



09/10 轧季完成去库存化，更看好 10/11 轧季

——国投中鲁（600962）年报点评及调研简报

分析师

郭怡娴：

☎(0755) 83515613

✉ guoyx@cgws.com

执业证书编号：S1070109051382

要点：

►报告期内，公司实现营业收入9.05 亿元，比上年同期下降33.48%；实现利润总额724.47 万元，比上年同期下降93.09%；实现归属于上市公司股东的净利润708.88 万元，比上年同期下降90.56%，实现每股收益0.035 元/股。

►09年出口价格大幅下跌导致公司业绩锐减：2009年我国浓缩苹果汁出口数量80万吨，总金额65550万美元，平均价格819.38美元/吨，与去年同期相比出口数量增加15.4%，金额减少42%，均价下降49.97%。

►08下半年以来波兰浓缩苹果汁行业渐渐复苏：008年以前在中国低价浓缩苹果汁的冲击下，行业呈萎缩状态。金融危机后半期以来，伴随着波兰货币08年7月开始贬值，优质廉价的波兰苹果汁直接导致中国浓缩苹果汁价格迅速失去价格优势。

►苹果汁价格历史上波动较大，后市温和上涨概率较大：苹果汁价格历史上呈现出较大的波动性，2010 年，浓缩苹果汁的价格将从谷底回升，调整持续时间长短与全球经济形势走向、生产商的自律力度等因素息息相关。我们认为后市价格呈现温和上涨的可能性较大。

►09/10轧季完成去库存化，更看好10/11轧季：09/10轧季，整个行业结转上轧季库存20-30万吨，加上产量60-65万吨，那么总供给在85-90万吨，09/10轧季将实现去库存化，但原料价格的供应不足和价格上涨直接压缩了加工环节的利润。

►收购兼并将提升行业的集中度和行动的一致性：行业主要面临国内过大产能带来的内部竞争。行业整合通过收购、兼并或控股为主，或以相互参股为辅来实施联合扩产，通过提升行业的集中度和行动的一致性，来谋求行业的理性发展。

►盈利预测：预计公司 10 和 11 年每股收益分别为 0.12 元和 0.20 元，维持公司中性的投资评级。

►风险提示：人民币潜在的升值压力给所有出口型企业带来的巨大风险依然存在，此外，受全球经济低迷影响，2010 年出口贸易将面临更多贸易保护主义压力。贸易壁垒仍将存在，并且可能更加苛刻。

投资评级：中性（维持）

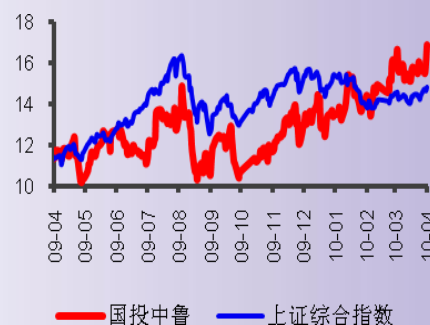
市场数据：当前股价 19.88

总市值（亿元）	33.72
流通市值（亿元）	26.53
总股本（万股）	20170
流通股本（万股）	15870
12个月最高/最低	9.92/16.85

公司盈利预测

单位：万元	2009	2010E	2011E
主营业务收入	90545	97032	123619
(+/-%)	-33.5%	7.2%	27.4%
净利润	-33.5%	7.2%	27.4%
(+/-%)	-90.6%	236.2%	69.9%
摊薄每股收益	0.035	0.118	0.201
PE	475.7	141.5	83.3

食品饮料行业相对大盘走势



相关报告

《国投中鲁（600962）：08 年业绩超预期，09 年最困难一年》2009. 4. 16

独立声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。



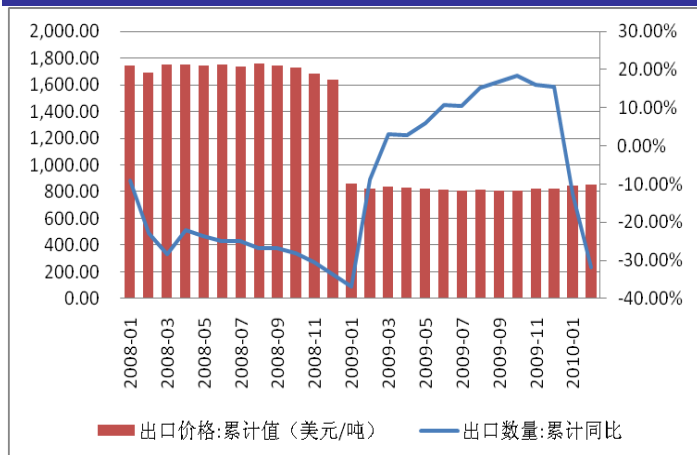
1、2009 年浓缩苹果汁出口价格大幅下跌

图 1、2008 年以来浓缩苹果汁当月出口数量和价格情况



数据来源：WIDN 长城证券研究所

图 2、2008 年以来浓缩苹果汁累计出口价格和出口数量情况



数据来源：WIND 长城证券研究所

2009 年我国浓缩苹果汁出口数量 80 万吨，总金额 65550 万美元，平均价格 819.38 美元/吨，与去年同期相比出口数量增加 15.4%，金额减少 42%，均价下降 49.97%。2010 年前两月，我国浓缩苹果汁出口数量 9 万吨，总金额 7640 万美元，平均价格 849 美元/吨，与去年同期相比出口数量减少 31.9%，金额减少 33.6%，均价上升 3.26%。

2、08 年下半年以来波兰浓缩苹果汁行业渐渐复苏

图 3、2006-2008 年波兰浓缩苹果汁分国别出口量（万吨）

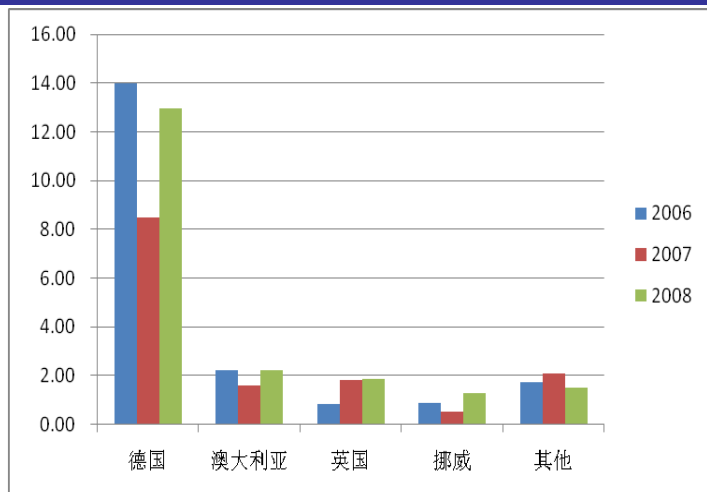
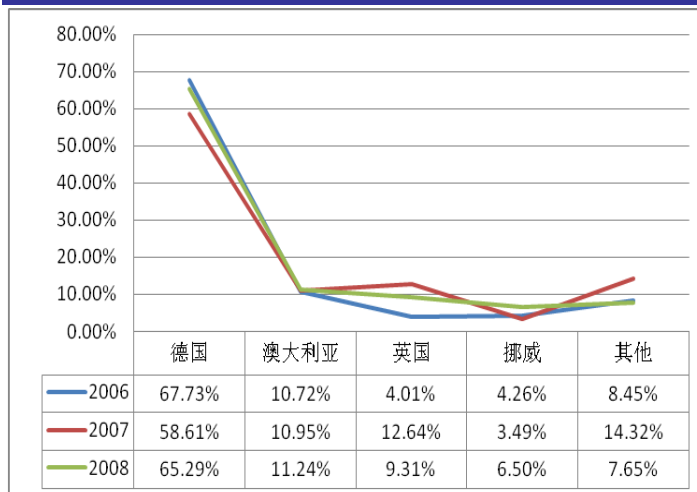


图 4、2006-2008 年波兰浓缩苹果汁出口分国别出口占比



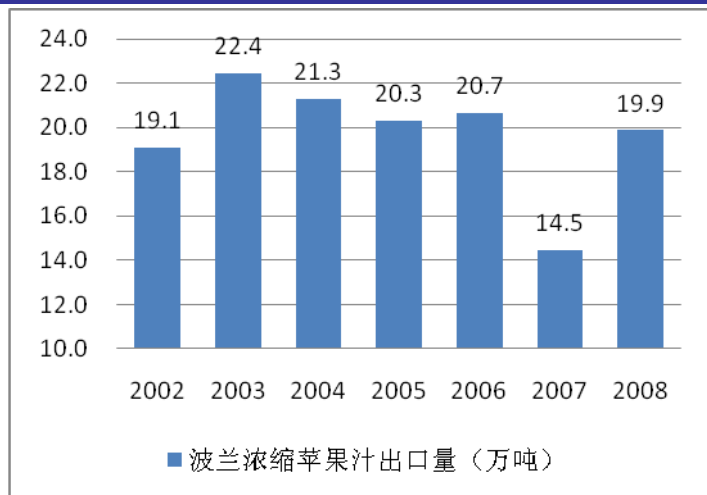


数据来源：中国浓缩果汁信息网 长城证券研究所

数据来源：中国浓缩果汁信息网 长城证券研究所

波兰是世界第二大浓缩苹果汁出口国，主要面向欧洲市场出口，前四大出口国德国、澳大利亚、英国和挪威占到总出口量的90%左右。波兰主要生产高酸苹果汁，在欧洲市场享受零关税。

图 5、2002-2008 年波兰浓缩苹果汁出口量情况



数据来源：中国浓缩果汁信息网 长城证券研究所

图 6、2007 年以来波兰兑美元汇率走势

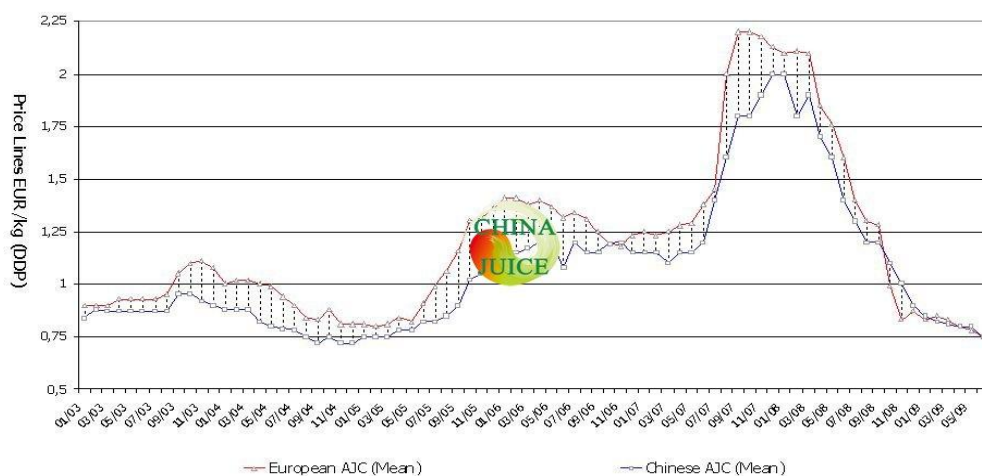


数据来源：bloomberg 长城证券研究所

2008年以前在中国低价浓缩苹果汁的冲击下，行业呈萎缩状态。金融危机后半期以来，随着波兰货币贬值以及波兰政府对于苹果种植户20欧元/吨的补贴，波兰浓缩苹果汁呈复苏态势。

如下图所示，伴随着波兰货币08年7月开始贬值，优质廉价的波兰苹果汁直接导致中国浓缩苹果汁价格迅速失去价格优势。

图 7、2003 年 1 月至 2009 年 6 月欧洲和中国浓缩苹果汁价格比较 (欧元/千克)



数据来源：中国浓缩果汁信息网 长城证券研究所



3、苹果汁价格历史上波动较大，后市温和上涨概率较大

苹果汁价格历史上呈现出较大的波动性。91-97 呈上涨趋势，97 年见顶，达到 1700 美金；97-03 进入下降周期，03 年见底，达到 480 美金；03-07 进入上涨周期，07 年见顶，达到 2000 美金；2008 急剧跳水，最低达到 600-650 美金的低点。

全球经济走势、发达国家居民消费能力将是影响浓缩苹果汁需求变化的最主要因素。联合国于1 月21 日发布了《2010 年世界经济形势与展望》报告预测，如果目前的刺激经济政策得以持续，全球经济将在2010 年缓慢复苏，实现2.4%的低速增长。世界经济和国际贸易的回暖，使得我国2010 年出口形势呈现企稳向好势头。

新轧季以来价格呈温和上涨态势，目前签单价格达到 850 美元/吨左右。2010 年，金融危机的后续效应还将继续存在，浓缩苹果汁的需求处于缓慢上升的态势。2010 年，浓缩苹果汁的价格将从谷底回升，调整持续时间长短与全球经济形势走向、生产商的自律力度等因素息息相关。我们认为后市价格呈现温和上涨的可能性较大。

4、09/10 轧季完成去库存化，更看好 10/11 轧季

作为全球第二大贸易果汁，年贸易量稳定在 150 万吨左右，仅次于橙汁 200-220 万吨。08/09 轧季，行业结转库存 25 万吨，产量 70 万吨，需求 70 万吨。09/10 轧季，整个行业结转上轧季库存 20-30 万吨，加上产量 60-65 万吨，那么总供给在 85-90 万吨。浓缩苹果汁作为一种价格相对便宜的基础饮料配料，需求相对刚性。伴随着外围经济的复苏，需求也将逐步复苏，09/10 轧季将实现完全去库存化。

由于 08/09 轧季浓缩苹果汁价格大幅下跌，加工用果价格也大幅下跌，果农亏损。09 年果农为保鲜果降低加工果而进行剪枝导致原料供应不足。新轧季东部苹果原料价格超过 800 元每吨，西部达到 600-700 元每吨。原料价格的供应不足和价格上涨直接压缩了加工环节的利润。

今年加工用果的旺销将促进下个轧季原料供给的充足，同时我们更看好 10/11 轧季的行业需求。



5、收购兼并将提升行业的集中度和行动的一致性

中国的浓缩苹果汁行业在经历十年的快速发展之后，从 2008 年开始，金融危机导致浓缩苹果汁价格下跌。目前中国浓缩苹果汁行业面临波兰、南美等其他生产国家汇率贬值行业复苏的竞争，而中国国内过大产能带来的内部竞争将更加严峻。

行业的整合通过收购、兼并或控股为主，或以相互参股为辅来实施联合扩产，通过提升行业的集中度和行动的一致性，来谋求行业的理性发展。

6、盈利预测和风险提示

预计公司 10 和 11 年每股收益分别为 0.12 元和 0.20 元，维持公司中性的投资评级。

人民币潜在的升值压力给所有出口型企业带来的巨大风险依然存在，此外，受全球经济低迷影响，2010 年出口贸易将面临更多贸易保护主义压力。

贸易壁垒仍将存在，并且可能更加苛刻。



盈利预测

利润表 (万元)	2009A	2010E	2011E	主要财务指标	2009A	2010E	2011E
营业收入	90545	97032	123619	成长性			
营业成本	72765	74714	92739	营业收入增长	-33.5%	7.2%	27.4%
销售费用	8730	9000	11000	营业成本增长	-23.1%	2.7%	24.1%
管理费用	5683	6000	7000	营业利润增长	-92.9%	350.2%	69.9%
财务费用	1410	1664	3154	利润总额增长	-93.1%	383.8%	69.9%
投资净收益	-192	0	0	净利润增长	-90.6%	236.2%	69.9%
营业利润	779	3505	5954	盈利能力			
营业外收支	-54	0	0	毛利率	19.6%	23.0%	25.0%
利润总额	724	3505	5954	销售净利率	0.8%	2.5%	3.3%
所得税	480	526	893	ROE	0.6%	2.1%	3.5%
少数股东损益	-465	596	1012	ROIC	0.5%	3.8%	6.0%
净利润	709	2383	4049	营运效率			
资产负债表 (万元)				销售费用/营业收入	9.6%	9.3%	8.9%
流动资产	91015	120833	152009	管理费用/营业收入	6.3%	6.2%	5.7%
货币资金	21420	48516	61809	财务费用/营业收入	1.6%	1.7%	2.6%
应收帐款	10268	10965	13969	投资收益/营业利润	-24.7%	0.0%	0.0%
应收票据	0	0	0	所得税/利润总额	66.3%	15.0%	15.0%
存货	56313	57530	71409	应收帐款周转率	9.05	9.14	9.92
非流动资产	72000	71178	69749	存货周转率	1.13	1.31	1.44
固定资产	61544	60140	58235	流动资产周转率	0.90	0.92	0.91
资产总计	163015	192011	221758	总资产周转率	0.53	0.55	0.60
流动负债	52671	78642	103947	偿债能力			
短期借款	31704	31704	31704	资产负债率	32.7%	41.3%	47.2%
应付款项	20401	6201	7697	流动比率	1.73	1.54	1.46
非流动负债	645	645	645	速动比率	0.66	0.80	0.78
长期借款	200	200	200	每股指标 (元)			
负债合计	53316	79287	104592	EPS	0.035	0.118	0.201
股东权益	109699	111724	115166	每股净资产	5.44	5.54	5.71
股本	20170	20170	20170	每股经营现金流	0.72	1.12	-1.65
留存收益	80288	81718	84147	每股经营现金/EPS	20.4	9.4	-8.2
少数股东权益	9241	9837	10849	估值	2009A	2010E	2011E
负债和权益总计	163015	191011	219758	PE	475.7	141.5	83.3
现金流量表 (万元)				PEG	3.42	1.02	0.60
经营活动现金流	14444	22496	-33332	PB	3.1	3.0	2.9
其中营运资本减少	20460	12688	-45821	EV/EBITDA	39.20	27.37	21.62
投资活动现金流	-9903	-5006	-5000	EV/SALES	4.08	3.92	3.51
其中资本支出	-5699	-5000	-5000	EV/IC	2.27	2.51	2.08
融资活动现金流	-5533	-953	-1619	ROIC/WACC	0.05	0.36	0.56
净现金总变化	-1004	16537	-39951	REP	46.10	7.04	3.74



研究员介绍及承诺:

郭怡娴: 武汉大学金融学硕士, 2008年加入长城证券, 任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, 在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则, 独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点, 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。

免责声明

本报告由长城证券有限责任公司(以下简称长城证券)向其机构或个人客户(以下简称客户)提供, 除非另有说明, 所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可, 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的证明或依据, 不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发, 需注明出处为长城证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

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他人作出邀请。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。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易, 或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系, 并无需事先或在获得业务关系后通知客户。长城证券有权在发送本报告前使用本报告所涉及的研究或分析内容。

长城证券版权所有并保留一切权利。

投资评级标准:

公司评级

- 强烈推荐——预期未来6个月内股价涨幅超过30%;
- 推荐——预期未来6个月内股价涨幅在10%~30%之间;
- 中性——预期未来6个月内股价涨幅在-10%~10%之间;
- 回避——预期未来6个月内股价跌幅超过10%。

行业评级

- 推荐——预期未来6个月内行业整体表现战胜市场;
- 中性——预期未来6个月内行业整体表现与市场同步;
- 回避——预期未来6个月内行业整体表现弱于市场。



长城证券研究所

地址: 深圳市福田区深南大道 6008 号特区报业大厦 16 层

邮编: 518034

传真: 86-775-83516207

北京办公地址: 北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 9 层

邮编: 100044

传真: 86-10-88366650

网址: <http://www.cgws.com>