

2017年05月02日

承德露露 (000848.SZ)

公司快报

证券研究报告

其他饮料

首现大幅下滑，拟首次引进保险资金董事

■公司披露 2016 年报和 2017 一季报，营业收入双下滑。2016 年实现营业收入 25.21 亿元，同比下滑 6.85%，实现归属上市公司股东净利润 4.50 亿元，同比下滑 2.78%，每股收益 0.46 元；2017 年 1-3 月实现收入 7.91 亿元，同比下滑 36.92%；归属于上市公司股东净利润 1.97 亿元，同比下滑 19.01%，每股收益 0.20 元。2015 年 3 季度以来 6 个季度同比下滑，今年 1 季度旺季下滑幅度空前。公司 2016 年度拟每 10 股分红 4 元（含税）。

■饮料大环境较差叠加公司营销“老化”，表现难出色，停产和提价影响旺季表现。公司最近几年 1 季度旺季始终处于低速增长区间，2014 年 1 季度小幅增长 0.29%，2015 年 1 季度负增长，2016 年 1 季度微增 0.69%，2017 年 1 季度大幅下滑约 37%，实际反映了饮料大环境不如 2013 年及以前的巨大变化，其他成熟品类表现亦不佳。2017 年 1 季度收入下滑属预期之内，但郑州工厂因雾霾控制而停产近 1 个月以及 1 月提价对销售影响较大。公司难以逆势表现，和公司营销“老化”关系直接，近年公司产品和渠道“大动作”缺乏。

■1 季度提价扭转毛利率下滑，费用投放仍谨慎。1 季度公司产品提价 8%-10%，1 季度毛利率 47.61%，同比提升 0.24 个百分点，扭转了上年 2 季度开始的同比持续下滑（主要系生产规模下降和马口铁价格上涨）；1 季度净利润下滑幅度小于收入增速主要和销售费用率同比大幅下滑相关，1 季度销售费用率 12.44%，同比下降 6.19 个百分点，由于换届、旺季、停产综合因素作用，市场投入短期未进入正轨，显得谨慎。

■当前部分改革已推进，新业务年度已开始，期待品牌打造力提升。公司进行了事业部制改革，核心五大片区改组为事业部，为未来独立核算做准备，新业务年度目标已制定和分解，后续市场政策也趋于明朗。我们认为公司到了以“提升品牌”为核心的二次创业阶段，亟待从供给导向转向需求导向，围绕市场和消费者进行产品开发和品牌传播，提升露露品牌活力。

■投资建议：我们谨慎预测 2017-18 年每股收益分别为 0.48 元和 0.50 元，调低评级至增持-A 评级，考虑到公司今年业绩表现可能低于此前市场预期，下调 6 个月目标价至 12.50 元，相当于 2018 年 25 倍估值。■风险提示：公司改革不及预期导致持续探底。

(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入	2,706.2	2,520.9	2,558.3	2,839.7	3,382.1
净利润	463.2	450.4	464.9	492.8	586.5
每股收益(元)	0.47	0.46	0.48	0.50	0.60
每股净资产(元)	1.71	2.02	2.30	2.56	2.86
盈利和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
市盈率(倍)	21.8	22.5	21.8	20.5	17.3
市净率(倍)	6.0	5.1	4.5	4.0	3.6
净利润率	17.1%	17.9%	18.2%	17.4%	17.3%
净资产收益率	27.6%	22.8%	20.6%	19.7%	21.0%
股息收益率	1.5%	3.9%	1.8%	2.4%	2.9%
ROIC	95.9%	228.1%	-267.3%	77.7%	211.9%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

投资评级 增持-A

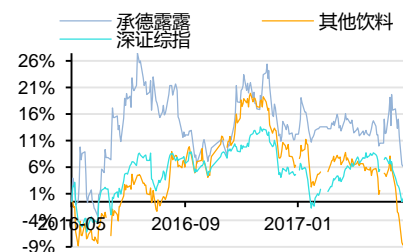
调低评级

6 个月目标价：12.50 元
股价 (2017-05-01) 10.34 元

交易数据

总市值(百万元)	10,118.34
流通市值(百万元)	10,112.67
总股本(百万股)	978.56
流通股本(百万股)	978.01
12 个月价格区间	9.66/14.44 元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-2.17	-8.2	6.01
绝对收益	-6.17	-8.74	7.77

苏铖

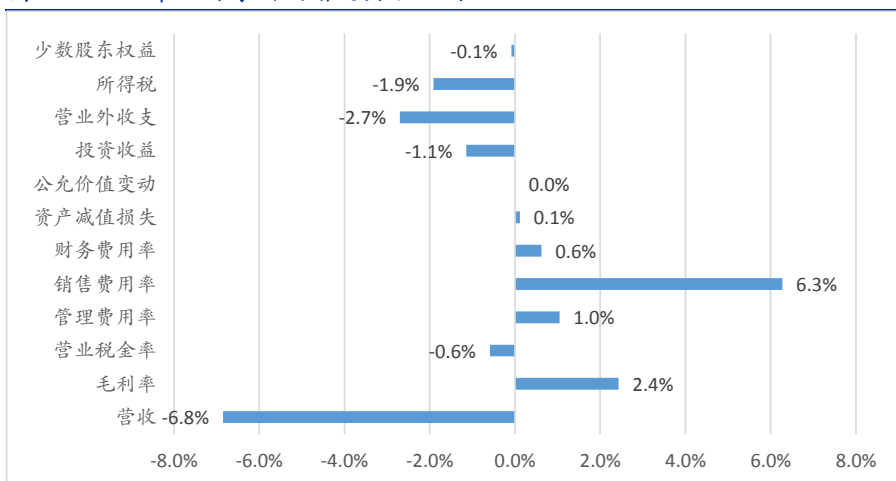
分析师

SAC 执业证书编号：S1450515040001
sucheng@essence.com.cn
021-35082778

相关报告

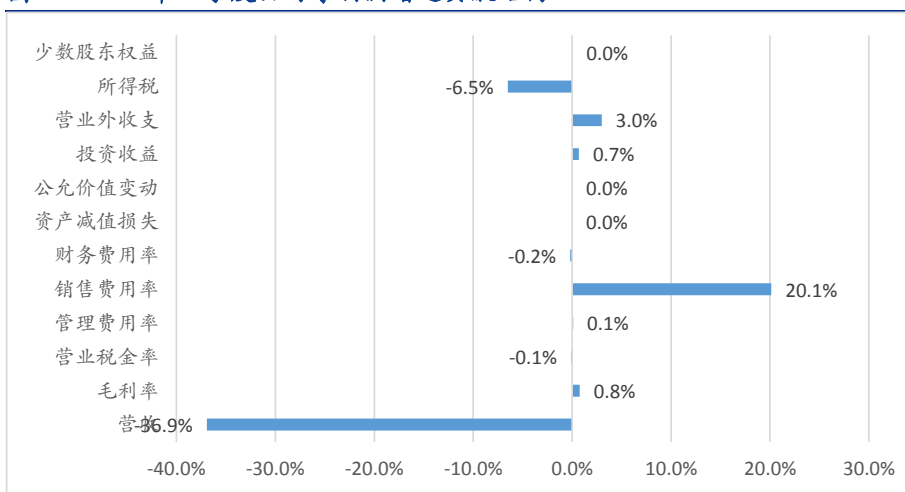
承德露露：杏仁露品类生命力顽强，亟待机制进步	2016-10-24
承德露露：销售承压，大力度改革比短期业绩更重要	2016-08-25
承德露露：估值仍在历史低位，将迎最重要的换届	2016-06-26
承德露露：抗击打能力强，更期待成长性提升	2016-03-12

图 1：2016 年公司净利润增速贡献结构



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

图 2：2017 年 1 季度公司净利润增速贡献结构



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

公司公告拟增选董事，为首次引入保险资金非独立董事

据公司披露公告，董事候选人简历：

马翔，男，1970 年 11 月生，硕士研究生学历，中国籍。历任阳光资产管理股份有限公司投资总监、权益资产投资部、研究发展部总经理，阳光保险集团资产管理中心总经理助理。现任阳光资产管理股份有限公司总裁助理。

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E	(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	2,706.2	2,520.9	2,558.3	2,839.7	3,382.1	成长性					
减:营业成本	1,529.3	1,413.3	1,439.4	1,604.7	1,931.2	营业收入增长率	0.1%	-6.8%	1.5%	11.0%	19.1%
营业税费	23.9	25.0	25.3	28.1	33.5	营业利润增长率	4.8%	-0.2%	1.9%	5.8%	18.0%
销售费用	483.4	421.2	422.1	491.3	571.6	净利润增长率	4.5%	-2.8%	3.2%	6.0%	19.0%
管理费用	72.0	62.2	68.3	76.7	91.3	EBITDA 增长率	3.6%	-1.2%	1.6%	8.2%	18.2%
财务费用	(18.6)	(20.2)	(21.2)	(21.7)	(25.0)	EBIT 增长率	4.0%	-0.5%	1.8%	5.9%	18.1%
资产减值损失	1.4	0.8	1.0	1.0	1.0	NOPLAT 增长率	3.9%	-0.9%	2.0%	6.7%	18.8%
加:公允价值变动收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	投资资本增长率	-58.4%	-187.0%	-467.3%	-56.4%	116.7%
投资和汇兑收益	(1.5)	(6.7)	0.0	0.0	0.0	净资产增长率	27.0%	17.9%	14.2%	11.0%	11.8%
营业利润	613.4	611.9	623.4	659.7	778.5	利润率					
加:营业外净收支	9.6	(3.6)	3.0	(0.3)	1.4	毛利率	43.5%	43.9%	43.7%	43.5%	42.9%
利润总额	623.0	608.4	626.4	659.5	779.9	营业利润率	22.7%	24.3%	24.4%	23.2%	23.0%
减:所得税	154.4	152.7	156.2	165.0	194.8	净利润率	17.1%	17.9%	18.2%	17.4%	17.3%
净利润	463.2	450.4	464.9	492.8	586.5	EBITDA/营业收入	23.4%	24.8%	24.8%	24.2%	24.0%
						EBIT/营业收入	22.0%	23.5%	23.5%	22.5%	22.3%
资产负债表						运营效率					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E	固定资产周转天数	34	37	36	39	42
货币资金	1,502.2	2,161.9	1,661.3	2,263.5	2,245.8	流动营业资本周转天数	(35)	(82)	(55)	(33)	(32)
交易性金融资产	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	流动资产周转天数	204	308	319	296	288
应收账款	4.9	8.0	1.0	10.3	3.9	应收帐款周转天数	1	1	1	1	1
应收票据	4.6	10.0	4.1	6.0	8.2	存货周转天数	25	28	30	28	29
预付帐款	173.9	44.6	214.7	74.3	257.0	总资产周转天数	289	399	413	392	371
存货	165.9	233.1	189.6	248.8	297.9	投资资本周转天数	44	2	32	57	46
其他流动资产	0.7	0.1	0.3	0.4	0.3	投资回报率					
可供出售金融资产	0.9	0.9	0.9	0.9	0.9	ROE	27.6%	22.8%	20.6%	19.7%	21.0%
持有至到期投资	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	ROA	18.8%	14.7%	17.0%	14.5%	16.4%
长期股权投资	6.1	6.4	6.4	6.4	6.4	ROIC	95.9%	228.1%	-267.3%	77.7%	211.9%
投资性房地产	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	费用率					
固定资产	255.1	269.0	246.8	370.3	419.3	销售费用率	17.9%	16.7%	16.5%	17.3%	16.9%
在建工程	31.5	19.5	119.5	107.8	10.8	管理费用率	2.7%	2.5%	2.7%	2.7%	2.7%
无形资产	337.3	327.2	317.2	307.3	297.3	财务费用率	-0.7%	-0.8%	-0.8%	-0.8%	-0.7%
其他非流动资产	8.5	15.6	10.0	10.2	11.6	三费/营业收入	19.8%	18.4%	18.3%	19.2%	18.9%
资产总额	2,491.4	3,096.3	2,771.8	3,406.2	3,559.3	偿债能力					
短期债务	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	资产负债率	31.7%	35.2%	17.4%	25.4%	20.2%
应付帐款	217.7	292.5	118.1	366.7	243.8	负债权益比	46.4%	54.3%	21.0%	34.0%	25.2%
应付票据	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	流动比率	2.46	2.35	4.67	3.16	4.15
其他流动负债	534.3	754.3	325.2	457.5	433.5	速动比率	2.24	2.13	4.24	2.86	3.71
长期借款	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	利息保障倍数	(31.90)	(29.22)	(28.45)	(29.36)	(30.19)
其他非流动负债	38.1	43.1	38.1	39.7	40.3	分红指标					
负债总额	790.1	1,089.8	481.4	863.9	717.5	DPS(元)	0.15	0.40	0.19	0.25	0.30
少数股东权益	24.9	30.3	35.3	40.7	47.0	分红比率	32.5%	86.9%	40.0%	50.0%	50.0%
股本	752.7	978.6	978.6	978.6	978.6	股息收益率	1.5%	3.9%	1.8%	2.4%	2.9%
留存收益	923.6	997.6	1,276.6	1,523.0	1,816.2						
股东权益	1,701.3	2,006.5	2,290.5	2,542.3	2,841.8						
						现金流量表					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E		2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	468.6	455.7	464.9	492.8	586.5	EPS(元)	0.47	0.46	0.48	0.50	0.60
加:折旧和摊销	37.8	33.3	32.1	48.3	58.0	BVPS(元)	1.71	2.02	2.30	2.56	2.86
资产减值准备	1.4	(1.1)	0.0	0.0	0.0	PE(X)	21.8	22.5	21.8	20.5	17.3
公允价值变动损失	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	PB(X)	6.0	5.1	4.5	4.0	3.6
财务费用	0.0	0.0	(21.2)	(21.7)	(25.0)	P/FCF	13.8	12.4	-31.1	12.0	37.4
投资损失	1.5	6.7	0.0	0.0	0.0	P/S	3.7	4.0	4.0	3.6	3.0
少数股东损益	5.3	5.4	5.3	5.7	6.6	EV/EBITDA	17.3	14.1	13.4	11.5	9.7
营运资金的变动	322.9	320.2	(716.7)	452.1	(375.1)	CAGR(%)	1.8%	8.7%	1.5%	1.8%	8.7%
经营活动产生现金流量	795.6	831.5	(235.5)	977.2	250.9	PEG	12.1	2.6	14.8	11.3	2.0
投资活动产生现金流量	(52.5)	(21.2)	(100.0)	(150.0)	0.0	ROIC/WACC	8.6	20.5	-24.1	7.0	19.1
融资活动产生现金流量	(106.9)	(150.5)	(165.1)	(225.0)	(268.6)	REP	6.5	-2.5	-0.6	4.2	0.7

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15% 以上；
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5% 至 15%；
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
- 减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5% 至 15%；
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15% 以上；

风险评级：

- A — 正常风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B — 较高风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

■ 分析师声明

苏铖声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“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。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。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。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为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。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。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投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	葛娇妤	021-35082701	gejy@essence.com.cn
	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	许敏	021-35082953	xumin@essence.com.cn
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
北京联系人	原晨	010-83321361	yuanchen@essence.com.cn
	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
	王秋实	010-83321351	wangqs@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	周蓉	010-83321367	zhourong@essence.com.cn
深圳联系人	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址：深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编：518026

上海市

地址：上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编：200080

北京市

地址：北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编：100034