

赵钦 郭锐

农林牧渔行业研究员

021-38565914

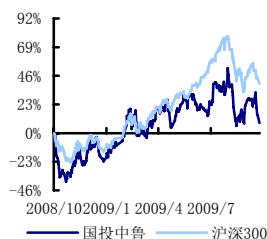
zhaoq@xyzq.com.cn

国投中鲁 (600962)**苹果汁小年，价格上涨预期明显****推荐 (维持)****市场数据**

报告日期	2009-9-29
收盘价(元)	10.45
52周最高/最低(元)	14.73/5.94
总股本(百万股)	201.70
流通股本(百万股)	158.70
总市值(百万元)	2107.77
流通市值(百万元)	1658.42
每股净资产(元)	5.01

主要财务指标

会计年度	2008	2009E	2010E	2011E	2010 中报
营业收入(百万元)	1361	827	862	1080	388
同比增长(%)	-11.5%	-39.2%	4.2%	25.3%	-22.9%
净利润(百万元)	75	24	47	109	16
同比增长(%)	-8.7%	-67.7%	94.4%	131.8%	291.7%
毛利率(%)	30.5%	24.7%	24.1%	29.4%	24.3%
净利率(%)	5.5%	2.9%	5.5%	10.1%	4.2%
每股收益(元)	0.37	0.12	0.23	0.54	0.08
每股经营现金流(元)	3.60	2.00	0.42	0.63	—

股价走势**相关报告****投资要点**

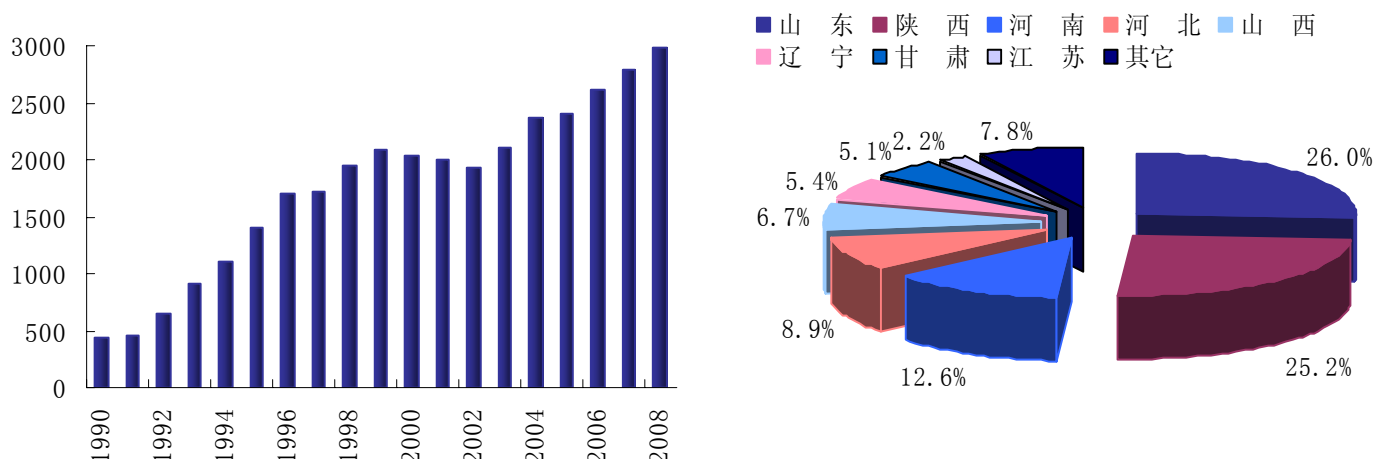
- **预计 09/10 榨季行业产量仅为 60 万吨。**09/10 榨季我国浓缩苹果汁行业开工不足，预计产量将下降至 60 万吨，对应 07/08、08/09 榨季产量分别为 115、79 万吨，减产明显。
- **价格上涨预期明显。**目前我国浓缩苹果汁出口价格约为 800 美元/吨，三、四季度仍将执行部分前期低价合同，10 月将进入关键生产期，新榨季减产明确后，09/10 榨季合同价格有望明显回升至 900-1000 美元/吨左右。
- **推荐：抓住价格上升趋势。**预计 09/10 榨季公司浓缩苹果汁产量为 11 万吨，新湖滨 24.57% 股权收购已完成，预计公司 09-11 年 EPS 为 0.12、0.23、0.54 元，对应 2009 年 PB 为 2.02 倍，具有较强安全边际，公司治理结构优秀，苹果汁价格上涨预期明确，首次给予公司“推荐”评级。
- **风险提示：**行业食品安全，气候影响 09/10 榨季实际产量，汇率波动。

一. 苹果汁小年，价格回暖在即

● 浓缩品果汁第一生产大国

我国为世界第一苹果种植大国，2007 年苹果产量 2786 万吨，其中山东产苹果 725 万吨，占全国产量的 26.0%，陕西产苹果 702 万吨，占全国产量的 25.2%。目前主产区浓缩苹果汁加工厂布局已经完成，行业发展逐渐转向行业内的兼并收购。

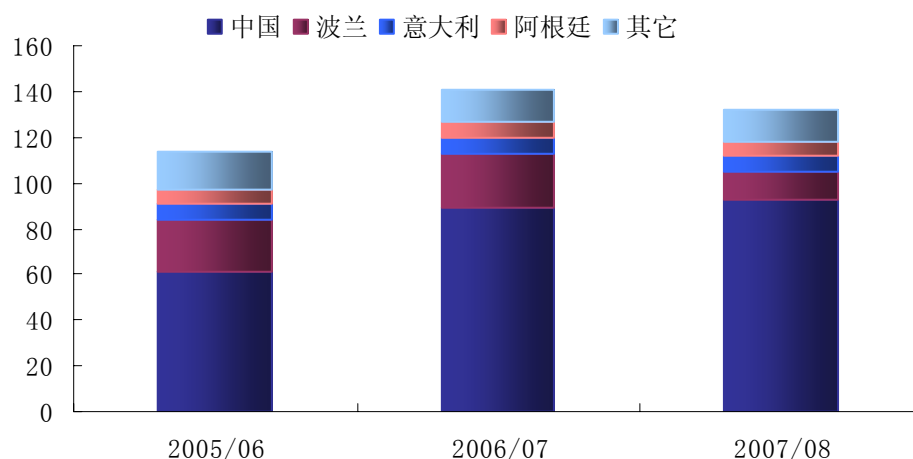
图 1：我国历年苹果产量（万吨，左图）及 2007 年主要省份产量占比（%，右图）



数据来源：Wind、兴业证券研发中心整理

我国是浓缩苹果汁出口第一大国，2007/08 产季出口 93 万吨，占全球份额的 70.56%，但是议价能力一般。

图 2：浓缩苹果汁出口份额（万吨）



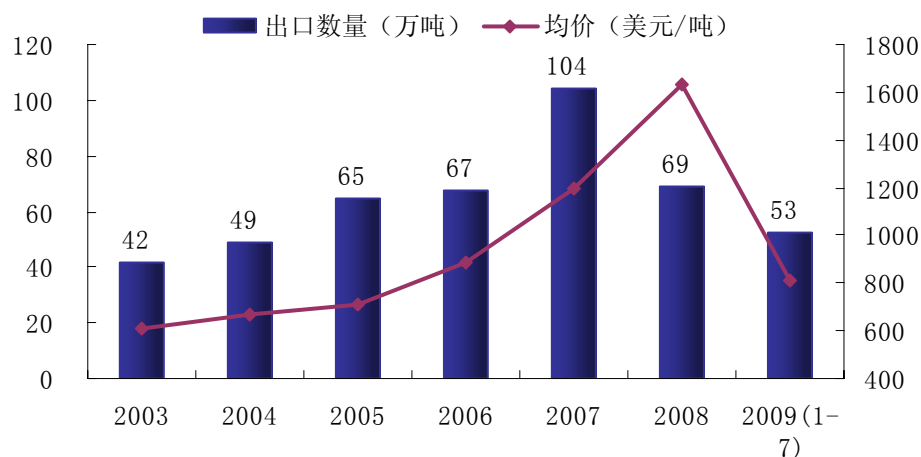
数据来源：USDA、兴业证券研发中心整理

● 08/09 榨季高价抑制

苹果汁、橙汁等果蔬汁具有较强的替代性。2007 年我国浓缩苹果汁以相对低价成功挤占部分其它果蔬汁份额，然而在 08/09 榨季我国产量降低，价格飙升的压制

下，浓缩苹果汁相对橙汁等果蔬汁明显不具备优势，使得下游消费部分被抑制。

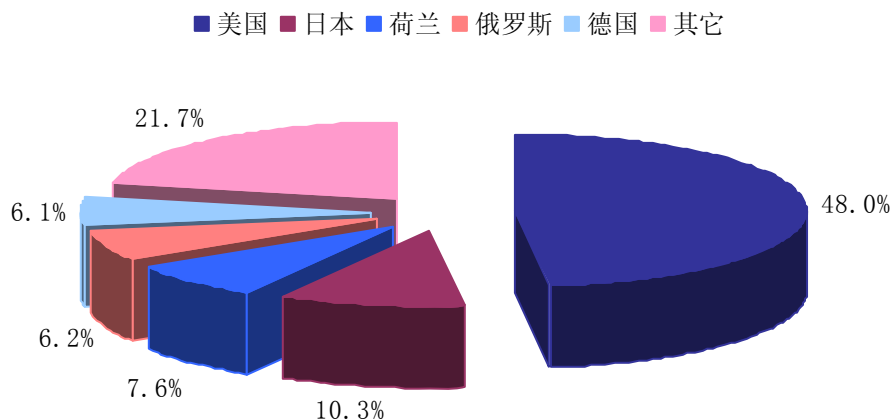
图 3: 我国历年浓缩苹果汁出口量（万吨）及均价（美元/吨）



数据来源: Wind、兴业证券研发中心整理

美国是我国浓缩苹果汁主要出口国，金融危机对于欧美等国苹果汁消费也有所抑制。

图 4: 2008 年我国浓缩苹果汁主要出口国份额

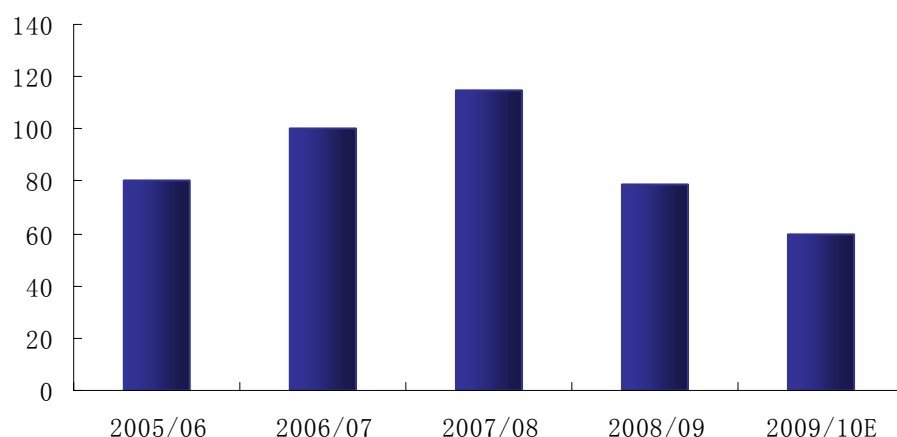


数据来源: ChinaJuice、兴业证券研发中心整理

● 苹果汁小年带来价格机遇

09/10 榨季浓缩苹果汁生产已于 8 月底开始，从目前了解的情况，仍有部分厂商暂未开机，10 月份将进入浓缩苹果汁生产的关键时间，预计 09/10 榨季我国浓缩苹果汁产量仅在 60 万吨左右。截至 8 月底行业库存约为 15 万吨，将在三、四季度消化。

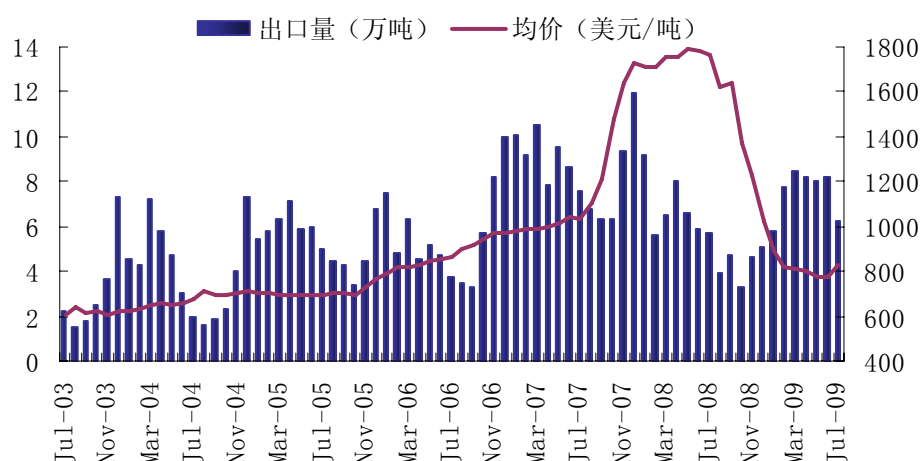
图 5: 我国浓缩苹果汁产量 (万吨)



数据来源: 兴业证券研发中心整理

我国浓缩苹果汁出口价格从 2008 年的 1800 美元/吨的高位回落至目前的 800 美元/吨左右, 在 09/10 榨季我国浓缩苹果汁产量仅为 60 万吨的判断下, 新榨季订单价格有望逐步回升。

图 6: 我国浓缩苹果汁出口量 (左轴, 万吨) 及均价 (右轴, 美元/吨)



数据来源: Wind、兴业证券研发中心整理

● 行业整合可能?

前五大加工商产能占全国产能的 80% 左右, 行业集中度相对高。

新湖滨榨季产能接近 5 万吨, 实际产量在 2 万吨左右, 公司收购新湖滨 24.57% 股权已过户, 将提高公司约三分之一产能。

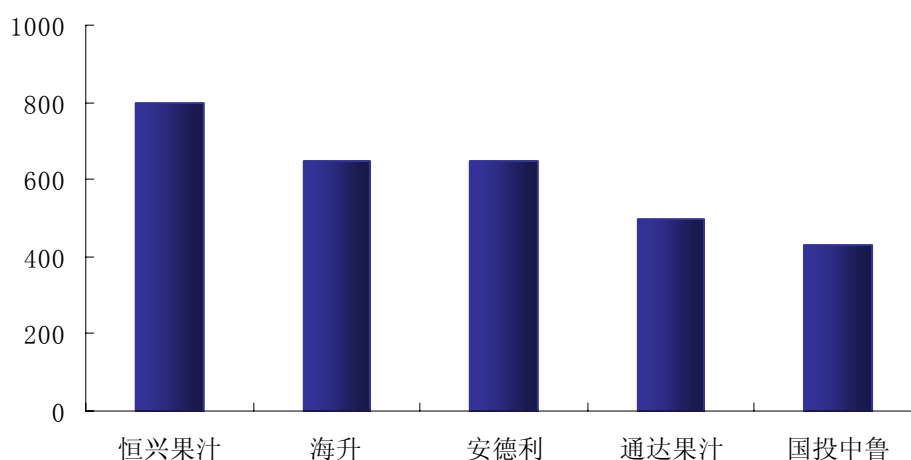
表 1: 新湖滨加工厂列表

地区	公司	加工能力 (吨/小时)	附注
山西	山西临猗湖滨果汁有限公司	40	收购前国投中鲁持股 50%
	新湖滨果汁 (运城) 有限公司	40	
江苏	湖滨果汁 (徐州) 有限公司	70	

数据来源: 兴业证券研发中心整理

国投中鲁原加工能力为 430 吨/小时, 对应浓缩苹果汁产能约 14.5 万吨, 在行业内排名第五。收购新湖滨后, 考虑新湖滨 130 吨/小时加工能力, 则整体加工能力将达到 560 吨/小时。在浓缩苹果汁价格处于低位时是否存在整合机会, 也值得期待。

图 7: 行业内主要厂商加工能力 (吨/小时)



数据来源: 兴业证券研发中心整理

二. 推荐: 价格上涨趋势

● 主要假设:

- (1.) 公司 09/10-11/12 榨季浓缩苹果汁产量为 11、13、14 万吨, 对应苹果收购均价为 750、600、1000 元/吨, 对应榨季均价 950、1250、1300 美元/吨。
- (2.) 公司 09/10-11/12 榨季当年销售率为 40%、40%、35%。
- (3.) 假设新湖滨以投资收益计算, 考虑 09 年整合进度, 09-11 年投资收益分别为 -1000、1500、1500 万元。
- (4.) 公司还具有小部分梨汁、地瓜汁业务, 合计产量不足 2 万吨, 本文计入浓缩苹果汁销售处理。
- (5.) 假设公司营业费用、管理费用相对稳定, 在产量下降的情况下, 公司营业费用率、管理费用率将出现部分上升。

表 2: 公司业务预测

浓缩苹果汁生产	07/08	08/09	09/10E	10/11E	11/12E
榨季产量 (万吨)	13.00	12.00	11.00	13.00	14.00
产率	6.50	6.50	6.50	6.50	6.50
苹果价格 (元/吨)	1,300.00	500.00	750.00	600.00	1,000.00
吨汁原料成本 (元/吨)	8,450.00	3,250.00	4,875.00	3,900.00	6,500.00
吨汁加工成本 (元/吨)	1,100.00	1,100.00	1,100.00	1,100.00	1,100.00
吨汁成本 (元/吨)	9,550.00	4,350.00	5,975.00	5,000.00	7,600.00
原料成本比例 (%)	88.48%	74.71%	81.59%	78.00%	85.53%
浓缩苹果汁销售	2007	2008	2009E	2010E	2011E
榨季产量 (万吨)	13.00	12.00	11.00	13.00	13.00
榨季均价 (美元/吨)	1,750.00	950.00	950.00	1,250.00	1,300.00
榨季毛利率 (%)	27.24%	33.64%	7.51%	40.30%	12.74%
汇率 (美元: 人民币)	7.5	6.9	6.8	6.7	6.7
当年销售比例 (%)	0.35	0.31	0.40	0.40	0.35
当年销售量 (万吨)	4.55	3.72	4.40	5.20	4.90
上榨季转接量 (万吨)	9.50	8.45	8.28	6.60	7.80
合计销量 (万吨)	14.05	12.17	12.68	11.80	12.70
销售收入 (百万元)	1,535.31	1,352.91	826.99	861.86	1,080.04
YOY (%)	—	-11.88%	-38.87%	4.22%	25.32%
年度均价 (美元/吨)	1,457.00	1,611.12	959.12	1,090.13	1,269.29
销售成本 (百万元)	1,206.40	968.80	623.08	654.35	762.40
毛利 (百万元)	328.91	384.11	203.91	207.51	317.64
毛利率 (%)	21.42%	28.39%	24.66%	24.08%	29.41%

数据来源: 兴业证券研发中心整理

公司营业收入在 2009 年受浓缩苹果汁低价拖累后在 2010 年将逐渐回暖, 而暂时上升的营业费用率、管理费用率也将逐步回落至正常水平。

表 3: 公司盈利预测假设

年份	2008	2009E	2010E	2011E
浓缩苹果汁 主营业务收入 (万元)	1,352.91	826.99	861.86	1,080.04
同比增长率 %	-11.88%	-38.87%	4.22%	25.32%
毛利率 %	28.39%	24.66%	24.08%	29.41%
营业费用 / 主营业务收入 %	8.04%	9.00%	8.50%	8.00%
管理费用 / 主营业务收入 %	4.74%	7.50%	7.00%	6.00%
财务费用 / 主营业务收入 %	4.91%	1.91%	1.68%	1.65%
实际税率 %	35.80%	10.00%	10.00%	10.00%

数据来源: 兴业证券研发中心整理

公司每股净资产在 5 元以上，PB 在 2 倍左右，具有较强安全边际。

表 4: 公司盈利预测结果

项目	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入（百万元）	1,352.91	826.99	861.86	1,080.04
增长率 %	-11.88%	-38.87%	4.22%	25.32%
营业利润（百万元）	110.27	40.10	72.78	161.51
增长率 %	5.16%	-63.64%	81.50%	121.92%
净利润（百万元）	67.28	31.16	60.58	140.44
增长率 %	-32.43%	-53.68%	94.39%	131.84%
最新摊薄每股收益（元）	0.37	0.12	0.23	0.54
每股净资产（元）	5.05	5.07	5.26	5.72
动态市盈率（倍）	27.52	85.30	43.88	18.93
市净率（倍）	2.03	2.02	1.95	1.79

数据来源：兴业证券研发中心整理

10/11 榨季,公司浓缩苹果汁价格波动 50 美元/吨对于公司 2010 年 EPS 影响为 0.04 元, 产量波动 1 万吨对于公司 2010 年 EPS 影响为 0.02 元。

表 5: 浓缩苹果汁价格和产量对于公司 2010 年业绩敏感性分析

	1,100.00	1,150.00	1,200.00	1,250.00	1,300.00	1,350.00	1,400.00
10.00	0.03	0.07	0.11	0.15	0.19	0.23	0.27
11.00	0.05	0.09	0.13	0.18	0.22	0.26	0.31
12.00	0.06	0.11	0.16	0.21	0.25	0.30	0.35
13.00	0.08	0.13	0.18	0.23	0.29	0.34	0.39
14.00	0.10	0.15	0.21	0.26	0.32	0.37	0.43
15.00	0.11	0.17	0.23	0.29	0.35	0.41	0.47
16.00	0.13	0.19	0.25	0.32	0.38	0.44	0.51

数据来源：兴业证券研发中心整理

● 推荐：价格回暖趋势

浓缩苹果汁价格回暖趋势较明确，公司作为“国”字号公司，治理结构优秀，发展稳健，在 2008 年增发后现金充裕，2009 年中期资产负债率仅为 25.57%。

预计公司 09-11 年 EPS 为 0.12、0.23、0.54 元，对应 2009 年 PB 为 2.02 倍，具有较强安全边际，首次给予公司“推荐”评级。

主要风险：食品安全；09/10 榨季我国浓缩苹果汁实际产量；汇率变动。

附表

资产负债表

单位: 百万元	2008	2009E	2010E	2011E
流动资产	1100	915	1032	1110
货币资金	224	320	407	375
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	97	59	62	77
其他应收款	30	18	19	24
存货	727	504	529	616
非流动资产	691	787	853	920
可供出售金融资产	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产	617	685	753	814
在建工程	9	25	32	36
油气资产	0	0	0	0
无形资产	41	39	37	35
资产总计	1791	1702	1885	2030
流动负债	656	562	692	714
短期借款	471	350	500	500
应付票据	0	0	0	0
应付账款	126	83	87	102
其他	59	129	105	112
非流动负债	6	2	2	2
长期借款	2	2	2	2
其他	4	0	0	0
负债合计	662	564	694	716
股本	202	202	202	202
资本公积	595	595	595	595
未分配利润	185	188	224	312
少数股东权益	110	116	130	161
股东权益合计	1129	1138	1190	1314
负债及权益合计	1791	1702	1885	2030

现金流量表

单位: 百万元	2008	2009E	2010E	2011E
净利润	75	24	47	109
折旧和摊销	69	55	64	74
资产减值准备	60	-46	4	7
无形资产摊销	2	3	3	3
公允价值变动损失	0	0	0	0
财务费用	67	16	15	18
投资损失	-0	10	-15	-15
少数股东损益	-8	7	13	31
营运资金的变动	-450	-355	52	96
经营活动产生现金流量	716	403	86	128
投资活动产生现金流量	11	-150	-125	-125
融资活动产生现金流量	-523	-157	127	-34
现金净变动	204	96	87	-32
现金的期初余额	104	224	320	407
现金的期末余额	308	320	407	375

利润表

单位: 百万元	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	1361	827	862	1080
营业成本	946	623	654	762
营业税金及附加	3	2	2	2
销售费用	109	74	73	86
管理费用	64	62	60	65
财务费用	67	16	15	18
资产减值损失	61	0	0	0
公允价值变动	0	0	0	0
投资收益	0	-10	15	15
营业利润	110	40	73	162
营业外收入	1	1	1	1
营业外支出	7	7	7	7
利润总额	105	35	67	156
所得税	38	3	7	16
净利润	67	31	61	140
少数股东损益	-8	7	13	31
归属母公司净利	75	24	47	109
EPS (元)	0.37	0.12	0.23	0.54

主要财务比率

	2008	2009E	2010E	2011E
成长性(%)				
营业收入增长率	-11.5%	-39.2%	4.2%	25.3%
营业利润增长率	5.2%	-63.6%	81.5%	121.9%
净利润增长率	-8.7%	-67.7%	94.4%	131.8%
盈利能力(%)				
毛利率	30.5%	24.7%	24.1%	29.4%
净利率	5.5%	2.9%	5.5%	10.1%
ROE	7.4%	2.4%	4.4%	9.5%
偿债能力(%)				
资产负债率	37.0%	33.1%	36.8%	35.3%
流动比率	1.68	1.63	1.49	1.56
速动比率	0.51	0.73	0.73	0.69
营运能力(次)				
资产周转率	0.76	0.49	0.46	0.53
应收帐款周转率	5.66	8.32	11.23	12.24
每股资料(元)				
每股收益	0.37	0.12	0.23	0.54
每股经营现金	3.60	2.00	0.42	0.63
每股净资产	5.05	5.07	5.26	5.72
估值比率(倍)				
PE	27.52	85.30	43.88	18.93
PB	2.03	2.02	1.95	1.79

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,

投资建议的评级标准为:

推 荐: 相对表现优于市场

中 性: 相对表现与市场持平

回 避: 相对表现弱于市场

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

强烈推荐: 相对大盘涨幅大于 15%

推 荐: 相对大盘涨幅在 5% ~ 15% 之间

中 性: 相对大盘涨幅在 -5% 部 ~ 5% 之间

回 避: 相对大盘涨幅小于 -5%

机构销售部**机构销售负责人**

郭 锐

电话: 021-38565929

Email: guor@xyzq.com.cn

上海地区销售经理

邓亚萍

电话: 021-38565916

Email: dengyp@xyzq.com.cn

尹 莉

电话: 021-38565911

Email: yinli@xyzq.com.cn

北京地区销售经理

严长胜

电话: 021-38565936

Email: yancs@xyzq.com.cn

韩吟华

电话: 021-38565933

Email: hanyh@xyzq.com.cn

广东地区销售经理

严长胜

电话: 021-38565936

Email: yancs@xyzq.com.cn

朱元曦

电话: 021-38565941

Email: zhuyy@xyzq.com.cn

研究报告发布

杨 忱

电话: 021-38565915

Email: yangchen@xyzq.com.cn

重要声明

兴业证券系列报告的信息均来源于公开资料, 我公司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。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, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。