

国投中鲁：苹果浓缩汁价格看好 来年有喜

——国投中鲁（600962）调研快报

2009 年 8 月 28 日

推荐/维持

食品饮料行业

调研快报

刘家伟	食品饮料行业分析师
	010-66507309

事件：

8 月 28 日国投中鲁在刚刚投入使用的新办公地点北京市西城区阜成门外大街万通新世界广场 B 座 21 层召开 2009 年第一次临时股东大会，审议为其子公司提供贷款担保和修改公司章程等议案，我们借参会之机与公司董事长刘学义、总经理庞甲青、董秘张磊、证代王伟成等高管和有关负责人进行了交流。

内容：

问题 1：公司对当前和今后一段时期苹果浓缩汁行业的需求、价格等的运行态势如何判断？有什么应对措施？

关于行业形势和对策，我们几点认识：第一，今年苹果浓缩汁行业形势非常严峻，现在已经是快 9 月了，交易量和价格在去年已经决定了，目前外国经济没有太大复苏。所以，今年行业不会有太好的改观。从国际贸易价格看，苹果浓缩汁的 FOB 价格已从最低的 630 美元上涨至 700 多美元，对明年来说是好事；

第二，我们去年就提出了要求：过艰苦日子、打好基础、寻求突破。今年会遇到原料收购方面的问题，主要是用于浓缩果汁加工的原材料部分可能并不充分，今年是苹果生产的小年，预计产量会比去年略有下降，大概 10% 左右。同时，国外苹果浓缩汁的需求不活跃，价格不理想，销售面临压力很大，所以，我们在去年就提出来要过冬。现在有很多企业垮掉了，有的在寻求买家，本公司去年就采取很多措施，为进一步发展打下了基础，如和新湖滨公司的合作已经签订协议，业务可以纳入本公司业务框架，艰苦谈判后节约了 2000 多万元人民币。新产品开发也正进行，进展不错；

第三，浓缩苹果汁是公司的主业、根本和基础，要做大做强，要扩张上下游产品和横向多品种果汁类产品，也就是“立足主业，纵横向发展”。前不久，董事会通过了公司发展战略，目前在做基础性工作，正在开展项目和行业的调研、了解工作；

第四，我们预期未来中国的苹果汁消费会出现爆炸式增长。主要理由是：苹果汁消费的增长和人均 GDP 有关。根据国外经验，达到 2000 美元的时候，是城市特别是中大型城市居民大量补充钙的时候，也就是奶业大扩张的时候；当人均 GDP 达到 3000 美元的时候，就是居民补充维生素的时候，也就是大量喝果汁饮料的时候，碳酸原料也会迅速走下坡路。中国每年出口浓缩苹果汁 100 多万吨，国内销售 5、6 万吨；国外有的国家每年人均消费果汁 40 升，中国只有不到全球的 1/15，潜力很大。

问题 2：中国在浓缩苹果汁出口方面有何竞争优势？公司市场份额、结构和稳定性怎么样？

中国在苹果浓缩汁方面的竞争优势主要体现在劳动力成本较低。苹果种植采收的机械化程度低，是中国农产品在世界上具有优势竞争力的子行业之一。同时，加工用的苹果多数属于商品果之外的等外果，收购价格不算太高，而榨出的果汁品质没什么区别，另外，果汁生产也是支农惠农的行业，如果收够价格在 400 元/吨以上，果农就有钱可赚。

公司浓缩苹果汁年产量 10-15 万吨，90 以上%出口，国内市场不足 10%，国内销量全部才 5-6 万吨，公司此前在国内销量也就基本上维持在 5000 吨左右。

目前公司销售美国占 40%左右，欧洲占 30%左右（其中，西欧 20%，东欧 10%），日本占 20%，其他地区及国内占 10%左右。国外市场波动最小的是美国，其次是日本，然后是西欧，东欧最不稳定。

问题 3：公司会不会想办法收购汇源？对新湖滨公司有没有进一步扩大股权的想法？

现在是行业低谷期，收购应该是成本较低的。我们对于自己熟悉的浓缩汁行业和不熟悉的终端果汁饮料行业可能出现的兼并收购机会都会及时捕捉，只要时机和条件成熟就会采取行动。我们目前不具备做终端的实力，我们特别希望和终端的成功者合作。总的看，公司不会有收购汇源的打算。

对新湖滨公司而言，公司已经控股，是第一大股东，今年的经营权已经放到公司里，不需要完全收购，要把资金放在更需要的地方，公司有对外投资计划，目前还不太明朗，在接触。新榨季开始，收购价格比较高，如每天都要支付货款，现款结算，对资金需求比较大。

别的收购目标方面，公司本着继续做大做强苹果汁行业的战略考虑，正在积极和行业内接触。

问题 4：公司目前新榨季已经开始，原材料价格怎么样？我们对果农有鼓励措施吗？

我们的生产基地已经从 8 月 20 号起开榨，收购价格低于去年，但如前所说，由于今年是苹果生产小年，最近又遭遇干旱、台风等影响，猪肉、粮食、蔬菜等价格都上涨，预计全年苹果收购均价会比去年略高，具体能到什么程度还不清楚，对公司成本的影响还难说，因为往年在生产后期原料价格会大幅上升，目前只是担心后期会涨价。

公司非常注重对工厂周边的市县农民的引导，包括科学指导喷洒农药、提供品种和种植技术等。特别是农药，非常重视其使用的种类和剂量。公司目前已经出钱对果农进行技术培训、提供苗木和技术支持，兴修水利设施等。

问题 5：今年的产销量会比去年低吗？在成本可能不会大涨的情况下，全年业绩还会不会大幅下降？明年公司的成长性是否可以看好？

今年浓缩汁产量目前来看不会有大幅增长，应该会基本稳定或持平；销量方面主要受到金融危机影响，国际市场没有消化完去年的产量，对今年有一定压力。目前欧美经济有转好的迹象，这是好事。最好的事情是浓缩苹果汁的销售价格在回升，已经从最低时的 600 美元/吨回升至 700 多美元/吨，有的接近 800 美元/吨。我们预计今年国外浓缩苹果汁的价格会是逐步回升的，或者说价格不会低于去年是肯定的，但走势上可能既不会是“V”型，也不是 U 型，也不是 L 型，属于逐步反弹。

不过，公司盈利方面会有受到一些消极因素的影响，如刚才提到的原材料价格预期会上涨，特别是今年执行的销售合同价格是去年签订的，按照常规的“滞后效应”，08 年销售价格整体上比 07 年低 30%-40%，加上成本等因素，反映到 09 年的盈利上就会是比这些比例大一些。

当然，今年签订的价格会比去年高，明年公司肯定有较好的增长。

结论：

1. 公司是国内浓缩苹果汁生产和出口龙头，具有较强的抵御金融危机和行业风险的能力，并且做好随时兼并收购准备，国内已有不少小型企业严重亏损，等待收购，因此，公司正在迎来良好的兼并收购时机，这带来公司业务和市场扩张的良好预期；

2. 对于 09 年来说，公司必须执行 08 年的合同销售价格，而 08 年价格同比下降 30%-40%，根据公司成本控制以及相关费用难以大幅压缩等情况，全年业绩下降幅度超过这一比例已成定局；

3. 对于 2010 年以及今后一段时期而言，公司面临着苹果浓缩汁出口价格回升、产量稳定、销售可能因为国外经济好转而转好、行业收购兼并可能实施等有利因素，同时原材料价格大幅上涨可能性不大，其业绩的增长成为必然；

4. 国家提高出口退税税率可能会给公司带来相应的业绩改善，预计会增厚 EPS0.04 元；

5. 一旦如公司预期那样，未来几年国内苹果汁消费会迎来爆炸式增长，那么，公司的发展前景就非常看好；

6. 盈利预测与投资评级：综合考虑公司面临的国际国内经济环境、产销量与价格变动、国家出口退税政策，以及国内果汁行业消费变化等因素，保守预计公司 2009-2011 年销售收入增速为-30%、40%和 40%左右，净利润增速为-55%、50%和 50%左右，每股收益可达 0.15 元、0.23 元和 0.34 元左右，公司当前股价 11.47 元，对应 PE 为 76 倍、50 倍和 34 倍左右，估值似乎有些偏高，但考虑到公司的龙头地位、大股东国家开发投资公司的特定背景和对公司各方面的支持，以及公司面临良好的收购兼并时机、果汁消费高速增长预期等，仍然予以“推荐”评级。

公司 2009-2011 年盈利预测表

万元	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	153,752.12	136,116.67	95281.67	133394.33	186752.06
(+/-)%	81.22	(11.47)	-0.30	0.40	0.40
经营利润 (EBIT)	10,485.61	11,027.12	13232.55	16540.69	20675.86
(+/-)%	84.26	5.16	0.20	0.25	0.25
净利润	9,957.02	6,727.94	3027.57	4541.36	6812.04
(+/-)%	109.53	(8.73)	-0.55	0.50	0.50
每股净收益 (元)	0.50	0.41	0.15	0.23	0.34

分析师简介

刘家伟

经济学博士，农林牧渔及食品饮料行业研究员，曾长期涉及三农问题研究，1993 年进入证券行业，2007 年加盟东兴证券研究所。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，研究报告中所引用信息均来自公开资料，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。

本研究报告内容及观点仅供参考，不构成任何投资建议。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。

本研究报告版权仅为东兴证券股份有限公司研究所所有，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。如引用发布，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。东兴证券股份有限公司保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

行业评级体系

公司投资评级：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

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介于-5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

本报告体系采用沪深 300 指数为基准指数。