

国投中鲁 600962.SS

## 山西临猗拖累业绩

**事件：** 公司上半年共实现营业收入 50,260 万元，比上年同期下降36%；实现利润总额900 万元，同比下降89%。归属于母公司净利润1,115 万元，同比下降81%，每股收益0.055元。

### 研究结论

- **二季度出口量逐步回暖：** 2 季度我国共出口浓缩苹果汁 24 万吨，离岸均价约 800 美元。预计中鲁的出口量 3—4 万吨，但由于出口价格同比跌幅过半，二季度销售收入仍同比下滑 38%。
- **山西临猗亏损拖累业绩：** 上半年公司的少数股东权益为-700 万元，结合新湖滨的财务报表显示其上半年亏损 5140 万；我们判断子公司山西临猗的亏损是导致公司毛利率和利润偏低的原因。公司和新湖滨自然人股东关于股权转让价格存在分歧，导致协议未能如期完成，产品销售不畅；随着近期双方协议的达成，预计下半年情势将发生好转。
- **产能扩张短期恐难见效益：** 08 年我国共出口浓缩苹果汁 69.3 万吨，中鲁的市场份额约 14%，同比持平。随着出口价格大幅下滑，行业过剩产能将逐步淘汰，市场份额将向优势企业集中；而从五大厂商披露的信息看：安德利和恒兴果汁的市场份额正在下滑；五大厂商之间的实力逐步分化。09 年凭借大股东的资本实力，公司有望延续收购整合的路线；进一步扩充市场份额；但由于外需未完全回暖，行业整体产能利用率在短期内难以有效提升，产能扩张对公司短期的利润贡献有限。
- **维持中性评级：** 今年收入的大幅下降不可避免，但运营成本和销售费用也将相应下降；我们预计 09 年 EPS0.13 元。本榨季浓缩苹果汁是否能出现较大的供需缺口仍有待 8 月后的天气和原料收获情况，目前的市盈率在农业板块中亦处于高位，我们维持“中性”的评级。

### 风险因素：

- 国营体制对费用缺乏控制力度
- 食品安全突发事件造成浓缩苹果汁的出口安全风险
- 欧美经济的衰退可能带来国外采购商货款无法偿付的风险



**东方证券**  
ORIENT SECURITIES

林 静

食品饮料行业分析师

8621-63325888 × 6077

linjing@orientsec.com.cn

投资评级 买入 增持 **中性** 减持 (维持)

股价 (2009 年 8 月 12 日) 12.83 元

目标价格 (6 个月) 12.0 元

总股本/A 股 (万股) 20170/15870

A 股市值 (百万元) 2588

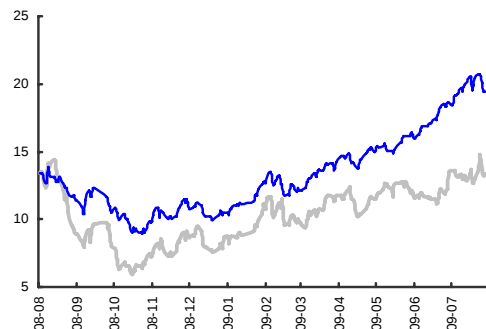
国家/地区 中国

行业 农产品加工

报告日期 2009 年 8 月 13 日

### 股价表现

—— 国投中鲁 —— 沪深 300



| 评价周期     | 1 个月 | 3 个月 | 12 个月 |
|----------|------|------|-------|
| 绝对表现 (%) | -5.7 | 9.3  | -4    |
| 相对表现 (%) | -4   | -15  | -43   |

资料来源：WIND

### 财务预测

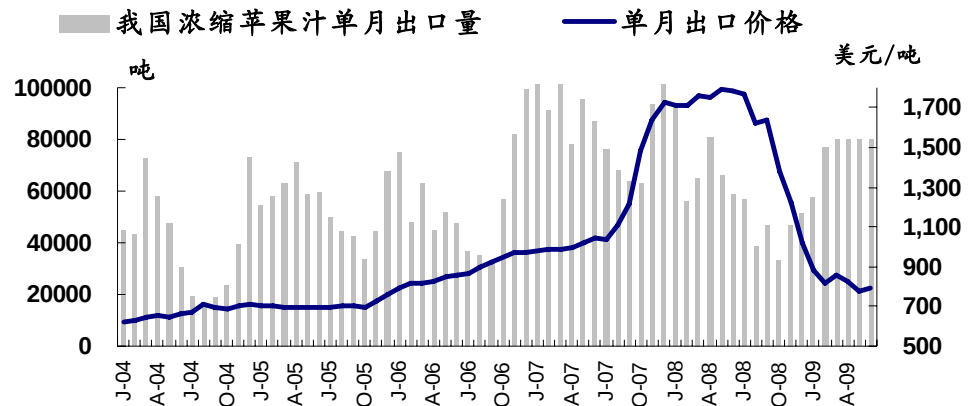
|               | 2008A    | 2009E  | 2010E  | 2011E  |
|---------------|----------|--------|--------|--------|
| 主营业务收入        | 1,361.17 | 688.00 | 790.78 | 942.71 |
| 主营业务利润        | 412      | 198    | 243    | 280    |
| 净利润 (百万)      | 75.11    | 25.85  | 54.74  | 68.36  |
| EBITDA (百万)   | 307.76   | 121.06 | 140.65 | 164.70 |
| 每股收益 (元)      | 0.37     | 0.13   | 0.27   | 0.34   |
| 净资产收益率        | 12.3%    | 8.1%   | 2.3%   | 4.7%   |
| 每股经营现金        | 3.59     | 0.97   | 0.27   | -0.02  |
| 市盈率 (X)       | 34.5     | 100.1  | 47.3   | 37.9   |
| EV/EBITDA (X) | 10.3     | 26.1   | 23.9   | 20.4   |

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的情况下可能与本报告所分析的企业存在业务关系，并且继续寻求发展这些关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为投资决策的唯一因素。

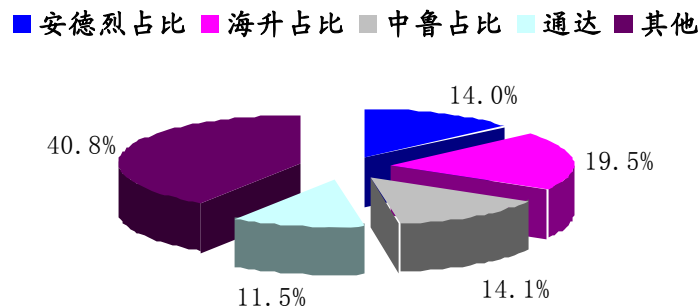
敬请参阅最后一页之重要声明。

**图 1： 我国浓缩苹果汁出口量、价图**



资料来源：商务部

**图 2： 08 年浓缩苹果汁出口市场份额**



资料来源：商务部

**表格 1： 主要假设**

| 浓缩苹果汁业务假设   | 2004  | 2005  | 2006  | 2007  | 2008F  | 2009F  | 2010F |
|-------------|-------|-------|-------|-------|--------|--------|-------|
| 销售价格 (\$/T) | 650   | 761   | 944   | 1292  | 1818   | 716    | 824   |
| 吨价波动        |       | 36.9% | 36.9% | 36.9% | 40.7%  | -59.5% | 15.1% |
| 浓缩苹果汁销量(万吨) | 9.5   | 9.4   | 10.6  | 14.9  | 9.8    | 10.9   | 12.1  |
| 销量增幅        |       | -1.1% | 12.8% | 40.6% | -34.2% | 11.0%  | 11.0% |
| 市场占有率       | 19.5% | 14.5% | 15.7% | 14.3% | 14.1%  |        |       |
| 全国出口量 (万吨)  | 48.71 | 64.85 | 67.31 | 104   | 69.3   |        |       |
| 汇率升值幅度 (%)  |       |       |       |       | 8.8%   | 1.5%   | 1.5%  |
| 毛利率         | 22.6% | 28.4% | 25.2% | 20.4% | 29.2%  | 24.6%  | 27.1% |
| 吨毛利         | 1297  | 1914  | 2070  | 2194  | 4127   | 1357   | 1757  |

**附表：财务报表预测与比率分析**
**损益表（人民币百万元）**

|           | 2008     | 2009E  | 2010E  | 2011E  |
|-----------|----------|--------|--------|--------|
| 主营业务收入    | 1,361.17 | 688.00 | 790.78 | 942.71 |
| 主营业务成本    | (946)    | (489)  | (547)  | (661)  |
| 主营业务税金及附加 | (3)      | (1)    | (1)    | (1)    |
| 主营业务利润    | 412      | 198    | 243    | 280    |
| 营业费用      | (109)    | (75)   | (84)   | (94)   |
| 管理费用      | (64)     | (57)   | (75)   | (80)   |
| 财务费用      | (67)     | (9)    | (6)    | (8)    |
| 营业利润      | 110.27   | 67.32  | 78.19  | 97.66  |
| 非经营性收益    | (5)      | 0      | 0      | 0      |
| 税前利润      | 105      | 31     | 78     | 98     |
| 所得税       | (38)     | (13)   | (12)   | (15)   |
| 少数股东损益    | 8        | 8      | (12)   | (15)   |
| 净利润       | 75.11    | 25.85  | 54.74  | 68.36  |
| EPS（元/股）  | 0.37     | 0.13   | 0.27   | 0.34   |

**资产负债表（人民币百万元）**

|           | 2008  | 2009E | 2010E | 2011E |
|-----------|-------|-------|-------|-------|
| 货币资金      | 224   | 250   | 40    | 47    |
| 应收款项净额    | 127   | 180   | 208   | 246   |
| 存货净额      | 727   | 412   | 465   | 572   |
| 其他流动资产    | 22    | 8     | 9     | 11    |
| 流动资产总额    | 1,100 | 850   | 722   | 876   |
| 长期投资      | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 固定资产      | 626   | 617   | 600   | 582   |
| 无形资产及其他资产 | 45    | 41    | 41    | 40    |
| 递延税款借项    | 2     | 2     | 2     | 2     |
| 资产总计      | 1,773 | 1,511 | 1,364 | 1,500 |
| 循环贷款      | 471   | 371   | 154   | 227   |
| 应付款项      | 144   | 136   | 146   | 171   |
| 预收账款      | 5     | 4     | 4     | 5     |
| 应付工资      | 31    | 10    | 11    | 13    |
| 应交税金      | -4    | -77   | -75   | -103  |
| 流动负债      | 656   | 445   | 241   | 315   |
| 负债        | 666   | 414   | 217   | 292   |
| 少数股东权益    | 110   | 102   | 113   | 128   |
| 股本        | 202   | 202   | 202   | 202   |
| 储备        | 795   | 794   | 832   | 879   |
| 股东权益      | 1,107 | 1,097 | 1,147 | 1,208 |
| 负债和股东权益   | 1,773 | 1,511 | 1,364 | 1,500 |

**现金流量表（人民币百万元）**

|          | 2008  | 2009E | 2010E | 2011E |
|----------|-------|-------|-------|-------|
| 税后利润     | 75    | 26    | 55    | 68    |
| 少数股东损益   | (8)   | (8)   | 12    | 15    |
| 非现金支出    | 188   | 15    | 67    | 69    |
| 非经营收益    | (40)  | (9)   | (10)  | (10)  |
| 营运资金变动   | 508   | 172   | (69)  | (145) |
| 经营活动现金净流 | 723   | 195   | 55    | (4)   |
| 资本开支     | (67)  | (45)  | (38)  | (39)  |
| 投资与投资收益  | (12)  | 0     | 0     | 0     |
| 其他       | 0     | 3     | 0     | 0     |
| 投资活动现金净流 | (79)  | (45)  | (38)  | (39)  |
| 募集资金     | 395   | 0     | 0     | 0     |
| 股息利息     | (95)  | (28)  | (10)  | (22)  |
| 银行贷款变动   | (824) | (100) | (217) | 73    |
| 其他       | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 筹资活动现金净流 | (524) | (128) | (228) | 51    |
| 现金净流量    | 121   | 23    | (210) | 8     |

**比率分析**

|               | 2008   | 2009E  | 2010E  | 2011E |
|---------------|--------|--------|--------|-------|
| 增长率           |        |        |        |       |
| 收入            | -11.5% | -49.5% | 14.9%  | 19.2% |
| 息税前利润         | 38.5%  | -72.2% | 26.5%  | 26.8% |
| 净利润           | -8.7%  | -65.6% | 111.7% | 24.9% |
| EBITDA 增长率(%) | 41.3%  | -60.7% | 16.2%  | 17.1% |
| 盈利能力          |        |        |        |       |
| 毛利率           | 30.5%  | 29.0%  | 30.9%  | 29.9% |
| 息税前利润率        | 17.5%  | 9.6%   | 10.6%  | 11.3% |
| 净利润率          | 5.5%   | 3.8%   | 6.9%   | 7.3%  |
| 偿债能力          |        |        |        |       |
| 资产负债率(%)      | 37.0%  | 28.6%  | 17.3%  | 20.5% |
| 流动比率(倍)       | 1.68   | 1.91   | 3.00   | 2.78  |
| 速动比率(倍)       | 53.6%  | 96.6%  | 102.8% | 93.2% |
| 价值评估          |        |        |        |       |
| P/E           | 34.5   | 100.1  | 47.3   | 37.9  |
| P/B           | 2.3    | 2.3    | 2.2    | 2.1   |
| EV/EBITDA     | 10.3   | 26.1   | 23.9   | 20.4  |

资料来源：东方证券研究所

## 分析师承诺

### 林静：食品饮料行业分析师

本人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本人的研究观点。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接收到任何形式的报酬。

## 投资评级说明

- 报告发布日后的 6 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；
- 公司投资评级的量化标准
  - 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
  - 增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；
  - 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；
  - 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。
- 行业投资评级的量化标准
  - 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
  - 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；
  - 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

### 免责声明

本报告仅供东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告是基于本公司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。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。客户应当考虑到本公司可能存在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。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。

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。

本报告版权仅为本公司所有，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，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用之证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

---

### 东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：寿岚

电话：021-63325888\*6252

传真：021-63326786

网址：[www.dfzq.com.cn](http://www.dfzq.com.cn)

Email：[shoulan@orientsec.com.cn](mailto:shoulan@orientsec.com.cn)