

湘财证券研究所

农林牧渔研究小组

于青青

Tel: 021-68634518-8306

E-Mail: yqq2836@xcsc.com

朱毅

Tel: 021-68634518-8638

E-Mail: zy2831@xcsc.com

事件：

公司 4 月 1 日晚发布 2009 年年报，年报显示，公司 2009 年公司收入和净利润分别为 9.05 亿元和 7 百万元，较 08 年同比分别下降了 33.5% 和 90.6%。公司 2009 年 eps 为 0.035 元。

点评：

公司 09 年营业收入和净利润大幅下降来自于苹果汁价格的大幅走低。由于近年来行业产能规模大幅增加，导致了堆积大量库存，加之金融危机的影响，2009 年全球浓缩果汁市场价格出现了大幅下降，下降幅度高达 50%。2009 年鉴于商品果市场需求强劲，果农加大了对果树的管理和技术投入，使得在苹果供应结构中，鲜食苹果比例增加，供加工的苹果原料供应比例相对减少，使得苹果原料价格相对较高，从而使得公司果汁业务的毛利率从 08 年的 30.74% 下滑到 19.42%。

苹果汁价格上涨可期。我们认为未来苹果汁价格上涨的原因有三，一、我国是世界第一苹果种植国，08 年我国苹果产量为 2984.66 万吨，占全球产量的 48.11%。其中山东产量为 763.18 万吨，占总产量 25.57%，陕西产量为 745.51 万吨，占总产量 24.98%。由于 09 年是我国苹果小年，出现减产情况，其中山东地区苹果减产较为严重，预计减产幅度将达到 10%-15%，而河南、河北、辽宁等地区的减幅预计在 3%-5%。二、08 年浓缩苹果汁价格大跌使得果汁加工厂基本处于亏损状态，所以 2008/2009 榨季我国苹果汁的产量仅为 80 万吨，与上一榨季相比减幅达到 34%。此次减产帮助消化了 2007/2008 榨季大量的库存。根据 USDA 统计数据显示，2009 年初，我国的浓缩苹果汁的库存已经从 30 万吨下降到了 14 万吨，降幅为 53.33%。三、由于国外多饮用混合果汁，目前橙汁价格出现了快速的上涨，截止到 2010 年 3 月 31 日，NBYOT 的橙汁价格已经上涨至 135 美分/磅，和苹果汁的差价扩大已扩大到 1000 美元以上，果汁制造商为了节约成本会使用部分苹果汁来代替橙汁，从而加大苹果汁的需求。目前低酸度苹果汁已经从年前的 800 美元/吨上涨到 920 美元/吨，而高酸度苹果汁已经站上 1000 美元/吨。

公司业绩受价格影响较大。公司于 09 年 9 月 10 日发布公告，收购新湖滨控股有限公司股权，成为该公司的控股股东。公司在收购新湖滨之前的苹果汁加工能力为 430 吨/小时，对应浓缩苹果汁的产能可达到 14.5 万吨。由于新湖滨公司的产能为 130 吨/小时，则公司目前能生产加工苹果汁的产能已经达到 560 吨/小时，约占全国产能的 11.3%。我们预计公司 10 年、11 年和 12 年浓缩苹果汁销量分别为 12.35、12.35 和 13.50 万吨，为公司创造营业收入分别为 9.81、10.34 和 10.85 亿元。

盈利预测。我们预计公司 10 年、11 年和 12 年的营业收入分别为 9.98 亿元、10.55 亿元和 11.10 亿元，归属母公司的利润分别为 5.1 千万元、7.7 千万元和 6.5 千万元。对应 10 年、11 年和 12 年的 eps 为 0.25 元、0.38 元和 0.32 元。考虑到浓缩苹果汁行业对苹果汁价格的波动弹性非常大，苹果汁价格上涨和下跌对公司的盈利带来非常显著的影响。我们依然维持“增持”评级。

风险提示：苹果汁价格下跌、食品安全、汇率波动。

图 1 2008 年全球前八大苹果生产国产量

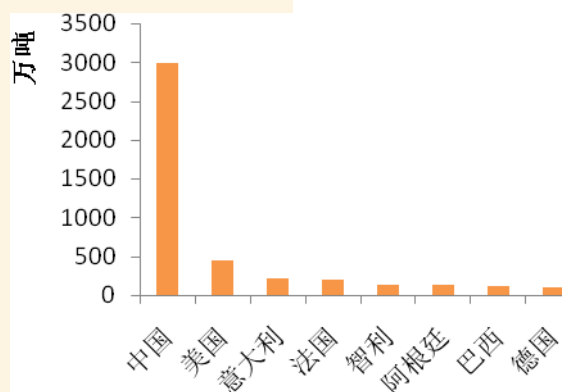
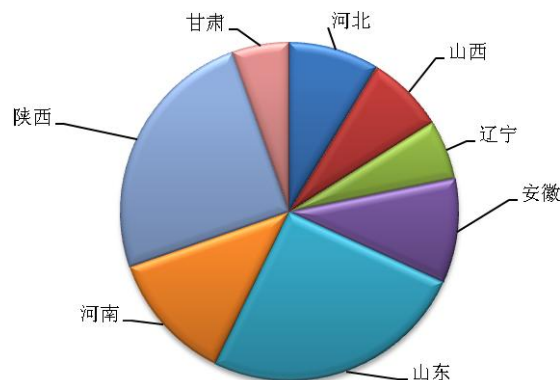


图 2 我国苹果产量分布情况



数据来源：湘财证券研究所

图 3 我国历年苹果汁价格

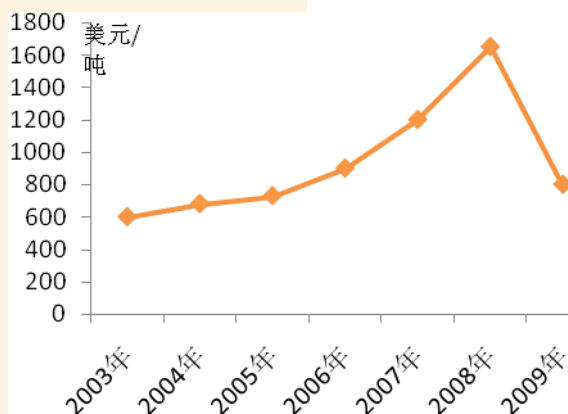
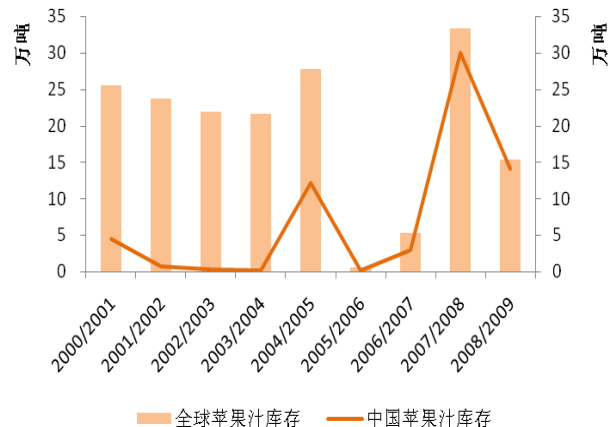


图 4 全球和中国苹果汁库存



数据来源：湘财证券研究所

图 5 NYBOT 橙汁期货价格上涨强劲

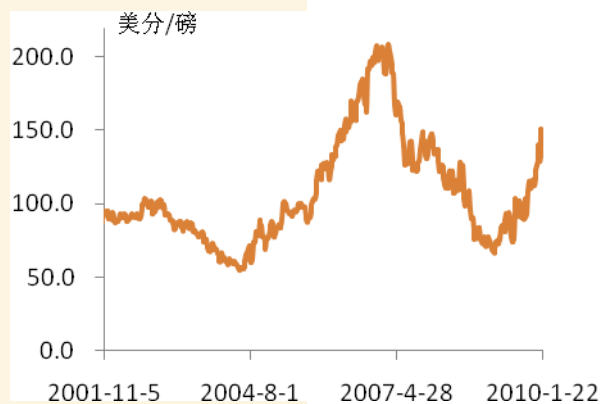
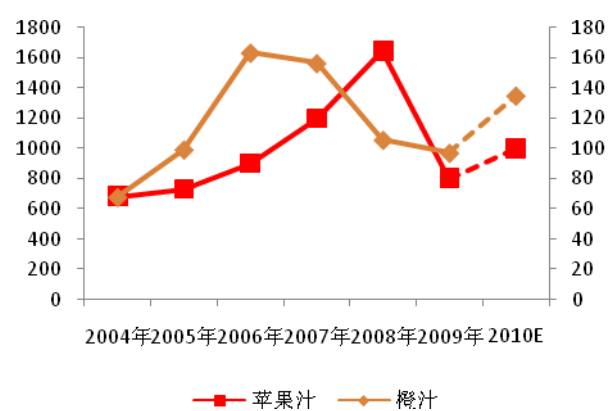


图 6 橙汁价格上涨刺激苹果汁价格上涨



数据来源：湘财证券研究所

表 1 三张表预测

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	910	1052	1328	1462	营业收入	905	998	1055	1110
现金	214	184	580	490	营业成本	728	730	745	795
应收账款	103	77	99	96	营业税金及附加	5	4	4	4
其他应收款	22	22	24	25	营业费用	87	95	93	98
预付账款	8	11	10	11	管理费用	57	68	61	64
存货	563	757	614	839	财务费用	14	25	35	40
其他流动资产	0	0	0	0	资产减值损失	5	0	0	1
非流动资产	720	642	596	556	公允价值变动收	0	0	0	0
长期投资	31	0	0	0	投资净收益	-2	0	1	2
固定资产	615	571	522	474	营业利润	8	76	117	109
无形资产	45	43	47	54	营业外收入	3	2	3	3
其他非流动资产	29	27	28	28	营业外支出	4	4	4	4
资产总计	1630	1694	1924	2018	利润总额	7	74	116	107
流动负债	527	542	705	739	所得税	5	21	29	27
短期借款	317	325	480	500	净利润	2	53	87	80
应付账款	61	99	103	105	少数股东损益	-5	2	10	15
其他流动负债	149	118	122	134	归属母公司净利润	7	51	77	65
非流动负债	6	2	2	2	EBITDA	87	153	204	200
长期借款	2	2	2	2	EPS (元)	0.04	0.25	0.38	0.32
其他非流动负	4	0	0	0	主要财务比率				
负债合计	533	544	707	741	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
少数股东权益	92	94	104	119	成长能力				
股本	202	202	202	202	营业收入	-33.5%	10.2%	5.8%	5.2%
资本公积	595	595	595	595	营业利润	-92.9%	876.7%	54.5%	-7.4%
留存收益	207	258	314	360	归属于母公司净利润	-90.6%	620.2%	50.4%	-14.9%
归属母公司股东权益	1005	1056	1112	1157	获利能力				
负债和股东权益	1630	1694	1924	2018	毛利率 (%)	19.6%	26.9%	29.4%	28.3%
现金流量表					净利率 (%)	0.8%	5.1%	7.3%	5.9%
单位: 百万元					ROE (%)	0.7%	4.8%	6.9%	5.6%
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	ROIC (%)	0.6%	5.6%	10.3%	8.7%
经营活动现金流	144	-51	301	-43	偿债能力				
净利润	2	53	87	80	资产负债率 (%)	32.7%	32.1%	36.8%	36.7%
折旧摊销	65	52	51	51	净负债比率 (%)	59.84%	60.16%	68.15%	67.77%
财务费用	14	25	35	40	流动比率	1.73	1.94	1.88	1.98
投资损失	2	0	-1	-2	速动比率	0.66	0.54	1.01	0.84
营运资金变动	56	-161	123	-210	营运能力				
其他经营现金	4	-20	5	-3	总资产周转率	0.53	0.60	0.58	0.56
投资活动现金流	-99	39	-5	-7	应收账款周转率	8	10	10	10
资本支出	57	0	0	0	应付账款周转率	7.80	9.16	7.36	7.63
长期投资	-42	-40	0	0	每股指标 (元)				
其他投资现金	-84	-1	-5	-7	每股收益 (最新摊薄)	0.04	0.25	0.38	0.32
筹资活动现金流	-55	-18	100	-41	每股经营现金流 (最新摊薄)	0.72	-0.25	1.49	-0.21
短期借款	-154	8	155	20	每股净资产 (最新摊薄)	4.98	5.23	5.51	5.74
长期借款	0	0	0	0	估值比率				
普通股增加	0	0	0	0	P/E	475.74	66.06	43.92	51.58
资本公积增加	0	0	0	0	P/B	3.36	3.19	3.03	2.91
其他筹资现金	99	-26	-55	-61	EV/EBITDA	41	23	17	18
现金净增加额	-10	-30	396	-90					

数据来源: 湘财证券研究所

湘财证券投资评级体系

买入：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性：未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

卖出：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。

市场比较基准为沪深 300 指数。

重要声明

本研究报告仅供湘财证券有限责任公司的客户使用。

本报告由湘财证券有限责任公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。湘财证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。

在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见仅供参考，并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司及其关联机构、雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

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。

本报告版权归湘财证券所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“湘财证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。