

朱卫华 86-755-82943101
 zhuweihua@cmschina.com.cn
 董广阳、黄珺 86-755-82943140
 donggy@cmschina.com.cn

2009年3月20日

维维股份（600300）旗下双沟酒业发展超预期

糖酒会见闻录之一

日用消费

食品饮料

中性（维持）

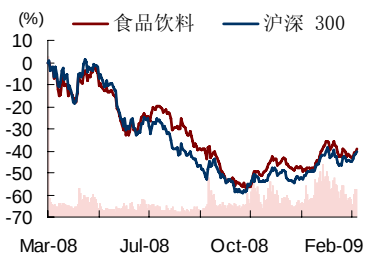
上证指数 2266

行业规模

		占比%
股票家数（只）	47	3.0
总市值（亿元）	3850	2.4
流通市值（亿元）	1988	3.2

行业指数

%	1m	6m	12m
绝对表现	-0.9	-1.8	-37.9
相对表现	-4.6	-16.7	0.8



相关报告

- 《食品饮料业 2009 年 3 月月报 - 乳业余震不断，白酒且喜且忧》 2009/3/13
- 《食品安全法点评 - 法案将推动食品饮料业规范运营、健康发展》 2009/3/2
- 《产业升级、食品安全、循环经济为重 - 轻工业振兴规划对食品饮料业影响点评》 2009/2/23
- 《五粮液（000858）- 总代品牌贡献增量，资产注入确定日程》 2009/2/18
- 《食品饮料业 2009 年 2 月月报 - 春节消费开门红，关注节后白酒终端价格变化》 2009/2/5

本文谢绝媒体以任何形式转载
 或转述

双沟酒业收入利润增长大超预期！昨日我们调研了成都糖酒会双沟酒业展区，结合前期调研其控股股东维维股份了解的整体情况，我们认为维维股份 09 年 EPS 有望超过 0.30 元，PE 虽然超过 20 倍，考虑到这些新信息市场尚未知觉，短期有交易型机会，公司酒类、谷物饮料业务成长性较明确，该公司值得长期关注。

- 1、双沟酒业产品结构升级显著，09 年有望为维维股份贡献 EPS0.105 元：
 中高档酒 - 双沟珍宝坊销售收入去年完成 3 亿元，今年目标 8 亿元；双沟大曲青花瓷系列去年收入 5000 万元，今年目标 2 亿元，新推的双沟大曲柔和六、柔和九今年收入目标 8000 万元，展区销售经理说今年前 2 个月增长形势理想。

双沟酒业的产品结构：双沟大曲、苏酒、双沟珍宝坊，按平均价格水平大致分别代表低、中、高档，但事实上每一类都有高中低档产品。

公司每年白酒销量 5 万吨，绝大部分是低档的双沟大曲，这块业务基本不赚钱，为此公司一方面做小幅提价，另一方面结构升级，去年开发了 53 度青花瓷，有小青花、大青花、青花日月盅等几个高端品类，并新近推出了双沟大曲柔和六、柔和九产品；苏酒：去年收入大概 2 亿元，今年目标不详，产品有特一号、一号、普通等档次，特一号的酒店价格为 500 多元，普通酒价格应该在百元以内，苏酒名头较响，有“抽苏烟，喝苏酒”之说，销售与双沟大曲分立，所以展区的销售经理称，苏酒增长对双沟品牌拉动不大，双沟珍宝坊产品增长对双沟大曲有拉动；双沟珍宝坊，07 年 1.5 亿元，08 年 3 亿元，展区经理说 09 年目标是 8 亿元，该酒有君坊、圣坊、帝坊三款，价格定位与洋河蓝色经典的海之蓝、天之蓝、梦之蓝三款酒刚好对应，价格分别高于后者 10 元、20~30 元、100 元左右，主力产品君坊价位在 130 元左右，双沟珍宝坊独创 480ml + 20ml（68 度与 41.8 度等三种）自由勾调概念，有清晰卖点。

双沟酒业 08 年收入有 15 亿元，扣除促销酒后净收入大概 11 亿元，过往的利润率大概 5%，按 40.69% 的股权比例计算，08 年能对公司贡献的 EPS 只有 0.029 元，这个贡献可以说是微不足道的。09 年公司给双沟的目标为 20 亿元，争取 25 亿元，不仅收入增长快，而且产品结构出现重大变化，利润率将有望大幅上升，我们参考洋河 06 年 7.25 亿元收入、20% 的销售净利率计算，双沟珍宝坊利润将达 1.6 亿元，能给维维股份贡献 EPS0.084 元；如果整体能达到 2 亿元净利，即整体收入净利润率 10% 水平，将为维维股份贡献 EPS0.105 元。

双沟管理团队有股权，经营有动力。股权结构上：维维是第一大股东，40%股权，双沟管理团队是第二大股东，地方政府是第三大股东 26%。维维承诺三年不更换双沟的管理团队，目前派到双沟的人只有常务副总、财务总监。我们询问了展区的销售经理，他承认自己有股权。

□ **2、维维本身业务中去年新推出的“营养谷动”将成为亮点，有望给公司贡献 EPS0.02 元增量，未来成长空间广阔。**

维维股份四大主业：豆奶、乳业、酒业、食用油。分为豆奶、乳业、谷动、嚼益嚼、氨基酸饮料等事业部、食用油分公司、酒业子公司。公司的矩阵管理方法是分地区的，不同事业部的在一起共享资源。公司本身业绩 09 年也有改善：1) 大豆成本下降，公司豆奶粉产品价格没有动，毛利率有所上升。不过我们认为 07 年成本上升时公司修改了产品配方，而且还做了一些大豆套期保值，最终成本改善很难测算，且成本改善是一次性的，收入增长才是最值得关注的。2) 去年推出的营养谷动饮料产品发展很快，去年两个月 1000 万元收入，今年计划做 3~5 亿元收入，如果按照 5% 的利润率计算，有可能给公司贡献 EPS0.02 元增量，该产品未来空间仍很大。

豆奶粉有 15 万吨产能，7、8 万吨产量。产品十年之前在城市市场非常火爆，现在逐步被边缘化，主要定位在农村市场。公司转型做乳业（液态奶），收购了很多公司，也打造出“天山雪”品牌，但总体不太成功，只见收入增长了 10 亿元，利润没增长。公司也增加了液态豆奶产品，但运作不成功，现在可能就 1 万多吨产量，公司认为液态豆奶不能替代牛奶，现在维他奶、杨协成豆奶等竞品也只是在局部区域销售。终端调研时营业员认为是公司推广不够，我们认为维维 2005 年推液态豆奶时一下子产品上太多了，所谓“阳光七彩”，包括纯豆浆、纯豆奶、黑豆奶、绿豆奶、豆芽奶、红枣豆奶和蔬菜豆奶等，现在好像只有红枣豆奶、红豆豆奶销售还可以。

谷动产品现在只有红豆浓浆与燕麦浓浆两种，终端反映前者非常畅销，后者一般。公司称之前研发论证了很久，看到乳业受三聚氰胺影响，认为是个机会，于是在去年国庆中秋期间上市，主要在徐州、上海、北京等地销售。公司称目前市场需求旺盛，公司产能不足。终端反映销售不错，是因为公司有推动，09 年公司在央视投放 6000 万元广告，并在地方电视台也投放了广告，估计费用近亿元，当然该费用不全为谷动饮料。

□ 公司好像一下子端出很多产品，比如与大家合作开发的维维嚼益嚼 OHB 营养棒，全年预计收入 3000 万元，专门让日本人掌管营销，产品现在绝大部分出口印尼；今年中期将新上婴幼儿奶粉项目、还要推添加氨基酸的运动型饮料等；公司还计划大量投资于食用油项目：2 万吨花生油、2 万吨菜籽油、1 万多吨调和油，公司称项目所在地的河南地方政府非常支持，给予了很多优惠。从正面看，公司未来有很多机会，不过我们现在对这些业务兴趣还不大，并且我们担心公司业务太多会分散精力？

□ **风险因素：**1) 公司业务发展点过多；2) 从酒行业大面上，我们仍然担心业内某公司存货周转率过高可能引致的行业信任危机（请参阅《食品饮料业 2009 年度投资策略》2008/12/5）；3) 从酒行业大面上，请关注酒业消费税方面的政策变化。

“双沟珍宝坊”：儒雅内敛（君坊），尊贵隽秀（圣坊），雍容轩昂（帝坊）；获“世界之星”包装设计大奖



产品与惠尔康的“谷粒谷力”相同的谷物饮料，不同于伊利的“谷粒多”，后者为谷物奶，定价更高。惠尔康起步早于维维，都只在区域市场发展，目前尚未构成竞争。



资料来源：公司资料

参考报告:

1. 《食品饮料业 2009 年 3 月月报 - 乳业余震不断, 白酒且喜且忧》2009/3/13
2. 《光明乳业 (600597) - 壮士断臂, 弃子江西》2009/3/9
3. 《三元股份 (600429) - 吸收三鹿脱胎换骨, 能否新生需待观察》2009/3/5 调研
4. 《食品安全法点评 - 法案将推动食品饮料业规范运营、健康发展》2009/3/2
5. 《产业升级、食品安全、循环经济为重 - 轻工业振兴规划对食品饮料业影响, 点评》2009/2/23
6. 《五粮液 (000858) - 总代品牌贡献增量, 资产注入确定日程》2009/2/18
7. 《蒙牛特伦苏 OMP 事件点评 - 对其品牌有一定伤害, 并给伊利以机会》2009/2/17
8. 《三元股份 (600429) - 拟非公开发行股份收购三鹿部分破产资产》2009/2/16
9. 《食品饮料业 2009 年 2 月月报 - 春节消费开门红, 关注节后白酒终端价格变化》2009/2/5
10. 《食品饮料业 2009 年 1 月月报 - 行业收入利润增速、产品价格有不同程度回落》2009/1/12
11. 《五粮液 (000858) - 明年将新推酱香型酒搅动产业格局》2008/12/29 调研
12. 《泸州老窖 (000568) ——经济形势转弱, 公司积极应对》2008/12/26 调研
13. 《贵州茅台 (600519) ——年度经销商大会纪要》2008/12/16 调研
14. 《食品饮料业 2009 年度投资策略 - 高端酒渠道高库存成隐忧》2008/12/03
15. 《食品饮料业 2008 年 11 月月报 - 乳业公司自我救赎还是被并购》2008/11/14
16. 《食品饮料业 2008 年第四季度投资策略 - 沧海横流, 谁显英雄本色?》2008/10/16

分析师简介

朱卫华：清华大学经济学学士，中国科学技术大学管理学硕士，拥有证券执业资格、注册国际投资分析师 CIIA 资格，8 年证券从业经验。现为招商证券研发中心研究董事、消费品研究小组组长，连续获得《新财富》最佳分析师食品饮料行业 2005、2006、2007 年度第一名、2008 年度第二名，农林牧渔行业 2005 年度第三名。

黄珺：MBA 在读，拥有证券从业资格，4 年证券从业经验，现于招商证券从事食品饮料、农林牧渔行业研究。

董广阳：上海财经大学经济学硕士，2008 年进入招商证券。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

投资评级定义

我公司从 2008 年 4 月 11 日起，调整公司短期评级名称及定义、公司短期评级与行业投资评级的比较基准，公司长期评级保持不变。调整后的评级体系如下：（详细情况请参见《关于招商证券调整投资评级体系的说明》）

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

免责声明

本报告中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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其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。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归招商证券所有。未经我公司书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。