

增持(首次)

度过低谷 前景可期

当前价格: 13.74 元

报告摘要:

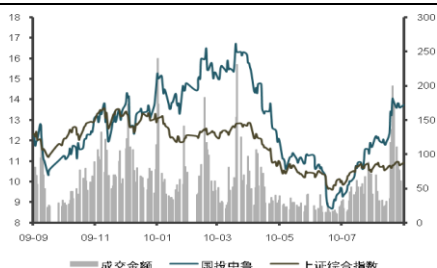
市场数据

食品饮料指数	5304
三个月涨跌幅	21.2%
上证综合指数	2688
沪深300指数	2962

基础数据

每股净资产(元)	4.86
资产负债率(%)	23.6%
总股本(百万)	202
流通股(百万)	159

相对股价表现



相关研究

研究员:

李项峰 (S0120109030554)

8621-68761616-8316

Lixf@tebon.com.cn

刘晓华

8621-68761616-8515

Liuxh@tebon.com.cn

德邦证券有限责任公司

上海市福山路500号城建国际中心26

楼,200122

http://www.tebon.com.cn

浓缩苹果汁市场空间巨大,行业正逐步度过低谷期:世界苹果汁消费量将保持稳定增长态势。一方面,欧美等发达地区果汁消费保持稳定;另一方面,中国等发展中国家果汁消费兴起。丰富的苹果资源和低廉的劳动力成本使得中国苹果汁极具竞争优势。我国浓缩苹果汁将面临更多的发展机遇,整体市场前景趋好。我们认为,行业低谷也促成了整个行业存在整合和快速发展的机会,行业内优势企业将在度过前期低谷后迈入快速增长通道。

下半年出口低位回暖:受金融危机影响,市场需求锐减,国内苹果汁出口价格一度跌至600美元/吨,且一直在低位彷徨。今年上半年浓缩苹果汁的平均单价约为858美元/吨,上升近7%。下半年经济恢复,受原材料上涨和国外客户回补库存需求推动,并基于日益扩大的苹果汁和橙汁价差,我们认为,浓缩苹果汁行业低位回暖趋势正在形成,预计10年下半年价格有望攀上1000-1200美元/吨,能带动11年及之后盈利的增长。

低谷期逆势飞扬,外延式步伐加快:在行业低谷期,公司通过兼并收购扩大了近6万吨产能增强了公司行业地位并获得规模效益,通过不断推进科技创新,积极开拓以浓缩苹果汁为中心业务的多种经营格局,增加毛利。果渣循环经济也为公司未来带来新的利润增长点。

风险提示:面临原料市场和产品市场的压力。公司绝大多数原材料是通过向农户采购的方式获得,上游原材料的价格波动巨大(08/09榨季由于浓缩苹果汁的市场价格低迷,原料苹果收购成本仅为300元/吨,但现在价格已大幅上涨),给公司经营带来较大的成本压力;出口方面受到来自于波兰的挑战。

盈利预测及投资评级:我们预计2010-12年公司营业收入分别为9.5亿元/11.4亿元/13.1亿元,同比分别增长5%、20%、15%;归属于母公司所有者的净利润分别为0.01亿元/0.46亿元/0.79亿元;EPS分别为0.01元/0.23元/0.39元。基于对公司未来的预期,我们首次给予“增持”评级。

重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2009	2010	2011	2012	2013	2014
营业收入	905	951	1141	1312	1509	1735
收入同比(%)	-33.5%	5.0%	20.0%	15.0%	15.0%	13.0%
归母公司净利润	7	1	46	79	96	113
净利润同比(%)	-90.6%	-82.7%	3616.7%	72.7%	22.2%	17.6%
毛利率(%)	19.6%	17.8%	22.5%	25.0%	25.0%	25.0%
ROE(%)	0.7%	0.1%	4.3%	6.9%	7.8%	8.4%
EPS(元)	0.04	0.01	0.23	0.39	0.48	0.56

请务必阅读正文后的免责条款部分

目录

1. 浓缩苹果汁市场空间巨大.....	1
2. 下半年出口市场从低位回暖.....	2
3. 行业集中度将进一步提高.....	4
4. 低谷期逆势飞扬，外延式步伐加快.....	5
5. 风险分析：上游苹果原材料价格波动大.....	6
6. 盈利预测.....	7

图表目录

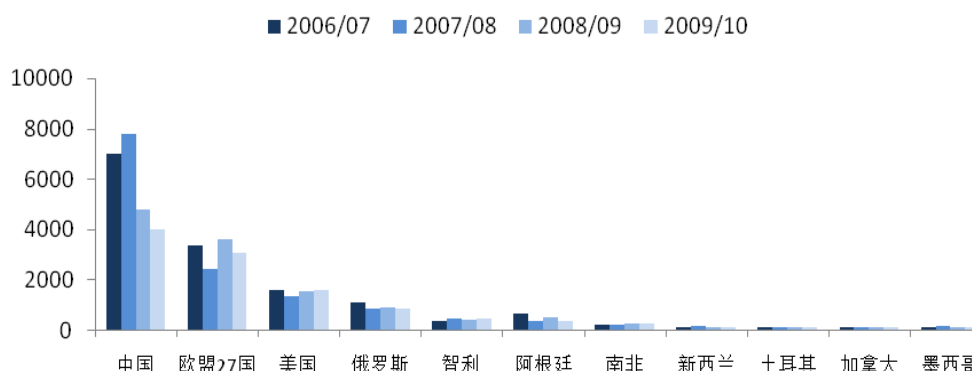
图表 1 各国历年加工苹果产量（1000 吨）	1
图表 2 各国历年浓缩苹果汁产量（1000 吨）	1
图表 3 公司股权和下属公司情况.....	2
图表 4 历年浓缩苹果汁出口价格（美元/吨）	3
图表 5 (ICE)橙汁期货收盘价（美分/磅）	3
图表 7 浓缩苹果汁加工公司历年销售收入（亿元）	5

1. 浓缩苹果汁市场空间巨大

发达国家对健康营养饮品需求不断在增长。全球市场上，橙汁是最受欢迎的果汁，贸易量约200万吨。作为世界第二大果汁的苹果汁，约占果汁消费市场20%的份额，销售市场主要分布于发达国家，并在德国、瑞士、奥地利等国家，一直占据榜首。世界浓缩苹果汁产量09年达到136万吨，十年的复合增长率约为6%，国际市场需求长期以来一直保持稳步增长态势。

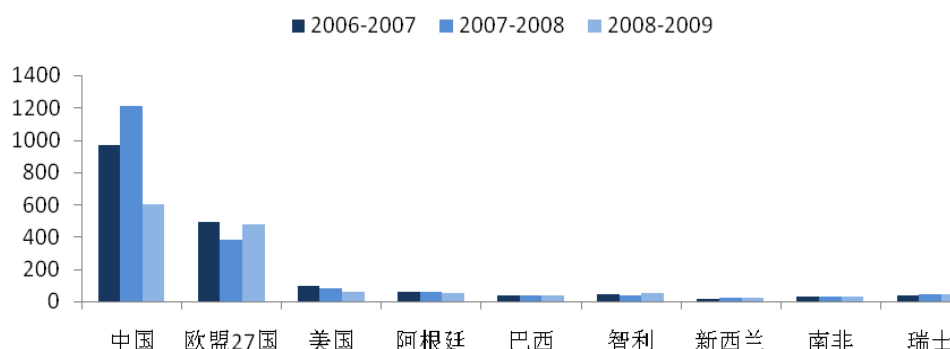
随着国民经济的发展，人民生活水平的不断提高，发展中国家潜在的巨大消费市场也将极大拉动果汁消费量的增长。在中国，果汁饮料成为非酒类牛奶类饮料之中成长最快的饮料。同国际水平相比，我国的果汁饮料消费水平还处于初级阶段，目前人均年消费水平还不到1公斤，不足世界人均果汁饮料消费量的1/10，如果按世界平均消费量计算，中国果汁饮料的市场容量可达910万吨，这表明，以苹果汁为代表的果汁饮料在中国仍有巨大的发展空间。

图表 1 各国历年加工苹果产量（1000 吨）



资料来源：德邦研究

图表 2 各国历年浓缩苹果汁产量（1000 吨）



资料来源：德邦研究

中国苹果原料充足，产量占据半壁江山居世界第一，且种植面积还在扩大。苹果生产属于劳动密集型行业，丰富的苹果资源和低廉的劳动力成本使中国浓缩苹果汁极具竞

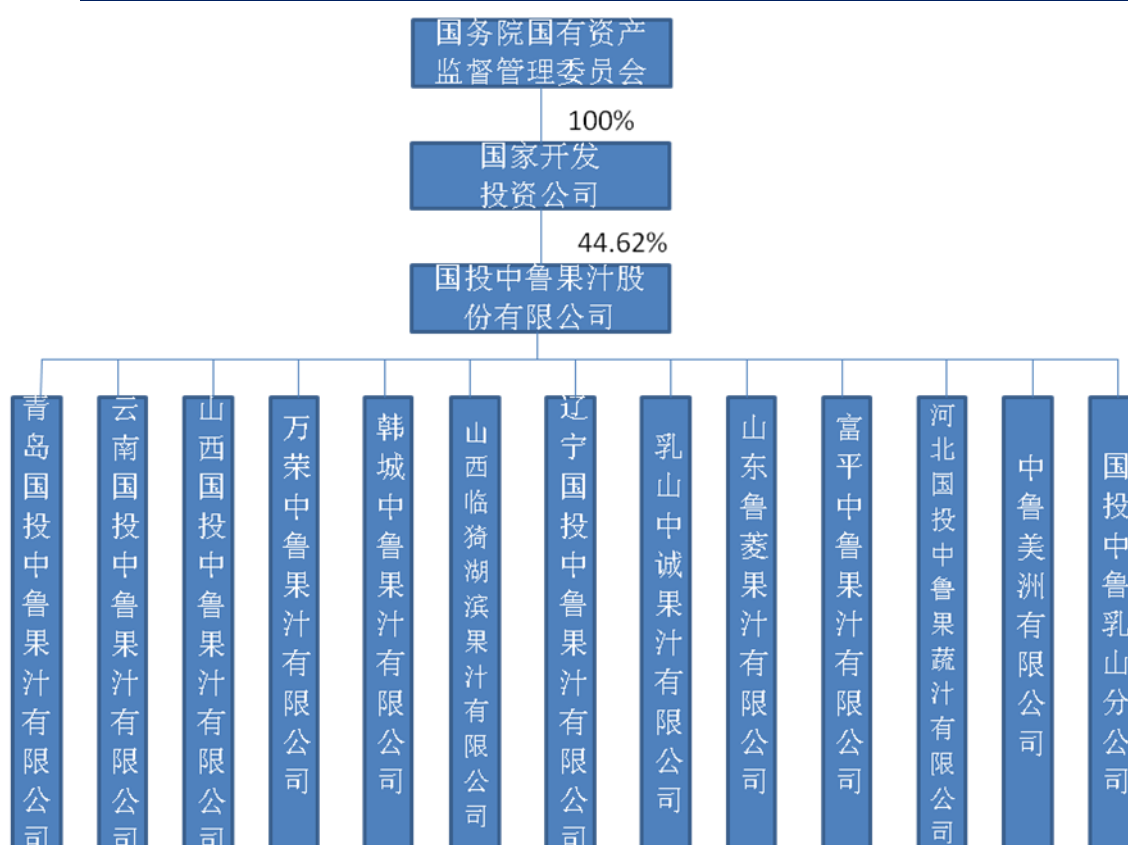
争优势。

整体来看，未来几年，我国浓缩苹果汁将面临更多的发展机遇，整体市场前景向好。

2. 下半年出口市场从低位回暖

公司属于中国苹果汁加工行业中的重点龙头企业，其业务主要分为生产及销售两大部分，每年的8-12月份为榨季，其余非榨季时间主要是存货的销售工作。公司目前下属浓缩果蔬汁加工企业10家、物流仓储公司1家（青岛国投中鲁果汁有限公司）、海外销售公司1家（在美国洛杉矶投资成立的中鲁美洲有限公司），分公司1家（国投中鲁乳山分公司）。

图表 3 公司股权和下属公司情况



资料来源：德邦研究

公司93%的收入来自于出口。从产量来看，出口量达到10万吨，约占总产量的67%。由于欧洲主权债务危机，公司出口由原来的美国、欧盟、日本三分格局转变为由目前的美国占比40-50%、欧盟20-30%、日本30%，为积极开拓美洲市场，公司在美国设立了自己的销售分公司中鲁美洲有限公司。

目前最大出口国美国和我们是实行浓缩苹果汁的零税率。2009年6月，浓缩苹果汁出

口退税率再次上调，由原出口退税13%提高至15%，公司直接受益。

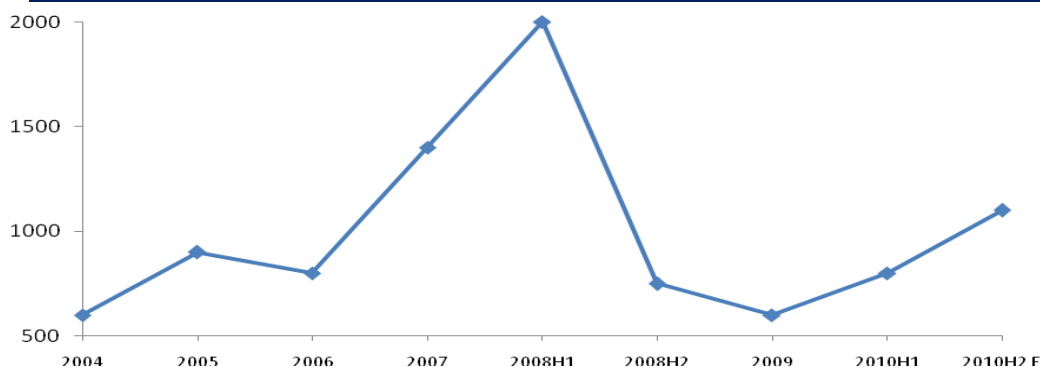
公司的主要客户是三菱、可口可乐、百事，卡夫，雀巢、嘉吉等知名大企业，一般采取的是货到一至三个月内付款，即便在金融危机情况下，货款回收风险也比较低。但是知名的饮料商客户不可能给果汁原料商太高的利润。

2007年，橙汁和苹果汁价差过大刺激了苹果汁替代橙汁升温，浓缩苹果汁出口价格普遍在1400美元/吨以上。2008年初，最高达到2000美元/吨，但是在金融危机后，随着市场需求的减少，国外浓缩苹果汁市场需求萎缩，2008年底国外浓缩苹果汁价格下跌到750美元/吨。到2009年一季度下降到600美元/吨，随全球经济逐步复苏，国外浓缩苹果汁市场需求逐渐增加，价格到2009年底恢复到2006年的水平，为800美元/吨左右。在量方面，由于07年的大幅生产，积累了较多的库存，08年和09年主要是在消耗库存，到今年国外客户有回补库存需求。

我们看到，冰冻橙汁价格近一年涨幅近60%，这使得橙汁和苹果汁价差持续扩大，基于苹果汁对橙汁替代效应，未来苹果汁的价格预计会进一步推高。

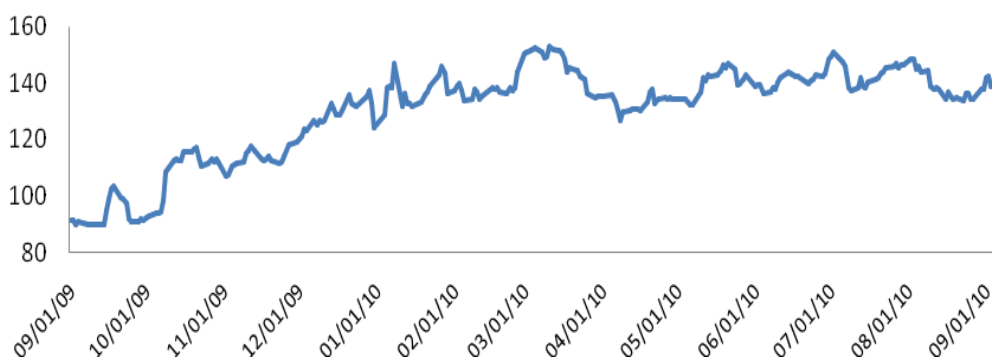
今年上半年浓缩苹果汁平均单价约为858美元/吨，上升近7%。受原材料上涨和国外客户回补库存需求推动，并基于苹果汁对橙汁替代效应，我们认为，浓缩苹果汁行业低位回暖趋势正在形成，预计10年下半年价格有望攀上1000-1200美元/吨，并能带动11年以及12年盈利的增长。

图表 4 历年浓缩苹果汁出口价格（美元/吨）



资料来源：德邦研究

图表 5 (ICE) 橙汁期货收盘价（美分/磅）



资料来源：德邦研究

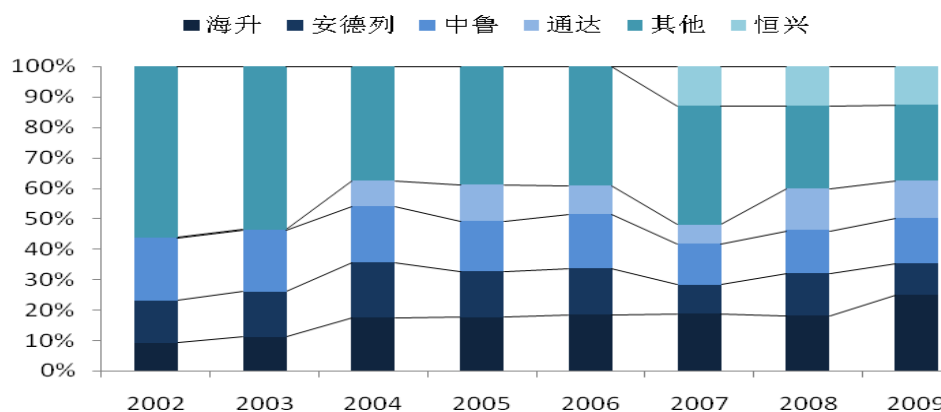
需要指出的是，出口方面公司受到来自于波兰的挑战。波兰是世界第二大浓缩苹果汁生产国，年出口量约为30万吨，占我国出口量的50-60%，绝大多数出口德国等欧盟主要消费国。金融危机爆发后，波兰由于货币贬值、苹果户补贴增加、关税优惠以及运输距离短等因素，出现了对于中国产品较强的竞争优势。波兰的出口份额由原来的8%上升到15%。不过波兰主要生产的是高端的高酸苹果汁，差异于中国的低酸苹果汁。

3.行业集中度将进一步提高

中国苹果汁加工行业从上世纪90年代开始起步，经过十余年发展，产业规模不断扩大。从02年开始，对美国零税率的仅限于6家企业，零税率的获得也使得我国浓缩果汁行业两极分化，我们可以从图表看到，行业集中度在逐年提高。

目前年产10万吨以上的企业主要有海升、安德列、恒兴、国投中鲁和通达，其中海升、安德列、国投中鲁为上市公司。前五名产能占总产能的75%左右，呈现寡头竞争的态势，其中恒兴果汁产能为800吨/小时左右、海升和安德利产能为600-700吨/小时、中鲁和通达产能为500-550吨/小时。

图表 6 浓缩苹果汁加工公司出口占比



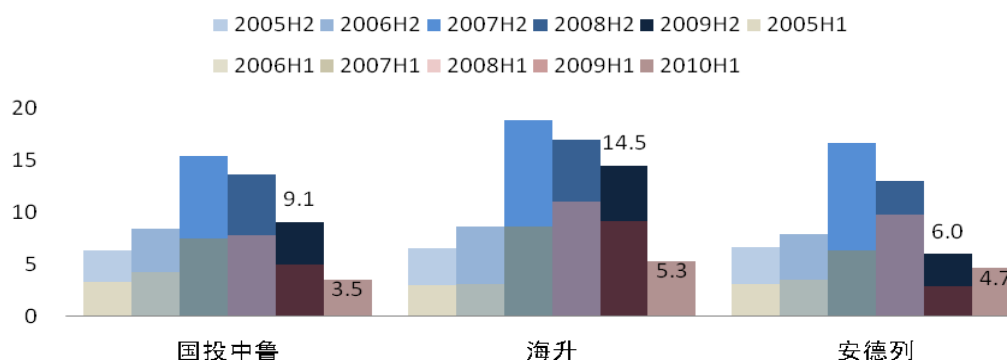
资料来源：德邦研究

和国内其他竞争对手相比，公司的优势是在资金面上比较宽裕。公司资产负债率2010年中期仅为23.56%，低于海升和安德列分别近40个百分点和20个百分点。作为国内第一家浓缩果汁生产企业，公司拥有世界先进水平的生产设备，拥有多项自主研发的核心技术，和客户也建立了较稳定的供求关系。不同于国投中鲁的是，其他四家均为反应速度和机制比较灵活的民营企业。

目前公司苹果汁的毛利基本在15-20%之间，今年由于原材料成本上升，导致毛利率偏低。公司的毛利率低于海升近10个百分点，仍有提升空间。09年行业受金融危机影响，处于低迷，行业前五大浓缩果汁出口企业中，除海升，其他公司09年收入同比均有所下降

滑，公司收入同比下降33%。而到2010年上半年，整个行业仍然处于不景气状态，整个五大龙头收入均同比下滑。公司纯利跌33%，毛利率也较去年同期下跌2.4%。

图表 7 浓缩苹果汁加工公司历年销售收入（亿元）



资料来源：德邦研究

我们认为，近两年，行业发展处于低谷，对竞争过度、产能增长过快的浓缩苹果汁行业来讲，未必是个坏事，行业的低谷将进一步促进行业整合进而带动整个行业良性发展，集中度可能进一步提高，而公司有望凭借自身优势在竞争中获得发展。

4. 低谷期逆势飞扬，外延式步伐加快

公司外延式增长步伐加快，在行业的困难期变被动为主动，变危机为契机，加大了各方面的发展力度。

收购创造整合价值：

当前由于销量不足，行业处于低谷，业内不少企业都不同程度上存在着资金困难，而国投中鲁背靠大股东国家投资公司，资金方面具有较强优势，公司年授信额度就达20多亿元人民币。资金优势为公司在行业低谷期兼并收购实现产能扩张，加快整合提供了可能。

2009年9月8日公司收购了位列国内浓缩果汁业第六大生产商的新湖滨公司24.57%股权，成为其第一大股东，交易总价款由1225万新加坡元调整为882万新加坡元。收购后，公司扩大产能4-5万吨，达到年生产能力近20万吨的水平，收购后公司经销的中高酸产品将增加约2万吨，此举可提高公司在高端产品市场上的份额。

收购扩建的云南昭通宝清果业公司资产项目今年上半年也已完工。下半年榨季时可正式投产，项目完成后，云南公司生产能力获得约1万吨的提升，并为公司开辟了有机高酸果汁的加工区域。

近期有媒体报道恒兴面临财务危机，这也给资金面宽裕的国投中鲁提供了潜在的收购契机。

我们认为，公司加快扩张步伐，成功抢占优势资源，为公司的进一步发展奠定了良好的基础，长远来看，国投中鲁可通过收购创造整合价值，实现规模效益，增强原材料市场议价能力和协调产品以及市场布局。公司与行业内其他龙头企业的产能差距将大幅缩小，同时公司的技术装备水平通过收购和扩建也得以提升，巩固并提升了公司在行业内的影响力。

创新提升毛利：

公司积极优化产品组合，并增加新品种的研发和生产，研发出“浓缩红薯汁”、“浓缩黄瓜汁”并获得了相关专利，并以浓缩苹果汁、梨汁、红薯汁、苹果浊汁为主原料，试制了复合莓果汁、复合桃果汁、多维果蔬汁，这方面也能提升公司整体毛利率。

循环经济带来新的利润增长点：

榨1吨浓缩果汁，要出1.6吨果渣，而果渣是极好的饲料和饲料添加剂，市场供不应求。为了加强果渣的综合利用，今年新投产的乳山中鲁生物饲料有限公司能加强果渣的综合利用，使果渣变废为宝，也使公司的产业链条延伸更长，从而获得更大效益，给公司带来新的利润增长点。

开拓国内和其他新兴市场：

与国际市场缓慢复苏呈现反差的是中国市场，中国市场的各种果蔬汁随人民收入水平的稳步提高呈现增长趋势。目前中国市场各地收入水平和消费习惯不同，对果汁品质要求不是很高，也没有形成非常大的规模，目前公司一个厂的产能足以满足国内需求。公司也表示以后可能会发展内需市场，也不排除向新兴市场如非洲市场扩大，预计此举可带来毛利率的提升。

作为一家典型的中国制造业企业，公司对上下游的掌控是公司经营关键。

5. 风险分析：上游苹果原材料价格波动大

每年8-12月份为浓缩苹果汁榨季，按7吨苹果生产1吨果汁，生产15万吨果汁需要105万吨苹果，在2006-2009年间，公司就从各个地区收购苹果约300万吨，到生产旺季，公司日收购苹果量在1万吨以上。

我国苹果生产主要集中在渤海湾(包括鲁、冀、辽、京、津)、西北黄土高原(包括陕、甘、晋、宁、青)、黄河故道(包括豫、苏、皖)和西南冷凉高地等四大产区。公司在云南，河北，山东，辽宁，山西，陕西等苹果主要生产地都有自己的子公司，并建立了进口自国外的高度自动化和标准化的生产设备工厂。但是公司拥有的苹果基地面积并不大，满足不了需求，包括在山西新建成的苹果种植基地是以提供苗种的方式，但其所有权是属于果农的。绝大多数原材料是通过向农户采购的方式获得，虽然会和农户签订收购协议，但这种协议时不稳定的，在加工需求旺盛时候，农户会起价抬高收购成本，这样就造成了上游原材料的价格波动巨大。苹果价格最关键的影响因素是气候，大旱、霜冻都会造成苹果大幅减产，而且适合苹果深加工的只有青苹、国光、红玉和金冠等少量品种。另一方面，苹果的种植很难实现机械化，大部分工作需要手工完成，新的苹果树结果需要3到5年时间。随着鲜果市场扩大，可加工成浓缩苹果汁的原料进一步短缺。

08/09榨季由于浓缩苹果汁价格低迷，原料果收购成本仅是每吨300元的收购价格，现在价格已大幅上涨，因为苹果原料占据近60%的生产成本，这给公司带来较大的成本压力。

6. 盈利预测

我们预计2010-12年公司营业收入分别为9.5亿元/11.4亿元/13.1亿元，同比分别增长5%、20%、15%；归属于母公司所有者的净利润分别为0.01亿元/0.46亿元/0.79亿元；EPS分别为0.01元/0.23元/0.39元。

公司主要亮点在于，在健康意识的带动下，目前果汁饮品已经成为软饮料发展的趋势。下半年经济好转带动整体行业逐渐走出低谷，实现量价齐升，同时公司通过兼并收购等扩大产能增强公司行业地位并获得规模效益，另一方面通过不断推进科技创新，积极开拓以浓缩苹果汁为中心业务的多种经营格局，增加毛利。基于对公司未来的预期，我们首次给予“增持”评级。

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	1,022	1,083	1,301	营业收入	905	951	1,141	1,312
现金	214	250	207	314	营业成本	728	781	884	984
应收账款	103	135	150	178	营业税金及附加	5	6	7	8
其他应收款	22	23	27	32	营业费用	87	86	98	105
预付款项	8	9	13	15	管理费用	57	57	57	66
存货	563	606	685	763	财务费用	14	14	17	19
其他流动资产	0	0	0	0	资产减值损失	5	5	5	5
非流动资产	720	656	623	590	公允价值变动净收益	0	0	0	0
长期股权投资	31	0	0	0	投资净收益	-2	0	0	0
固定资产	615	583	550	517	汇兑净收益	0	0	0	0
无形资产	45	45	45	45	营业利润	8	2	73	126
其他非流动资产	29	28	28	27	营业外净收支	-1	0	0	0
资产总计	1,630	1,679	1,706	1,891	利润总额	7	2	73	126
流动负债	527	578	537	628	所得税	5	0	18	31
短期借款	317	310	310	310	未确认的投资损失	0	0	0	0
应付账款	61	140	87	165	净利润	2	1	55	94
其他流动负债	149	128	140	152	少数股东损益	-5	0	9	15
非流动负债	6	2	2	2	归属母公司净利润	7	1	46	79
长期借款	2	2	2	2	EBITDA	87	55	129	185
其他非流动负债	4	0	0	0	EPS (元)	0.04	0.01	0.23	0.39
负债合计	533	580	539	630	主要财务比率				
少数股东权益	92	93	102	117	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
股本	202	202	202	202	成长能力				
资本公积	595	595	595	595	营业收入	-33.5%	5.0%	20.0%	15.0%
留存收益	207	208	254	332	营业利润	-92.9%	-74.9%	3616.7%	72.7%
归属母公司股东权益	1,005	1,006	1,065	1,144	归属于母公司净利润	-90.6%	-82.7%	3616.7%	72.7%
负债和股东权益	1,630	1,679	1,706	1,891	盈利能力				
现金流量表					毛利率(%)	19.6%	17.8%	22.5%	25.0%
单位:百万元					净利率(%)	0.8%	0.1%	4.0%	6.0%
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	ROE(%)	0.7%	0.1%	4.3%	6.9%
经营活动现金流	144	33	-19	133	偿债能力				
净利润	2	1	55	94	资产负债率(%)	32.7%	34.6%	31.6%	33.3%
折旧摊销	65	40	40	40	流动比率	1.73	1.77	2.02	2.07
财务费用	14	14	17	19	速动比率	0.35	0.72	0.74	0.86
营运资金变动	56	-18	-145	-20	营运能力				
其他经营现金流	4	-4	14	0	总资产周转率	0.53	0.57	0.67	0.73
投资活动现金流	-99	24	-7	-7	净资产周转率	0.89	0.95	1.10	1.19
资本支出	-11	5	5	5	每股指标(元)				
长期投资	31	-31	0	0	EPS	0.04	0.01	0.23	0.39
其他投资现金流	-79	-2	-2	-2	每股净资产	4.98	4.99	5.28	5.67
筹资活动现金流	-55	-21	-17	-19	每股经营现金流	0.72	0.17	-0.10	0.66
短期借款	-154	-7	0	0	估值比率				
长期借款	0	0	0	0	P/E	390	2257	60.73	35.16
普通股增加	0	0	0	0	P/B	2.76	2.76	2.60	2.42
资本公积增加	0	0	0	0	P/S	3.06	2.92	2.43	2.11
其他筹资现金流	99	-14	-17	-19	EV/EBITDA	2.11	3.31	1.42	1.00
现金净增加额	-10	36	-43	107					

投资评级

一、行业评级

推荐 – Attractive: 预期未来 6 个月行业指数将跑赢沪深 300 指数
中性 – In-Line: 预期未来 6 个月行业指数与沪深 300 指数持平
回避 – Cautious: 预期未来 6 个月行业指数将跑输沪深 300 指数

二、股票评级

买入 – Buy: 预期未来 6 个月股价涨幅 $\geq 20\%$
增持 – Outperform: 预期未来 6 个月股价涨幅为 $10\%-20\%$
中性 – Neutral: 预期未来 6 个月股价涨幅为 $-10\% - +10\%$
减持 – Sell: 预期未来 6 个月股价跌幅 $>10\%$

特别声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对报告中信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司作出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资作出任何形式的担保。我公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开前已经使用或了解其中的信息。本报告版权归德邦证券有限责任公司所有。未获得德邦证券有限责任公司事先书面授权，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“德邦证券有限责任公司”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。