

承德露露 (000848)

饮料制造/食品饮料

发布时间: 2012-09-27

报告类型 / 公司调研报告

谨慎推荐

上次评级: 首次覆盖

产能瓶颈有望逐步解决, 营销也是关键

报告摘要:

公司基本情况: 公司以生产露露系列天然饮料为主业, 近几年又开发出核桃露, 花生露等植物蛋白类饮品, 同时也有向其他类型饮料进军的趋势。

公司目前的 2 大瓶颈: 产能瓶颈和原材料供应瓶颈。

公司目前的产能: 公司目前拥有 28-29 万吨产能, 淡旺季明显, 旺季 (冬季) 供不应求, 而淡季又有闲置产能。产能主要分布在郑州、承德、廊坊、北京等地。郑州产能 6 万吨今年 10 月份能投产, 2-3 年内原有渠道能消化这新增产能, 每年消化 2 万吨左右。

原材料: 原材料杏仁价格波动对杏仁露影响不大, 杏仁占比 25% 左右, 马口铁占比 38% 左右, 人工和能源占比 37% 左右。原材料价格上涨, 公司可通过提价来实现转移。且公司近几年也均有提价行为。但是不得不指出的是, 野生杏仁近几年采摘量越来越少, 今后公司可能只有提高收购价格才能满足产能需求。因此原材料的供应瓶颈主要出在供应上, 而非价格。

公司销售区域: 公司产品除了在季节上有明显的淡旺季之外, 在销售区域上也有明显的区分, 销售的强势区域在北方, 北京, 天津河北等地。在南方区域收入则较少。公司股东情况: 2010 年时, 万向实现对董事会的控制, 成为了第一大股东。而 2013 年管理层将要换届, 但过程较为稳定。行业情况: 植物蛋白饮料这几年发展还是比较迅速的, 同时也符合当代人的健康消费的理念。在饮料中的比重近几年也在不断加大。

盈利预测与投资建议: 我们预计公司 12—14 年 EPS 为: 0.65 元, 0.77 元和 0.88 元。给予公司 12 年 25—30 倍 PE, 其合理价格区间为 16.25—19.5 元。

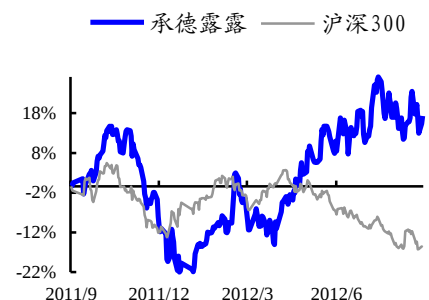
风险提示: 13 年换届时出现的领导层对公司发展思路的不统一以及近几年饮料市场新品的不断出新, 会对传统强势饮料品种进行部分量的替代。

股票数据

2012-09-25

收盘价 (元)	16.44
12 个月股价区间 (元)	12.05 ~ 19.10
总市值 (百万元)	6,000
总股本 (百万股)	365
A 股 (百万股)	365
B 股/H 股 (百万股)	0/0
日均成交量 (百万股)	2

历史收益率曲线



涨跌幅 (%)	1M	3M	12M
绝对收益	0%	8%	15%
相对收益	3%	18%	32%

相关报告

证券分析师: 朱承亮

执业证书编号: S0550511110003
(021)20361133 zhucl@nesc.cn

财务摘要 (百万元)	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	1816	1937	2192	2567	2923
(+/-)%	36.71%	6.65%	13.15%	17.11%	13.87%
归属母公司净利润	178	193	238	280	319
(+/-)%	28.68%	8.38%	22.90%	17.89%	13.97%
每股收益 (元)	0.59	0.53	0.65	0.77	0.88
市盈率	36.98	34.12	27.77	23.55	20.66
市净率	8.84	8.71	6.63	5.18	4.14
净资产收益率 (%)	23.91%	25.54%	23.89%	21.97%	20.03%
股息收益率 (%)	2.33%	3.54%	0.00%	0.00%	0.00%
总股本 (百万股)	304	365	365	365	365

附表：财务报表预测摘要及指标

资产负债表 (百万元)	2011A	2012E	2013E	2014E
货币资金	562	861	1239	1657
交易性金融资产	0	0	0	0
应收款项	0	2	2	2
存货	307	312	365	415
其他流动资产	0	0	0	0
流动资产合计	947	1267	1714	2197
可供出售金融资产	0	0	0	0
长期投资净额	13	13	13	13
固定资产	178	165	147	131
无形资产	326	320	318	309
商誉	3	0	0	0
非流动资产合计	551	504	469	431
资产总计	1498	1771	2183	2628
短期借款	0	0	0	0
应付款项	169	156	182	208
预收款项	464	526	616	702
一年内到期的非流动负债	0	0	0	0
流动负债合计	703	755	883	1006
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	0	0	0	0
长期负债合计	18	0	0	0
负债合计	721	755	883	1006
归属于母公司股东权益合计	757	995	1275	1595
少数股东权益	19	21	25	28
负债和股东权益总计	1498	1771	2183	2628

现金流量表 (百万元)	2011A	2012E	2013E	2014E
净利润	195	240	283	323
资产减值准备	0	0	0	0
折旧及摊销	35	32	30	28
公允价值变动损失	0	0	0	0
财务费用	0	0	0	0
投资损失	3	3	3	3
运营资本变动	94	30	60	57
其他	0	0	0	0
经营活动净现金流量	332	291	373	407
投资活动净现金流量	-60	9	5	11
融资活动净现金流量	-182	0	0	0
企业自由现金流	229	315	381	421

财务与估值指标	2011A	2012E	2013E	2014E
每股指标				
每股收益 (元)	0.53	0.65	0.77	0.88
每股净资产 (元)	2.08	2.73	3.49	4.37
每股经营性现金流量 (元)	0.91	0.80	1.02	1.12
成长性指标				
营业收入增长率	6.65%	13.15%	17.11%	13.87%
净利润增长率	8.38%	22.90%	17.89%	13.97%
盈利能力指标				
毛利率	33.62%	35.08%	35.18%	35.20%
净利率	9.98%	10.84%	10.92%	10.93%
运营效率指标				
应收账款周转率 (次)	0.04	0.30	0.30	0.30
存货周转率 (次)	81.82	80.00	80.00	80.00
偿债能力指标				
资产负债率	48.16%	42.61%	40.46%	38.26%
流动比率	1.35	1.68	1.94	2.18
速动比率	0.80	1.15	1.41	1.66
费用率指标				
销售费用率	17.08%	16.80%	16.80%	16.80%
管理费用率	2.89%	3.00%	3.00%	3.00%
财务费用率	-0.28%	0.00%	0.00%	0.00%
分红指标				
分红比例				
股息收益率	3.54%	0.00%	0.00%	0.00%
估值指标				
P/E (倍)	34.12	27.77	23.55	20.66
P/B (倍)	8.71	6.63	5.18	4.14
P/S (倍)	3.10	2.74	2.34	2.05
净资产收益率	25.54%	23.89%	21.97%	20.03%

资料来源：东北证券

重要声明

本报告由东北证券股份有限公司（以下称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅反映本公司于发布本报告当日的判断，不保证所包含的内容和意见不发生变化。

本报告仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的证券买卖建议。本公司及其雇员不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，除法律或规则规定必须承担的责任外，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

本公司或其关联机构可能会持有本报告中涉及到的公司所发行的证券头寸并进行交易，并在法律许可的情况下不进行披露；可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务、财务顾问等相关服务。在法规许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

本报告版权归本公司所有。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、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在本公司允许的范围使用，并注明本报告的发布人和发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为此发送行为负责。提醒通过此途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过此种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师。本报告遵循合规、客观、专业、审慎的制作原则，所采用数据、资料的来源合法合规，文字阐述反映了作者的真实观点，报告结论未受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

股票 投资 评级 说明	推荐	在未来 6-12 个月内，股票的持有收益超过市场平均收益 15%以上。
	谨慎推荐	在未来 6-12 个月内，股票的持有收益超过市场平均收益 5%-15%之间。
	中性	在未来 6-12 个月内，股票的持有收益介于市场平均收益-5%-5%之间。
	回避	在未来 6-12 个月内，股票的持有收益低于市场平均收益 5%以上。
行业 投资 评级 说明	优于大势	在未来 6-12 个月内，行业指数的收益超越市场平均收益。
	同步大势	在未来 6-12 个月内，行业指数的收益与市场平均收益基本持平。
	落后大势	在未来 6-12 个月内，行业指数的收益落后于市场平均收益。

东北证券股份有限公司

中国吉林省长春市
自由大路1138号
邮编：130021
电话：4006000686
传真：(0431)5680032
网址：http://www.nesc.cn

中国上海市浦东新区
源深路305号
邮编：200135
电话：(021)20361000
传真：(021)20361159

中国北京市西城区
锦什坊街28号
恒奥中心D座
邮编：100033
电话：(010)63210866
传真：(010)63210867

销售支持

冯志远
电话：(021)20361158
手机：13301663766

周磊
电话：(021)20361151
手机：18616333251

凌云
电话：(021) 20361152
手机：18621755986

陈方立
电话：(021) 20361153
手机：18616824760