

国投中鲁 (600962): 行业回暖, 业绩触底反弹

增持 (维持)

食品饮料行业/果汁

当前股价: 16.72 元

报告日期: 2010 年 04 月 2 日

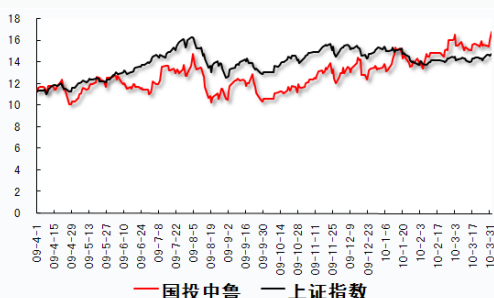
主要财务指标 (单位: 百万元)

	2008A	2009A	2010E	2011E
营业收入	1361	905	1168	1321
(+/-)	-11%	-33%	29%	13%
营业利润	110	8	60	75
(+/-)	5%	-93%	671%	26%
归属于母公司的净利润	75	7	34	43
(+/-)	-9%	-91%	376%	27%
每股收益 (元)	0.37	0.04	0.17	0.21
市盈率 (倍)	45	476	100	79

公司基本情况 (2009 年 12 月 31 日止)

总股本/已流通股 (万股)	20170/15870
流通市值 (亿元)	26.53
每股净资产 (元)	4.31
资产负债率 (%)	37.59

股价表现 (最近一年)



天相农业食品组

联系人-天相食品组

021-58824282-859 zhoul@txsec.com

服务热线 010-66045555

服务邮箱 service@txsec.com

- 2009 年 1-12 月, 公司实现营业收入 9.05 亿元, 同比下降 33.48%, 营业利润 779 万元, 同比下降 92.94%, 实现归属母公司净利润 709 万元, 同比下降 90.56%, 实现每股收益 0.035 元。其中, 第 4 季度公司实现营业收入 2.42 亿元, 同比下降 11.02%, 营业利润 412 万元, 同比下降 80.65%, 实现归属母公司净利润 8 万元, 同比下降 99.5%, 实现每股收益 0.0004 元。
- 收入利润双双下降。**报告期内, 公司营业收入同比下降 33.4%, 净利润同比下降 90.56%。主要原因是公司产品出口受国际金融危机影响, 和近年来行业产能规模的大幅扩张, 造成以往榨季堆积大量库存, 加之危机影响下低迷的市场需求, 造成 2009 年度浓缩果汁市场价格大幅下滑所致。而其他生产国, 如波兰、俄罗斯等, 由于货币贬值、关税优惠以及运输半径短等因素, 出现了对于中国产品的价格竞争优势, 也给公司带来了较大的压力。
- 行业触底回升迹象明显。**1) 出口价格反弹。目前浓缩果汁出口价在 850-900 美元/吨, 比 5 月份的最低点 766 美元/吨, 回升幅度明显; 2) 09/10 榨季产量下降。因开工不足, 预计新榨季产量有所下滑; 3) 新榨季出口合同价格有所回升。我们认为, 浓缩果汁行业回暖迹象明显, 出口价格已经企稳, 有望进入上升通道。
- 公司存在外延式扩展产能的机会。**目前苹果汁行业基本上被前五家垄断, 分别是海升、国投中鲁、恒兴、安德利和通达, 五家合计市场份额在 75% 以上, 受金融危机影响, 国内果汁行业受到较大挫折。公司 2008 年定向增发成功募集 4 亿元现金, 为行业内资金最为宽裕的公司, 而其他公司受金融危机影响, 资金上都或多或少存在一定的紧张程度。公司如果能利用资金优势, 在行业低迷的时期成功同行业竞争对手, 将有可能成为国内最大的苹果汁加工企业。

- 盈利预测与评级。**我们预计公司 2010、2011 年的 EPS 分别为 0.17 元和 0.21 元, 当前公司的股价为 20.79 元, 对应的动态 PE 分别为 100X、79X, 维持公司“增持”的投资评级。

- 风险提示** (1) 大盘系统性风险; (2) 食品安全风险。

附表1：公司盈利能力指标

	2006A	2007A	2008A	2009A
综合毛利率(%)	26.01%	21.43%	30.49%	19.64%
归属母公司净利润率(%)	4.63%	5.35%	5.52%	0.78%
净资产收益率(%)	8.05%	14.06%	7.37%	0.82%

附表2：公司费用控制能力指标

	2006A	2007A	2008A	2009A
营业费用(万元)	7,656	10,479	10,949	8,730
营业费用率(%)	9.02%	6.82%	8.04%	9.64%
管理费用(万元)	4,219	5,123	6,448	5,683
管理费用率(%)	4.97%	3.33%	4.74%	6.28%
财务费用(万元)	2,739	6,596	6,680	1,410
财务费用率(%)	3.23%	4.29%	4.91%	1.56%
期间费用(万元)	14,614	22,198	24,077	15,824
期间费用率(%)	17.22%	14.44%	17.69%	17.48%

附表3：季度报表比较

	2007Q4	2008Q1	2008Q2	2008Q3	2008Q4	2009Q4
营业收入	55,621	34,661	43,372	30,886	27,197	24,199
增长率(%)	248.76%	-32.99%	-37.67%	-47.92%	-11.02%	-11.02%
减：营业成本	43,386	25,738	29,187	24,652	15,044	17,793
毛利率(%)	22.00%	25.74%	32.71%	20.18%	44.69%	-1821.10%
减：营业税金及附加	9	14	94	121	30	72
销售费用	3,748	2,665	2,920	1,568	3,796	2,812
管理费用	2,279	1,242	1,629	1,205	2,372	2,170
财务费用	3,051	2,193	2,789	1,248	450	216
期间费用率	16.32%	17.60%	16.92%	13.02%	24.33%	21.48%
资产减值损失	-34	1,736	-182	1,220	3,370	533
投资净收益	-1	0	0	15	-4	-192
营业利润	3,182	1,074	6,934	887	2,132	412
增长率(%)	138.61%	-123.53%	-81.96%	-171.24%	-80.65%	-80.65%
加：营业外收入	30	20	65	-38	57	296
减：营业外支出	113	3	137	74	437	239
利润总额	3,099	1,091	6,862	775	1,751	470
增长率(%)	131.26%	-123.23%	-83.19%	-183.18%	-73.19%	-73.19%
利润率(%)	5.57%	3.15%	15.82%	2.51%	6.44%	1.94%
减：所得税	183	115	1,525	741	1,372	64
实际税负比率(%)	5.89%	10.51%	22.22%	95.53%	78.34%	13.60%
净利润	2,916	977	5,337	35	379	406
归属于母公司所有者						
净利润	1,218	932	4,983	74	1,522	8
增长率(%)	-5.73%	-40.43%	-88.77%	-657.79%	-99.50%	-99.50%
净利润率(%)	2.19%	2.69%	11.49%	0.24%	5.60%	0.03%
少数股东损益	1,698	45	354	-39	-1,143	398

附表4：国投中鲁盈利预测

单位：万元	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E
营业收入	153,752	136,117	90,545	116,803	132,092
增长率	81.22%	-11.47%	-33.48%	29.00%	13.09%
减：营业成本	120,808	94,621	72,765	90,956	102,417
毛利率	21.43%	30.49%	19.64%	22.13%	22.47%
减：营业税金及附加	129	259	479	350	396
销售费用	10,479	10,949	8,730	10,395	11,888
管理费用	5,123	6,448	5,683	7,008	7,529
财务费用	6,596	6,680	1,410	2,102	2,338
期间费用率	14.44%	17.69%	17.48%	16.70%	16.47%
资产减值损失	131	6,144	506	0	0
投资净收益	-1	11	-192	10	10
营业利润	10,486	11,027	779	6,000	7,534
增长率	84.26%	5.16%	-92.94%	670.68%	25.56%
加：营业外收入	53	103	314	20	20
减：营业外支出	145	650	368	210	205
利润总额	10,393	10,480	724	5,810	7,349
增长率	91.57%	0.83%	-93.09%	701.95%	26.50%
利润率	6.76%	7.70%	0.80%	4.97%	5.56%
减：所得税费用	436	3,752	480	1,859	2,352
实际税负比率	4.20%	35.80%	66.28%	32.00%	32.00%
净利润	9,957	6,728	244	3,951	4,998
归属母公司所有者的净利润	8,230	7,511	709	3,373	4,276
增长率	109.53%	-8.73%	-90.56%	375.78%	26.77%
净利润率	5.35%	5.52%	0.78%	2.89%	3.24%
少数股东损益	1,727	-783	-465	578	722
总股本(万股)	16,500	20,170	20,170	20,170	20,170
每股收益(元)	0.41	0.37	0.04	0.17	0.21
每股净资产(元)	3.55	4.31			
净资产收益率	14.06%	7.37%			

天相投资顾问有限公司投资评级说明

判断依据:

投资建议根据分析师对该股票在12个月内相对天相流通指数的预期涨幅为基准。

	投资建议	预期个股相对天相流通指数涨幅
1	买入	>15%
2	增持	5---15%
3	中性	(-) 5%--- (+) 5%
4	减持	(-) 5%--- (-) 15%
5	卖出	< (-) 15%

重要免责声明

报告所引用信息和数据均来源于公开资料，天相投顾分析师力求报告内容和引用资料和数据客观与公正，但不对所引用资料和数据本身的准确性和完整性作出保证。报告中的任何观点与建议仅代表报告当日的判断和建议，仅供阅读者参考，不构成对证券买卖的出价或询价，也不保证对作出的任何建议不会发生任何变更。阅读者根据本报告作出投资所引致的任何后果，概与天相投资顾问有限公司及分析师无关。

本报告版权归天相投顾所有，为非公开资料，仅供天相投资顾问有限公司客户使用。未经天相投顾书面授权，任何人不得以任何形式传送、发布、复制本报告。天相投顾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。

天相投资顾问有限公司

北京富凯	地址：北京市西城区金融大街 19 号富凯大厦 B 座 701 室 电话：010-66045566 传真：010-66573918 邮编：100140
北京新盛	地址：北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 4 层 电话：010-66045566；66045577 传真：010-66045500 邮编：100140
北京德胜园	地址：北京市西城区新街口外大街 28 号 A 座五层 电话：010-66045566 传真：010-66045700 邮编：100088
上海天相	地址：上海浦东南路 379 号金穗大厦 12 楼 D 座 电话：021-58824282 传真：021-58824283 邮编：200120
深圳天相	地址：深圳市福田区深南大道 6033 号金运世纪大厦 22A 电话：0755-83234800 传真：0755-83234800 邮编：518040
山东天相	地址：济南市高新区华龙路 1825 号嘉恒商务大厦 A 座 1005 室 电话：0531-88162375 传真：0531-88162317 邮编：250100