



国投中鲁 (600962)

行业产能过剩，短期存交易性机会

——国投中鲁调研报告

浙商证券研究所

86-21-64718888

zsyj@stocke.com.cn

本报告导读：

- 短期内看多国内签单涨至1000美元/吨
- 公司业绩弹性较大

投资要点：

■ 产能过剩抑制行业复苏

07/08 榨季繁华褪尽，随后连续两榨季国内浓缩苹果汁出口价格在低位徘徊。我们认为抑制价格走高的最根本因素是产能过剩。目前国内原料果处理能力约5000吨/小时，保守测算产能约148万吨，按照每年出口80万吨，国内消费16万吨计算，国内产能过剩约52万吨。

■ 短期内看多国内签单涨至1000美元/吨

09/10 榨季国内签单大部分在800-850美元/吨，预计未来会涨至1000美元/吨。原因主要有：第一，冰冻橙汁和浓缩苹果汁价差处于历史高位，下游饮料厂商会增加浓缩苹果汁需求；第二，国内未签单库存大约15万吨，波兰经过低价倾销之后库存所剩不多；第三，09/10 榨季波兰原料果收购价格偏低引发果农抗议，成本升高使得波兰厂商难以继续大幅压价。

■ 09和10年公司业绩难现惊奇，期待2011

AJC 销售收入确认较签单具有滞后性，08/09和09/10 榨季价格连续低迷，公司09年和10年公司业绩难有惊喜，我们只能期待10/11 榨季签单价格回升。

■ 公司业绩弹性较大

在2010/2011 榨季原料果收购成本550元/吨，2011年AJC平均出口售价1000美元/吨的假设条件下，公司2011年EPS为0.23元，如果原料果收购成本不变，果汁每涨价100美元，EPS将增加大约0.35元，如果果汁涨价100美元，同时原料果价格增加100元的话，EPS大约增加0.15元左右。

■ 给予公司“中性”评级

我们预计公司09-11年的EPS分别为0.04元、0.12元和0.23元，对应目前股价的PE分别为374.8X、125X和65X。目前公司估值相对较高，因此我们给予公司“中性”评级。鉴于公司业绩对苹果汁价格弹性较高，我们建议投资者关注短期内苹果汁签单价格上涨带来的交易性机会。

财务摘要 (百万元)	2007	2008	2009E	2010E	2011E
主营收入	1537.5	1361.2	786.0	864.9	1211.0
(+/-)%	81.2%	-11.5%	-42.3%	10.0%	40.0%
经营利润 (EBIT)	-293.5	926.3	333.4	71.3	-101.1
(+/-)%	14.0%	-415.6%	-64.0%	-78.6%	-241.8%
净利润	82.3	75.1	7.6	25.0	45.5
(+/-)%	109.5%	-8.7%	-89.9%	228.8%	81.7%
每股净收益 (元)	0.50	0.37	0.04	0.12	0.23

评级：

中性

上次评级：

首次评级

目标价格：

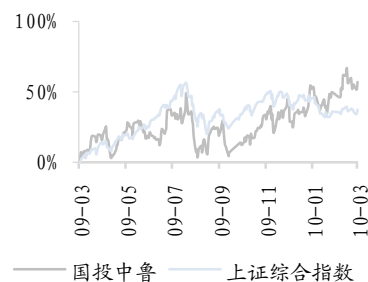
上次预测：

¥0.00

当前价格：

¥15.51

单季度业绩	元/股
1Q/2009	0.03
2Q/2009	0.025
3Q/2009	-0.02
4Q/2009	



公司简介

公司是国内浓缩苹果汁生产出口龙头企业，加工厂分布在山东、陕西、山西、辽宁、云南等苹果主产区。目前公司原料果处理能力大约540吨/小时，占国内总产能的11%左右。

相关报告





正文目录

1、公司概况：稳健扩张的浓缩苹果汁龙头.....	3
2、行业分析：行业低迷的根源是产能过剩.....	4
2.1 波兰减产导致 07/08 榨季苹果汁大涨.....	4
2.2 08/09 苹果汁量价齐跌不仅仅是金融危机惹的祸.....	5
2.3 产能过剩抑制行业复苏	6
2.4 短期内我们看多国内签单涨至 1000 美元/吨.....	7
3、公司分析.....	8
3.1 09 和 10 年业绩难现惊奇，期待 2011.....	8
3.2 库存风险已经释放，但业绩可能连续 2 年低迷	10
3.3 行业低谷期公司稳步推进外延式发展.....	10
4、盈利预测与估值	11
4.1 关键假设与盈利预测	11
4.2 绝对估值	12
4.3 相对估值	12
5、投资建议.....	13

图表目录

图 1：国投中鲁公司股权结构图	3
图 2：中国浓缩苹果汁出口价格.....	4
图 3：波兰苹果年产量	5
图 4：波兰各榨季 AJC 产量	5
图 5：美国 AJC 消费量及年均增长率	5
图 6：全球 AJC 消费量	6
图 7：国内各类饮料产量增长率	7
图 8：国内 AJC 产能过剩情况	7
图 9：冰冻橙汁进口价格与浓缩苹果汁出口价格价差	8
表 1：国内龙头企业产能分布	7
表 2：国投中鲁浓缩苹果汁业务假设.....	9
表 3：公司 EPS 对 AJC 销售价格和原料果成本的敏感性分析.....	9
表 4：国投中鲁主要财务指标	10
表 5：国投中鲁产能扩张情况	11
表 6：DCF 三阶段折现模型中 FCF 预测.....	12
表 7：DCF 模型假设条件与估值结果.....	12
表 8：对 DCF 模型 WACC 和永续增长率的敏感性分析（元/股）	12
表 9：相关上市公司估值水平	13
表 10：国投中鲁销售收入预测.....	14



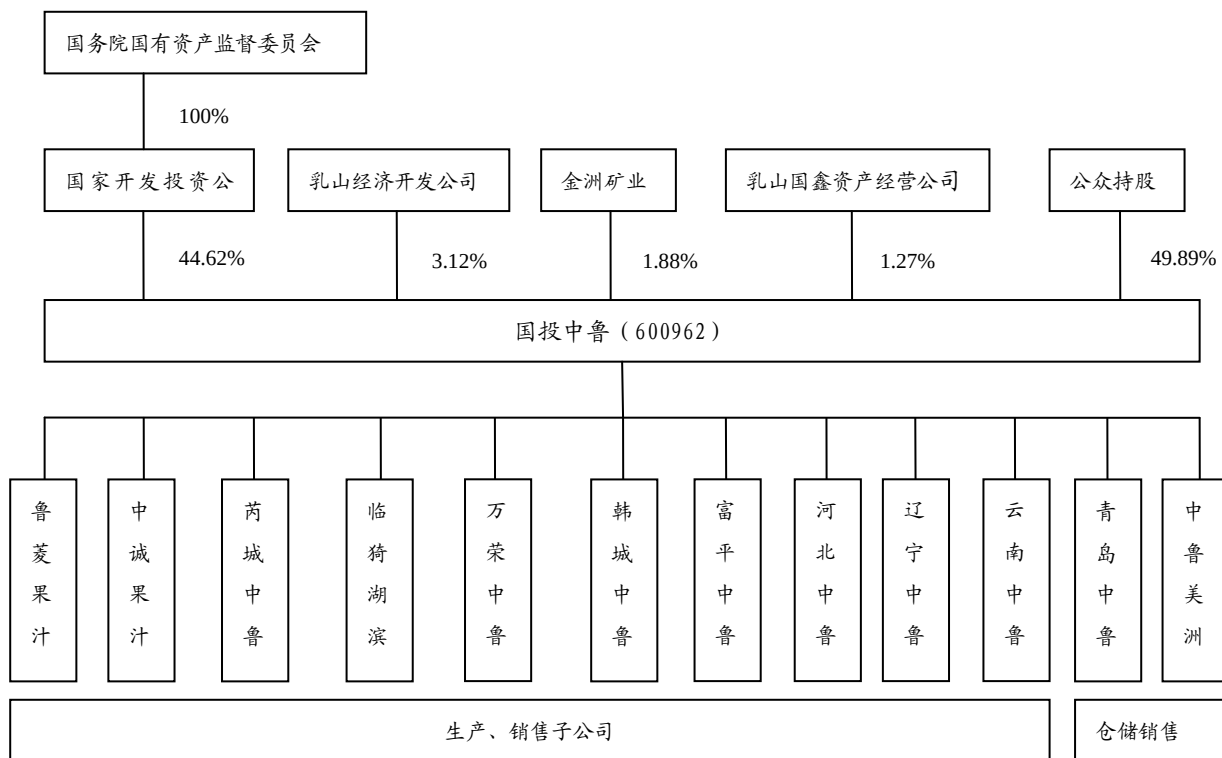


1、公司概况：稳健扩张的浓缩苹果汁龙头

国投中鲁（600962）是国内浓缩苹果汁（ACJ）生产出口龙头企业，目前在国内浓缩苹果汁出口市场中占有 15% 左右的市场份额。2004 年上市以来，在大股东国家投资开发公司支持下，公司通过外延式并购，先后并入富平中鲁、昭通果汁等公司，产能稳步扩张，原料果加工能力由上市初期的 230 吨/小时提高到 540 吨/小时，加工厂分布于山东、陕西、山西、辽宁、河北和云南等水果主产区。此外，公司积极开拓浓缩果汁的多元化生产，除浓缩苹果汁以外，公司还主要生产浓缩梨汁和浓缩地瓜汁等其他品种，其中，公司的浓缩地瓜汁生产享有独家专利权，在国际市场具有较高议价能力。

公司大股东是国家投资开发公司，持股比例 44.62%。国家投资开发公司是国资委直属国家投资控股企业，投资业务涵盖电力、煤炭、港务、化工、物流、金融、高科技和服务业等诸多领域，2009 年底资产总额达到 2097 亿元，实现营收 500 亿元，利润 55 亿元。作为旗下上市公司，国投中鲁成为国内浓缩果汁生产企业中唯一一家具有国资背景的企业，公司在融资渠道多元化和融资便利性方面具有绝对优势，这保证公司在行业低谷期能够有效开展外延式并购，进行业务横向整合。

图 1：国投中鲁公司股权结构图



资料来源：公司公告、浙商证券研究所

2011 年 7 月，公司将有 3670 万股限售股解禁，占公司总股本的 18.2%，这部分限售股来源于 08 年 7 月份公司对大股东国家开发投资公司的定向增发，预计解禁期到来后，大股东减持的可能性非常低。



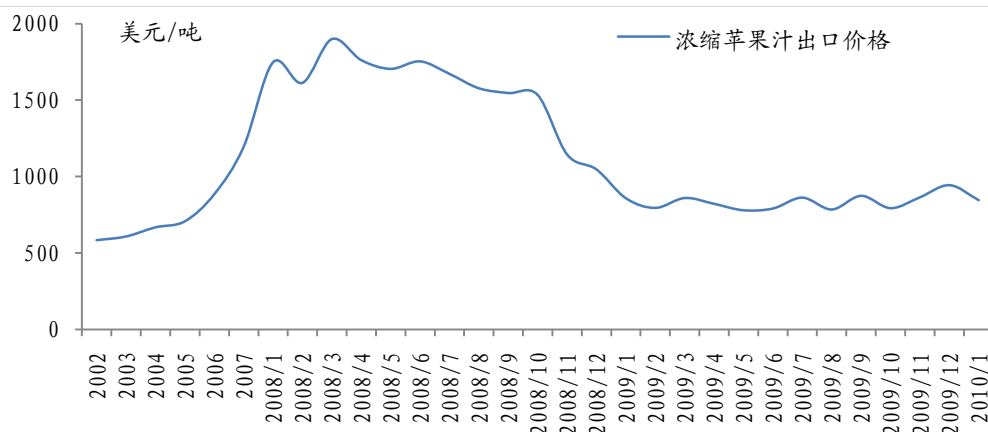


2、行业分析：行业低迷的根源是产能过剩

2.1 波兰减产导致 07/08 榨季苹果汁大涨

06/07 榨季国内浓缩苹果汁签单价突破 1000 美元/吨，07/08 榨季更是创纪录的达到 1800-2000 美元/吨，由于订单较实际出口滞后约一年，因此从海关数据来看，07 年全年国内浓缩苹果汁出口价格达到 1194 美元/吨，08 年部分月份单月出口价格达到 1900 美元/吨，全年平均价格达到 1600 美元/吨。同时，波兰作为欧盟内浓缩苹果汁主要出口国，07/08 榨季对外报价一度超过 2000 欧元/吨。

图 2：中国浓缩苹果汁出口价格



资料来源：浙商证券研究所

07/08 年浓缩苹果汁价格大涨的原因是波兰苹果产量下滑，浓缩苹果汁产出下降，造成欧盟区域果汁产不足需。我们对 07/08 榨季浓缩苹果汁的涨价事件进行了简单梳理：

◆全球浓缩苹果汁主产国分别是中国、波兰、德国和美国，产量分别占全球总产量的 70%、5%、5% 和 6% 左右，不过德国和美国是苹果汁消费大国，其国内产出主要被国内消费所消化，同时还需要对外进口相当部分浓缩苹果汁，而中国和波兰的国内果汁消费较少，产出主要以出口为主。因此这些主要产出国产量出现波动会对国际市场产生重大影响。

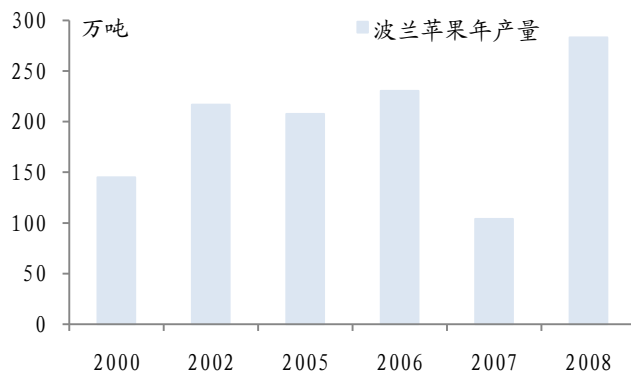
◆07/08 产季波兰苹果产量仅有 104 万吨，较上季减产 54.9%，当季 AJC 产量 9 万吨，大幅低于上季的 22.5 万吨。下游饮料厂商早在 07/08 榨季前就对波兰苹果减产有所预期，因此加大了对中国浓缩苹果汁的订单采购量。由于此前中国向国际市场每年输出量大约为 60 万吨，下游厂商认为来年浓缩苹果汁紧缺几成定局，因此恐慌性抢单，报价扶摇直上，最高达到 2000 美元/吨。

◆国内浓缩苹果汁厂商面对新签订单报价不断上涨的状况，开始加快新建产能建设，以海升果汁为例，其产能 2007 年当年就增加了 11 万吨，增幅高达 50%。各大 AJC 厂商疯狂哄抢上游原料果，07/08 榨季末，国内原料果收购价达到 1800 元/吨。07 年国内 ACJ 出口量达到 104 万吨，远高于 05 年和 06 年的 64.8 万吨和 67.5 万吨。



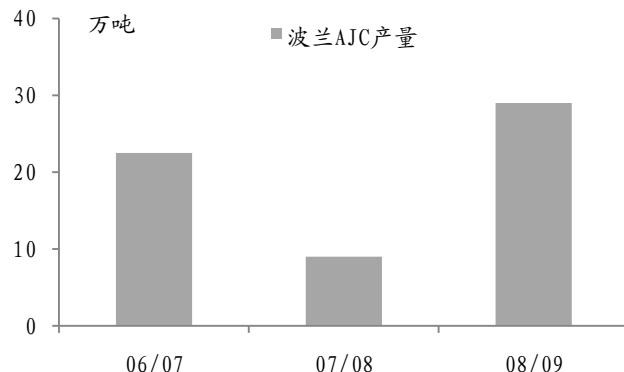


图 3: 波兰苹果年产量



资料来源: 浙商证券研究所

图 4: 波兰各榨季 AJC 产量



资料来源: 浙商证券研究所

2.2 08/09 苹果汁量价齐跌不仅仅是金融危机惹的祸

经历 07/08 榨季签单价格暴涨之后, 08/09 榨季开始后, 下游饮料厂商新签订单报价大幅降低, 榨季中最低仅签到 600 美元/吨, 较 07 年最高时下跌了 70%。根据海关总署公布的国内 AJC 出口数据, 我们可以推测出 08/09 榨季国内厂商的签单价格平均水平在 800-850 美元/吨附近, 较上季大跌了 50%。出口量方面, 08 和 09 年国内出口苹果汁分别为 69 万吨和 80 万吨, 较 07 年的 104 万吨分别下跌了 33.6% 和 23.8%。为此市场给出了诸多理由:

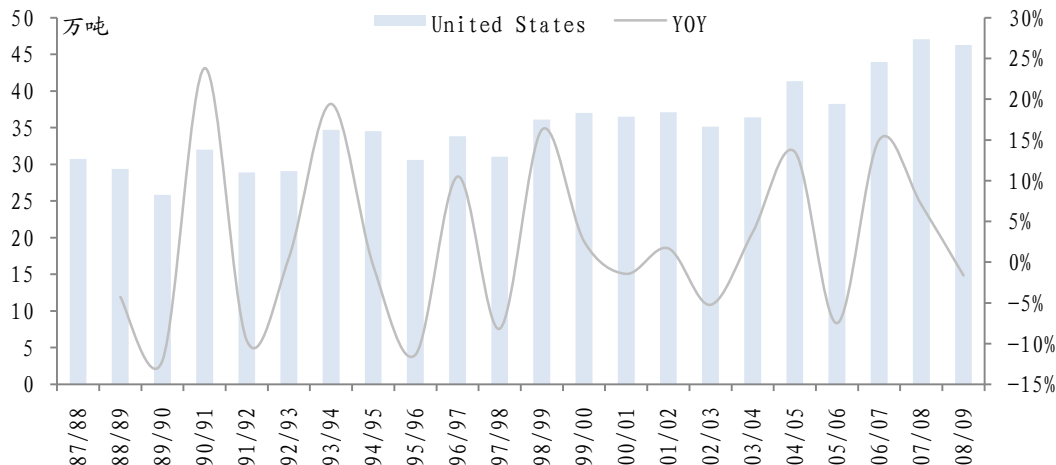
第一, 受金融危机影响, 欧美发达国家果汁消费量下滑, 对浓缩苹果汁需求造成负面影响

第二, 波兰苹果产量回升, 08/09 榨季 AJC 产量达到 29 万吨, 国际市场供需缺口消失。

第三, 波兰浓缩苹果汁主要以高酸品种为主, 欧美消费者偏好高酸苹果汁。

第四, 波兰苹果汁具有比价优势, 一方面, 国内浓缩苹果汁出口到欧洲需缴纳 22.5% 的进口关税, 按照 700 美元/吨价格出口, 加上 50-60 美元/吨运费, 到岸完税价将达到 920 美元/吨, 与波兰 850 美元/吨的价格相比偏高; 另一方面, 波兰货币 09 年相对欧元大幅贬值了 40%, 虽然人民币钉住美元, 较欧元也有一定贬值, 但贬值幅度仍小于波兰货币。

图 5: 美国 AJC 消费量及年均增长率

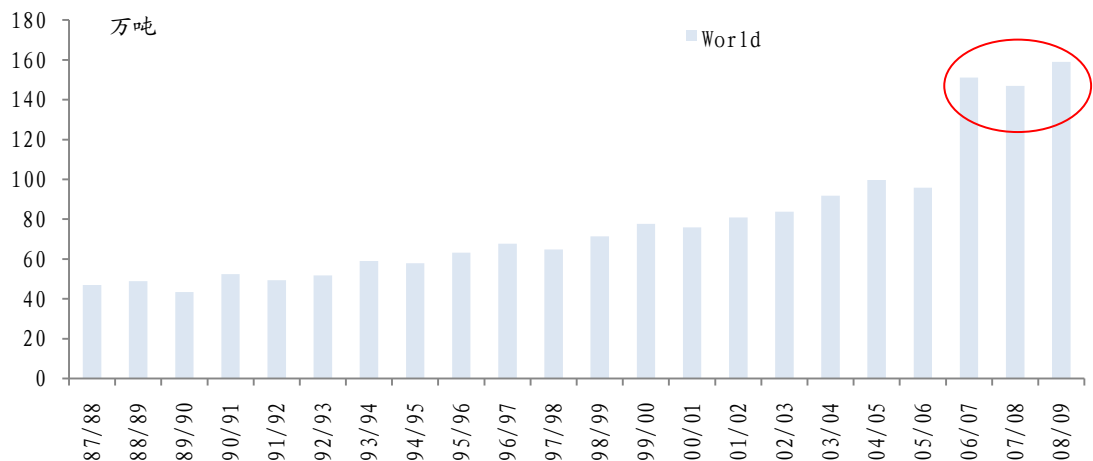


资料来源: USDA、浙商证券研究所





图 6: 全球 AJC 消费量



资料来源: USDA、浙商证券研究所

我们认为金融危机对全球浓缩苹果汁需求负面影响有限, 08/09 榨季全球 AJC 消费量达到 159 万吨, 较 07/08 榨季上升了 7%, 美国作为主要消费国, 需求仅仅下降了 1.65%。国内 AJC 出口量价齐跌主要原因可能是:

- ◆ 07/08 榨季 AJC 价格大涨是下游饮料厂商恐慌性报价所致, 实际上当时供需缺口并未想象中严重, 随着波兰产量回升, 价格必然向正常水平回归。
- ◆ 07/08 榨季 AJC 价格大涨导致国内产能大幅增加, AJC 市场由供不应求变为供给过剩。
- ◆ 欧美客户偏好高酸苹果汁, 波兰产量回升后, 欧盟下游客户优先考虑波兰浓缩苹果汁, 其次才是中国苹果汁。

国内 AJC 出口价连续两个榨季在近四年的低位水平上徘徊, 出口量较 07 年水平也有较大幅度下滑, 08 和 09 年的出口量与 05 和 06 年相当甚至略有增长, 基本反应了国际市场对国内苹果汁的需求, 而国内产能过剩的状况以及国际主要苹果汁出口国供给稳定, 使得国内出口价难有大幅提升。我们认为, 未来国内浓缩苹果汁行业如何走出困境, 取决于行业过剩产能如何消化, 何时消化, 否则即使其他主要产出国产量有所波动, 对于行业来说也仅仅是个交易性机会。

2.3 产能过剩抑制行业复苏

目前国内浓缩苹果汁行业原料果加工能力约 5000 吨/小时, 我们按出汁比 7: 1, 榨季每天开工 20 小时, 榨季持续 100 天计算, 目前国内浓缩苹果汁总产能约 148 万吨左右。

国外消费需求方面, 发达经济体消费量已经过了快速增长期。根据 USDA 数据显示, 08/09 榨季全球 AJC 消费量 159 万吨, 近 20 年复合增长率 5.7%, 不过我们认为由于统计误差原因, 增长率应该略低于上述水平。发达国家方面, 以美国为例, 其 08/09 榨季 AJC 消费量 46 万吨, 近 20 年复合增长率 2.2%。

国内需求方面, 09 年以来果汁类饮料产量增速约 37.7%, 快于碳酸饮料、茶饮料和灌装饮用水的 7.1%、17.3% 和 24.6%。2009 年果汁饮料年产量 1447 万吨, 假设果汁饮料果汁含量为 30%, 其中苹果汁占有 10% 的市场份额, 则国内浓缩苹果汁需求量约为 4.4 万吨左右。USDA 公布数据显示国内 08/09 榨

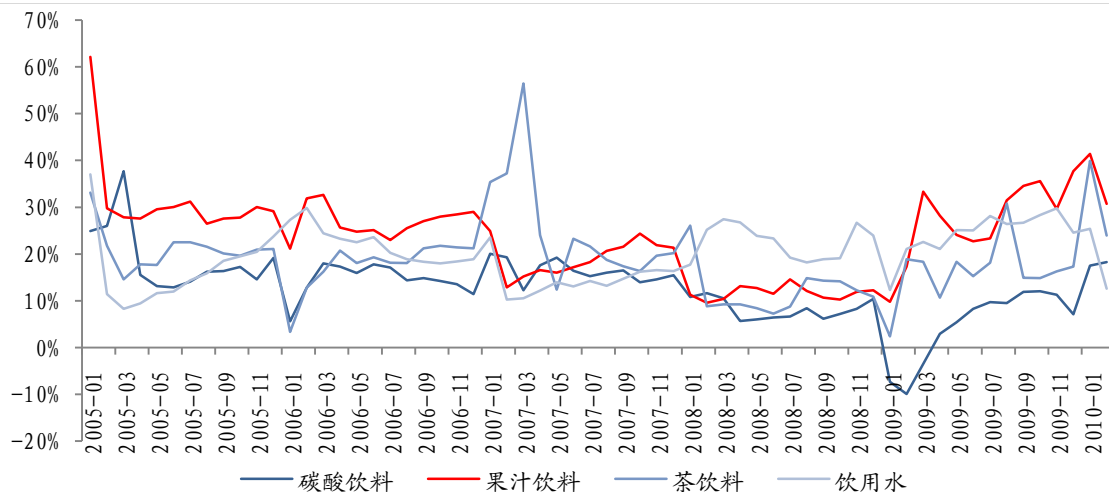




季国内浓缩苹果汁消费量为 16 万吨，较前一榨季提高近 11 万吨，通过前述测算，我们认为 USDA 披露的数据可能存在偏差。不过即使根据 USDA 的数据，假设国内 AJC 消费量为 16 万吨，出口量 80 万吨，目前国内仍存在约 52 万吨的产能过剩。

尽管我国浓缩苹果汁出口份额占全球总量的 70%，但国内企业并没有定价权，主要原因在于，国内需求不旺，产能严重过剩。即使目前国内前 5 大 AJC 生产厂商占据国内 60% 左右的产能，出口份额大约 62%，表面上看起来有寡头垄断特征，但由于各大厂商均存在产能过剩的状况，行业内部竞争激烈，使得出口价格难有大幅提升。

图 7：国内各类饮料产量增长率



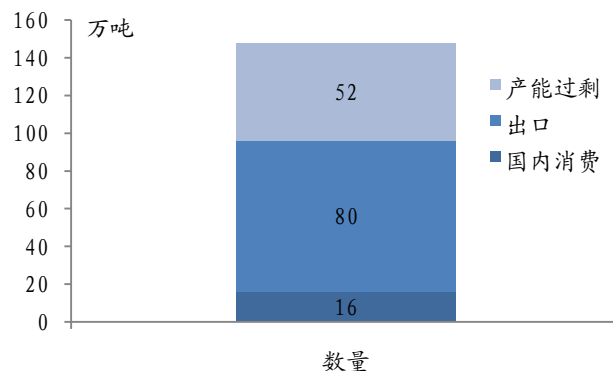
资料来源：wind、浙商证券研究所

表 1：国内龙头企业产能分布

	原料果处理能力	公司披露的年产能
海升	600-700吨/小时	35万吨
安德利	600-700吨/小时	34万吨
国投中鲁	540吨/小时	-
恒兴	800吨/小时	37.8万吨
通达	530吨/小时	20万吨
全国合计	5000吨/小时	

资料来源：浙商证券研究所

图 8：国内 AJC 产能过剩情况



资料来源：浙商证券研究所

2.4 短期内我们看多国内签单涨至 1000 美元/吨

根据我们的调研情况，春节前国投中鲁签单情况大约是 800-850 美元/吨，节后签单情况有所好转，大概是 880-900 美元/吨，我们认为短期内国内浓缩苹果汁签单价格可能涨至 1000 美元/吨，理由如下：

第一，尽管 09 年巴西柑橘丰产，但其冰冻橙汁出口价格仍由 1000 美元上涨到至 1500 美元左右，由于美国佛州柑橘受到寒流侵袭，2010 年全球橙汁预计减产，橙汁价格有望继续走高。我们观测到的





数据显示，目前国内冰冻橙汁到岸价与国内浓缩苹果汁出口价差大约在 1000 美元/吨左右。我们认为由于 AJC 成本相对较低，下游厂商可能增加苹果汁的需求，从而带动价格回升。

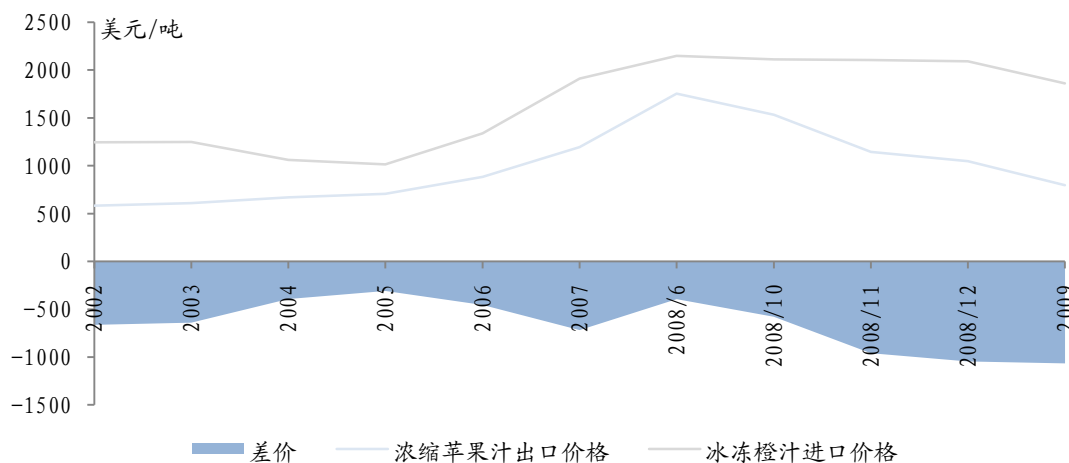
第二，09/10 年产季国内生产浓缩苹果汁大约 65 万吨，目前库存约 40 万吨左右，未签单存货大约 10-15 万吨，由于 08/09 榨季大量积压的存货基本处理完毕，再加上国内去年大幅减产使得有效库存降低，将对价格形成利好。

第三，2009 年波兰苹果丰产，原料果平均价格仅有 0.048 欧元/千克，折合人民币 465 元/吨，波兰果农对此非常不满，表示未来将减少苹果种植以表抗议，因此波兰 AJC 出口价格继续压价的空间已经没有。

第四，09/10 产季苹果收获过程中，波兰遭遇寒潮袭击，有消息称苹果产量为 240 万吨，较上季有所下滑，假设 60%用于加工的话，则 09/10 榨季波兰 AJC 产量大约为 20 万吨左右，如果上述数据属实，目前波兰 AJC 库存应该已经很少。

第五，09/10 榨季，国内原料果收购价格由榨季初的 300 元/吨上升到 700 元/吨，主要原因在于苹果小年导致产量下降，以及 08/09 榨季果贱伤农，导致果农加大修枝力度，增加了商品果供给，从而使得原料果供给下降。我们认为未来国内 AJC 厂商原料果收购价如果保持在 500 元/吨的水平，浓缩苹果汁吨成本将达到 5000 元，折合 720 美元/吨，出口价向下空间不大。

图 9：冰冻橙汁进口价格与浓缩苹果汁出口价格价差



资料来源：浙商证券研究所

3、公司分析

3.1 09 和 10 年业绩难现惊奇，期待 2011

预计 2010 年浓缩苹果汁销量 11 万吨，平均销售价格 900 美元/吨。由于浓缩苹果汁销售确认收入较签单具有滞后性，因此公司 09 年和 10 年业绩基本锁定。公司 09 年营收主要来自于 08/09 榨季签单收入，该榨季平均签单价格水平较 07/08 榨季下滑 50%，再加上 09/10 榨季开始前，厂商大量抛售 08/09 榨季剩余库存，进一步压低价格，我们预计国投中鲁 09 年浓缩苹果汁出口销售为 850 美元/吨，平均毛利率为 15.9%。





09/10 榨季公司签单合同多在 800-850 美元/吨, 目前公司剩余库存 7-8 万吨, 其中未签单 2-3 万吨, 基于我们对行业走势的判断, 我们认为未来一段时间公司新签单可能会涨至 1000 美元/左右, 2010 年全年平均销售价格约 900 美元/吨。成本方面, 公司 09/10 榨季原料果收购由榨季初的 300 元/吨上涨到 700 元/吨, 主要原因是果农增大了商品果供给。由于国内商品果较原料果具有较大价格优势, 因此我们认为未来在供给偏紧的情况下原料果持续涨价不可避免, 预计 2010/2011 榨季原料果平均成本将上升到 550 元/吨。

我们对 2011 年做了中性偏上的假设, 认为公司浓缩苹果汁销售量 14.5 万吨, 销售价格可能会回升并保持在 1000 美元/吨, 平均毛利率提升至 20% 左右。2011/2012 榨季原料果收购价格 600 元/吨, 榨季产量 13 万吨。

表 2: 国投中鲁浓缩苹果汁业务假设

	07/08 榨季	08/09 榨季	09/10 榨季	10/11 榨季	11/12 榨季	12/13 榨季
产量 (吨)	135,000	115,000	110,000	120,000	130,000	140,000
苹果收购价 (元/吨)	1,075	460	500	550	600	650
吨成本 (元/吨)	9225	5014	5300	5595	5890	6135
本榨度销售比例	47%	26%	23%	20%	35%	35%
上榨季库存量 (吨)	78,000	71,867	85,100	84,700	96,000	84,500
	2007	2008	2009E	2010E	2011E	2012E
苹果汁销售量 (吨)	141,133	100,104	110,952	110,874	145,038	137,505
苹果汁出口量 (吨)	136,093	98,705	106,536	105,439	137,963	130,830
苹果汁内销量 (吨)	5,041	1,398	4,416	5,435	7,075	6,675
苹果汁出口价格 (美元/吨)	1194	1630	850	900	1000	1100
内销价格 (元/吨)	10494.72	13084.42	6339.61	6633.90	7246.05	7923.07

资料来源: 浙商证券研究所

公司积极进行产品多元化经营 目前公司除生产销售浓缩苹果汁以外, 同时积极扩展其他品种浓缩果汁, 目前公司的河北中鲁和鲁菱果汁子公司具有上万吨的浓缩梨汁和地瓜汁生产能力, 尤其在浓缩地瓜汁方面, 公司享有独家专利权, 在国际市场具有较高议价能力。我们假设公司 2010 年分别生产浓缩梨汁和浓缩地瓜汁 12000 吨和 10000 吨, 将为公司贡献约 19% 的营收和 29% 的毛利。

表 3: 公司 EPS 对 AJC 销售价格和原料果成本的敏感性分析

	700 美元/吨	800 美元/吨	900 美元/吨	1000 美元/吨	1100 美元/吨	1200 美元/吨	1300 美元/吨
350 元/吨	-0.26	0.09	0.44	0.80	1.15	1.51	1.86
450 元/吨	-0.55	-0.20	0.16	0.51	0.87	1.22	1.58
550 元/吨	-0.84	-0.48	-0.13	0.23	0.58	0.93	1.29
650 元/吨	-1.12	-0.77	-0.42	-0.06	0.29	0.65	1.00
750 元/吨	-1.41	-1.06	-0.70	-0.35	0.01	0.36	0.72

资料来源: 浙商证券研究所

公司业绩弹性大 模型的其他假设条件不变, 我们对浓缩苹果汁售价和原料果成本变动对公司 EPS 的影响作了敏感性分析。在 2010/2011 榨季原料果收购成本 550 元/吨, 2011 年 AJC 平均出口售价





1000 美元/吨的假设条件下，公司 2011 年 EPS 为 0.23 元，如果原料果收购成本不变，果汁每涨价 100 美元，EPS 将增加大约 0.35 元，如果果汁涨价 100 美元，同时原料果价格增加 100 元的话，EPS 大约增加 0.15 元左右。公司业绩弹性非常大。

3.2 库存风险已经释放，但业绩可能连续 2 年低迷

由于 07/08 榨季原料果收购价格偏高，再加上公司当季产量偏多，造成存货积压，08/09 榨季浓缩苹果汁出口价格大跌 50%，使得市场售价低于公司生产成本，因此公司在 2008 年年报中计提了 3816 万的存货减值准备。目前公司未签单存货均为 09/10 榨季生产，生产成本低于目前市场销售价格，因此 10 年不会出现大量计提存货减值准备的情况。

不过，我们认为公司 09 年和 10 年业绩低迷的可能性较大。08/09 榨季签单价格较前一季大跌 50%，使得 09 年公司浓缩苹果汁出口价格较 08 年下跌了近 48%，尽管公司苹果汁销售较 08 年仍有近 10% 的增长，但销售价格降低使得公司营收下降，同时毛利率下滑，导致业绩出现滑坡。2010 年营收主要来自于 09/10 榨季签单，从目前情形来看，签单水平大约在 850 美元/吨左右，即使我们预期未来价格会回升至 1000 美元/吨，全年平均销售价格也就在 900 美元/吨附近，09/10 榨季原料果收购价格为 500 元/吨，假设 10/11 榨季提高至 550 元/吨，2010 年毛利率也仅仅比 2009 年提高了 1 个百分点。

表 4：国投中鲁主要财务指标

	2004	2005	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E	2012E
营收增长率	16.6%	16.9%	34.1%	81.2%	-11.5%	-42.3%	10.0%	40.0%	5.3%
净利润增长率	11.7%	37.7%	17.3%	109.5%	-8.7%	-89.9%	228.8%	81.7%	70.0%
销售毛利率	22.03%	28.43%	26.01%	21.43%	30.49%	16.75%	17.70%	19.78%	23.51%
EPS (元)	0.15	0.20	0.24	0.50	0.37	0.04	0.12	0.23	0.38
存货周转天数	206.49	289.10	342.40	277.25	352.44	342.73	268.70	242.58	279.38
ROE	4.65%	6.91%	7.77%	14.06%	7.37%	0.77%	2.51%	4.36%	6.94%
流动比率	1.57	1.24	1.04	1.01	1.68	2.05	1.70	1.45	1.55
速动比率	0.86	0.43	0.32	0.31	0.57	0.65	0.53	0.47	0.52
资产负债率	42.6%	47.8%	62.1%	69.0%	37.0%	25.0%	30.1%	40.1%	37.5%
存货减值损失(百万)	0.17	0.25	0.62	0.54	38.16	-	-	-	-

资料来源：公司公告、浙商证券研究所

3.3 行业低谷期公司稳步推进外延式发展

公司上市初期原料果处理能力约 230 吨/小时，在 09 年 7 月份完成对新湖滨 24.57% 的并购以前，公司产能约 430 吨/小时。相对于国内其他浓缩苹果汁厂商，国投中鲁的扩张具有自身特点：

第一，公司稳健扩张，公司上市 5 年中产能扩张了约 200 吨/小时，扩张速度明显低于国内其他龙头企业。

第二，相比较其他公司通过自建产能实现扩张，国投中鲁主要通过对外并购实现外延式发展。公司上市以后先后收购了富平三阳和昭通宝清，并与新湖滨合资成立临猗湖滨，公司自主建设的产能包





括河北中鲁和辽宁中鲁约 70 吨/小时。08 年 7 月份公司收购新湖滨 9800 万股，成为公司第一大股东，获得并入报表产能 110 吨/小时。

公司作为国内浓缩苹果汁行业中唯一的国字号公司，在融资渠道和融资便利性方面具有无法比拟的优势，更容易在行业低谷时通过多元化的融资渠道获得资金收购其他陷入困境的企业。我们认为公司的外延式并购有利于行业整合，增加公司的行业话语权，提高对外议价能力，加速行业复苏。

表 5：国投中鲁产能扩张情况

子公司	股权	产能	主要产品	备注
鲁菱果汁	70%	70 吨/h	浓缩苹果汁、梨汁和地瓜汁	
中诚果汁	100%	20 吨/h	浓缩苹果汁	
山西中鲁	100%	80 吨/h	浓缩苹果汁	
临猗湖滨	50%	40 吨/h	浓缩苹果汁	收购新湖滨后，股权增加至 60%
万荣中鲁	65%	40 吨/h	浓缩苹果汁	
韩城中鲁	75%	40 吨/h	浓缩苹果汁、果糖、香料	
富平中鲁	100%	50 吨/h	浓缩苹果汁、梨汁、香料	2005 年 7 月份收购富平三阳
河北中鲁	87%	40 吨/h	浓缩梨汁、地瓜汁	
辽宁中鲁	100%	30 吨/h	浓缩苹果汁	
云南中鲁	100%	40 吨/h	浓缩苹果汁	2007 年 6 月斥资 4000 万收购昭通宝清处理能力 20 吨/小时的生产线，并计划未来新建一条 20 吨/小时的生产线。
新湖滨	24.57%	110 吨/h	浓缩苹果汁	运城（40 吨/h），徐州（70 吨/h），2008 年 7 月以 0.125 新元/股收购新湖滨 24.57% 股权，成为公司第一大股东，2009 年 7 月经过协议收购价下降为 0.08 新元/股。

资料来源：公司公告、浙商证券研究所

4、盈利预测与估值

4.1 关键假设与盈利预测

- ◆ 假设 2009-2012 年公司浓缩苹果汁出口价格分别为 850 美元/吨、900 美元/吨、1000 美元/吨和 1100 美元/吨；
- ◆ 假设 2009-2012 年公司原料果收购价分别为 500 元/吨、550 元/吨、600 元/吨和 650 元/吨；
- ◆ 假设公司 10/11 榨季、11/12 榨季 12/13 榨季浓缩苹果汁产量分别为 12 万吨、13 万吨和 14 万吨；
- ◆ 假设 2010-2012 年公司浓缩苹果汁销售量分别为 11.09 万吨、14.5 万吨和 13.7 万吨；

我们预计公司 2009 年实现营业收入 7.86 亿元，YOY-42.3%，毛利率 16.7%，同比下滑 13.8 个百分点，实现净利润 760 万元，YOY-89.9%，EPS0.04 元；2010 年实现营业收入 8.65 亿元，YOY10.0%，毛利率 17.7%，净利润 0.25 亿元，同比增长 228.8%，EPS0.12 元。2011 年实现营业收入 12.11 亿元，YOY40.0%，毛利率 19.8%，净利润 0.45 亿元，同比增长 81.7%，EPS0.23 元。





4.2 绝对估值

公司 β 值为 0.99, WACC 为 6.9%, 假设公司目标债务比例为 50%, 永续增长率 2%, 运用 DCF 绝对估值方法, 得出公司的内在价值为 9.66 元, 对应 09 年 PE241X, 10 年 PE81X, 11 年 PE42X。

表 6: DCF 三阶段折现模型中 FCF 预测

	2008A	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E
EBIT	23840.5	2325.4	4114.6	7931.1	13122.0	17341.6	19902.7	22896.1	26334.8	28964.2	31862.0
所得税	8535.1	348.8	617.2	1189.7	1968.3	2601.2	2985.4	3434.4	3950.2	4344.6	4779.3
NOPLAT	16491.2	15305.4	1976.6	3497.4	6741.4	11153.7	14740.4	16917.3	19461.7	22384.6	24619.6
营运资金净变动	-42129.1	51583.8	21083.0	-3518.5	-20008.8	-983.9	-9819.5	-12142.9	-13956.8	-16173.4	-12348.5
资本支出	-5028.6	-11472.8	-13149.1	-12149.2	-11657.5	-10691.4	-11824.0	-11894.2	-11643.3	-11542.1	-11519.0
自由现金流	68729.2	19043.7	-5013.1	-16478.7	8245.0	4736.8	4266.4	5751.5	7532.1	14511.7	16569.5

资料来源: 浙商证券研究所

表 7: DCF 模型假设条件与估值结果

WACC	6.90%	Ke	10.9%
永续增长率	2.0%	Kd	3.4%
终值	8627	t	15%
企业价值 (万元)	242067	Rf	2%
非核心资产价值 (万元)	22424	E(Rm)	0.11
债务价值 (万元)	47300	Rm - Rf	9%
股权价值 (万元)	194767	D/A	13.5%
股本 (万股)	20170	E/A	86.5%
每股价值 (元)	9.66	Beta	0.99

资料来源: 浙商证券研究所

表 8: 对 DCF 模型 WACC 和永续增长率的敏感性分析 (元/股)

估值		g				
		1.00%	1.50%	2.00%	2.50%	3.00%
WACC	5.40%	12.19	13.70	15.65	18.28	22.01
	5.90%	10.52	11.68	13.12	15.00	17.52
	6.40%	9.18	10.08	11.19	12.58	14.37
	6.90%	8.07	8.79	9.66	10.72	12.05
	7.40%	7.15	7.73	8.42	9.25	10.27
	7.90%	6.37	6.85	7.41	8.07	8.86
	8.40%	5.70	6.10	6.56	7.09	7.73

资料来源: 浙商证券研究所

4.3 相对估值

我们预计公司 09-11 年的 EPS 分别为 0.04 元、0.12 元和 0.23 元, 对应目前股价的 PE 分别为 374.8X、125X 和 65X。目前农业行业的整体估值水平为 10 年 30.9X、11 年 22.5X。国内目前没有果汁初加工上市公司, 即使与业务相类似的番茄酱上市公司相比, 国投中鲁的估值水平也是比较高的。在香港上市的海升果汁和安德利果汁 10 年对应 PE 仅有 9.3X 和 15.3X, 国投中鲁估值溢价偏高。





表 9：相关上市公司估值水平

名称	代码	股价	EPS			PE		
			2009	2010	2011	2009	2010	2011
新中基	000972	11.160	0.06	0.12	0.15	186.0	93.0	74.4
中粮屯河	600737	14.100	0.27	0.35	0.4	52.2	40.3	35.3
农林牧渔						47.3	30.9	22.5
海升果汁	359.HK	1.11	0.07	0.12	0.11	15.9	9.3	10.1
安德利果汁	8259.HK	0.475	0.01	0.03	0.04	47.5	15.8	11.9

资料来源：wind、bloomberg、浙商证券研究所

5、投资建议

我们认为严重的产能过剩制约了行业复苏，除非国外浓缩苹果汁厂商出现大幅减产，否则行业恢复到 07 年的景气程度可能性非常低。短期内我们预期由于库存和成本因素而导致新签单价格上升至 1000 美元/吨，从而使得 2010 年平均销售单价达到我们假设的 900 美元/吨水平。由于浓缩苹果汁销售收入确认相对于签单具有滞后性，公司 2010 年大部分营收业绩已经被锁定，未来大幅超出预期的可能性很低。目前公司股价无论从绝对估值还是相对估值来看，都相对较高，因此我们给予公司“中性”评级。鉴于公司业绩对苹果汁价格弹性较高，我们建议投资者关注短期内苹果汁签单价格上涨带来的交易性机会。





表 10: 国投中鲁销售收入预测

AJC 出口	2005	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E	2012E
销售收入 (万元)	55,796.46	76,239.66	136,024.28	123,000.27	64,323.45	66,616.36	95,207.92	98,721.44
YOY	21.38%	36.64%	78.42%	-9.57%	-47.70%	3.56%	42.92%	3.69%
销售成本 (万元)	40,070.32	56,276.23	106,887.88	85,122.02	54,115.41	56,569.43	78,498.71	78,235.36
毛利(万元)	15,726.14	19,963.43	29,136.40	37,878.25	10,208.05	10,046.93	16,709.21	20,486.08
毛利率	28.18%	26.19%	21.42%	30.80%	15.87%	15.08%	17.55%	20.75%
销售占比	88.16%	89.86%	88.47%	90.36%	81.83%	77.02%	78.62%	77.38%
毛利占比	87.40%	90.46%	88.44%	91.28%	77.54%	65.63%	69.76%	68.30%
AJC 内销	2005	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E	2012E
销售收入 (万元)	1,928.82	974.60	5,290.09	1,829.63	2,799.57	3,605.52	5,126.58	5,288.65
YOY		-49.47%	442.80%	-65.41%	53.01%	28.79%	42.19%	3.16%
销售成本 (万元)	1,317.78	735.85	4,171.37	1,243.94	2,243.13	2,915.95	4,025.58	3,991.60
毛利(万元)	611.04	238.75	1,118.72	585.69	556.44	689.57	1,101.01	1,297.05
毛利率	31.68%	24.50%	21.15%	32.01%	19.88%	19.13%	21.48%	24.53%
销售占比	3.05%	1.15%	3.44%	1.34%	3.56%	4.17%	4.23%	4.15%
毛利占比	3.40%	1.08%	3.40%	1.41%	4.23%	4.50%	4.60%	4.32%
其他果汁	2005	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E	2012E
销售收入 (万元)	5,564.10	7,628.13	12,437.74	11,286.77	11,480.84	16,269.29	20,763.56	23,566.64
YOY	-31.81%	37.10%	63.05%	-9.25%	1.72%	41.71%	27.62%	13.50%
销售成本 (万元)	3,907.47	5,760.98	9,749.08	8,255.01	9,080.51	11,698.02	14,622.52	15,353.65
毛利(万元)	1,656.63	1,867.15	2,688.66	3,031.76	2,400.33	4,571.27	6,141.04	8,213.00
毛利率	29.77%	24.48%	21.62%	26.86%	20.91%	28.10%	29.58%	34.85%
销售占比	8.79%	8.99%	8.09%	8.29%	14.61%	18.81%	17.15%	18.47%
毛利占比	9.21%	8.46%	8.16%	7.31%	18.23%	29.86%	25.64%	27.38%
公司总体情况	2005	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E	2012E
销售收入 (万元)	63,289.38	84,842.39	153,752.11	136,116.66	78,603.86	86,491.17	121,098.07	127,576.73
YOY	16.93%	34.05%	81.22%	-11.47%	-42.25%	10.03%	40.01%	5.35%
销售成本 (万元)	45,295.57	62,773.06	120,808.33	94,620.97	65,439.04	71,183.40	97,146.81	97,580.61
毛利(万元)	17,993.81	22,069.33	32,943.78	41,495.69	13,164.82	15,307.77	23,951.26	29,996.12
毛利率	28.43%	26.01%	21.43%	30.49%	16.75%	17.70%	19.78%	23.51%

资料来源: 浙商证券研究所





附录：三大报表预测值

资产负债表	2007	2008	2009	2010	2011	利润表 (百万元)	2007	2008	2009	2010	2011
货币资金	103.6	224.2	94.4	103.9	145.4	营业收入	1537.5	1361.2	786.0	864.9	1211.0
应收票据	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	营业成本	1208.1	946.2	654.4	711.8	971.5
应收账款	347.1	97.3	110.0	121.1	169.5	营业税金及附加	1.3	2.6	1.5	1.6	2.3
预付款项	22.1	21.7	7.1	4.3	17.2	销售费用	104.8	109.5	65.2	68.9	98.0
其他应收款	25.5	29.9	21.1	20.3	29.5	管理费用	51.2	64.5	41.7	41.4	59.9
存货	1100.4	726.9	502.0	546.1	745.2	财务费用	66.0	66.8	14.8	12.0	20.0
其他流动资产	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	资产减值损失	1.3	61.4	0.0	1.0	2.0
长期股权投资	0.2	0.0	0.0	0.0	0.0	公允价值变动收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
固定资产	629.7	616.9	602.4	613.0	626.1	投资收益	0.0	0.1	0.0	0.0	0.0
在建工程	14.1	9.3	57.4	89.0	98.7	汇兑收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
工程物资	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	营业利润	104.9	110.3	8.4	28.1	57.3
无形资产	42.3	41.5	48.4	56.5	66.2	营业外收支净额	-0.9	-5.5	-3.0	-1.0	-1.0
长期待摊费用	0.9	3.6	3.2	2.8	2.5	税前利润	103.9	104.8	5.4	27.1	56.3
资产总计	2306.2	1791.2	1465.9	1576.8	1920.2	减：所得税	4.4	37.5	0.8	4.1	8.4
短期借款	1295.0	471.0	199.2	291.3	517.5	净利润	99.6	67.3	4.6	23.0	47.9
应付票据	149.9	0.0	35.1	38.2	52.2	归属于母公司的净利	82.3	75.1	7.6	25.0	45.5
应付账款	167.0	126.0	96.9	105.4	143.9	少数股东损益	17.3	-7.8	-3.0	-2.0	2.4
预收款项	8.2	4.7	-3.9	-2.7	2.5	基本每股收益	0.50	0.37	0.04	0.12	0.23
应付职工薪酬	25.6	30.9	17.9	19.6	27.5	稀释每股收益	0.50	0.37	0.04	0.12	0.23
应交税费	-92.0	-3.6	-2.1	-2.3	-3.2	财务指标	2007	2008	2009	2010	2011
其他应付款	28.8	17.7	10.2	11.2	15.7	成长性					
其他流动负债	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	营收增长率	81.2%	-11.5%	-42.3%	10.0%	40.0%
长期借款	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	EBIT 增长率	69.8%	38.5%	-90.2%	76.9%	92.8%
预计负债	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	净利润增长率	109.5%	-8.7%	-89.9%	228.8%	81.7%
负债合计	1590.6	662.5	365.6	473.6	769.1	盈利性					
股东权益合计	715.7	1128.7	1099.0	1101.8	1149.7	销售毛利率	21.4%	30.5%	16.7%	17.7%	19.8%
现金流量表	2007	2008	2009	2010	2011	销售净利率	5.4%	5.5%	1.0%	2.9%	3.8%
净利润	99.6	67.3	4.6	23.0	47.9	ROE	14.1%	7.4%	0.8%	2.5%	4.4%
折旧与摊销	-465.7	687.9	310.2	30.1	-180.4	ROIC	8.2%	9.5%	1.5%	2.5%	4.0%
经营活动现金流	-280.1	725.4	289.7	69.1	-63.2	估值倍数					
投资活动现金流	-177.5	-79.7	-114.7	-131.5	-121.5	PE	30.1	40.3	397.3	120.8	66.5
融资活动现金流	484.5	-523.8	-304.8	71.9	226.2	P/S	1.6	2.2	3.8	3.5	2.5
现金净变动	26.9	122.0	-129.9	9.5	41.6	P/B	4.2	3.0	3.0	3.0	2.9
期初现金余额	77.6	103.6	224.2	94.4	103.9	股息收益率	0.0%	1.1%	0.7%	0.0%	0.2%
期末现金余额	104.5	225.6	94.4	103.9	145.4	EV/EBITDA	-12.9	3.7	9.7	46.6	-34.7





浙商证券

浙商证券研究管理团队

副所长·研究策划

吴鹏飞

+86 21 6474 7752

wupengfei@stocke.com.cn

副所长·策略 行业比较

詹诗华

+86 21 6471 3765

zhanshihua@stocke.com.cn

副所长·研究销售

毛亚莉

+86 21 6431 8893

maoyali@stocke.com.cn

副所长·客服中心

吕小萍

+86 571 8790 1937

lvxiaoping@stocke.com.cn

所长助理·金融工程

姚小军

+86 21 6471 7903

yaoxiaojun@stocke.com.cn

宏观·策略团队

首席经济学家

闻岳春

+86 21 6471 6089

wenyuechun@stocke.com.cn

首席策略分析

潘立彬

+86 21 6431 6026

panlibin@stocke.com.cn

宏观经济

陶敬刚

+86 21 6471 8888-1104

taojingang@stocke.com.cn

宏观经济

李瑞

+86 21 6471 8888-1211

lirui@stocke.com.cn

策略

王伟俊

+86 21 6471 8888-1277

wangweijun@stocke.com.cn

策略

张延兵

+86 21 6431 8952

zhangyanbing@stocke.com.cn

行业团队

电力设备行业

史海昇

+86 21 6471 8888-1737

shihaisheng@stocke.com.cn

房地产行业

戴方

+86 21 6471 8888-1219

daifang@stocke.com.cn

商贸行业

程艳华

+86 21 6471 8888-1212

chengyanhua@stocke.com.cn

汽车行业

马春霞

+86 21 6471 8888-1270

machunxia@stocke.com.cn

煤炭行业

田加伟

+86 21 6471 8888-1117

tianjiawei@stocke.com.cn

化工行业

代鹏举

+86 21 6471 8888-1206

daipengju@stocke.com.cn

交通运输行业

李冬

+86 21 6471 8888-1807

lidong@stocke.com.cn

通信行业

徐昊

+86 21 6471 8888-1702

xuhao@stocke.com.cn

有色行业

林建

+86 21 6471 8888-1286

linjian@stocke.com.cn

中药 生物制药行业

金嫣

+86 21 6471 8888-1241

jinyan@stocke.com.cn

银行业金融行业

黄薇

+86 21 6471 8888-1813

huangwei@stocke.com.cn

钢铁行业

范飞

+86 21 6471 8888-1119

fanfei@stocke.com.cn

大宗医药行业

姜恩铸

+86 21 6471 8888-1121

jiangenzhu@stocke.com.cn

食品、饮料行业

葛越

+86 21 6471 8888-1281

geyue@stocke.com.cn

公用事业行业

袁佳平

+86 21 6471 8888-1814

yuanjiaping@stocke.com.cn

机械行业

许光兵

+86 21 6471 8888-1805

xuguangbing@stocke.com.cn

农林牧渔行业

张俊宇

+86 21 6471 8888-1801

zhangjunyu@stocke.com.cn

家电、传媒行业

刘迟道

+86 21 6471 8888-1225

Liuchidao@stocke.com.cn

金融工程团队

金融工程与衍生品

邱小平

+86 21 6471 8888-1701

qiuxiaoping@stocke.com.cn

金融工程与基金

陆靖昶

+86 21 6471 8888-1254

lujingchang@stocke.com.cn

金融工程与债券

鲍翔

+86 21 6471 8888-1105

baoxiang@stocke.com.cn

信息技术

李思明

+86 21 6474 6780

lisiming@stocke.com.cn





信息技术

张雷

+86 21 6471 8888-1740

zhanglei@stocke.com.cn

研究服务团队

研究服务

毛亚莉

+86 21 6431 8893

maoyali@stocke.com.cn

研究服务

魏志羽

+86 21 6471 8888-1106

weizhiyu@stocke.com.cn

研究服务

徐路鹏

+86 21 6471 8888-1700

xulupeng@stocke.com.cn

研究服务

张燕华

+86 21 6471 8888-1287

zhangyanhua@stocke.com.cn

研究服务

金肖男

+86 21 6471 8888-1824

jinxn@stocke.com.cn

浙商证券股票投资评级说明

- 1、买 入：相对于沪深 300 指数，预期未来 6 个月内上涨幅度在 10%以上
- 2、中 性：相对于沪深 300 指数，预期未来 6 个月内变动幅度在 -10%—10%
- 3、卖 出：相对于沪深 300 指数，预期未来 6 个月内下跌幅度在 10%以上

浙商证券策略/行业投资评级说明

- 1、买 入：预期未来 6 个月内行业股票指数表现优于沪深 300 指数
- 2、中 性：预期未来 6 个月内行业股票指数表现与沪深 300 指数持平
- 3、卖 出：预期未来 6 个月内行业股票指数表现弱于沪深 300 指数

特别声明：

本报告版权归“浙商证券”所有，未经事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“浙商证券”或“浙商研究”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。本报告基于我公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但我公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

浙商证券研究所

上海

上海市长乐路 1219 号长鑫大厦 18 层

邮政编码：200031

电话：(8621)64718888

传真：(8621)64713795

浙商证券网址：www.stocke.com.cn

