

新榨季签单延后，价格温和看涨

我们的观点：

- **新榨季签单延后，价格看涨：**今年1—9月出口量65万吨，预计今年全年出口量约80万吨，同比增长17.6%。下游客户较为充裕的库存和对今年原料果价格走势的分歧造成今年签单的延后。由于商品果价格走高，分流原料果供给；原料价格由8月开榨时的350元上涨至目前的700元，这要求下季度的签单价格在900美元以上，目前行业整体开工率较去年可能有所下降，因此预计未来签单价格将逐步走高至900—1000美元。
- **内需有限，外需自然增长：**全球浓缩苹果汁消费量为150—160万吨，对中国市场的贸易需求量约80万吨。发达国家人均消费的饱和和新兴市场的兴起使得需求量保持个位数增长；98—08十年间复合增长率为7.6%。虽然国内果蔬汁饮料保持15%—20%的产量增速，但80%以上为果汁饮料，目前国内浓缩苹果汁的消费比例不到出口量的10%，行业依赖外需的局面难以改善。未来5—10年内随着我国人均GDP的提升，纯果汁人均消费量的上升才有望给行业带来新一轮的发展机遇。
- **供给格局将向优势企业集中：**五大加工商中除了公司，均为民营企业，行业整合存在一定的困难。前五大产能已达到135万吨，难以形成一致行动的约束。公司在产能的扩张上较为谨慎，产能利用率高；加上大股东的资金支持，最有希望迈开整合的步伐。
- **经营效率有较大提升空间：**上半年公司销售净利率仅为2.22%，低于海升和安德利果汁3个百分点，这部分归咎于山西临猗计提的存货减值。新湖滨收购成功后，临猗子公司将正常运营。目前大多数子公司已获批农产品加工龙头企业的零税率优惠，经营效率较目前有较大提升空间。
- **增持评级：**由于新榨季加权成本不断上升，签单价格延后，我们预计明年一季度可能成为行业和公司吨毛利的转折点。行业和公司正在经历整合期的阵痛，资产收益率短期内难以大幅提升。由于拥有行业和集团资产的整合预期，公司的历史估值一直处于高位，10PE高达51x，但考虑到出口价格正在缓步复苏和公司的龙头地位较为稳固，给予增持的投资评级。

风险因素：

- 原料果价格继续大幅走高
- 人民币升值



东方证券
ORIENT SECURITIES

林 静

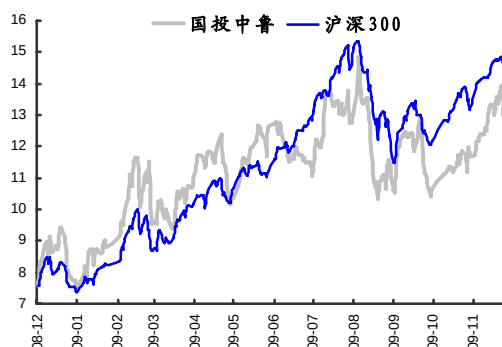
食品饮料行业分析师

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11月27日)	11.95元
目标价格 (6个月)	13元
总股本/A股 (万股)	20170/15870
国家/地区	中国
行业	食品饮料
报告日期	2009年11月30日

股价表现



财务预测

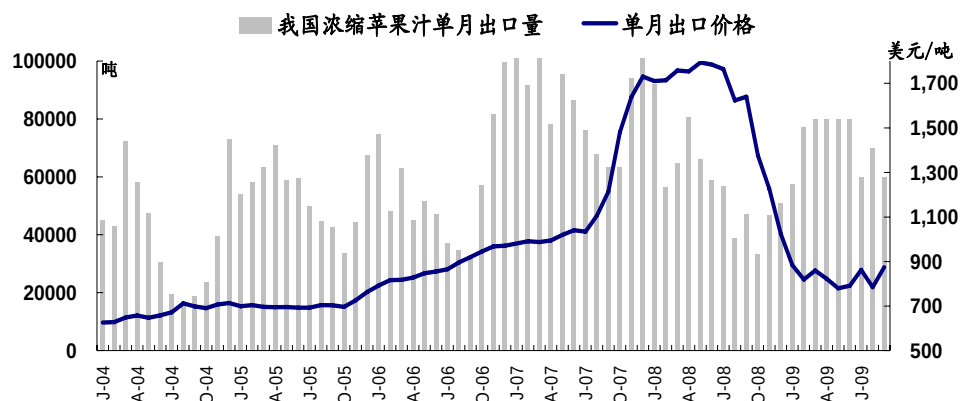
	2008	2009E	2010E	2011E
主营业务收入	1,361	860	880	1,010
主营业务利润	412	152	196	231
净利润 (百万)	75.11	17.64	46.93	68.20
每股收益 (元)	0.37	0.09	0.23	0.34
每股经营现金	3.59	1.34	0.59	0.37
市盈率 (X)	32.1	136.7	51.4	35.4
市净率 (X)	2.1	2.2	2.1	2.0

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

新榨季签单延后，价格看涨

今年1-9月出口量65万吨，预计今年全年出口量约80万吨，同比增长17.6%。下游客户较为充裕的库存和对今年原料果价格走势的分歧造成今年签单的延后。由于商品果价格走高，分流原料果供给；原料价格由8月开榨时的350元上涨至目前的700元，这要求下季度的签单价格在900美元以上，目前行业整体开工率较去年可能有所下降，因此预计未来签单价格将逐步走高至900-1000美元。

图1 浓缩苹果汁单月出口情况

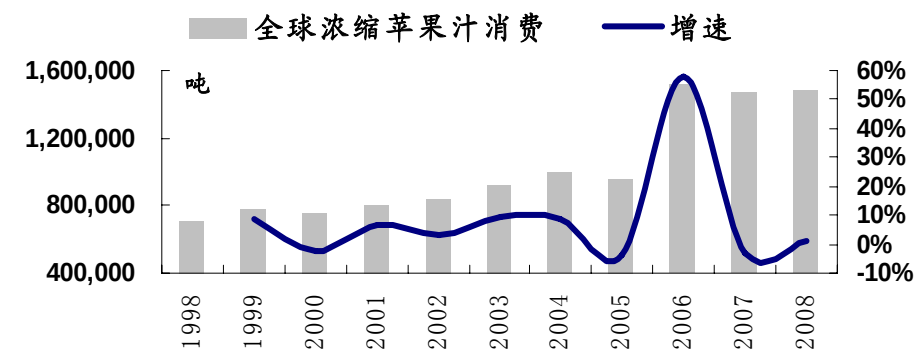


资料来源：世界品牌实验室

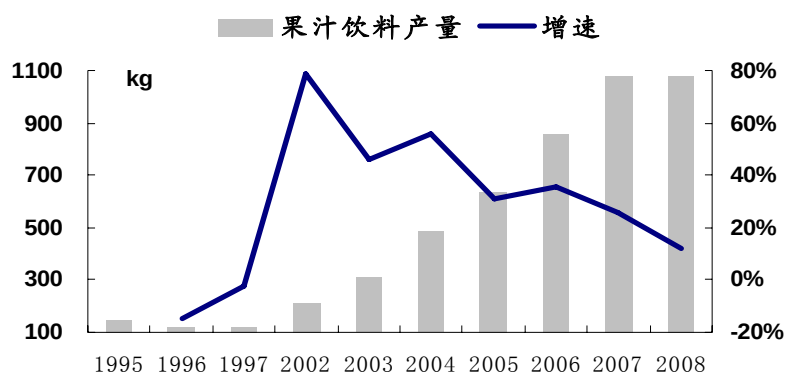
内需有限，外需自然增长

全球浓缩苹果汁消费量为150-160万吨，对中国市场的贸易需求量约80万吨。发达国家人均消费的饱和和新市场的兴起使得需求量保持个位数增长；98-08十年间复合增长率为7.6%。虽然国内果蔬汁饮料保持15%-20%的产量增速，但80%以上为果汁饮料，目前国内浓缩苹果汁的消费比例不到出口量的10%，行业依赖外需的局面难以改善。未来5-10年内随着我国人均GDP的提升，纯果汁人均消费量的上升才有望给行业带来新一轮的发展机遇。

图2 全球浓缩苹果汁消费



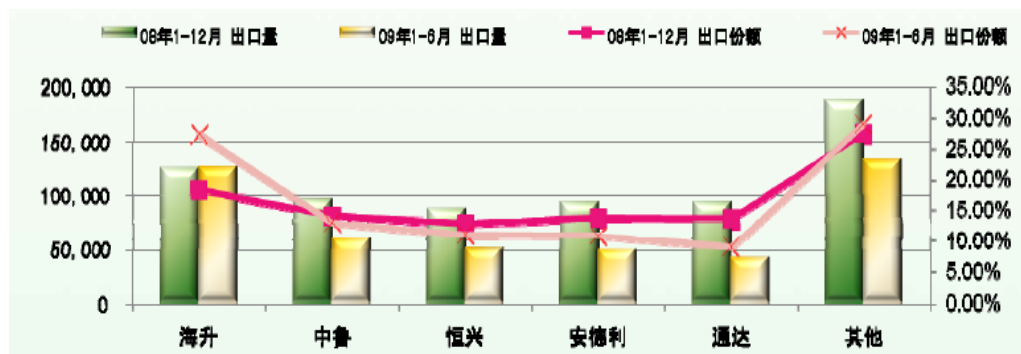
资料来源：USDA

图 3 我国果蔬汁饮料产量


资料来源：信息时报

供给格局将向优势企业集中

五大加工商中除了公司，均为民营企业，行业整合存在一定的困难。前五大产能已达到 135 万吨，难以形成一致行动的约束。公司在产能的扩张上较为谨慎，产能利用率高；加上大股东的资金支持，最有希望迈开整合的步伐。

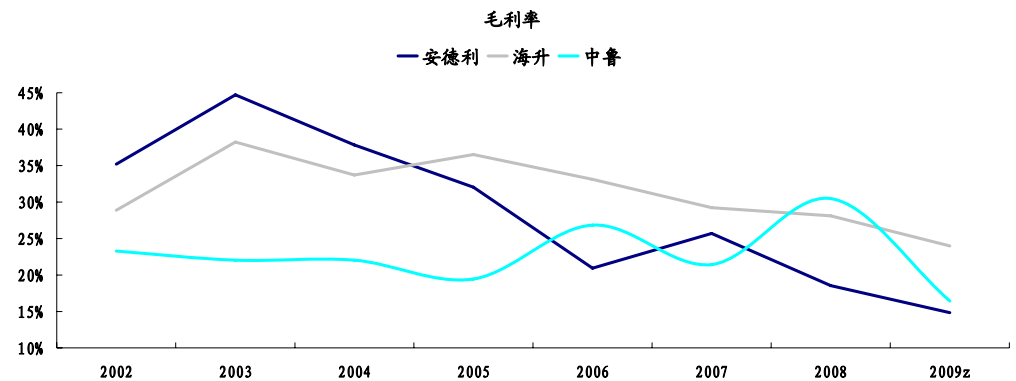
图 2 我国浓缩苹果汁出口份额


资料来源：东方证券研究所

经营效率有较大提升空间

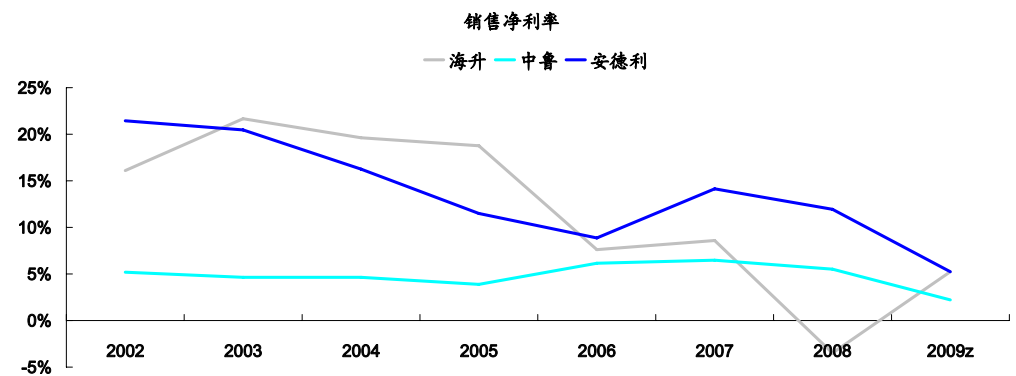
上半年公司销售净利率仅为 2.22%，低于海升和安德利果汁 3 个百分点，这部分归咎于山西临猗计提的存货减值。新湖滨收购成功后，临猗子公司将正常运营。目前大多数子公司已获批农产品加工龙头企业的零税率优惠，经营效率较目前有较大提升空间。

图 3 毛利率对比



资料来源：公司报表

图 4 销售净利率对比



资料来源：公司报表

主要假设

表格 1 主要假设

浓缩苹果汁业务假设	2004	2005	2006	2007	2008	2009F	2010F	2011F
销售价格 (\$/T)	650	761	944	1292	1818	992	954	1030
吨价波动		36.9%	36.9%	36.9%	40.7%	-45.4%	-3.9%	8.0%
浓缩苹果汁销量(万吨)	9.5	9.4	10.6	14.9	9.8	11.5	12.3	13.1
销量增幅		-1.1%	12.8%	40.6%	-34.2%	17.0%	7.0%	7.0%
市场占有率	19.5%	14.5%	15.7%	14.3%	14.1%	14.3%	15.3%	
全国出口量(万吨)	48.71	64.85	67.31	104	69.3	80	80	
毛利率	22.6%	28.4%	25.2%	20.4%	28.4%	17.5%	22.3%	22.9%
原料收购均价	300	400	500	1400	380	650	550	594
吨毛利	1297	1914	2070	2194	4032	1363	1637	1802

图 5 历史 PE band



图 6 历史 PE band



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	860	880	1,010
主营业务成本	(946)	(704)	(679)	(773)
主营业务税金及附加	(3)	(5)	(5)	(6)
主营业务利润	412	152	196	231
营业费用	(109)	(72)	(80)	(87)
管理费用	(64)	(54)	(58)	(62)
财务费用	(67)	(11)	(3)	(2)
资产减值损失	(61)	0	0	0
营业利润	110.27	14.98	55.21	80.24
非经营性收益	(5)	0	0	0
税前利润	105	15	55	80
所得税	(38)	(4)	0	0
少数股东损益	8	7	(8)	(12)
净利润	75.11	17.64	46.93	68.20
EPS (元/股)	0.37	0.09	0.23	0.34

资产负债表 (人民币百万元)

	2008	2009E	2010E	2011E
货币资金	224	124	44	51
应收款项净额	127	118	127	147
存货净额	727	489	468	538
其他流动资产	22	12	12	14
流动资产总额	1,100	743	651	749
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
资产总计	1,771	1,402	1,292	1,371
循环贷款	471	171	18	9
应付款项	144	278	267	305
预收账款	5	3	3	4
应付工资	31	23	22	25
应交税金	-4	-127	-114	-122
流动负债	656	349	197	222
负债	665	312	160	178
少数股东权益	110	103	111	123

现金流量表 (人民币百万元)

	2008	2009E	2010E	2011E
税后利润	75	18	47	68
少数股东损益	(8)	(7)	8	12
非现金支出	188	10	60	61
非经营收益	(40)	(9)	(10)	(10)
营运资金变动	508	258	13	(57)
经营活动现金净流	723	270	118	74
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)	(7)	(19)
银行贷款变动	(824)	(300)	(153)	(9)
其他	0	0	0	0
筹资活动现金净流	(524)	(328)	(161)	(28)
现金净流量	121	(103)	(80)	7

比率分析

	2008	2009E	2010E	2011E
增长能力				
收入	-11.5%	-36.8%	2.3%	14.8%
息税前利润	38.5%	-89.1%	125.7%	39.9%
净利润	-8.7%	-76.5%	166.0%	45.3%
EBITDA 增长率(%)	41.3%	-73.8%	42.9%	21.6%
EBIT 增长率(%)	38.5%	-89.1%	125.7%	39.9%
盈利能力				
毛利率	30.5%	18.2%	22.8%	23.4%
息税前利润率	17.5%	3.0%	6.6%	8.1%
净利润率	5.5%	2.1%	5.3%	6.8%
ROIC (%)	11.1%	1.7%	3.1%	4.2%
ROE	8.1%	1.6%	4.1%	5.7%
ROA	4.2%	1.2%	3.6%	5.0%
偿债能力				
资产负债率(%)	37.0%	24.1%	14.9%	15.7%
流动比率(倍)	1.68	2.13	3.30	3.37
速动比率(倍)	53.6%	69.3%	86.9%	89.0%

股本	202	202	202	202
储备	795	786	819	869
股东权益	1,107	1,090	1,132	1,193
负债和股东权益	1,771	1,402	1,292	1,371

价值评估				
P/E	32.1	136.7	51.4	35.4
P/B	2.1	2.2	2.1	2.0
EV/EBITDA	9.8	38.5	27.6	22.7

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：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn