业股票指数基本与基准持平
减 持 行业股票指数明显弱于基准

免责声明

本研究报告仅供华泰联合证券有限责任公司(以下简称“华泰联合证券”)客户内部交流使用。本报告是基于我们认为可靠且已公开的信息,我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更。我们会适时更新我们的研究,但可能会因某些规定而无法做到。

本报告所载信息均为个人观点,并不构成所涉及证券的个人投资建议,也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。某些交易,包括牵涉期货、期权及其它衍生工具的交易,有很大的风险,可能并不适合所有投资者。

华泰联合证券是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。我公司可能会持有报告中提及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、财务顾问或金融产品等相关服务。

我们的研究报告主要以电子版形式分发,间或也会辅以印刷品形式分发。我们向所有客户同时分发电子版研究报告。

©版权所有 2011 年 华泰联合证券有限责任公司研究所

未经书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何形式复制、转发或公开传播。如欲引用或转载本文内容,务必联络华泰联合证券研究所客户服务部,并需注明出处为华泰联合证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

深 圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 25 层
邮政编码: 518048
电 话: 86 755 8249 3932
传 真: 86 755 8249 2062
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn

上 海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 45 层
邮政编码: 200120
电 话: 86 21 5010 6028
传 真: 86 21 6849 8501
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn