

承德露露 (000848)

——跟踪报告：关注15年春节旺季来临下的投资机会，维持“买入”评级

报告原因：上市公司调研

买入

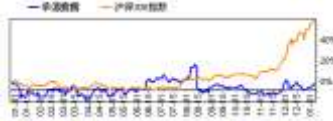
维持

市场数据：	2015年01月06日
收盘价(元)	23.1
一年内最高/最低(元)	24.95/17.48
上证指数/深证成指	3351/11668
市净率	9.6
息率(分红/股价)	-
流通A股市值(百万元)	11588

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：	2014年09月30日
每股净资产(元)	2.42
资产负债率%	23.23
总股本/流通A股(百万)	502/502
流通B股/H股(百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

《承德露露(000848)三季报点评：新品果仁增长依然强劲，关注明年Q1消费大旺季投资机会》
2014/10/26

《承德露露(000848)——跟踪报告：旺季提前来临，关注果仁持续高增长和杏仁露增速回升，重申“买入”评级》
2014/09/03

证券分析师

曾郁文 A0230513060003
zengyw@swsresearch.com

联系人

姚彦君
(8621)23297818x7455
yaoyj@swsresearch.com

地址：上海市南京东路99号
电话：(8621) 23297818
上海申银万国证券研究所有限公司

<http://www.swsresearch.com>

盈利预测：

单位：百万元、元、%、倍

	营业收入	增长率	净利润	增长率	每股收益	毛利率	净资产收益率	市盈率	EV/EBITDA
2013	2,633	23	334	50	0.83	38.2	33.0	28	23
14Q1-3	2,107	3	343	27	0.68	41.5	28.3	-	-
2014E	2,742	4	439	32	0.88	41	30	26	18
2015E	3,527	29	525	19	1.05	40	27	22	15
2016E	4,371	24	634	21	1.26	39	24	18	13

注：“市盈率”是指目前股价除以各年业绩；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的ROE；

投资要点：

- **投资评级与估值：**我们维持盈利预测，预计14-16年EPS为0.88元和1.05元和1.26元，分别增长31.5%、19.4%和20.8%，对应14-16年PE分别为26/22/18倍。公司所在的植物蛋白行业空间近千亿，而公司规模仅30亿左右，公司新品高增长、新总经理上任后公司处于积极变化中。假设深港通未来开通，公司有望成为植物蛋白饮料行业投资的稀缺标的。我们维持公司未来12个月目标价28.4元，维持“买入”评级。
- **中长期看好植物蛋白饮料行业消费升级的巨大空间。**2014年1-11月，饮料行业整体实现收入同比增长8.1%，植物蛋白饮料今年以来始终是增速最快的软饮料子行业，截至14年11月累计同比增长11.3%。国内植物蛋白饮料仍处于发展初期阶段，在二胎放开、城镇化、老龄化背景下等，我们看好国内植物蛋白饮料人均消费和产品升级的巨大的提升空间，蒙牛等大品牌推出高端化的植物蛋白饮料产品已逐渐验证这一趋势。我们持续看好品牌力较强的细分领域龙头——承德露露。
- **继续看好露露新品果仁核桃持续高增长。**14年4月以来，公司的新品果仁核桃开始持续高增长。根据草根调研，我们预计14年全年果仁核桃同比增长100%左右。随着公司战略上向果仁核桃的倾斜，及李总上任之后营销改革方面的推进，我们继续看好15年果仁核桃的高增长。
- **关注15年一季度的旺季行情。**15年春节在二月份，比14年春节晚19天，公司15年春节发货将体现在15年1月（而14年春节体现在13年12月）；相比之下，14年春节是小年，且露露收入增速较低仅0.29%，基数较低。预计15年Q1旺季杏仁及核桃露具有较好表现，为一季度业绩贡献弹性。
- **关注新总经理上任后公司的积极变化。**14年8月以来新总经理李总上任后，不仅解决了管理层和大股东利益不一致问题，在营销改革方面也积极推进（如改进针对一线业务员的激励和管控机制、加快推进电商渠道运作等）。

表 1：盈利预测表（单位：百万元，%，元）

项目	2010	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	1,816	1,937	2,138	2,633	2,742	3,527	4,371
营业成本	1,195	1,286	1,321	1,627	1,617	2,113	2,645
营业税金及附加	12	12	18	20	20	26	32
销售费用	313	331	429	490	469	617	765
管理费用	55	56	66	60	55	71	87
财务费用	-3	-5	-6	-9	-12	-16	-25
资产减值损失	4	1	1	1	-1	0	0
投资收益	-1	-3	-3	-	-	-	-
营业利润	240	254	306	444	593	716	866
营业外收入	1	4	5	16	10	5	5
营业外支出	0	0	0	1	-	-	-
利润总额	240	258	311	459	603	721	871
所得税费用	61	64	83	115	152	181	219
少数股东损益	0	1	5	10	13	15	18
归属母公司所有者的净利润	178	193	222	334	439	525	634
净利润增长	-	8.4%	15.0%	50.13%	31.5%	19.4%	20.8%
每股收益(按最新总股本)	0.36	0.39	0.44	0.67	0.88	1.05	1.26

资料来源：公司报告，申万研究

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，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。

与公司有关的信息披露

本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可，资格证书编号为：ZX0065。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

本公司在知晓范围内履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及关联公司持股情况。

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的6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。

行业的投资评级：

以报告日后的6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。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数 : 沪深300指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。

若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。