



26 August 2010 | 4 pages

国投中鲁(600962)

静待浓缩苹果汁涨价

——国投中鲁半年报点评

金嫣

执业证书编号: S1230209050109

86-21-64718888

zsyj@stocke.com.cn

本报告导读:

- 营收下降30%，净利润下降313%
- 维持“中性”评级

投资要点:

■ 2010年上半年营收下降30%，净利润下降313%

公司2010年上半年实现营业收入3.50亿元，同比下降30%；实现利润总额-2789万元，同比下降410%；实现归属于母公司所有者净利润-2374万元，同比下降313%，EPS-0.118元。

■ 出口量下滑、毛利率下降是业绩下降的主要原因

根据海关统计，2010年上半年国内浓缩苹果汁出口量37万吨，较去年同期下降19.6%；尽管出口价格达到860美元/吨，较09年上半年上涨约45美元/吨，不过2010年上半年主要销售09/10榨季库存，而09年上半年销售08/09榨季库存，由于09/10榨季苹果减产造成原料果收购价大幅提升，而果汁出口提价力度不及成本上升，因此毛利率下降。根据我们测算，国投中鲁上半年销售浓缩苹果汁约6.5万吨，以消化09/10榨季库存为主；毛利率13.65%，较去年同期下降3.22个百分点。公司业绩下降与全行业的不景气相关。

■ 10/11榨季原料果如预期涨价，静待浓缩果汁价格回升

8月份新榨季开始，因苹果减产，国投中鲁、海升果汁等龙头企业原料果收购价达到650元/吨，较上榨季上涨约100元/吨。7月份国内浓缩苹果汁出口报价达到940美元/吨，较6月份大涨70美元/吨，我们认为由于成本提升，未来国内苹果汁加工厂商很有可能大幅提高对外报价。9月中旬中国果汁大会在西安召开，新榨季对外报价将基本确定，我们预计浓缩苹果汁有望回升至1000-1100美元之间。我们此前的敏感性分析认为，浓缩苹果汁上涨100美元，原料果上涨100元的情况下，国投中鲁EPS将增厚0.07元。因此我们假设新榨季出口价1050美元/吨，原料成本650元/吨，公司下半年EPS有望达到0.10元，全年业绩略亏。

■ 维持“中性”评级

预计10-12年EPS分别为-0.02元、0.22元和0.37元，对应PE为-573X、55X和32X，在中性假设条件下，公司相对估值偏高，维持“中性”评级。不过，苹果汁价格涨幅超出预期，将带来公司业绩大幅提升，提醒关注苹果汁价格。

财务摘要(百万元)	2009A	2010E	2011E	2012E
主营收入	905	995	1241	1467
(+/-)	-33%	10%	25%	18%
净利润	7	-4	44	75
(+/-)	-91%	-159%	949%	70%
每股收益(元)	0.04	-0.02	0.22	0.37
P/E	337.17	-572.63	54.60	32.06

评级: 中性

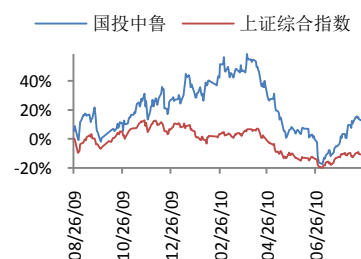
上次评级: 中性

目标价格:

上次预测: ¥0.00

当前价格: ¥11.85

单季度业绩	元/股
2Q/2010	-0.10
1Q/2010	-0.04
4Q/2009	0.02
3Q/2009	-0.03



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

报告撰写人: 金嫣

数据支持人: 张俊宇





附录：三大报表预测值

资产负债表

单位：百万元	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	910	1375	1305	1556
现金	214	299	231	283
应收账款	103	176	157	215
其它应收款	22	27	33	42
预付账款	8	-3	-13	-29
存货	563	875	897	1045
其他	0	0	0	0
非流动资产	720	681	635	599
长期投资	31	10	14	18
固定资产	615	597	547	503
无形资产	45	48	49	51
其他	29	25	25	26
资产总计	1630	2055	1940	2155
流动负债	527	959	805	944
短期借款	317	694	578	599
应付账款	61	166	106	188
其他	149	99	121	157
非流动负债	6	6	6	6
长期借款	2	2	2	2
其他	4	4	4	4
负债合计	533	965	812	951
少数股东权益	92	91	84	92
股本	202	202	202	202
资本公积金	595	595	595	595
留存收益	207	203	247	315
归属母公司股东权益	1005	999	1045	1112
负债和股东权益	1630	2055	1940	2155

现金流量表

单位：百万元	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	144	-263	70	68
净利润	2	-6	37	83
折旧摊销	65	53	54	55
财务费用	14	14	18	13
投资损失	2	1	1	1
营运资金变动	56	-323	-39	-82
其它	4	-2	-0	-2
投资活动现金流	-99	-13	-7	-16
资本支出	57	27	-1	5
长期投资	-42	-20	3	5
其他	-84	-6	-4	-6
筹资活动现金流	-55	361	-132	0
短期借款	-154	377	-116	21
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0
其他	99	-16	-15	-21
现金净增加额	-10	85	-69	52

利润表

单位：百万元	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	905	995	1241	1467
营业成本	728	834	982	1099
营业税金及附加	5	6	7	9
营业费用	87	88	99	110
管理费用	57	59	65	70
财务费用	14	14	18	13
资产减值损失	5	5	3	3
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	-2	-1	-1	-1
营业利润	8	-11	66	161
营业外收入	3	3	3	3
营业外支出	4	1	1	1
利润总额	7	-9	68	163
所得税	5	-3	31	80
净利润	2	-6	37	83
少数股东损益	-5	-2	-7	8
归属母公司净利润	7	-4	44	75
EBITDA	87	56	138	229
EPS (元)	0.04	-0.02	0.22	0.37

主要财务比率

	2009	2010E	2011E	2012E
成长能力				
营业收入	-33.5%	9.9%	24.8%	18.2%
营业利润	-92.9%	-246.0%	482.7%	142.6%
归属母公司净利润	-90.6%	-158.9%	948.8%	70.3%
获利能力				
毛利率	19.6%	16.1%	20.9%	25.0%
净利率	0.8%	-0.4%	3.5%	5.1%
ROE	0.7%	-0.4%	4.2%	6.7%
ROIC	0.6%	0.1%	3.1%	5.9%
偿债能力				
资产负债率	32.7%	47.0%	41.8%	44.1%
净负债比率	59.84%	72.13%	71.44%	63.21%
流动比率	1.73	1.43	1.62	1.65
速动比率	0.66	0.52	0.51	0.54
营运能力				
总资产周转率	0.53	0.54	0.62	0.72
应收帐款周转率	9	7	7	8
应付帐款周转率	7.80	7.37	7.21	7.46
每股指标(元)				
每股收益	0.04	-0.02	0.22	0.37
每股经营现金	0.72	-1.30	0.35	0.34
每股净资产	4.98	4.95	5.18	5.51
估值比率				
P/E	337.17	-572.63	54.60	32.06
P/B	2.38	2.39	2.29	2.15
EV/EBITDA	29.29	45.90	18.46	11.18

资料来源：港澳资讯、浙商证券研究所





浙商证券

浙商证券研究服务团队

服务 毛亚莉 +86 21 6431 8893 maoyali@stocke.com.cn	服务 魏志羽 +86 21 6471 8888-1106 weizhiyu@stocke.com.cn	服务 徐路鹏 +86 21 6471 8888-1700 xulupeng@stocke.com.cn	服务 张燕华 +86 21 6471 8888-1287 zhangyanhua@stocke.com.cn
服务 金肖男 +86 21 6471 8888-1824 jinxn@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			

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 李瑞 +86 21 6471 8888-1211 lirui@stocke.com.cn	策略研究 王伟俊 +86 21 6471 8888-1277 wangweijun@stocke.com.cn
策略研究 张延兵 +86 21 6431 8952 zhangyanbing@stocke.com.cn			

行业研究团队

房地产行业 戴方 +86 21 6471 8888-1219 daifang@stocke.com.cn	银行业金融行业 黄薇 +86 21 6471 8888-1813 huangwei@stocke.com.cn	中药 生物制药行业 金嫣 +86 21 6471 8888-1241 jinyan@stocke.com.cn	大宗医药行业 姜恩铸 +86 21 6471 8888-1121 jiangenzhu@stocke.com.cn
农林牧渔行业 张俊宇 +86 21 6471 8888-1801 zhangjunyu@stocke.com.cn	食品、饮料行业 葛越 +86 21 6471 8888-1281 geyue@stocke.com.cn	家电、传媒行业 刘迟到 +86 21 6471 8888-1225 Liuchidao@stocke.com.cn	电力设备行业 史海昇 +86 21 6471 8888-1737 shihaiseng@stocke.com.cn
汽车行业 马春霞 +86 21 6471 8888-1270 machunxia@stocke.com.cn	机械行业 许光兵 +86 21 6471 8888-1805 xuguangbing@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
有色行业 林建 +86 21 6471 8888-1286 linjian@stocke.com.cn	钢铁行业 范飞 +86 21 6471 8888-1119 fanfei@stocke.com.cn	交通运输行业 李冬 +86 21 6471 8888-1807 lidong@stocke.com.cn	商贸行业 程艳华 +86 21 6471 8888-1212 chengyanhua@stocke.com.cn
旅游行业 王禾 +86 21 6471 8888-1740 wanghe@stocke.com.cn	通信行业 徐昊 +86 21 6471 8888-1702 xuhao@stocke.com.cn	公用事业行业 袁佳平 +86 21 6471 8888-1814 yuanjiaping@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

浙商证券研究所：<http://research.stocke.com.cn>

