

莫高股份(600543)

葡萄酒业务推动公司未来业绩增长

——莫高股份调研报告

胡春霞 洪婷
021-38676186 021-38676550
huchunxia@gtjas.com hongting@gtjas.com

本报告导读：
➢ 葡萄酒业务保持快速增长，未来潜力较大。
➢ 2009年大麦芽业务利润下降。

投资要点：

- 公司主营业务包括葡萄酒的酿造，啤酒大麦芽的加工，主营业务收入和利润占公司总收入和利润的 90%以上。公司 2007 年销售收入增长 15.09%，净利润增长 360%。公司未来将集中力量发展葡萄酒业务，预计葡萄酒业务将是未来业绩的主要增长点。
- 公司葡萄酒销量增长较快。2008 年葡萄酒销量增长约 40%左右，其中甘肃省增长 20%左右，省外市场增长快于省内，省外的葡萄酒收入占公司总收入的 30%左右。
- 国内葡萄酒较大的市场空间和公司在原料和口味上的竞争优势推动葡萄酒未来较快增长。葡萄酒行业近几年收入和利润的复合增长率为 23%，国内葡萄酒市场从量值上来说与啤酒、白酒有较大差距，行业较快的增速和空间支撑公司葡萄酒业绩的增长；公司葡萄种植园地的土壤气候优势保证葡萄酒的品质，公司特有酒种黑比诺和冰酒系列酒由于口味独特有利于公司的差异化竞争策略，提高葡萄酒在市场上的竞争力。
- 全国销售网络初步建成，省外市场进入成长期。通过努力，公司已经在全国建立了 9 个销售区域，包括甘肃省内的河东、河西、兰州市 3 个销售大区，省外青藏、西北、华北、东北、华东、西南、华南 6 个销售大区。公司在省内主要采取直销的销售策略，而省外则依靠代理商，目前在省外已有近 200 个代理商。公司未来 3 年将重点发展省外市场，2009 年将对省外重点销售区域进行广告费用扶持。
- 大麦芽价格下跌导致 2009 年大麦芽利润下降。由于大麦及大麦芽的价格从 2008 年底开始一路下跌，公司于 2008 年下半年收购的大麦成本相对于目前的大麦价格来说较高，公司 2009 年大麦芽业务的利润将下降，拖累公司 2009 年业绩。
- 盈利预测和投资建议：我们预测公司 2008-2010 年按最新股本全面摊薄的 EPS 分别为 0.35、0.45 和 0.70 元，2008 年的加权平均 EPS 为 0.40 元，确定目标价 17 元，给予中性评级，但对公司的葡萄酒业务长期看好。

财务摘要 (百万元)	2006A	2007A	2008E	2009E	2010E
营业收入	311	358	492	579	716
(+/-)%	26.1%	15.1%	37.1%	17.7%	23.6%
经营利润 (EBIT)	6	29	74	94	147
(+/-)%	18%	398%	154%	28%	56%
净利润	6	29	63	80	125
(+/-)%	26%	340%	119%	28%	56%
每股净收益 (元)	0.04	0.16	0.35	0.45	0.70
每股股利 (元)	0.06	-	0.07	-	0.14

利润率和估值指标	2006A	2007A	2008E	2009E	2010E
经营利润率 (%)	8%	12%	18%	20%	23%
净资产收益率 (%)	1%	5%	6%	8%	11%
投入资本回报率 (%)	4%	7%	10%	13%	20%
EV/EBITDA	84	53	28	22	17
市盈率	497	113	52	40	26
股息率 (%)	0.3%	0.0%	0.4%	0.0%	0.8%

评级：

中性

上次评级：首次评级

目标价格：

¥ 17.00

当前价格：

¥ 17.97

2009.03.09

交易数据

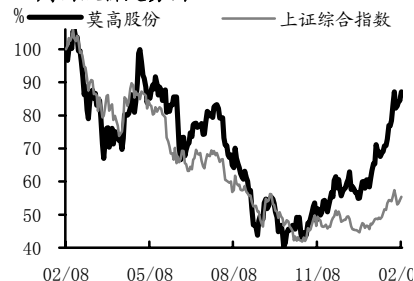
52 周内股价区间 (元)	7.37 ~ 21.76
总市值 (百万元)	3,015
总股本/流通 A 股 (百万股)	178/120
流通 B 股/H 股	0/0
流通股比例	0.67
日均成交量 (百万股)	2.9
日均成交值 (百万元)	39.4

资产负债表摘要 (12/07A)

股东权益 (百万元)	527.46
每股净资产	3.87
市净率	4.7
净负债率	14.7%

EPS (元)	2007A	2008E
Q1	0.02	0.04
Q2	0.07	0.07
Q3	-0.03	0.15
Q4	0.1	0.09
全年	0.16	0.35

52周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	28.8	72.1	-12.3
相对指数	13.0	50.5	35.0

模型更新时间: 2009.03.09

股票研究

食品饮料业
饮料制造业

莫高股份(600543)

评级: 中性

上次评级: 首次评级

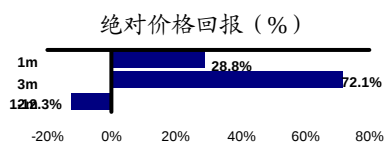
目标价格: ¥17.00

当前价格: ¥17.97

公司网址:
www.mogao.com

公司简介

莫高股份是我国西部的一家迅速增长的农业企业龙头, 主要业务包括葡萄酒的酿造, 啤酒大麦芽的加工, 以及甘草片和苜蓿等的生产。



52 周价格范围 7.37~21.76
市值 (百万) 3,015

财务预测 (单位: 百万元)

损益表	2005A	2006A	2007A	2008E	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E
营业收入	246.96	311.44	358.42	491.53	578.75	716	891	1,064	1,275	1,433
营业成本	166.31	220.25	222.88	310.93	353.89	406	495	580	672	748
税金及附加	3.59	4.12	6.62	9.83	11.58	14	18	21	25	29
营业费用	44.53	45.47	68.68	58.98	75.24	100.18	124.67	148.99	178.46	200.64
管理费用	22.88	17.66	17.09	22.12	24.31	30.05	35.62	42.57	57.36	64.49
EBIT	9.64	23.94	43.16	89.66	113.74	165.10	216.97	271.72	341.44	391.17
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资收益	0.00	0.03	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
财务费用	7.58	12.48	10.49	12.29	11.58	14	18	21	25	29
营业利润	4.96	5.84	29.12	73.82	94.17	147	196	247	312	359
所得税	0.19	(0.33)	0.37	11.04	14.10	22	29	37	56	65
少数股东损益	(0.29)	(0.29)	0.00	0.00	0.00	0	0	0	0	0
净利润	5.16	6.50	28.58	62.58	79.87	125	166	210	256	294
资产负债表	2005A	2006A	2007A	2008E	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E
货币资金、交易性金融	294	112	130	241	280	432	520	655	813	1,036
其他流动资产	398	450	413	525	553	531	650	764	893	995
长期投资	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
固定资产合计	221	242	262	298	315	292	269	245	230	211
无形及其他资产	1	6	6	8	9	10	13	15	17	19
资产合计	914	808	810	1,073	1,156	1,266	1,451	1,678	1,953	2,262
流动负债	390	285	267	94	105	118	139	158	179	196
长期负债	17	16	16	13	14	15	16	18	19	20
股东权益	507	507	527	967	1,047	1,147	1,313	1,523	1,779	2,073
投入资本(IC)	575	615	609	737	772	716	793	865	961	1,029
现金流量表	2005A	2006A	2007A	2008E	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E
NOPLAT	12	25	43	76	97	140	184	231	280	321
折旧与摊销	15	15	19	28	33	33	35	37	39	41
流动资金增量	66	(16)	27	(90)	(17)	34	(98)	(94)	(108)	(86)
资本支出	(52)	(40)	(39)	(66)	(51)	(12)	(14)	(15)	(26)	(23)
自由现金流	41	(16)	49	(52)	62	196	108	159	184	252
经营现金流	93	18	85	13	108	207	121	174	212	278
投资现金流	(34)	83	(22)	(69)	(59)	(16)	(17)	(18)	(30)	(27)
融资现金流	13	(158)	(10)	363	(11)	(38)	(17)	(20)	(24)	(28)
现金流净增加额	73	(57)	52	306	38	153	87	135	158	223
财务指标	2005A	2006A	2007A	2008E	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E
成长性										
收入增长率	-8.1%	26.1%	15.1%	37.1%	17.7%	23.6%	24.4%	19.5%	19.8%	12.4%
EBIT 增长率	-61.0%	148.3%	80.2%	107.8%	26.9%	45.2%	31.4%	25.2%	25.7%	14.6%
净利润增长率	-74.0%	27.5%	360.3%	118.9%	27.6%	56.5%	32.9%	26.2%	22.1%	14.9%
利润率										
毛利率	32.7%	29.3%	37.8%	36.7%	38.9%	43.3%	44.4%	45.5%	47.3%	47.8%
息税前利润率	3.9%	7.7%	12.0%	18.2%	19.7%	23.1%	24.4%	25.5%	26.8%	27.3%
净利润率	2.1%	2.1%	8.0%	12.7%	13.8%	17.5%	18.7%	19.7%	20.1%	20.5%
收益率										
净资产收益率(ROE)	5%	1.3%	5.4%	6.5%	7.6%	10.9%	12.6%	13.8%	14.4%	14.2%
总资产收益率(ROA)	0.6%	0.8%	3.5%	5.8%	6.9%	9.9%	11.4%	12.5%	13.1%	13.0%
投入资本回报率	2.1%	4.1%	7.0%	10.3%	12.5%	19.6%	23.3%	26.7%	29.1%	31.2%
运营能力										
存货周转天数	590	457	493	418	403	339	295	301	302	308
应收账款周转天数	122	108	92	73	83	75	70	71	71	73
总资产周转天数	1,335	1,009	824	699	703	618	557	537	520	537
净利润现金含量	18.0	2.8	3.0	0.2	1.4	1.7	0.7	0.8	0.8	0.9
资本支出/收入	21%	13%	11%	13%	9%	2%	2%	1%	2%	2%
偿债能力										
资产负债率	44.5%	37.2%	34.9%	10.0%	10.2%	10.4%	10.6%	10.4%	10.0%	9.4%
净负债率	12.8%	20.6%	14.7%	-23.9%	-25.7%	-36.8%	-38.8%	-42.3%	-45.1%	-49.5%
估值比率										
PE	626.0	496.6	112.9	51.6	40.4	25.8	19.4	15.4	12.6	11.0
PB	6.4	6.4	6.0	3.3	3.1	2.8	2.5	2.1	1.8	1.6
EV/EBITDA	120.9	84.4	53.4	28.1	22.4	16.6	13.1	10.7	8.7	7.7
P/S	10.14	8.04	6.99	6.57	5.58	4.51	3.62	3.03	2.53	2.25
股息率	0.0%	0.3%	0.0%	0.4%	0.0%	0.8%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

目 录

1. 公司简介.....	5
1.1. 历史沿革及业务构成.....	5
1.2. 股权结构.....	5
2. 主营业务分析.....	6
2.1. 葡萄酒业务增速较快, 潜力较大.....	6
2.1.1. 葡萄酒销量保持较快增长.....	6
2.1.2. 葡萄酒行业仍有较大的市场空间和增长潜力.....	7
2.1.3. 公司为西部葡萄酒龙头, 与一线龙头企业之间存在差距.....	8
2.1.4. 公司的竞争优势: 优质原料和独特口味.....	9
2.1.5. 全国销售布局初步完成, 省外市场进入成长期.....	11
2.1.6. 增发募集资金新建项目支撑葡萄酒销量增长.....	12
2.1.7. 葡萄酒业务盈利能力分析及预测.....	12
2.2. 2009 年大麦芽业务利润下降.....	14
2.3. 甘草片和苜蓿业务平稳发展.....	14
3. 公司财务状况分析及盈利预测.....	15
3.1. 公司毛利率分析及预测.....	15
3.2. 公司的费用分析及预测.....	15
3.3. 公司营运效率的分析.....	16
3.3.1. 货币现金较为充裕, 支撑公司未来的葡萄酒市场投入.....	16
3.3.2. 季节性因素使得公司的年末存货量较大.....	16
3.3.3. 部分应收账款账期较长, 主要来自大麦芽业务.....	17
3.4. 盈利预测.....	17
3.5. 可能存在的风险.....	18
4. 估值及投资建议.....	18
图 1: 公司营业收入和净利润的变化 (百万元)	5
图 2: 2007 年公司各项业务的收入占比	5
图 3: 2007 年公司各项业务的营业利润占比	5
图 4: 公司实际控制人与公司的关系	6
图 5: 葡萄酒和大麦芽业务收入的变化 (百万元)	6
图 6: 葡萄酒和大麦芽业务营业利润的变化 (百万元)	6
图 7: 公司葡萄酒销售量 (吨) 及增长率 (%)	7
图 8: 葡萄酒行业年产量 (万吨) 及增速	7
图 9: 1-11 月葡萄酒行业的累积收入和利润及增速	7
图 10: 葡萄酒与啤酒、白酒的销售收入和销售量比较	8
图 11: 2007 年全球各个国家的人均葡萄酒消费量比较	8
图 12: 行业内主要葡萄酒公司的销售收入比较	8
图 13: 公司各类葡萄酒产品的收入占比	10
图 14: 2001-2008H 葡萄酒业务毛利及毛利率变化	13
图 15: 公司葡萄酒的成本构成	13
图 16: 公司葡萄酒毛利率 (左轴) 与行业毛利率 (右轴)	13
图 17: 2004-2007 年大麦芽的毛利及毛利率变化	14
图 18: 2006 年 1 月-2008 年 11 月大麦的进口量价变化	14
图 19: 分业务毛利率与综合毛利率变化及预测	15
图 20: 葡萄酒收入占比与综合毛利率的变化及预测	15
图 21: 公司销售费用和管理费用变化 (百万元)	16

图 22: 公司资产负债率（左轴）和财务费用率（右轴）	16
图 23: 公司货币资金（左轴），流动比率及速动比率（右轴）的变化.....	16
图 24: 公司主要存货(百万元)及存货周转率的变化	17
图 25: 公司应收账款（百万元）和应收账款周转率变化	17
图 26: 2008 年中期公司应收账款的账龄构成	17
表 1: 国内主要的酿酒葡萄产区的分布及特点.....	9
表 2: 公司黑比诺系列产品在兰州市专卖店的价格（元/瓶）	10
表 3: 公司冰酒的价格明显的低于张裕.....	11
表 4: 公司葡萄酒的全国销售布局.....	11
表 5: 公司增发募集资金拟投资项目	12
表 6: 公司葡萄酒和大麦芽业务的盈利预测.....	18
表 7: DCF 预测表	19
表 8: 公司绝对估值结果的敏感性分析.....	19
表 9: 食品饮料行业重点公司盈利预测及估值表.....	19

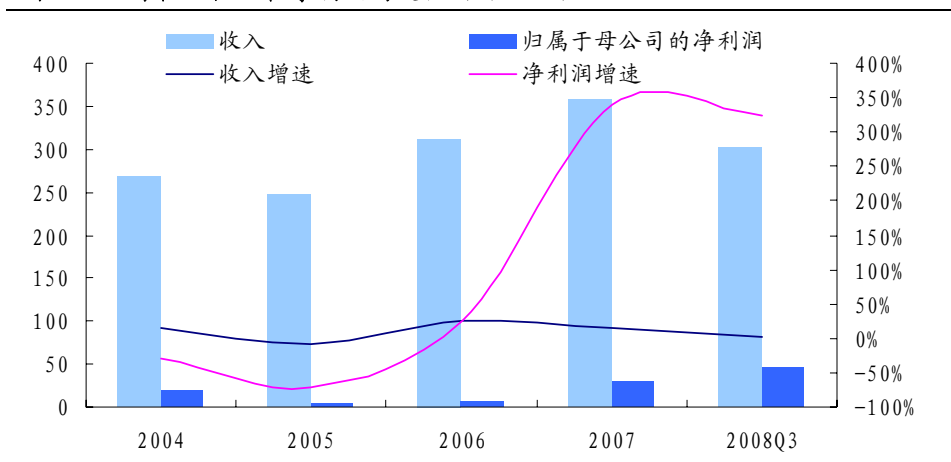
1. 公司简介

1.1. 历史沿革及业务构成

莫高股份是我国西部业绩增长较快的农业企业龙头，业务包括葡萄酒的酿造，啤酒用大麦芽的加工，以及甘草片和苜蓿等的生产。2007-2008 年公司葡萄酒和大麦业务都有较好的发展，业绩获得了较快的增长。

公司于 1995 年由甘肃省饮马实业公司等 5 家股东共同设立，原名甘肃饮马啤酒原料股份有限公司。之后经过几次增资，公司更名为甘肃莫高实业发展股份有限公司，并于 2004 年发行上市。公司 2004-2007 年营业收入的复合增长率为 10.07%，归属于母公司的净利润的复合增长率为 15.19%。其中公司 2007 年的净利润增速较为惊人，达到 360.3%，主要的推动因素是葡萄酒销量的提高和大麦芽毛利率的上升。

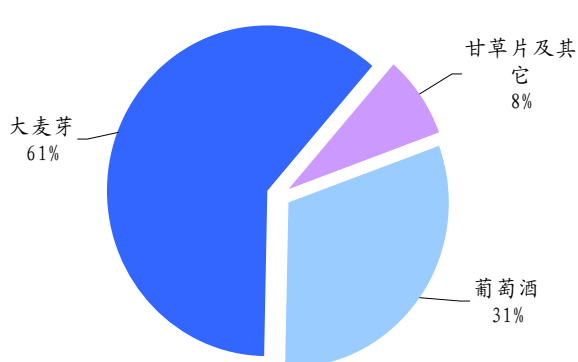
图 1：公司营业收入和净利润的变化（百万元）



数据来源：公司公告，国泰君安证券

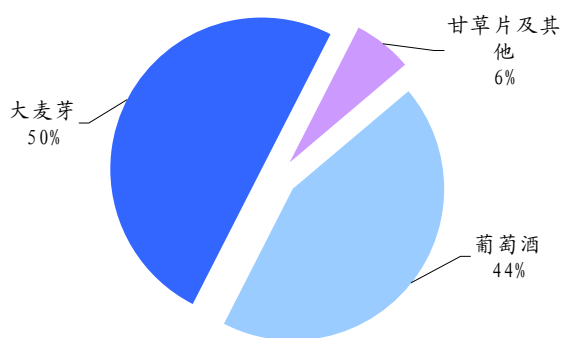
公司的主营业务为大麦芽和葡萄酒，2007 年两者的收入占公司总收入的 92%，两者的利润占公司总利润的 94%。

图 2：2007 年公司各项业务的收入占比



数据来源：公司公告，国泰君安证券

图 3：2007 年公司各项业务的营业利润占比



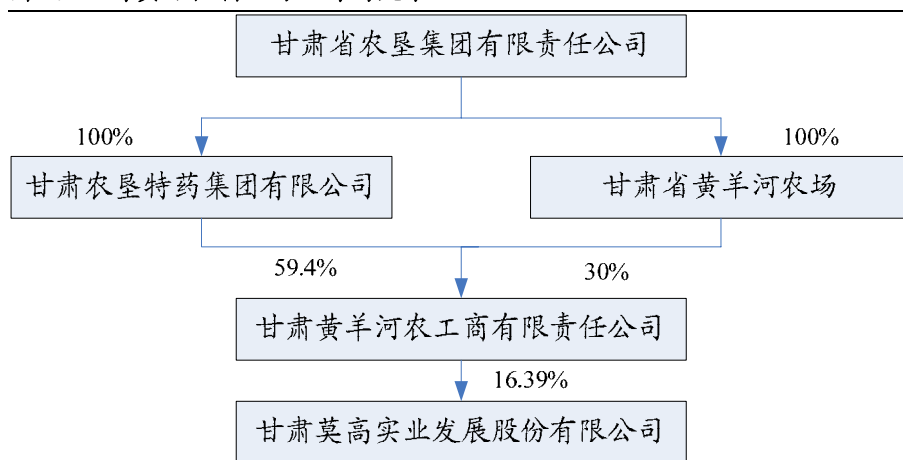
数据来源：公司公告，国泰君安证券

1.2. 股权结构

公司的实际控制人是甘肃省农垦集团，农垦集团通过甘肃省黄羊河农工商有限责任公司持有公司约 16.39% 的股份。

公司于2008年6月定向增发4000万股，募集38979万元，全部用于发展公司的葡萄酒业务，葡萄酒业务将成为公司未来主要的利润增长点。增发的股份在2009年6月解禁，到时候可能会对公司股价造成一定的向下压力。

图 4：公司实际控制人与公司的关系



数据来源：公司公告，国泰君安证券

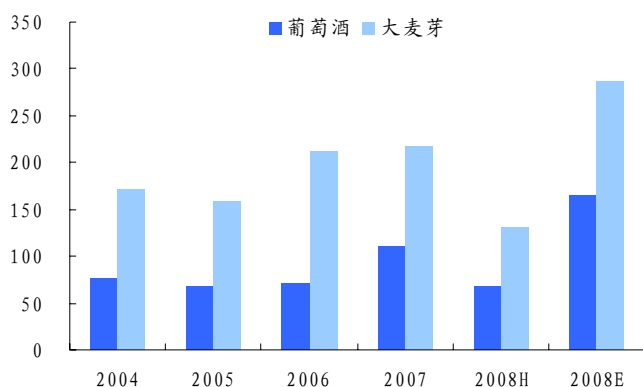
2. 主营业务分析

公司主营业务大麦芽和葡萄酒的收入和利润在2007年都获得了较大的增长。在2004年新的管理层上任之后，公司充分认识到国内葡萄酒市场的巨大发展潜力以及公司葡萄酒优良的品质和较高的市场竞争力，开始集中力量发展葡萄酒业务。

大麦芽业务现有产能17万吨，产销量较为稳定。但因为其毛利率较低，长期受上下游市场的挤压，利润较为波动，公司在短期之内不会扩大其产能规模。

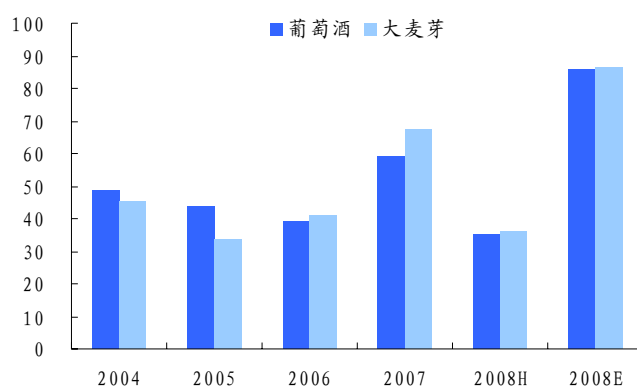
公司未来三年将重点发展公司葡萄酒业务的省外市场，葡萄酒业务贡献的利润将超过大麦芽业务，公司未来业务的增长将主要来自葡萄酒业务的增长。

图 5：葡萄酒和大麦芽业务收入的变化（百万元）



数据来源：公司公告，国泰君安证券

图 6：葡萄酒和大麦芽业务营业利润的变化（百万元）



数据来源：公司公告，国泰君安证券

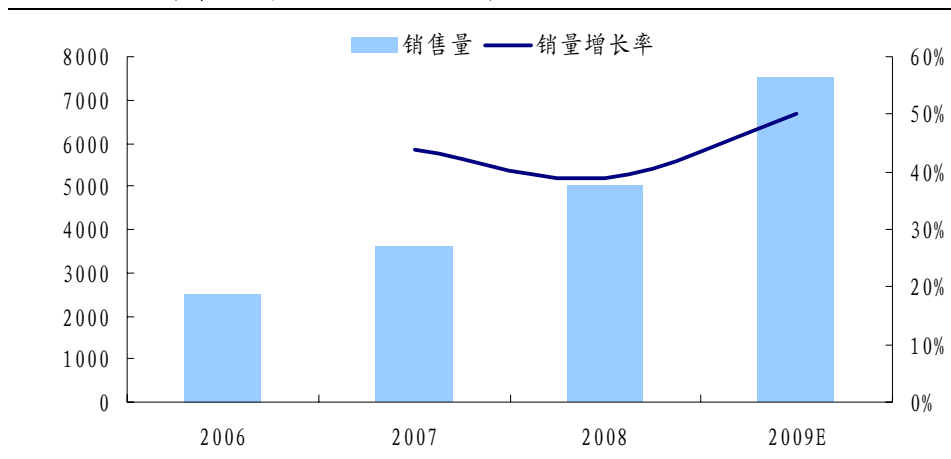
2.1. 葡萄酒业务增速较快，潜力较大

2.1.1. 葡萄酒销量保持较快增长

公司从2002年开始集中资源发展葡萄酒业务，2006年、2007年开始布局甘肃省外的市场，虽然公司在葡萄酒市场中起步较晚，但发展速度较快，2008年葡萄酒销量约为

5000 吨左右，比 2007 年增长 40% 左右。

图 7：公司葡萄酒销售量（吨）及增长率（%）



数据来源：国泰君安证券

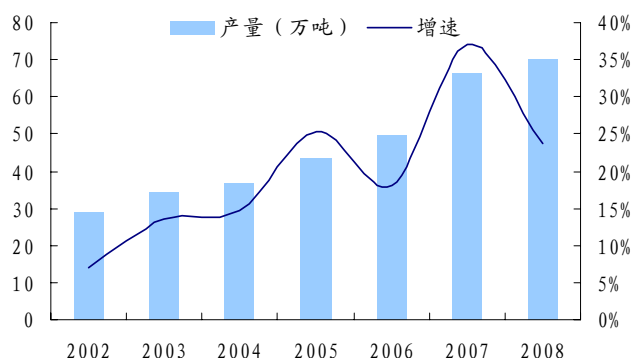
公司在甘肃地区 2008 年销量增长 20% 以上，市场占有率达到 70%-80%，已经占据了垄断地位。而公司在省外市场的发展也很快，部分地区的销量增速达到了 100% 以上，省外市场的收入达到公司全部葡萄酒收入的 30%，而这一比例在 2006 年只有 10%。

公司未来将集中资源发展葡萄酒业务，我们认为由于甘肃市场已经进入成熟期，增长依靠自然增长率，而进入成长期的省外市场就成为了公司未来葡萄酒业务发展的重点和主要利润增长点。

2.1.2. 葡萄酒行业仍有较大的市场空间和增长潜力

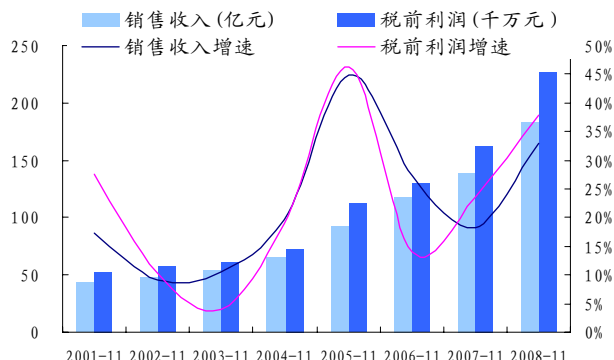
公司主力发展的葡萄酒行业在国内的发展历史较短，仍属于新兴行业，随着国内经济的快速增长，近几年来葡萄酒行业的销量、收入和利润都保持了稳定较快的增长，2002-2008 年葡萄酒产量的复合增长率为 16%，2001-2008 年葡萄酒行业的收入和利润的复合增长率为 23%。

图 8：葡萄酒行业年产量（万吨）及增速



数据来源：中经网，国泰君安证券

图 9：1-11 月葡萄酒行业的累积收入和利润及增速



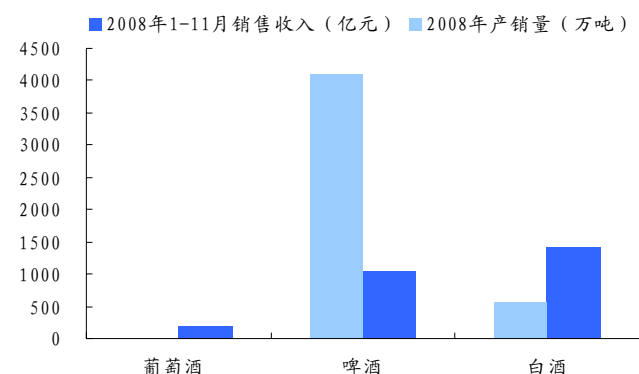
数据来源：中经网，国泰君安证券

葡萄酒产量增速逐年上升，2005 年之后行业的收入和利润也保持在 10% 以上的增长。虽然经济减速导致 2008 年下半年葡萄酒销量的增速下降较快，但由于葡萄酒相对于其他酒种来说，市场的销量和行业的收入仍有很大的差距，潜力较大，并且还处于消费习惯的升级时期，我们预计其受经济减速影响较小，2009 年葡萄酒的增速仍会是食品

饮料各类产品中相对较高的，未来保持稳定较快增长的可能性较大。

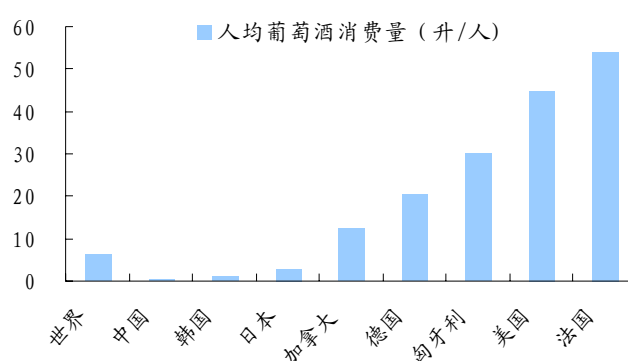
另一方面由于在国内对葡萄酒的消费习惯还不成熟,从各国人均葡萄酒的消费量来看,中国与其他国家仍有较大的差距,国内人均葡萄酒消费仅是世界平均水平的 6%,同为亚洲国家日本的人均消费量也是中国的 8 倍,国内的人均消费量仍有较大的提升空间。较大的行业增长潜力为公司葡萄酒业务未来的增长提供了较大的空间。

图 10: 葡萄酒与啤酒、白酒的销售收入和销售量比较



数据来源: 中经网, 国泰君安证券

图 11: 2007 年全球各个国家的人均葡萄酒消费量比较



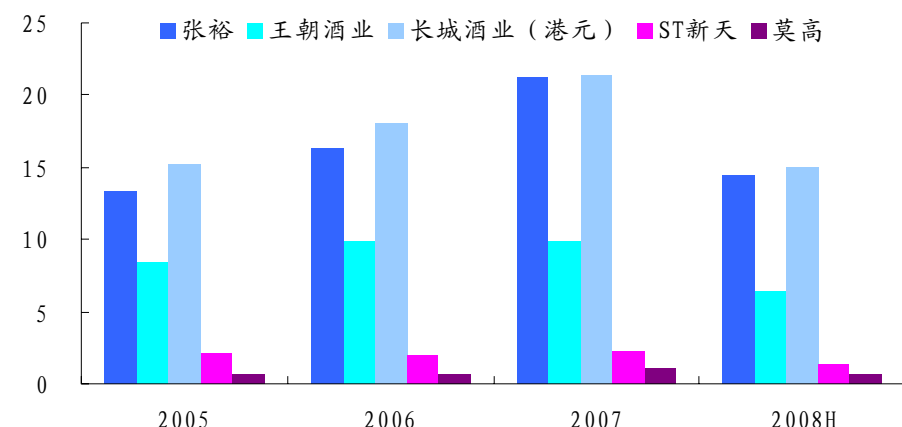
数据来源: 国泰君安证券

2.1.3. 公司为西部葡萄酒龙头，与一线龙头企业之间存在差距

国内葡萄酒行业主要分为三个集团：第一集团是具有全国知名度的一线龙头企业包括张裕、长城和王朝，2008 年这三家企业占全国近 40% 的市场份额；第二集团是部分区域强势品牌和二线品牌，包括威龙、通化、龙徽和新天，这些企业各自都有表现较为突出的地区，通化在东北地区市场占有率第一，龙徽在北京销量较好；第三集团是进口葡萄酒。

莫高股份属于第二集团，公司在西部地区特别是甘肃地区具有垄断地位，是西部龙头，但由于该地区对葡萄酒的消费频率和接受度都低于东部和南部的发达地区，同时公司省外葡萄酒业务的发展时间较短，公司的市场规模和收入与葡萄酒行业传统第一集团的三大龙头企业张裕、长城和王朝之间仍有较大的差距，属于第二集团中表现较好的企业。

图 12: 行业内主要葡萄酒公司的销售收入比较



数据来源: 国泰君安证券

差距同样也代表着增长的空间和可能性。由于葡萄原料品种和酿造技术的多样性，葡萄酒的口味富有差异性，其中高档酒对口味和品质的要求就更高，我们认为优质的原料和独特的口味是体现葡萄酒竞争力的重要指标；另一方面由于酿酒葡萄产区有限，国内很多地区并没有地产品牌，这两方面因素使得在葡萄酒市场中新品牌新口味的葡萄酒进入新市场获得消费者认同的难度相对于啤酒和白酒市场来说小很多。

虽然公司在总量上与三大行业龙头之间还存在较大的差距，但其省外市场初步建立，尚处于成长期，基数较小，增长较快，预计在未来几年公司葡萄酒业务的增速将快于已经在全国大部分地区建立成熟市场的三大龙头企业。

2.1.4. 公司的竞争优势：优质原料和独特口味

正如前文所述，在葡萄酒市场中，原料的品质和葡萄酒的口味是葡萄酒竞争力的重要指标，而莫高葡萄酒就具备了这两大优势。

2.1.4.1. 所处地理环境适宜酿酒葡萄的种植，保证葡萄酒的品质

世界上最适宜酿酒葡萄种植的地区集中在北纬 37 度-44 度之间，如法国的波尔多、美国加州等都是世界知名的葡萄酒生产地。

除了地理的要求之外，酿酒葡萄对于气温、湿度、日照时间及土壤的酸碱度等都有较高的要求。国内的葡萄酒公司的原料主要来自于以下三个地区：环渤海湾地区，中部靠河西走廊地区，西部新疆地区。

渤海湾地区是目前行业三大龙头张裕、王朝和长城葡萄酒的主要原料来源地，该地区临近我国经济发达、消费葡萄酒最多的东部地区，它是国内发展最早也是最具规模的酿酒葡萄种植区，该地区雨水较多，日照时间偏短，所产的酿酒葡萄糖度较低，所酿的葡萄酒口味偏酸。新疆地区虽然葡萄种植面积较大，但由于日照时间过长，葡萄糖度偏高，大部分用于鲜食，用于酿酒的相对较少。

而莫高的葡萄种植园区在甘肃武威地区，位于河西走廊一线。由于气候干燥，日照时间较长，河西走廊地区所产的葡萄的酸糖度最为接近国际酿酒葡萄 1: 20 的标准。同时由于特殊的气候特征，该地区种植的葡萄的病虫害很少，几乎不需要农药，属于纯天然绿色食品。

表 1：国内主要的酿酒葡萄产区的分布及特点

地区	代表省份	主要公司	糖度
环渤海湾地区	山东、河北	张裕、王朝、长城	17-18%
中西部沿河西走廊地区	甘肃、宁夏	莫高	21-23%
新疆	新疆	新天	35%

数据来源：国泰君安证券

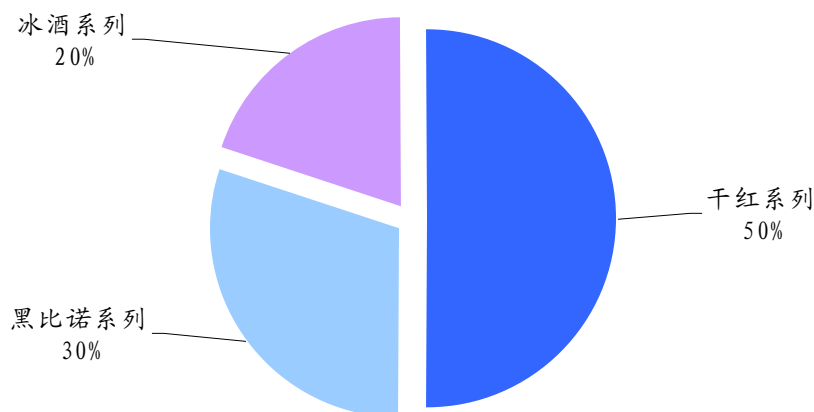
公司目前在武威有约 1.5 万亩自有的酿酒葡萄种植园地，园内种植着各类酿酒葡萄，主要品种有黑比诺和赤霞珠等，目前公司葡萄酒的葡萄原料基本来自该园区。该葡萄园由公司统一进行种植、培育和采摘，进一步保证了原料葡萄的品质。

2.1.4.2. 独特口味的葡萄酒有利于公司差异化竞争策略：黑比诺和冰酒

目前葡萄酒市场上，大部分葡萄酒企业产品的口味和包装趋同，“仿名牌”、“傍名牌”现象泛滥，即使名牌葡萄酒之间的口味和包装的差异化也不大。面对这一情形，公司

在竞争策略上独辟蹊径，强调自己产品的独特口味和品质，提出并一贯执行差异化的竞争策略，推出公司特有的产品黑比诺系列和冰酒系列，而这两个品种都是公司在市场上的主打品牌。

图 13: 公司各类葡萄酒产品的收入占比



数据来源：国泰君安证券

依靠得天独厚的气候和土壤条件，公司用了近 16 年的时间（1983-1999 年）引进和培育成功了特有的葡萄品种黑比诺。黑比诺是一种酿酒葡萄的品种，由欧洲传入，它的特点是早熟、皮薄、色素低、产量小，带有草莓/樱桃的优雅香味，果香浓郁而复合。适宜气候较温凉的地域栽培。合适的热量使果粒成熟快，并能控制过高的自然酸度，适当的凉爽又能避免太多日晒导致糖度过高，失去出色的果香。

黑比诺是出了名的难种植、难酿造，即使在国外种植面积也不大。莫高是国内唯一能够大面积种植单品种黑比诺的葡萄酒公司。其原料和口味的独特性突出了其与其它葡萄酒的差异性，由黑比诺酿造的黑比诺系列酒包括莫高金爵士黑比诺、窖藏黑比诺和各种年份的黑比诺具有一定的差异化竞争优势。黑比诺系列也是公司未来打开全国市场的主要酒种，目前黑比诺系列酒占葡萄酒总收入的 30%。

表 2: 公司黑比诺系列产品在兰州市专卖店的价格（元/瓶）

2001 黑比诺	85	8 年黑比诺	226
2000 黑比诺	105	特供金爵士黑比诺	588
6 年黑比诺	156		

数据来源：国泰君安证券

公司另一种特别的葡萄酒系列就是公司的冰酒系列产品。冰酒按《中国葡萄酒酿酒技术规范》定义是指将葡萄推迟采收，当气温低于-7℃,使葡萄在树枝上保持一定时间，结冰，然后采收，压榨，用此葡萄汁酿成的酒。冰酒最初于 1794 年诞生于德国的弗兰克尼，世界上著名的冰酒产区是加拿大安大略省的尼亚加拉地区。

由于莫高葡萄园区得天独厚的气候条件，冬天来得早而漫长，每年十月的夜间气温能降到零下 5 度以下，为冰酒的酿造提供了较好的原料，辅以从加拿大引进的冰酒酿造技术，公司于较早时候就已经与加拿大米兰酒业合作酿制成功并推出冰酒系列产品包括莫高金冰葡萄酒、银冰葡萄酒和精品冰酒。

目前在国内能够量产冰酒的企业主要有莫高和张裕，公司的冰酒产品的推出早于张裕

的冰酒庄的冰酒，但由于公司对其宣传和销售投入不够，张裕冰酒的知名度和价格都高于公司的冰酒产品。目前公司的冰酒定位于中档产品（100-300 元），而在国际上冰酒是属于高档产品，张裕冰酒的定价也大大的高于莫高的冰酒产品。公司的冰酒仍处于市场培育阶段，为了扩大市场，让更多消费者体验到冰酒的独特口味，培养冰酒的客户群，公司的冰酒定价偏低。

表 3：公司冰酒的价格明显的低于张裕

莫高	兰州市专卖店价格（元/瓶）	张裕	团购价（元/瓶）
小金冰	120	金钻冰酒	358
银标冰酒	168	蓝钻冰酒	588
金标冰酒	218	黑钻冰酒	999
钻石级金冰	238		

数据来源：国泰君安证券

2.1.5. 全国销售布局初步完成，省外市场进入成长期

虽然公司拥有高品质的葡萄酒原料和口味独特的葡萄酒产品，但酒香也怕巷子深，公司地处西部欠发达地区，扩张步伐较为缓慢，市场扩展投入较为谨慎，公司葡萄酒业务在公司成立之初并未得到重视和发展，业务增长很慢。

自 2004 年新的管理层上任以后公司领导开始认识到葡萄酒业务的重要性和增长潜力，开始将公司资源集中于发展葡萄酒业务。首先做大做细甘肃省内的葡萄酒市场，巩固好省内市场之后，自 2006、2007 年开始发展甘肃省之外的全国市场，虽然比张裕等传统龙头企业的步伐要迟了十几年，但增长较为迅速。依靠公司产品的优质原料和独特口味的竞争优势，借着 2007-2008 年国内经济快速发展，消费加快升级的东风，公司已经在甘肃省之外发展了 200-300 家代理商，初步完成了葡萄酒销售的全国布局。

表 4：公司葡萄酒的全国销售布局

甘肃省（直销为主）	河东地区（兰州以东）
	兰州市
	河西地区（兰州以西）
省外（代理商为主）	青藏地区
	西北（陕西、河南、湖南、湖北等）
	华北地区
	东北地区
	华东地区
	西南地区
	华南地区

数据来源：国泰君安证券

公司甘肃省的市场已经进入成熟期，增长依靠省内消费的自然增长率，保持在 10-20% 之间，目前看甘肃市场仍是公司葡萄酒业务收入的主要来源。在省内，公司的葡萄酒销售以直销为主，销售渠道做细，做深，已经深入到县乡一级市场，充分巩固其在省内的垄断地位。

而对于省外市场，公司目前主要依靠经销商拓展当地市场为主。公司一般只是给经销商一个市场指导价，经销商的定价可在此基础上上下浮动，这给了经销商较大的灵活性和利润空间，提高了经销商的积极性。2008 年公司收入最好的省外区域集中在西南、

华南地区，该区域占总收入的 10%。

2008 年之前公司对于省外销售市场的发展策略还是较为稳健的，坚持先款后货，大部分地区的市场投入由当地经销商负责，公司只是在品牌宣传上进行投入。公司坚持认为品牌宣传应该在基本完成销售渠道的布局之后进行才能够起到事半功倍的效果，不然就会重蹈新天国际的覆辙。据我们了解公司将在 2009 年加大对省外重点经销商的广告扶持力度，我们认为这或许就是公司基本完成渠道布局，部分省外市场进入成长期的标志。

2.1.6. 增发募集资金新建项目支撑葡萄酒销量增长

公司于 2008 年 6 月定向增发 4000 万股，募集 38979 万元，增发所得资金拟全部用于以下三个加强公司葡萄酒业务的项目，募集资金项目将推动公司葡萄酒销量的增长

表 5：公司增发募集资金拟投资项目

项目名称	拟投入金额(万元)
莫高国际酒庄项目	13,225.00
葡萄酒营销网络建设项目	18,782.80
新增 2 万亩酿酒葡萄基地及榨汁发酵站项目	19,009.80
合计	51,017.60

数据来源：公司公告，国泰君安证券

莫高国际酒庄项目：

公司利用上市及增发时所募集的资金新建的莫高国际酒庄位于兰州市郊的安宁，酒庄目前处于后期建设阶段，预计可以于 2009 年上半年建成投产。该酒庄拥有葡萄酒酿造，灌装和贮藏的全套设备，总产能在 2 万吨左右。

该酒庄建成后，公司葡萄酒的总产能从 0.5-1 万吨增长到 2.5-3 万吨，酒庄建成后将主要生产公司的中高档葡萄酒产品，而武威的分厂主要生产低档葡萄酒产品。酒庄的建立为公司未来葡萄酒销售市场和销量的扩大提供了充足的产能基础，公司还计划在酒庄建成后推出一系列的新的的高档酒庄系列酒，价格高于目前的黑比诺金爵酒。我们预计该系列高档酒将于 2010 年贡献收入和利润，公司葡萄酒的吨酒价格会有所提升。

葡萄酒营销网络建设项目：

葡萄酒营销网络建设资金的投入补充了公司葡萄酒的销售费用，将有助于加快公司省外葡萄酒市场的扩展速度，推动公司葡萄酒的销量。该项费用将从 2009 年开始全面投入市场。

新增 2 万亩酿酒葡萄基地及榨汁发酵项目：

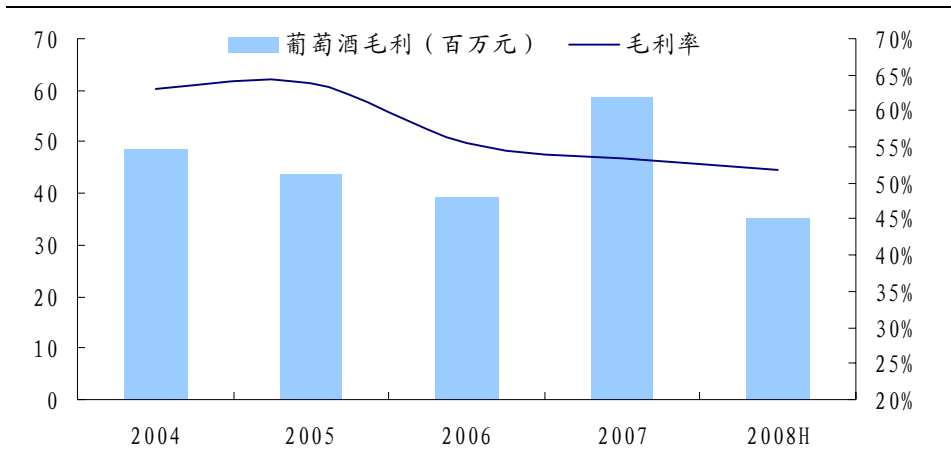
随着葡萄酒产销量的增长和葡萄酒产能的扩大，武威葡萄种植基地葡萄的产能和公司新增葡萄酒的产能不匹配，为了补充公司的酿酒葡萄生产能力，公司拟向控股股东农垦集团购买 2 万亩酿酒葡萄种植基地。该项收购仍属于初期准备和谈判阶段，目前来看进程较为缓慢。

2.1.7. 葡萄酒业务盈利能力分析及预测

公司从 2004 年开始集中力量发展葡萄酒业务，经过 2004-2007 年的市场开发和建设，葡萄酒的毛利在 2007 年获得较快的增长，增速达为 50.17%，预计 2008 年的毛利也会有较快增长。

但我们也看到公司葡萄酒的毛利率较为波动，2006 年出现较大下降。我们认为原材料价格的波动是葡萄酒毛利率波动的主要原因。

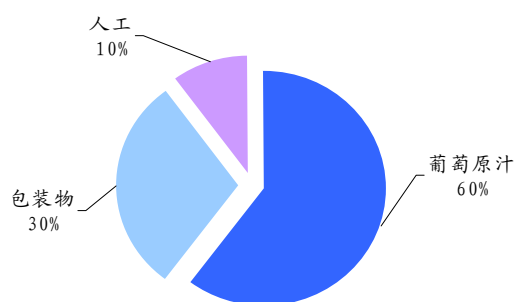
图 14：2001-2008H 葡萄酒业务毛利及毛利率变化



数据来源：公司公告，国泰君安证券

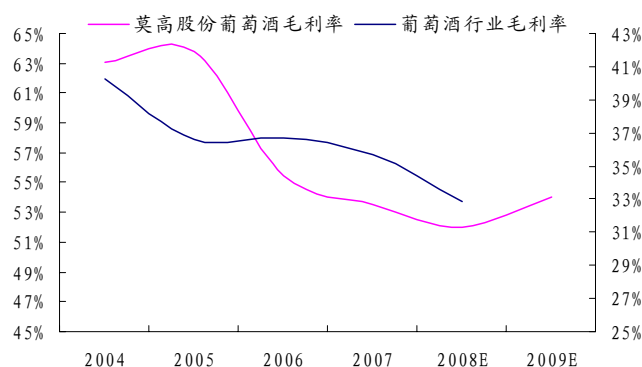
公司葡萄酒的生产成本主要有葡萄原汁，包装物和人工。2008 年葡萄原汁占总成本的 60%，包装物占 30%，人工成本占 10%。公司的葡萄原汁均由公司武威的葡萄园种植园提供，而包装物都是从外部收购。

图 15：公司葡萄酒的成本构成



数据来源：国泰君安证券

图 16：公司葡萄酒毛利率（左轴）与行业毛利率（右轴）



数据来源：公司公告，中经网，国泰君安证券

注：2007-2008 年行业毛利率用的是 1-11 月的累计数据

公司葡萄酒的毛利率高于行业毛利率，主要原因是公司中高档葡萄酒产品的占公司葡萄酒收入的比重较大。

原材料中占比较大的酿酒葡萄原汁从公司自有的葡萄园区收购，其定价原则是以市场价格为基础确定一个内部收购价格，该价格一方面受市场酿酒葡萄价格波动的影响，另一方面公司对葡萄园管理效率和葡萄园的气候和病虫害等也可能影响葡萄园的产出而影响公司葡萄原汁的定价，所以公司的葡萄原汁价格基本与市场价格变化趋势相同，但波动幅度会更大，因而我们可以看公司的葡萄酒毛利率与葡萄酒行业的毛利率总的变动趋势较为相似，但波动幅度更大。

2007 年以来经过公司对葡萄园区的整顿，其对种植园区的管理效率有所提高，对葡萄园的种植成本的控制能力加强，原料价格波动趋缓；另一方面通过提价和新产品的推

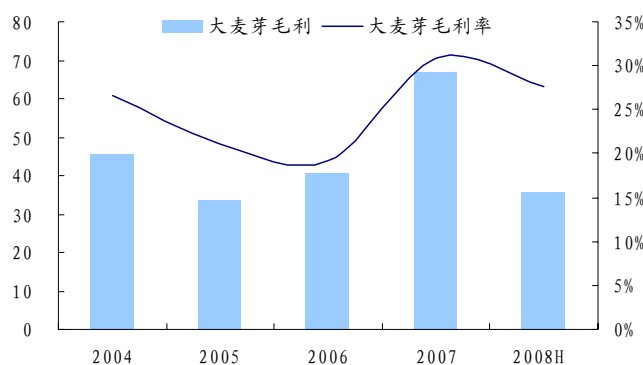
出，公司产品均价也逐年上升，公司 2007-2008 年的毛利率的波动幅度逐渐减小。

我们预测公司葡萄酒 2009 年的毛利率将较 2008 年有所提高，主要原因有：1、由于需求下降，2009 年包装物的价格会有一定幅度的下降，2、公司的生产周期在 2 年左右，2009 年出售的大部分产品的葡萄汁原料于 2007 年采购，那时酿酒葡萄的价格较低，原料价格的下降推动公司毛利率的回升。公司未来将进一步理顺葡萄种植，酿造及加工的葡萄酒一体化生产流程，加强对葡萄园区的建设和管理，随着葡萄酒产销规模的扩大，葡萄酒的毛利率将趋于稳定。

2.2. 2009 年大麦芽业务利润下降

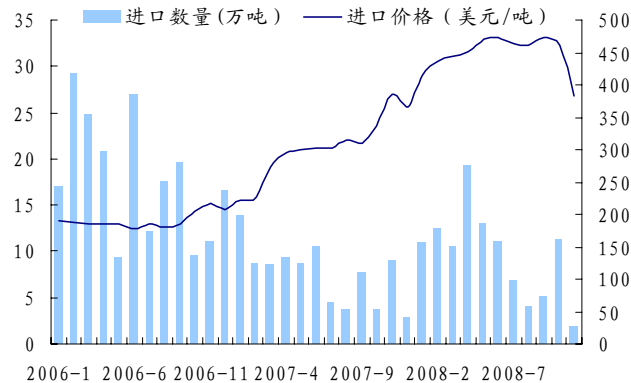
公司的大麦芽业务是利用甘肃地区丰富的大麦资源，收购大麦将其加工成大麦芽然后出售给啤酒厂商的经济附加值较低的中间加工环节。公司目前拥有 17 万吨大麦芽的加工产能。由于公司大麦业务处于中间环节，毛利率较低，同时对大麦及大麦芽市场价格的变化较为敏感。2004-2007 年之间，公司大麦芽业务的利润和毛利率都较为波动。

图 17：2004-2007 年大麦芽的毛利及毛利率变化



数据来源：公司公告，国泰君安证券

图 18：2006 年 1 月-2008 年 11 月大麦的进口量价变化



数据来源：中经网，国泰君安证券

公司的大麦一般是当年下半年购买，于次年加工出售。由于澳洲和加拿大干旱的原因，啤酒大麦芽的进口价格自 2007 年下半年开始加速上升，国内的大麦芽的价格也随之上升并在 2008 年上半年保持高位。公司在 2006 和 2007 年下半年采购的大麦在 2007 和 2008 年均以较高的价格出售，在大麦价格的上行区间中，2007-2008 年公司的大麦业务获得了较高的毛利率和经营业绩。

2008 年下半年国际大麦产量恢复正常，金融危机导致澳币加速贬值，到年底大麦的进口价格已经从每吨近 500 美元，下降到每吨 250 美元左右。国内的大麦价格也应声下跌，公司于 2008 年下半年采购约 8 万吨，均价在 0.9 元/斤的大麦面临着跌价的风险。

由于大麦芽的价格也随着大麦下跌，2009 年上半年大麦芽业务的毛利率和利润都会受到影响而下降。但由于大麦的价格仍在下跌，公司 2009 年全年的大麦业务的平均成本也会下降，我们预计公司 2009 年大麦的利润虽会下降，但亏损的可能性较小。

2.3. 甘草片和苜蓿业务平稳发展

甘草片和苜蓿是公司的非主营业务，每年给公司贡献的收入大约在 2000-3000 万元左右，占公司总收入的比例小于 10%。甘草片属于居民常用的国家处方类药物，价格由国家确定。2009 年由于需求下降，甘草片的销售将受到一定的挤压，利润可能有所下降。

苜蓿是动物饲料的主要原料，公司 2008 年投资对苜蓿的生产线进行改良，由原来的简单加工改造成可以生产各类综合饲料，预计 2008-2009 年业绩会略有增长。预计甘草片和苜蓿业务未来的收入和利润将保持稳定。

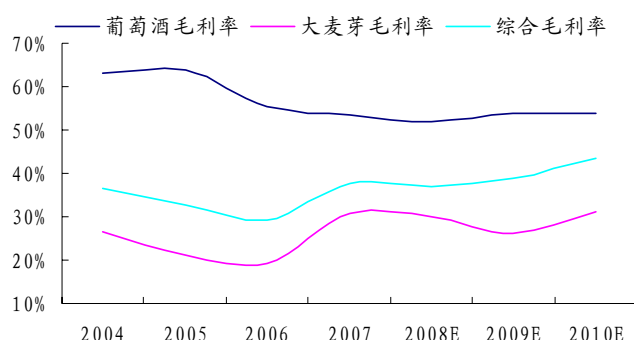
3. 公司财务状况分析及盈利预测

3.1. 公司毛利率分析及预测

公司的毛利率随公司主营业务葡萄酒和大麦芽业务毛利率变化而波动，而另一方面由于葡萄酒业务的盈利能力强于大麦芽业务，葡萄酒业务收入占比的提升也会提高公司的综合毛利率。2007 年葡萄酒收入占比和大麦芽毛利率都有所上升，两者共同推升公司的综合毛利率。

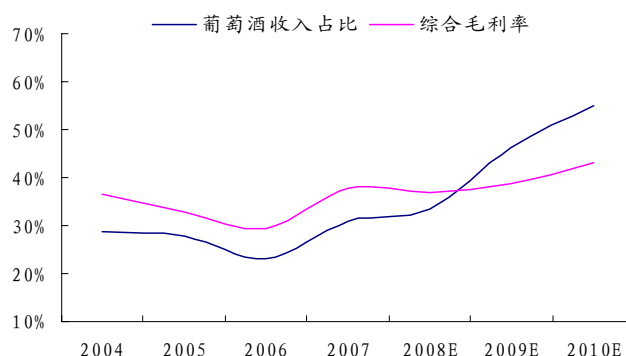
公司未来将集中力量发展葡萄酒业务，我们预计葡萄酒业务的收入增长将快于大麦芽，葡萄酒的收入占比也会逐渐增大，公司的综合毛利率会随之有一定的提升。

图 19：分业务毛利率与综合毛利率变化及预测



数据来源：公司公告，国泰君安证券

图 20：葡萄酒收入占比与综合毛利率的变化及预测



数据来源：公司公告，国泰君安证券

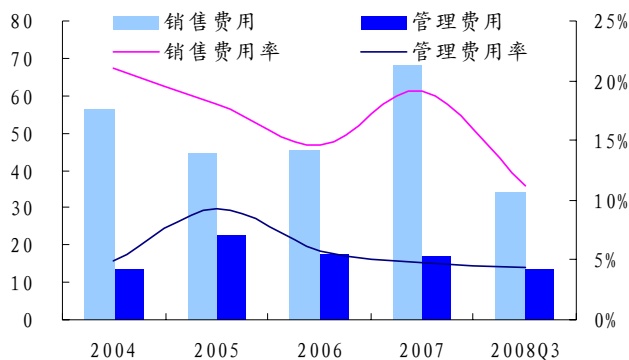
3.2. 公司的费用分析及预测

公司历史上的管理费用支出较为稳定，管理费用率随着公司规模的扩大而稍有下降，预计未来管理费用率将保持稳定。

销售费用和销售费用率经过 2007 年的上升之后，2008 年呈现下降的趋势，主要原因是公司 2007 年处于省外销售布局的起步阶段，各项渠道费用支出较大，而 2008 年省外市场的渠道建设初步完成，市场费用大部分由代理商分担，销售费用下降。我们预计虽然随着公司葡萄酒市场的不断扩大，销售费用投入也会不断增加，但如前所述公司对宣传投入秉承较为稳健的策略：完善渠道之后才进行广告宣传。我们认为公司的销售费用的增长与市场的扩展基本保持同步，销售费用率将保持较为稳定的水平。

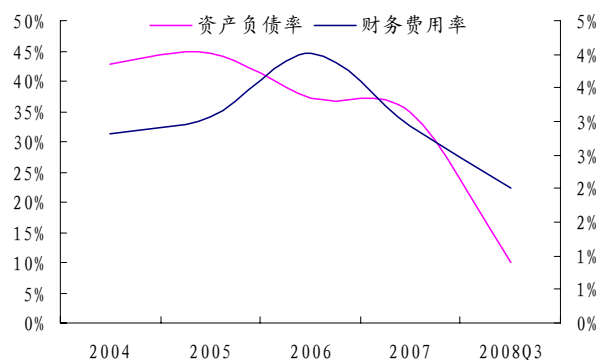
公司的资产负债率较低，在 2008 年 6 月通过增发募集资金后，公司的资产负债率水平降到 9.9%，公司的债务负担减轻，财务费用率也随之下降。由于公司货币资金较为充足，我们预测公司的财务费用率将保持稳定。

图 21: 公司销售费用和管理费用变化 (百万元)



数据来源: 公司公告, 国泰君安证券

图 22: 公司资产负债率 (左轴) 和财务费用率 (右轴)



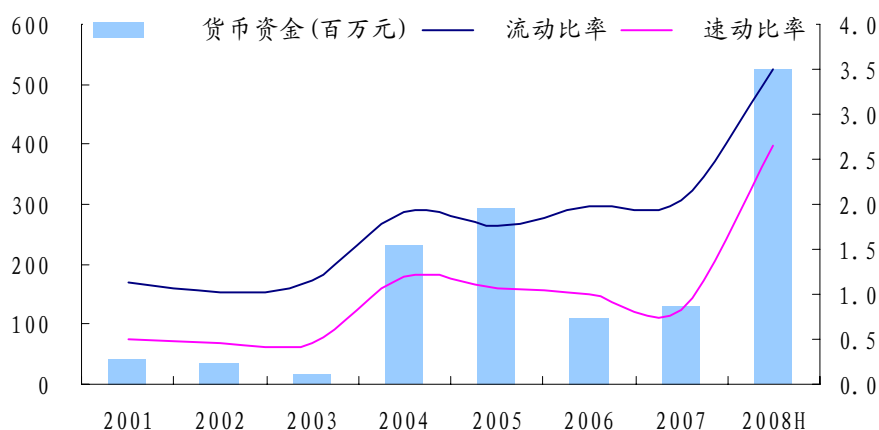
数据来源: 公司公告, 国泰君安证券

3.3. 公司营运效率的分析

3.3.1. 货币现金较为充裕, 支撑公司未来的葡萄酒市场投入

公司有较多的货币资金, 流动比率和速动比率都较高, 流动比率一直保持在 1.5 以上, 速动比率基本保持在 0.5 以上, 特别是 2008 年 6 月公司完成增发之后, 公司的货币资金又有了较大的增长。较为充裕的货币资金, 为公司未来在省外市场的宣传投入提供了一定的资金基础。

图 23: 公司货币资金 (左轴), 流动比率及速动比率 (右轴) 的变化



数据来源: WIND, 国泰君安证券

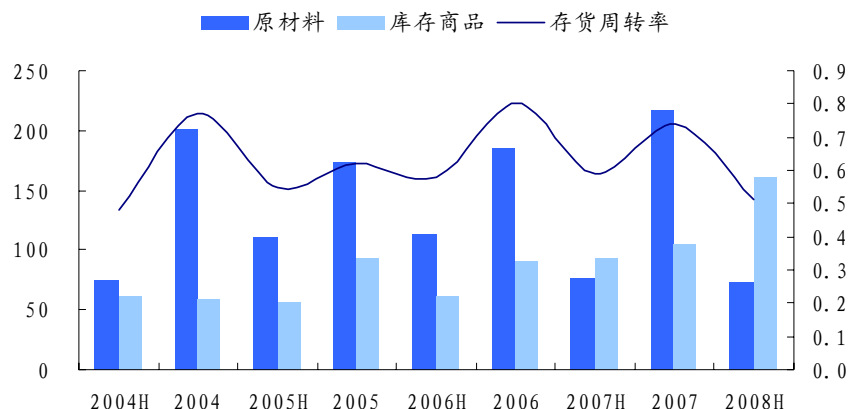
3.3.2. 季节性因素使得公司的年末存货量较大

公司存货量较大, 存货周转率小于 1, 存货中占比最大的是原材料, 其次是库存商品。

原材料主要是公司大麦芽的原料大麦, 大麦是一种季节性的农产品, 需要在前一年的第四季度收购, 然后于当年加工成大麦芽出售, 这就导致公司每年年底的原材料的量较大, 到第二年下半年就大部分被消化。

公司的高档葡萄酒一般都需要经过 4-6 年的窖藏, 窖藏的葡萄酒计入固定资产中的库存商品。随着公司生产规模的扩大, 库存葡萄酒的量也随之逐步增大。

图 24: 公司主要存货(百万元)及存货周转率的变化

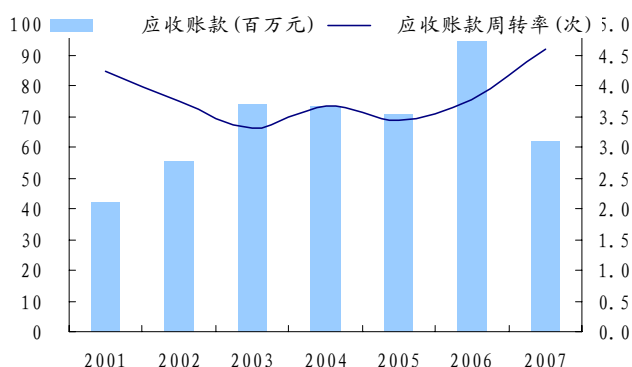


数据来源: WIND, 国泰君安证券

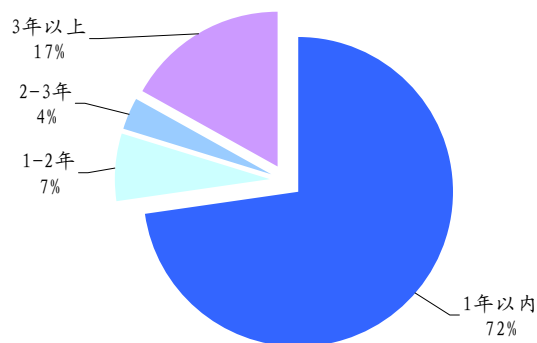
3.3.3. 部分应收账款账期较长, 主要来自大麦芽业务

公司应收账款规模较大, 其中大部分是大麦芽业务产生的应收账款。虽然购买公司大麦芽的主要是重庆啤酒等大型的啤酒公司, 合作的时间较长, 出现坏账的可能性较低。但我们也发现近几年账期在 3 年以上的应收账款占比一直保持在 15% 以上, 公司大麦芽业务的部分回款仍存在一定的风险。

图 25: 公司应收账款(百万元)和应收账款周转率变化 图 26: 2008 年中期公司应收账款的账龄构成



数据来源: WIND, 国泰君安证券



数据来源: 公司公告, 国泰君安证券

3.4. 盈利预测

葡萄酒业务将成为公司未来利润增长的发动机, 而大麦芽业务会带来较为稳定的利润, 未来葡萄酒利润的占比将超过大麦芽, 公司综合毛利率逐步上升。

我们假设:

- 1、公司 2009 年葡萄酒销量增长 50%, 2010 年销量增长 35% 左右, 未来公司每年将会推出 10 个以上的新品种, 产品结构也会逐步升级, 我们预计葡萄酒均价逐步上升, 毛利率保持平稳。
- 2、2009 年大麦芽业务由于大麦价格下降, 贡献的利润也下降, 2010 年大麦芽的毛利率和利润基本恢复正常, 所以 2010 年的业绩会有较大的增长。
- 3、苜蓿和甘草片的业绩保持平稳小幅增长。
- 4、公司未来的销售费用率在 2008 年三季度销售费用率的基础上下小幅波动, 管理费用率和财务费用率保持稳定, 公司实际所得税率为 15%。

公司 08 年 6 月增发了 4000 万股，根据假设，我们预测公司 2008-2010 年的按最新股本全面摊薄的 EPS 为 0.35、0.45 和 0.70 元，其中 2008 年加权平均的 EPS 在 0.40 元。

表 6：公司葡萄酒和大麦芽业务的盈利预测

		2006	2007	2008E	2009E	2010E
葡萄酒业务	销量(吨)	2500	3600	5000	7500	10125
	销量增长率	25%	44%	39%	50%	35%
	吨酒价格(元/吨)	28263	30538	32981	35619	38825
	吨酒价格增长率	-17.5%	8.0%	8.0%	8.0%	9%
	收入(百万元)	71	110	165	267	393
	成本(百万元)	31	51	79	123	181
	毛利率	55%	54%	52%	54.0%	54%
大麦芽业务	销量(吨)	84190	90000	88000	92000	100000
	销量增长率	-	6.9%	-2.2%	4.5%	3.3%
	收入(百万元)	212	218	287	270	279
	成本(百万元)	171	151	201	200	193
	毛利率	19%	31%	30%	26%	31%
	营业收入	304	356	492	579	716
	营业成本	216	222	310	354	406
	综合毛利率	29%	38%	37%	39%	43%

数据来源：国泰君安证券

3.5. 可能存在的风险

1. 虽然公司已经完成省外市场的布局，但由于国内葡萄酒市场特别是东部发达地区的竞争较为激烈，公司品牌在省外市场的认知度比前三大龙头企业低，公司省外葡萄酒市场增长可能较慢，未来葡萄酒的销量增速低于预期。
2. 2009 年大麦芽价格下降快于大麦价格下降，2009 年大麦芽业务出现较大亏损。

4. 估值及投资建议

我们通过绝对估值法和相对估值法来确定公司的合理价格。绝对估值法使用自由现金流贴现进行计算；考虑到公司较快的业绩增长率，相对估值法我们参考食品饮料行业重点公司的 PEG 来计算公司的合理价格。

绝对估值结果：

我们通过计算公司的自由现金流贴现得出公司的每股价值在 15.71 元。

基本假设：					
无风险收益率	3.58%	所得税率	18.00%	目标权益比例	70.00%
市场风险溢价	8.30%	税前债务成本	3.20%	目标债务比例	30.00%
BETA	1.00	税后债务成本	2.40%	(WACC)	9.03%
股权成本 (Re)	11.87%	永续成长率 (g)	2%		

表 7: DCF 预测表

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	永续价值
自由现金流 (FCF)	-52	62	196	208	159	184	252	
现值 (NPV)	0	58	167	85	114	121	152	2185
企业经营价值	2881							
加: 非核心资产	130							
减: 债务价值	208							
少数股东权益比例	0.0%							
权益价值 (Equity Value)	2803							
每股价值 (元)	15.71							

数据来源: 国泰君安证券

表 8: 公司绝对估值结果的敏感性分析

		永续增长率				
	15.71	1.0%	1.5%	2.0%	2.5%	3%
WACC	7.00%	19.80	21.34	23.20	25.46	28.30
	8.00%	16.64	17.71	18.96	20.44	22.21
	9.00%	14.28	15.06	15.95	16.97	18.17
	10.00%	12.46	13.04	13.70	14.44	15.29
	11.00%	11.01	11.46	11.96	12.51	13.14

数据来源: 国泰君安证券

相对估值结果:

考虑到公司葡萄酒业务正在经历一个从地区到全国的发展过程, 未来业绩具有保持快速增长的潜力, 我们用 PEG 对公司进行估值, 公司 2008-2010 年三年的复合增长率为 41%, 我们参考食品饮料行业重点公司的平均 PEG, 考虑公司高于行业平均水平的业绩增速, 我们给予公司 2009 年 1 倍的 PEG, 给出公司目标价为 **18.45 元**。

表 9: 食品饮料行业重点公司盈利预测及估值表

	收盘价 20090227	总市值	EPS			CAGR (08-10)	PE			PEG (2009E)	投资评级
			2008E	2009E	2010E		2008E	2009E	2010E		
贵州茅台	124.82	1145	4.45	5.27	6.16	18%	28.0	23.7	20.3	1.3	增持
泸州老窖	20.15	297	0.96	1.15	1.39	20%	21.0	17.5	14.5	0.9	增持
五粮液	15.49	612	0.48	0.71	0.82	31%	32.3	21.8	18.9	0.7	谨慎增持
山西汾酒	17.32	59	0.61	0.7	0.83	17%	28.4	24.7	20.9	1.5	谨慎增持
青岛啤酒	20.2	276	0.54	0.8	1.02	37%	37.4	25.3	19.8	0.7	增持
燕京啤酒	13.26	161	0.45	0.55	0.71	26%	29.2	23.9	18.5	0.9	增持
双汇发展	33.49	212	1.11	1.34	1.61	20%	30.2	25.0	20.8	1.2	增持
张裕 A	48.5	251	1.72	2.08	2.48	20%	28.2	23.3	19.6	1.2	增持
金枫酒业	11.67	46	0.56	0.64	0.73	14%	20.8	18.2	16.0	1.3	谨慎增持
三全食品	29.1	29	0.83	0.97	1.25	23%	35.1	30.0	23.3	1.3	谨慎增持
莫高股份	15.1		0.35	0.45	0.70	41%				1	中性
平均值							29.1	23.3	19.2	1.1	

数据来源: 国泰君安证券

综合考虑绝对估值和相对估值结果，我们认为公司的合理估值在 15.71-18.45 之间，取两者平均值，确定目标价 **17 元**。由于目前市场上对公司 2008 年可能实行高送配的传言，公司的股价已经被拉升到了 17 元以上，基本反映了公司的内在价值，我们对公司目前的股价持谨慎的态度，给予“中性”评级，短期不推荐。但是鉴于公司葡萄酒业务未来成长性和由此带来的较快的业绩增长率，我们对公司长期看好，建议投资者可以长期关注。

作者简介:

胡春霞: 武汉大学金融学硕士，国泰君安证券食品饮料行业研究员，从业五年。

2008 年新财富食品饮料行业最佳分析师。

洪婷: 浙江大学金融学硕士，2007 年 7 月加入国泰君安研究所，目前从事食品饮料的研究工作。

免责声明

本报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为国泰君安证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

国泰君安证券股票投资评级标准:

增持: 股票价格在未来 6~12 个月内超越大盘 15%以上;

谨慎增持: 股票价格在未来 6~12 个月内超越大盘幅度为 5% ~ 15%;

中性: 股票价格在未来 6~12 个月内相对大盘变动幅度为-5% ~ 5%;

减持: 股票价格在未来 6~12 个月内相对大盘下跌 5%以上。

国泰君安证券行业投资评级标准:

增持: 行业股票指数在未来 6~12 个月内超越大盘;

中性: 行业股票指数在未来 6~12 个月内基本与大盘持平;

减持: 行业股票指数在未来 6~12 个月内明显弱于大盘。

国泰君安证券研究所

上海

上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层

邮政编码: 200120

电话: (021) 38676666

深圳

深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层

邮政编码: 518026

电话: (0755) 23976666

北京

北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层

邮政编码: 100140

电话: (010) 59312799

国泰君安证券研究所网址: www.askgtja.comE-MAIL: gtjaresearch@ms.gtjas.com