

食品饮料行业

报告原因: 公司调研

2009 年 5 月 15 日

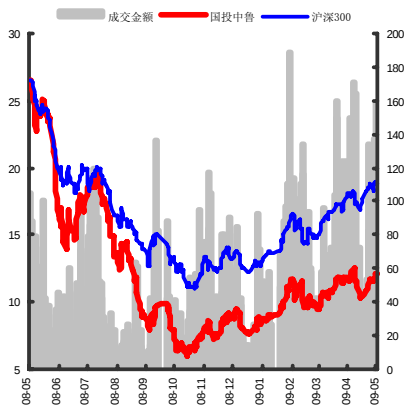
市场数据: 2009 年 5 月 15 日

收盘价 (元)	11.96
一年内最高/最低 (元)	26.9/5.8
市净率	2.35
市盈率	29.2
流通 A 股市值 (百万元)	1801

基础数据: 2009 年 3 月 31 日

每股收益 (元)	0.03
营业收入 (百万元)	232.28
净利润 (百万元)	5.55
总股本/流通 A 股 (百万)	201/159
流通 B 股/H 股 (百万)	-/-

公司近期市场表现 (最近一年):



执笔人

罗胤

Tel: 010-82190365

Email: luoyin@sxzq.com

联系人

焦春成

0351-8686986

sxzqyjfb@i618.com.cn

地址: 太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层

电话: 0351-8686986

山西证券股份有限公司

http://www.i618.com.cn

请务必阅读正文之后的特别声明部分

国投中鲁 (600962)

挑战与机遇共存

中性

维持评级

公司研究/调研报告

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	销售利润率	净资产收益率	市盈率
2008A	1,361	-11.5	75	-8.7	0.41	4.9	6.0	29.2
2009E	806	-40.8	63	-16.8	0.31	9.4	6.3	38.6
2010E	974	20.9	83	33.1	0.41	10.3	7.7	29.0
2011E	1,199	23.1	112	34.3	0.55	11.3	9.4	21.6

注: “市盈率”是指目前股价除以各年业绩

5 月 15 日, 我们参加了公司的股东大会, 并与高管进行了沟通。

投资要点:

● **行业仍在低谷徘徊。**08 年在经济增速放缓、超预期丰产以及价格理性回归等诸多因素的联合作用下, 我国浓缩苹果汁出口销量锐减, 销售价格一路走低, 浓缩苹果汁行业遭遇了前所未有的经营危机。转入 09 年, 行业仍在低谷徘徊, 虽然, 目前商务部数据显示我国浓缩苹果汁出口均价仍在 800 美元/吨左右, 但行业公司的新签单价格早已滑落至 600 美元/吨的水平, 当前的公司业绩体现的仍是上年的订单情况, 最坏的情形尚未得到完全展现, 行业的危机仍在延续, 目前可能是行业最艰难的时期。

● **底部基本形成, 转机要看新榨季。**可喜的是目前来看, 浓缩苹果汁价格底部基本形成, 自 08 年 12 月起已连续 5 个月维持在 600 至 650 美元/吨, 行业出口数量也呈现出连月环比上升的态势, 虽然受前期销量萎缩影响, 国内仍有 20 万吨左右的存货未能消化, 但未来价格及销售状况进一步恶化的可能已经不大。第一, 在西方苹果汁属人们的生活必需品, 其消费具有一定刚性, 而且除了作为纯果汁饮品外, 苹果汁还具有混配后而不影响其口味的特点, 因此可作为基料使用, 需求基础较好; 第二, 苹果汁与橙汁在消费上具有一定的替代关系, 价格上也具有相对稳定的关系, 通常每吨橙汁价格要高出苹果汁 300 至 400 美元, 在 07 年苹果汁价格暴涨时, 苹果汁价格曾首次超过橙汁价格, 此轮苹果汁价格下跌中就不乏理性回归因素, 而当前, 国际橙汁价格约在 1300 至 1400 美元/吨, 二者差价已高达 700 美元/吨, 必然引起苹果汁价格的理性回归, 使其价格有所回升; 第三, 新榨季可能出现原材料紧张, 09 年本就是苹果生产的小年, 产量可能有所下降, 而农民在前期苹果汁价格波动的冲击下, 可能会加强果树管理力度, 使得商品果比重加大, 原料果减少, 收



购价格可能有所提高，在上下游价格连动作用下，苹果汁价格也可能水涨船高，出现一定回升，从而为企业盈利创造一定空间，另外，在新榨季产量缩减的情况下行业供求关系也有望得到扭转。总体而言，行业转机还要看新榨季。

● **加大整合力度，3 年确定行业绝对领导地位。**4 月份，公司召开董事会批准了有关公司未来经营策略的中期发展规划。规划中明确，公司未来将以外延式增长为主，将在行业的困难期变被动为主动，变危机为契机，加大整合力度，结束行业无序竞争。虽然，公司是我国最早生产和出口浓缩苹果汁的企业，当前行业设备的设计和推广最早也是由国投中鲁领导完成的，但目前公司的产能仅位列行业第四，相关的业绩水平也不够突出，公司的行业领导地位更多的是凭借着前期的信誉、产品质量和历史地位。因此，公司提出未来将通过整合扩大产能，以期在 3 年左右形成公司在产能、业绩等方面的绝对领先地位。当前的行业困难期，由于销量不足使得行业众多企业都不同程度上存在着资金困难，而公司背靠大股东国家投资公司，在资金方面具有较强优势，大股东实力雄厚，行业危机也可成为公司发展的良机，为公司加快整合提供了可能。目前公司的资产负债率不足 40%，而行业其他公司则可高达 70%。

● **积极开拓终端市场投入。**国内果汁市场分为三类：以汇源为代表的纯果汁市场；以娃哈哈为代表的低浓度果汁市场；以牵手为代表的果蔬汁市场。与国外以纯果汁消费为主不同，国内低浓度果汁消费群体更大，纯果汁的代表汇源也在调整思路进入低浓度市场。可以说，向下游发展是行业的必然走向。在中期发展规划中，公司已提出下一步要积极开拓终端市场投入。目前来看，国内果汁市场发展仍不规范，各品牌原料配方不稳定，国投中鲁正可以凭借其先进的技术优势、优秀的产品品质和行业地位成为行业领导者。不过，上下游市场不同，经营思路也不同，由于公司一直以来都采取的是瞄准上游的单一业务模式，对下游运作的经验较少，因而公司的开拓步伐也比较谨慎，相关运作仍在规划阶段。未来，公司在开拓终端市场方面将采取与发展到一定程度、并且具有一定经验的企业合作的形式进行。

● **所得税减免问题仍在沟通中。**公司的所得税减免问题仍在继续沟通中，其中，韩城中鲁果汁有限公司已有确切消息表明可获得所得税减免，但相关批文尚未取得。总体来讲，公司 09 年的所得税率将比上年明显下降，前期计提的企业所得税也可获得部分返还。

● **风险提示：**全球金融危机进一步延伸导致消费持续低迷，出口订单减少；新榨季苹果收购价格出现较大波动；汇率风险。

● **投资建议：**外部经济环境对浓缩苹果汁行业景气度影响较大，目前来看，09 年可能是行业以及公司艰难的一年，不过，挑战总与机遇共存，公司凭借其大股东的雄厚实力加大整合力度，一方面可为未来的发展奠

定基础，另一方面也可通过外延式增长为业绩注入活力，今年 9 月公司将在青岛召开果汁展销大会，新榨季的到来或为行业带来转机，我们预计公司 09 年的 EPS 为 0.31 元，对应的动态市盈率为 38.6 倍，估值尚不具有优势，维持“中性”评级。

投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20%以上
增持： 相对强于市场表现 5~20%
中性： 相对市场表现在-5%~+5%之间波动
减持： 相对弱于市场表现 5%以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现
中性： 行业与整体市场表现基本持平
看淡： 行业弱于整体市场表现

免责声明：

本报告是基于山西证券股份有限公司研究所认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。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。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期，本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。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。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。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。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。