

国投中鲁(600962.Sh)

黑暗即将过去 黎明渐渐到来

——国投中鲁调研报告

闫亚磊

86-22-2845 1975

yanyl@bhq.com

核心观点:

- 行业最困难的时候即将过去
- 低产品价格和高成本库存降低09年公司业绩
- 短期内股价上涨过快, 存在一定风险

投资要点:

● 高成本库存以及低产品售价是行业和公司面临的困境

中国浓缩苹果汁行业在 07/08 榨季的非正常性扩张, 价格在需求和成本推动下大幅上升, 产能达到 120 万吨以上。随着农产品价格的回落、全球经济放缓导致主要消费市场消费需求的萎缩, 08 年前 11 月份浓缩苹果汁行业销量为 64.21 万吨, 比去年同期 92.38 万吨的销量下降了 30.5%; 平均售价从去年同期的 1124.18 美元/吨上涨 37%至 1540.23 美元/吨。07/08 榨季产品大量积压, 而新榨季订单价格一度下跌至 600 美元/吨。

● 09 年公司收入减少, 盈利能力降低

预计 08 年公司出口浓缩果汁 10-12 万吨, 09 年浓缩果汁销量有望达到 13-14 万吨。出口价格平均下降幅度为 53%-60%。综合考虑价格和销量, 公司 09 年产品销售收入要比 08 年下降 34%-42%。高成本库存将降低 09 年毛利率。

● 行业最困难的时候即将过去

根据目前全球苹果汁销量以及贸易情况, 我国浓缩苹果汁的出口量应该会维持在 90-100 万吨, 与 07 年情况相仿。行业适度洗牌有利于提高行业集中度, 改善行业的竞争环境。未来两年我国浓缩苹果汁行业产量、出口量、产品价格将会逐步得到改善, 恢复至正常情况。但是由于行业生产销售的周期性, 盈利状况将在 09 年见底。

● 投资建议

预计 08 年-10 年每股收益分别为 0.2 元、0.06 元和 0.19 元, 对应市盈率分别为 54.05 倍、180.17 倍和 59.89 倍。无论与 A 股农副产品加工企业还是港股果汁制造业, 公司估值水平均较高。近期受市场上涨影响以及资产注入预期上涨过快, 由于基本面并未彻底改善且资产注入存在较大的不确定性, 短期内公司股价存在一定的风险, 给与“中性”投资评级。

	2006A	2007A	2008E	2009E	2010E
销售收入(百万元)	848.42	1537.52	1326.52	729.31	922.53
EBITDA(百万元)	142.91	218.79	259.95	157.25	243.93
净利润(百万元)	39.28	82.30	41.03	12.65	37.98
摊薄 EPS(元)	0.24	0.50	0.20	0.06	0.19
PE(X)	45.41	21.67	54.05	180.17	59.89
EV/EBITDA(X)	18.51	14.20	12.26	18.81	15.23
PB(X)	2.85	2.49	1.94	1.94	1.86
ROIC	6.42%	8.18%	6.54%	2.70%	3.47%
总资产周转率	0.61	0.78	0.57	0.34	0.39

评级:

中性

上次评级

买入

目标价格:

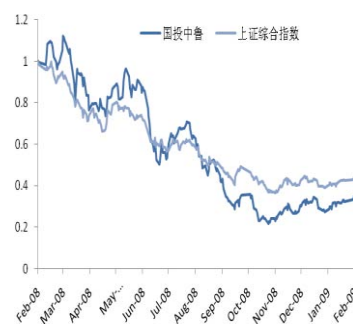
上次预测:

当前价格:

¥ 10.81

2009.2.11

单季度业绩	元/股
1Q/2008	0.0462
2Q/2008	0.2471
3Q/2008	0.0037
4Q/2008	-0.085

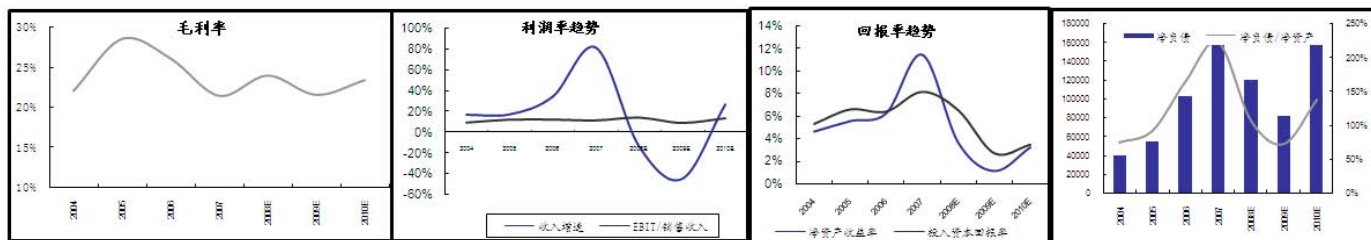


公司简介

公司主要从事浓缩果蔬汁、饮料生产和销售, 主导产品为浓缩苹果汁。公司产品出口量占中国果汁总出口量的 20%, 在国际市场上的占有率达 10%, 是亚洲最大的浓缩果汁生产厂家之一。公司是中国食品土畜进出口商会果汁分会理事长单位, 在协会中发挥着重要作用。

相关报告

资产负债表（百万元）						利润表（百万元）					
	2006	2007	2008E	2009E	2010E		2006	2007	2008E	2009E	2010E
货币资金	77.6	103.6	89.4	49.1	62.2	营业收入	848.4	1537.5	1326.5	729.3	922.5
应收票据	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	营业成本	627.7	1208.1	1009.2	572.2	707.1
应收账款	147.5	347.1	299.5	164.7	208.3		0.5	1.3	1.1	0.6	0.8
预付款项	47.6	22.1	63.0	50.9	36.0	销售费用	76.6	104.8	90.4	59.6	62.9
其他应收款	52.8	25.5	22.0	12.1	15.3	管理费用	42.2	51.2	44.2	31.6	30.7
存货	734.9	1100.4	919.2	521.2	644.1	财务费用	27.4	66.0	60.7	44.1	57.7
其他流动资产	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	资产减值损失	13.2	1.3	52.7	0.0	0.0
长期股权投资	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	公允价值变动收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
固定资产	513.7	629.7	712.7	853.5	1249.2	投资收益	-3.9	0.0	0.1	0.0	0.0
在建工程	21.8	14.1	157.0	228.5	514.3	汇兑收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
工程物资	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	营业利润	56.9	104.9	68.4	21.1	63.3
无形资产	31.3	42.3	38.0	33.8	29.6	营业外收支净额	-2.7	-0.9	0.0	0.0	0.0
长期待摊费用	0.8	0.9	0.8	0.7	0.6	税前利润	54.3	103.9	68.4	21.1	63.3
资产总计	1647.8	2306.2	2320.2	1933.1	2777.9	减：所得税	4.5	4.4	17.1	5.3	15.8
短期借款	818.0	1295.0	953.6	680.8	1441.1	净利润	49.8	99.6	51.3	15.8	47.5
应付票据	46.5	149.9	125.2	71.0	87.7	归属于母公司的净利润	39.3	82.3	41.0	12.6	38.0
应付账款	141.3	167.0	137.6	78.0	96.4	少数股东损益	10.5	17.3	10.3	3.2	9.5
预收款项	5.0	8.2	10.9	12.5	14.4	基本每股收益	0.24	0.50	0.20	0.06	0.19
应付职工薪酬	17.7	25.6	25.6	25.6	25.6	稀释每股收益	0.24	0.50	0.20	0.06	0.19
应交税费	-49.5	-92.0	-92.0	-92.0	-92.0	财务指标	2006	2007	2008E	2009E	2010E
其他应付款	34.4	28.8	28.8	28.8	28.8	成长性					
其他流动负债	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	营收增长率	34.1%	81.2%	-13.7%	-45.0%	26.5%
长期借款	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	EBIT 增长率	35.2%	69.8%	5.5%	-64.1%	85.6%
预计负债	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	净利润增长率	17.3%	109.5%	-50.1%	-69.2%	200.3%
负债合计	1022.7	1590.6	1196.1	811.1	1608.5	盈利性					
股东权益合计	625.1	715.7	1124.1	1122.0	1169.5	销售毛利率	26.0%	21.4%	23.9%	21.5%	23.4%
现金流量表（百万元）	2006	2007	2008E	2009E	2010E	销售净利率	4.6%	5.4%	3.1%	1.7%	4.1%
净利润	50	100	51	16	47	ROE	6.3%	11.5%	3.6%	1.1%	3.2%
折旧与摊销	42	47	78	92	123	ROIC	6.42%	8.18%	6.54%	2.70%	3.47%
经营活动现金流	-153	-280	331	595	110	估值倍数					
投资活动现金流	-131	-177	-300	-300	-800	PE	45.4	21.7	53.1	172.4	57.4
融资活动现金流	280	485	-45	-335	703	P/S	2.1	1.2	1.6	3.0	2.4
现金净变动	-4	27	-14	-40	13	P/B	2.9	2.5	1.9	1.9	1.9
期初现金余额	82	78	104	89	49	股息收益率	28.2%	0.2%	1.6%	0.8%	0.0%
期末现金余额	78	105	89	49	62	EV/EBITDA	18.5	14.2	12.3	18.8	15.2



目 录

1 行业及公司面临的两大困境： 售价及库存	4
1.1 产品售价大幅降低	4
1.2 消化 08/09 榨季库存	5
2 两大困境对公司财务的影响	5
2.1 售价与销量对收入的影响	5
2.2 售价与苹果收购成本对盈利能力的影响	6
3 所得税率的变化降低公司盈利能力	6
4 浓缩苹果汁行业将逐渐恢复	6
5 盈利预测	7
5.1 盈利预测假设	7
5.2 盈利预测表	7
6 估值与投资建议	8
7 风险提示	8

图 目 录

图 1： 我国浓缩苹果汁出口量及价格走势图	4
图 2： 08/09 榨季苹果原料收购价格	5

表 目 录

表 1： 主营业务收入预测基本表	7
表 2： 相对估值表	8

1 行业及公司面临的两大困境：售价及库存

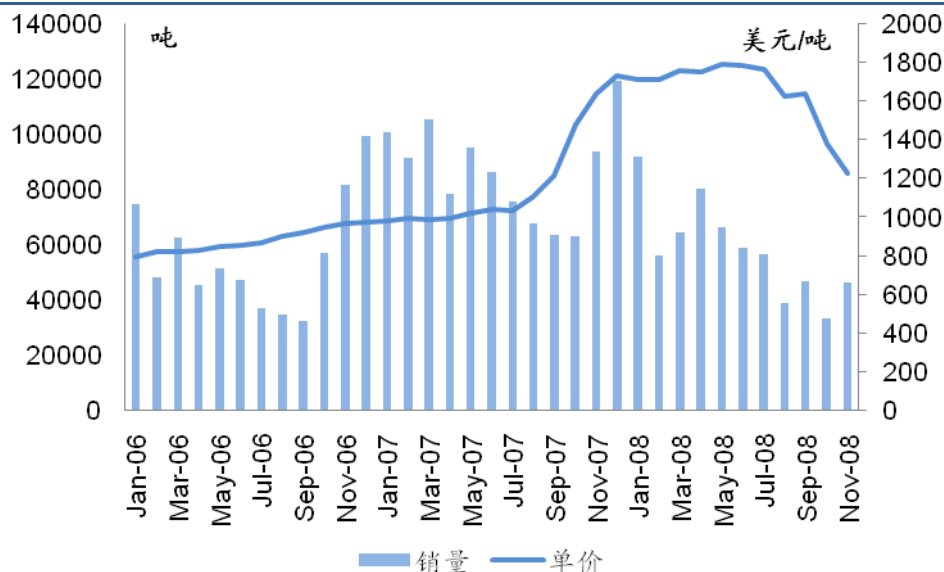
受波兰苹果受灾以及巴西橙汁减产影响，国际浓缩苹果汁供需呈现偏紧的局面，价格一路上涨，刺激了中国浓缩苹果汁行业在 07/08 榨季的非正常性扩张，其中农产品价格的非理智性上涨也起到了推波助澜的作用。随着农产品价格的回落、全球经济放缓导致主要消费市场消费需求的萎缩，我国浓缩苹果汁行业以及国投中鲁均面临着两大困境：售价以及库存。

根据商务部披露的信息，08 年前 11 月份浓缩苹果汁行业销量为 64.21 万吨，比去年同期 92.38 万吨的销量下降了 30.5%；平均售价从去年同期的 1124.18 美元/吨上涨 37%至 1540.23 美元/吨。

1.1 产品售价大幅降低

08 年 1 月-7 月浓缩苹果汁出口价格波动不是很大，基本维持在 1710-1790 美元/吨，其中 5 月份达到最高价格 1792.7 美元/吨。但是从 9 月份以后浓缩苹果汁价格开始加速下跌，11 月份单月价格已经下降至 1226.42 美元/吨。随着现货市场浓缩苹果汁价格的下降，08/09 榨季签单价格也一路走低，从 1200 美元/吨跌至 900 美元/吨，再跌至 800 美元/吨，最低曾达到 500-600 美元/吨。

图 1：我国浓缩苹果汁出口量及价格走势



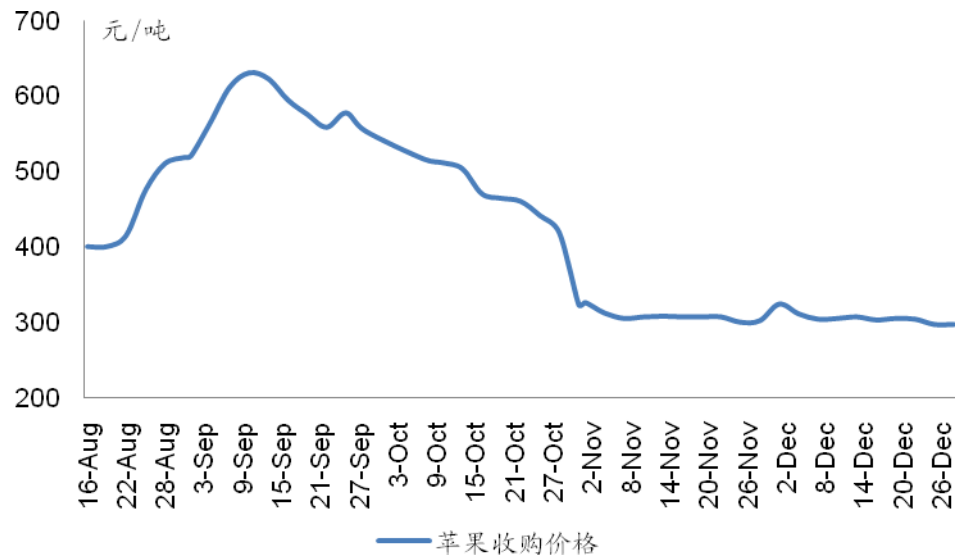
数据来源：商务部，渤海证券研究所

浓缩苹果汁价格下跌一方面是由于经济危机导致的外需放缓；其次，过高的价格也抑制了部分需求；再次，智利等传统浓缩苹果汁出口国的产量有所恢复。价格下跌是由外销下降以及原材料价格下跌共同作用。

苹果收购价格的下跌缓解了产品价格下跌带来的压力。07/08 榨季苹果原料的收购价格在 1500 元/吨左右，但是 08/09 榨季该收购价格波动范围为 300 元/吨-630 元

/吨，并且进入到 11 月份该价格一直在 300 元/吨-320 元/吨之间波动。如果按照 450 元/吨的价格计算，苹果收购价格较上个榨季下跌了 70%，下跌幅度超过了产成本下跌的幅度。有利于行业保持毛利率的稳定。

图 2：08/09 榨季苹果原料收购价格



数据来源：中国浓缩果汁网，渤海证券研究所整理

1.2 消化 08/09 榨季库存

07/08 榨季，全行业浓缩苹果汁产量有 120 万吨左右，在 06/07 榨季产量的基础上上升了 30%以上；截止到 08 年 11 月份我国出口浓缩苹果汁约 64.21 万吨，而 07 年同期浓缩苹果汁的出口量为 92.38 万吨左右，08 年下降了近 30%。在新的榨季开始前，行业整体存货有 20 多万吨。正常来讲新榨季从每年 7 月份开始，今年为了消化库存、控制产量，中国食品土畜商会果汁分会向各会员单位下达了建议开机生产时间为 8 月 20 日，08/09 榨季目前基本结束，整个行业的产量为 70 万吨左右。09 年行业新订单不容乐观，美国、日本相对稳定，俄罗斯和西欧市场萎缩相对比较严重。行业库存消化压力仍然较大。

公司产销情况与行业相仿，但是积压存货情况好于行业。07/08 榨季，公司产量在 15 万吨左右，08/09 榨季公司产量在 10 万吨左右。截至到新榨季时，公司尚有未消化的上个榨季高价存货 1 万吨，只占积压存货的 5%。到下个榨季开始之前，公司需要消化的存货为 11 万吨左右，其中没有订单覆盖的存货只占到存货数的 10% 左右，即 1 万吨左右。

2 两大困境对公司财务的影响

2.1 售价与销量对收入的影响

根据公司近两个榨季产量以及存货情况、行业的生产出口情况，预计 08 年公司出

口浓缩果汁 10-12 万吨。目前公司存货在 10 万吨左右。如果下个榨季行业产量和销量情况能够恢复到往年正常的情况，那么公司 09 年浓缩果汁销量有望达到 13-14 万吨。果汁行业同质性较高，各企业出口价格变动基本一致。如果按行业出口价格来算，08 年出口价格平均为 1500 美元/吨，而 09 年价格则为 600 美元-700 美元/吨，下降幅度为 53%-60%。综合考虑价格和销量，公司 09 年产品销售收入要比 08 年下降 34%-42%。

2.2 售价与苹果收购成本对盈利能力的影响

07/08 榨季主流签单价格为 1800 美元/吨，而 08/09 榨季签单价格一路下跌，从 1200 美元/吨跌至最低的 600 美元/吨，公司预计新榨季产品平均签单价格为 650 美元/吨。相比的话，07/08 榨季苹果原料收购价格 1400 元/吨，而今年苹果主流收购价格 300 元/吨-400 元/吨。但是我们倾向于认为 09 年公司毛利率会有所降低：

首先，固定成本变动不大；

其次，公司存货采用加权平均的方法计量，在新榨季开始之前，尚存有高价存货 1 万吨，按照 07/08 年原料收购价格来算，该笔存货帐面价值约为 1.2 亿元左右，三季度显示第三季度公司计提减值损失 1220 万元，计提程度远远不够。由于公司采用加权平均方法计量存货，按照会计处理的相关要求，期末对存货进行减值测试时会采用整体法测量。08 年 12 月份行业平均出口价格为 1000 美元/吨左右，相比三季度末的 1600 美元/吨有较大降幅。根据我们对公司生产经营以及销售情况的假设，公司年报时可能还会计提约 2500 万元以上的存货减值损失。09 年行业产品售价将会逐渐走低，因此相对较高存货将计入 09 年的销货成本中，降低 09 年的毛利率。

3 所得税率的变化降低公司盈利能力

原来公司作为农业化龙头企业，可以享受免征企业所得税的待遇。08 年情况有所变化，公司按照 25%的企业所得税率进行征收。目前公司正在申请继续享受免税待遇，并且下属有一半分厂已经争取到免所得税待遇。所得税率的提高降低了公司的盈利能力。

4 浓缩苹果汁行业将逐渐恢复

浓缩苹果汁行业在经历了 07 年、08 年的疯狂后快速回落，目前原料收购价格及出口价格均达到谷底。08/09 榨季的生产和合同的签订已经基本结束，未来行业将会逐步复苏。

根据目前全球苹果汁销量以及贸易情况，我国浓缩苹果汁的出口量应该会维持在 90-100 万吨，与 07 年情况相仿。这样的供应量既不会过度供给给浓缩苹果汁价格造成压力，也不会引起原料价格的过度上涨。08/09 榨季，全行业产能利用率明显

下降，低价产品和高价库存加速行业洗牌，在 07/08 榨季，盲目扩充产能而资金又不雄厚的加工企业将面临较大的资金压力。行业适度洗牌有利于提高行业集中度，改善行业的竞争环境。未来两年我国浓缩苹果汁行业产量、出口量、产品价格将会逐步得到改善，恢复至正常情况。

5 盈利预测

5.1 盈利预测假设

- 1) 由于公司所得税政策存在一定的不确定性，假设从 08 年开始公司的所得税率为 25%;
- 2) 假设我国浓缩苹果汁行业产销情况能在 09/10 榨季能够恢复到 06/07 榨季，售价恢复较慢;
- 3) 假设公司 09 年销售费用和管理费用能有较大幅度的压缩;
- 4) 不考虑收购新湖滨。

5.2 盈利预测表

表 1: 主营业务收入预测基本表

榨季	07/08 榨季	08/09 榨季	09/10 榨季
产能 (万吨)	18.5	20	20
产量 (万吨)	14.9	10.15	12.19
年度 (万吨)	2008 年	2009 年	2010 年
销量 (万吨)	11.37	13.37	14.22
一般浓缩苹果汁	6.96	8.79	9.43
高酸浓缩苹果汁	2.32	2.93	3.14
浓缩梨汁	1	0.65	0.65
浓缩地瓜汁	1	1	1
销售收入 (万元)			
一般浓缩苹果汁	80084	43154	54808
高酸浓缩苹果汁	27223	16899	23769
浓缩梨汁	12519	7162	7162
浓缩地瓜汁	12827	5715	6513
销售成本 (万元)			
一般浓缩苹果汁	64649	37787	47385
高酸浓缩苹果汁	22166	13551	16820
浓缩梨汁	9369	2745	3167
浓缩地瓜汁	4733	3142	3340

数据来源: 渤海证券研究所

根据上面的假设, 国投中鲁 08 年-10 年每股收益分别为 0.2 元、0.06 元和 0.19 元。

6 估值与投资建议

2月11日公司股票收盘价为10.81元，我们预测的09-10年每股收益对应的市盈率分别为54.05倍、180.17倍和59.89倍。与A股市场上其他从事农副产品加工的龙头公司相比（主要是新中基、中粮屯河、双汇发展以及高金食品），估值较高。如下表2所示。港股有两家浓缩果汁制造企业海升果汁以及安德利果汁，其08年对应的市盈率分别仅为4.1倍和5.4倍，虽然港股和A股估值水平有所差异，但是如此低的市盈率反映投资者对果汁行业短期内的担忧。

表 2：相对估值表

证券简称	收盘价（元）	2008EPS	2009EPS	2008P/E	2009P/E
新中基	7.44	0.44	0.55	16.86	13.61
中粮屯河	12.2	0.24	0.36	34.23	21.61
双汇发展	34.3	1.12	1.38	30.62	24.86
高金食品	7.36	0.08	0.35	93.28	21.01
平均				43.75	34.23
国投中鲁	10.81	0.21	0.07	54.05	180.17

数据来源：Wind，渤海证券研究所

虽然浓缩苹果汁行业目前已基本处于最低谷，未来两三年都处于逐渐恢复过程。但是由于行业特征，本榨季惨淡的经营状况要到09年才能逐步反映到企业的报表中。因此仅从基本面分析，无法解释公司股票的走势。我们分析近期公司股价走强的主要原因来自于市场方面：1）整体市场回暖；2）市场一直对大股东国家开发投资公司国投中鲁为平台整合旗下资产存有预期，尤其是在08年7月份国投参与公司定向增发使得对公司的持股比例进一步上升至44.62%。

国家开发投资公司目前整理利于旗下煤电资产的整合，相关上市公司国投新集以及国投电力目前仍处于停牌状态，对旗下其他资产的整合并无具体方案以及时间表。另外公司业绩未来存在较大风险。鉴于以上分析，我们认为短期内公司股价存有一定的风险，给与“中性”投资评级。

7 风险提示

- 1) 外需继续放缓，行业恢复慢于预期；
- 2) 发生大规模食品安全问题影响产品出口；
- 3) 09年费用控制力度不如我们预测的大将会大幅降低业绩预测。
- 4) 08年4季度公司提取存货减值准备大于预期。

渤海证券股票投资评级说明

- 1、买 入：未来 12 个月内股价超越大盘 10%以上；
- 2、中 性：未来 12 个月内股价相对大盘波动在-10%~10%之间；
- 3、卖 出：未来 12 个月内股价落后大盘 10%以上。

渤海证券行业投资评级说明

- 1、买 入：行业股票指数超越大盘；
- 2、中 性：行业股票指数基本与大盘持平；
- 3、卖 出：行业股票指数明显弱于大盘。

重要声明：本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。我公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发表之前已经使用或了解其中的信息。本报告的版权归渤海证券有限责任公司所有，未获得渤海证券有限责任公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“渤海证券有限责任公司”，也不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

渤海证券有限责任公司研究所

所长·研究策划 周华敏 +86 22 2845 1869	副所长·基金 谢富华 +86 22 2845 1985	副所长·宏观策略 马静如 +86 22 2845 1665	副所长·行业 吴鹏飞 +86 10 5836 2786
商业旅游行业研究 陈慧 +86 22 2845 1135	电子信息行业研究 崔健 +86 22 2845 1618	交通运输行业研究 齐艳莉 +86 22 2845 1132	食品饮料行业研究 闫亚磊 +86 22 2845 1975
煤炭行业研究 张顺 +86 22 2845 1625	机械行业研究 李强 +86 22 5836 2766	有色行业（铝、小金属）研究 张延明 +86 22 2845 1653	石油化工行业研究 刘威 +86 10 5836 2155
医药行业研究 马霏霏 +86 22 2845 1945	金融行业研究 张继袖 +86 22 2845 1849	房地产行业研究 周户 +86 10 5836 2768	有色行业（贵金属、铅锌、铜）研究 靳海明 +86 10 5836 2778
汽车、航空制造行业研究 张立平 +86 10 5836 2780	通信、传媒、家电行业研究 张晓亮 +86 10 5836 2156	电力、电力设备行业研究 李新渠 +86 10 5836 2760	钢铁行业研究 马涛 +86 10 5836 2789
建筑建材行业研究 唐笑 +86 10 5836 2159	金融工程与权证研究 何翔 +86 22 2845 1808	股指期货与衍生产品研究 徐莉莉 +86 22 2845 1659	产品设计和可转债研究 章辉 +86 22 2845 1977
债券研究 徐华 +86 22 2845 1137	宏观策略研究 黄锋 +86 22 2845 1131	金融策略与创新、证券理论研究 吕玉忠 +86 22 2845 1857	策略研究 周喜 +86 22 2845 1972
营销主管 郭靖 +86 22 2845 1879			
博士后工作站:			
资产证券化研究 刘惠杰博士 +86 22 2845 1632	私募股权基金研究 黄亚玲博士 +86 22 2836 5293		

渤海证券研究所

天津

天津市河西区宾水道三号

邮政编码: 300061

电话: (022) 28451888

传真: (022) 28451615

北京

北京市西城区丰汇园 11 号楼东翼 1107

邮政编码: 100032

电话: (010) 58362786

传真: (010) 58362157

渤海证券研究所网址: www.ewww.com.cn