



成本下降效果显现

业绩略好于市场预期

公司 1-9 月营业收入 13.95 亿元，同比下降 1.9%；归属上市公司股东净利润为 1.46 亿元，同比下降 2.7%；基本每股收益 0.4 元，略好于市场预期。单季度，Q3 实现收入 4.32 亿元，同比下降 2.1%，归属于上市公司股东净利润为 3581 万元，同比增长 34%。

成本压力逐渐减弱，Q3 毛利率开始回升

虽然市场苦杏仁统货价已经下降至 18-20 元，但由于公司前三季度采用的原料大部分是去年年底高价采购的苦杏仁，采购成本大约在 4.1-4.3 万元/吨，导致前三季度毛利率水平持续下降，目前为 33.6%。但从单季数据看，Q3 的毛利率水平环比已提升至 30%，大大高于 Q2（21%）水平，主要由于三季度使用的杏仁有部分来自今年采购的低价杏仁。这完全符合我们对公司成本波动的判断。公司采用的加权平均法计价，随着老杏仁的成本逐步消化，4 季度公司的毛利率提升幅度较大。

单季度净利润大幅提升，主要来自于营销费用率的下降

单 3 季度，营销费用率同比下降 6.5 个百分点，绝对额减少了 3867 万元，出现了单季度的大幅回落，根据观察公司过往单季度的营销费用率，发现不存在规律性，因此我们尚不能判断这种现象是否会持续，但因为公司今年依旧存在产能瓶颈，销量提升空间较小，没有大搞营销的动力。因此我们判断全年营销费用率将与去年持平或略低。

盈利预测与估值

由于露露今年销量增长空间不大，并根据以往业绩的分布情况，4 季度与 3 季度水平基本一致，我们调低全年收入增长速度至 7%，但考虑到今年 4 季度毛利率水平将继续提升，净利率仍然有可能达到 11%，盈利预测：11-13 年的 EPS 分别为 0.58 元、0.83 元和 1.01 元。对应 11 年、12 年的动态市盈率为 28 倍和 20 倍，目前估值水平并不高，维持“增持”评级。

预测和比率

	2010A	2011F	2012F	2013F
营业收入（百万）	1816	1,943.80	2,586.11	3,331.60
营业收入增长率	36.7%	7.0%	33.0%	28.8%
净利润（百万）	178.43	212.97	302.75	395.86
净利润增长率	29%	19.4%	42.2%	30.8%
EPS（元）	0.49	0.584	0.830	1.085
P/E	34.75	29.12	20.48	15.66

承德露露 (000848)

维持

增持

郑绮

zhengqi@csc.com.cn

010-85130985

执业证书编号：S1440510120003

黄付生

huangfusheng@csc.com.cn

010-85130307

执业证书编号：S1440510120024

联系人：张萍

zhangpingbj@csc.com.cn

010-85156382

发布日期：2011 年 10 月 28 日

当前股价：16.81 元

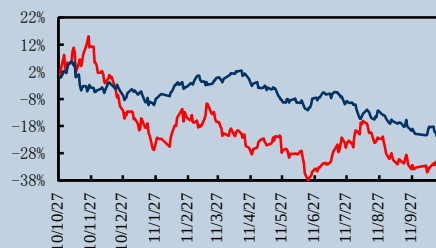
目标价格 6 个月：24 元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

1 个月	3 个月	12 个月
3.96/4.92	-7.02/3.36	-30.03/-9.00
12 月最高/最低价（元）		34.28/14.7
总股本（万股）		36496.51
流通 A 股（万股）		36482.32
总市值（亿元）		61.35
流通市值（亿元）		61.33
近 3 月日均成交量（万）		288.98
主要股东		
万向三农有限公司		42.55%

股价表现





分析师介绍

郑绮：食品饮料行业首席分析师,北京大学法学院法学学士、硕士。5 年投资银行工作经验, 11 年证券研究经验, 曾在 2006 年、2010 年《新财富》最佳分析师评选中入围, 获得过两届央视与今日投资组织评选的日用消费品行业最佳分析师。

黄付生：经济学博士, 曾在罗林斯大学商学院及哥伦比亚大学商学院进修。农业、食品饮料行业分析师, 2 年宏观策略、3 年行业公司研究经验。2010 年入围《新财富》食品饮料行业最佳分析师。

研究服务

董事总经理 社保基金销售经理

彭砚苹 010-85130892 pengyanping@csc.com.cn

北京地区销售经理

张博 010-85130905 zhangbo@csc.com.cn

张明 010-85130232 zhangming@csc.com.cn

陈杨 010-85156401 chenyangbj@csc.com.cn

上海地区销售经理

杨明 010-85130908 yangmingzgs@csc.com.cn

朱律 010-85130231 zhulv@csc.com.cn

戴悦放 021-68825001 daiyuefang@csc.com.cn

姜东亚 010-85156405 jiangdongya@csc.com.cn

深圳地区销售经理

赵海兰 010-85130909 zhaohailan@csc.com.cn

任威 010-85130923 renwei@csc.com.cn

张娅 010-85130230 zhangya@csc.com.cn

周李 0755-23942904 zhouli@csc.com.cn

段佳明 010-85156402 duanjiaming@csc.com.cn

保险销售经理

付广华 010-85130681 fuguanghua@csc.com.cn

韩松 010-85130609 hansong@csc.com.cn

私募销售经理

钱宏伟 021-68805057 qianhongwei@csc.com.cn

地址

北京 中信建投证券研究发展部

中国 北京 100010

朝内大街 188 号 4 楼

电话: (8610) 8513-0588

传真: (8610) 6518-0322

上海 中信建投证券研究发展部

中国 上海 200120

世纪大道 201 号渣打银行大厦 601 室

电话: (8621) 6880-5588

传真: (8621) 6880-5010



评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5%之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。

重要声明

本报告仅供本公司的客户使用，本公司不会仅因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见和预测均仅反映本报告发布时的资料、意见和预测，可能在随后会作出调整。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成投资者在投资、法律、会计或税务等方面的最终操作建议。本公司不就报告中的内容对投资者作出的最终操作建议做任何担保，投资者据此做出的任何决策与本公司和本报告作者无关。

在法律允许的情况下，本公司及其关联机构可能会持有本报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布本报告。任何机构和个人如引用、刊发本报告，须同时注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和/或修改。

本公司具备证券投资咨询业务资格，且本文作者为在中国证券业协会登记注册的证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了作者的研究观点。本文作者不曾也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

股市有风险，入市需谨慎。