

上市公司动态报告

饮料制造业

寒风中初显春意

浓缩苹果汁行业产品 90%以上用于出口，在本轮全球性经济危机中受负面影响较大。2008 年全年全行业出口量仅有 69 万吨，同比下降 33%。价格也跌到 600 美元/吨，接近历史最低点。整个行业处于极不景气的低谷。

但目前果汁出口量开始回升，价格也有所企稳。四季度出口市场呈现“量增价跌”趋势，环比好于三季度“量减价跌”。寒冬中初现一丝暖意。

随着欧美国家浓缩苹果汁库存量逐步消化，未来订单量将逐步回升。预计 09 年会计年度里，浓缩苹果汁出口量将达到 65-70 万吨。

企业依然在盈利。尽管出口形势不好，但 2008 年国内苹果丰收，苹果价格也出现大幅度下降，我们按照浓缩苹果汁的累积费用计算，目前终端价格还能保持企业微利。未来随着苹果汁价格回升，企业的利润情况会更加好转。

我们对公司未来销售情况比较乐观。国投中鲁新榨季产量 10 万吨，加上库存 2 万吨，供应量总计 12 万吨。08 年四季度公司销售近 3 万吨，占总供应量 1/3。截至到 2009 年 9 月份新榨季到来之前，尚有 9 万吨库存等待消化。

盈利预测：2008 年 EPS0.368 元。2009 年公司苹果汁销售量大约在 13 万吨，平均销售价格为 960 美元，汇率 6.836，则全年销售收入 85313.2 万元，净利润 6465 元，EPS0.32 元。这要好于我们原来的业绩减少 50%的预期。建议增持。

风险因素：2007 年榨季里的库存商品如果确认损失。使 2008 年实际业绩可能低于目前预测。

预测和比率

	2007A	2008E	2009F	2010F
主营收入（百万）	1537	1280	853	1394
主营收入增长率	81.16%	-16.72%	-33.35%	63.46%
净利润（百万）	82.29	74.24	64.65	90.76
净利润增长率	109%	-9.79%	-12.9%	40.38%
ROE	14.44%	6.09%	5.30%	7.44%
EPS（元）	0.50	0.368	0.32	0.45
P/E	21.2	28.80	33.12	23.55
P/B	2.98	2.71	2.50	2.26

国投中鲁（600962）

调升

增持

郑绮

zhengqi@csc.com.cn

010-85,130,985

分析日期：2009 年 02 月 20 日

当前股价：10.60 元

目标价格 6 个月：12.6 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
18.7/7.0	19.3/7.1	-64.5/-13.2

12 月最高/最低价（元）31.90/0

总股本（万股）20,170

流通 A 股（万股）12,190

总市值（亿元）20.80

流通市值（亿元）12.57

近 3 月日均成交量（万）599

主要股东

国家开发投资公司 8.18%

股价表现



相关研究报告

2008.8.26 浓缩苹果汁或将进入冬天

动态信息评述

一、08 年浓缩苹果汁出口量同比下降 33%，价格跌到最低点（图 1-2）

2008 年 1-12 月中国浓缩苹果汁出口总计 691958.63 吨，与 07 年出口同比下降 33%。从出口国别看出，美国依然是进口中国 ajc 大国，08 年进口 33.23 万吨，占中国出口总量的 53%；日本次之，位居第二。俄罗斯及德国、荷兰等国进口中国产的 ajc 有大幅下降。但南非表现抢眼，08 年 12 月进口 3001 吨，以色列进口 840 吨。

从年中开始，苹果汁价格就开始下跌，随后一路走低。12 月份浓缩苹果汁出口平均价格 1.024 美元/公斤（1024 美元/吨），对所有出口国家的价格大多跌破 1.00 美元/公斤。到 2009 年 1 月份，价格跌到 600 美元/吨，基本达到历史最低点。

销售量大跌有几方面因素：一是由于全球性经济危机带来消费需求下降；二是进口商为应对危机，减少库存，增加现金，这样导致新订单减少；三是由于 2007 年苹果汁价格上涨过猛，迫使欧美饮料生产厂家开始弃用苹果汁而转用价格相对低廉的浓缩梨汁来进行调味；三是 08 年全球主要苹果产区丰收，苹果供应量大增，导致价格下降。因此我们认为价格回调有市场规律的必然性在里面，与宏观经济影响消费不大。但销售量萎缩有短期倾销库存因素、有技术性的需求减少因素，也有经济不景气的宏观作用。因此我们认为：进口商库存大幅度下降后，一定会有补充的需要；二是价格大幅度回调之后，会刺激需求；三是经济不景气对果汁消费的负面影响还持续。综合起来看，我们认为 2009 年全球苹果汁消费量不会继续下降，基本与 08 年持平甚至略高。

图 1：2002 年以来浓缩苹果汁出口量（万吨）

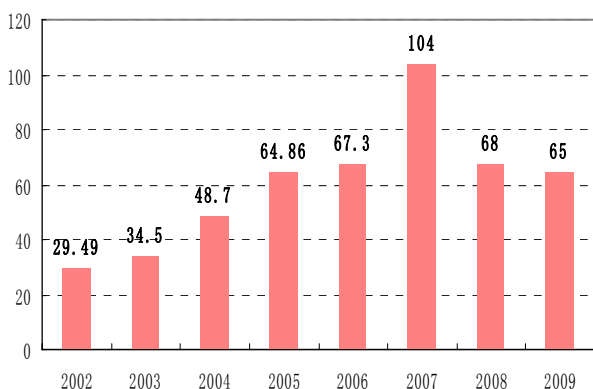
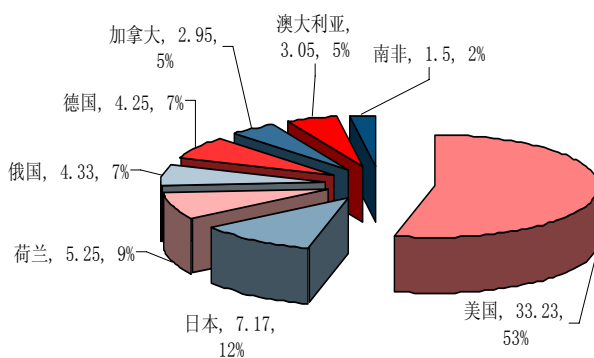


图 2：2008 年浓缩苹果汁出口国别



二、08 年四季度销售量有所好转，量价齐跌转变为量增价跌（图 3）

从四季度情况，销售量出现持续回升的良好态势，尽管价格还在下降。但量价齐跌到量增价跌，必然是进了一步，好比寒冬中吹来一缕暖风。这对后期销售奠定一个好的基础。

从国投中鲁情况看，12 月份公司销售浓缩苹果汁达到 1.0523 万吨，整个四季度销售量接近 3 万吨。公司在过去的新榨季里总产量为 10 万吨，3 万吨的销售量几乎占到 1/3，基本与往年的销售规律一致。

图 3：2008 年浓缩苹果汁价格走势（美元/吨）

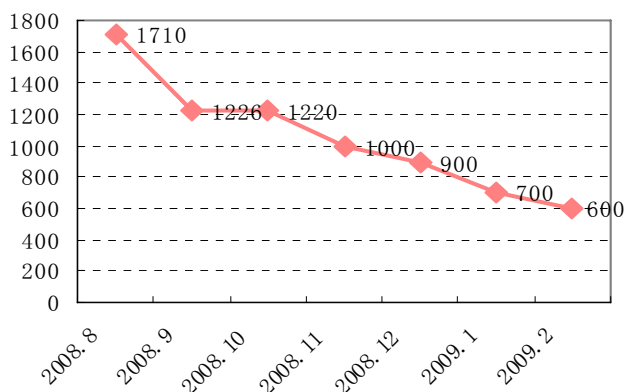
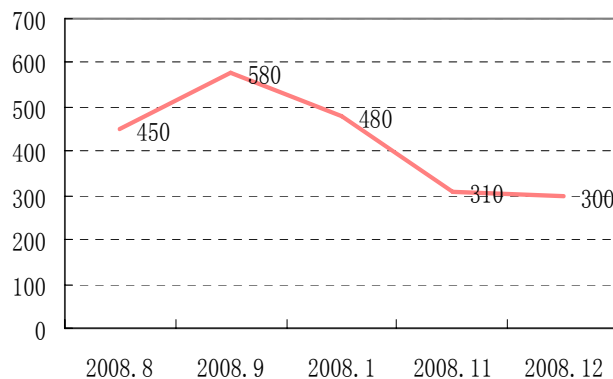


图 2：2008 年原料苹果价格走势



三、尽管价格下跌，但大型果汁加工企业依然在盈利（图）

图 3：2008 年以来浓缩苹果汁价格与进口量对比

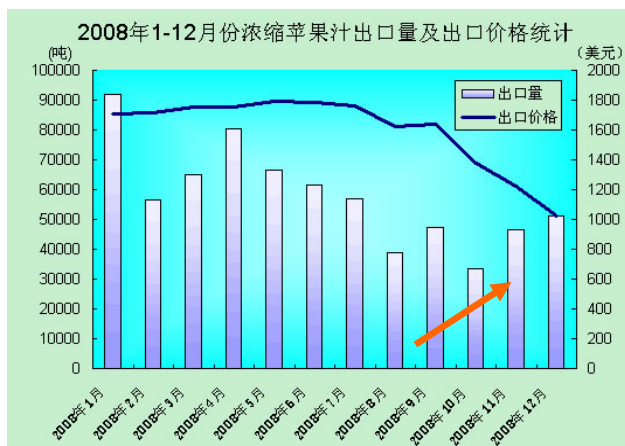


图 2：国投中鲁毛利率变化（%）

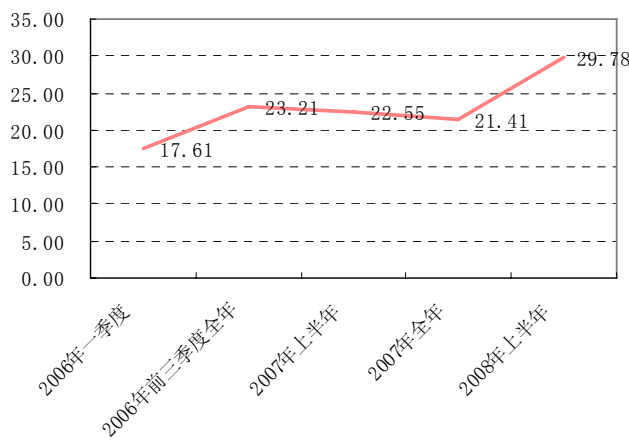


表 1：浓缩苹果汁生产过程中，苹果价格与加工利润之间比价关系

苹果价格与加工利润比价关系				
鲜果价格（元/吨）	300	600	800	1000
吨果汁需要鲜果数量（吨）	7.5	7.5	7.5	7.5
吨果汁鲜果成本（元/吨）	2250	4500	6000	7500
吨加工费用（元）	1800	1800	1800	1800
吨果汁制造总成本	4050	6300	7800	9300
加上进口关税%	25%	25%	25%	25%
吨运费（美元/吨）	60	60	60	60
吨运费（元/吨）	409.8	409.8	409.8	409.8
总费用	4459.8	6709.8	8209.8	9709.8

按照表中的计算，当苹果价格在 300 元/吨时，浓缩苹果汁价格不低于 650 美元时，企业就有利润。因此尽管终端价格不断下降，但企业特别是大型规模化企业依然还有利润。国投中鲁在 2008 年三季度，达到利润最高峰，毛利率达到 29.78%。我们判断四季度和 2009 年一季度毛利率会有所下降，但随着需求量回升，价格也会上升，利润率将逐步提高。

盈利预测

我们假设，国投中鲁 2009 年全年销售量在 13 万吨（其中 1—9 月份为 9 万吨；9—12 月份为 4 万吨）。全年平均售价 960 美元/吨；汇率 1:6.836。则全年总销售收入 85313.28 万元，按照 7.597% 的净利润率计算，净利润为 6465.89 万元，EPS 为 0.42 元。基本与今年持平。这远远超过好于先前业绩下降大约 50% 的预期。我们认为 2010 年全球经济有望走出衰退，像苹果汁这样的消费品需求也会复苏，国内苹果汁总出口量将恢复到 80—90 万吨，出口价格也会恢复到 1000 美元/吨的合理水平。目前苹果汁的替代品梨汁价格已经接近 900 美元/吨，因此低廉的苹果汁未来还会受到果汁生产厂商的青睐。国投中鲁苹果汁无论是出口量还是价格都会恢复到比目前要好的水平。

估值与投资建议

截至 2009 年 2 月 20 日收盘价 10.60 元，09 年和 2010 年动态 PE 为 34 倍和 25 倍。价格相对来说比较合理。但考虑到公司业绩最坏时期已经过去，未来业绩超预期的可能性较大，特别是 2010 年浓缩苹果汁价格和销售量都将全面恢复，因此适度调高对 2010 年的估值水平，目标价位为 12.6 元，建议继续增持。

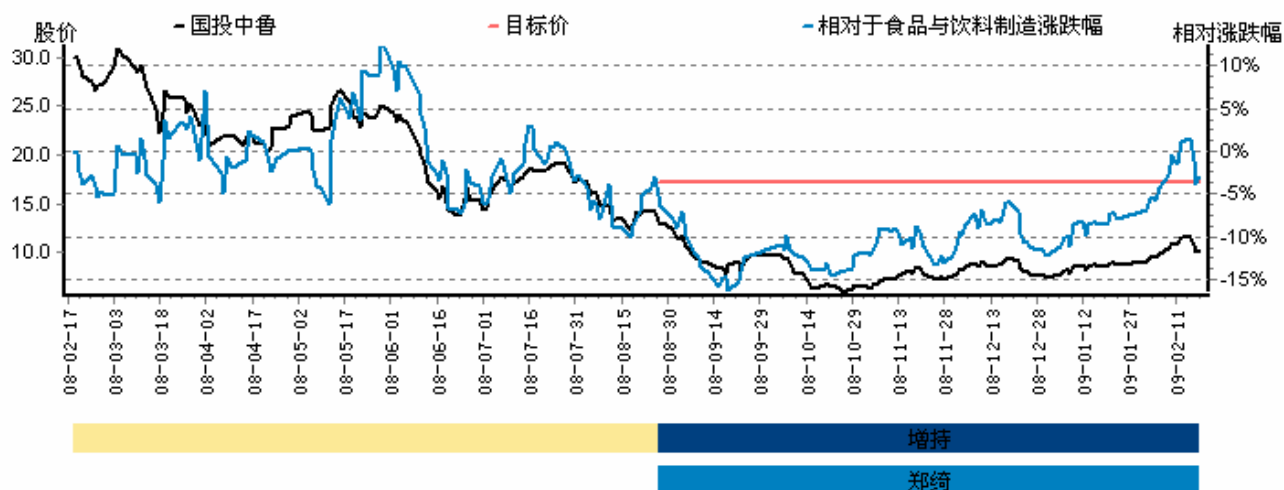
风险分析

2007 年榨季苹果原料价格较高，最高到 1000 元/吨。高价苹果生产出的苹果汁在 2008 年中期以后遇到滞销，目前公司老产品库存大约有 2 万吨，保质期只有两年。根据目前市场和今后一段市场价格，这部分苹果存在较大的减值可能。如果在今年确认则减少公司当期利润。

此外 2009 年苹果收获量尚不能确定，如果出现产量减少，苹果价格将上升。

第三，一旦全球经济恢复较慢，则会影响到苹果汁销售量回升的预期。这将直接影响到我们对国投中鲁做的业绩预测。

附:



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 12 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 12 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 12 个月内相对市场表现在-5—5%之间；

减持：未来 12 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 12 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。

重要声明

本报告的信息均来源于我公司认为可信的公开资料，但我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，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。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、会计或税务方面的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，投资者据此做出的任何决策与本公司和作者无关。在法律允许的情况下，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，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。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，须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有悖原意的引用、删节和修改。

本文作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了作者的研究观点。本文作者不曾因，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。

中信建投精神

我们的精神 理念 追求

珍视客户利益，珍视公司利益，珍惜个人荣誉
追求卓越的职业水准，追求最佳分析师的境界
强调创新意识的培养，强调前瞻性的研究与判断
注重研究、沟通、推介能力的全面发展
发扬敬业精神，发扬团队精神

关于中信建投 证券研究发展部

第一家与基金管理公司签约的证券研究机构
第一家与保险公司签约的证券研究机构
第一批与全国社会保障基金理事会签约的证券研究机构
第一批拥有博士后科研工作站的证券研究机构
2004 和 2006 年宏观经济预测所有机构第一名
2003-2006 年连续四年证券研究机构宏观经济预测第一名
2003 年投资组合收益率为 47.91%，超越上证综合指数 37 个百分点
2004 年华夏 50 组合收益率为 3.56%，超越上证综合指数 13 个百分点
2005 年华夏 19 组合收益率为 8.98%，超越上证综合指数 16.32 个百分点
2006 年中信建投 Top30 组合收益率为 180%，超越上证综合指数 50 个百分点

作者简介

郑绮 食品饮料行业首席分析师，获得两届日用消费品行业最佳分析师称号及《新财富》入围。

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