

莫高股份(600543)

大麦芽是业绩下滑主因，葡萄酒增长较快

——莫高股份 2009 年中报点评

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

本报告导读：

- 葡萄酒业务保持稳定较快增长，毛利率提升。
- 大麦芽业务收入下降62%，是业绩下滑主因。

投资要点：

- 公司 09 年上半年实现营业收入，营业利润和归属于母公司的净利润分别为 1.64 亿元、0.27 亿元和 0.19 亿元，分别同比变化-24.4%，6.4%和-5.38%。按资本公积转增股本后 3.21 亿新股本摊薄，公司的 EPS 为 0.58 元低于我们之前的预期。
- 葡萄酒业务保持较快增长，毛利率提升到 65.89%。公司近几年集中力量发展葡萄酒业务并颇有成效，今年上半年葡萄酒销量同比增长 50%左右，营业收入同比增长 49.83%，占总收入的比重达到 53%，营业毛利的占比达到 92%，成为公司上半年的主要利润来源。同时葡萄酒业务毛利率提高 21 个百分点达到 65.89%，公司葡萄酒业务的盈利能力获得较大的提升。
- 大麦芽收入和利润的超预期下降是公司业绩下滑主因，预计下半年其利润较上半年将有所回升。由于大麦及大麦芽价格自 2008 年下半年开始大幅下跌，今年上半年公司大麦芽的售价同比下降 50%左右导致大麦芽业务的收入下降 62.10%。另一方面大麦原料大部分于 2008 年采购，成本偏高，毛利率下降到 3.23%，营业毛利同比下降 95.56%。据了解目前市场上的大麦及大麦芽价格已渐趋稳定，预计下半年大麦芽业务毛利率和利润较上半年将会有所回升。
- 莫高国际酒庄即将投产，广告宣传预计于中秋启动。设计产能 2 万吨的酒庄已完成设备调试预计近期投产，增加公司葡萄酒灌装和贮藏能力；公司计划于中秋葡萄酒销售旺季时在央视投放电视广告，预计将有助于提高莫高葡萄酒在全国的知名度，推动未来葡萄酒销量和业绩的增长。
- 盈利预测和投资建议：大麦芽业务下降幅度超过预期，我们将公司 09-10 年的业绩下调至 0.17 和 0.31 元（按最新股本摊薄），其中 2010 年的葡萄酒业务的 EPS 约为 0.21 元。虽然大麦芽业绩的下降将拖累公司 09 年业绩的增长，但是我们预计大麦芽业务 2010 年将有较大的恢复性增长，同时公司葡萄酒业务未来几年将会迎来稳定较快的增长，未来业绩的成长性较好，我们给予其一定的估值溢价，目标价 11 元（2010 年 35 倍 PE），维持中性评级。

财务摘要（百万元）	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	358	422	403	571	739
(+/-)%	15.1%	17.9%	-4.5%	41.6%	29.3%
经营利润（EBIT）	29	56	67	120	175
(+/-)%	398%	92%	19%	80%	46%
净利润	29	50	56	101	148
(+/-)%	340%	74%	12%	81%	47%
每股净收益（元）	0.09	0.15	0.17	0.31	0.46
每股股利（元）	-	0.06	0.03	0.06	0.09

利润率和估值指标	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
经营利润率（%）	12%	19%	19%	24%	26%
市盈率	144	83	74	41	28
股息率（%）	0.0%	0.4%	0.3%	0.5%	0.7%

请务必阅读正文之后的免责条款部分

评级：

中性

上次评级：中性

目标价格：

¥11.00

上次预测：¥20.00

当前价格：

¥12.26

2009.08.12

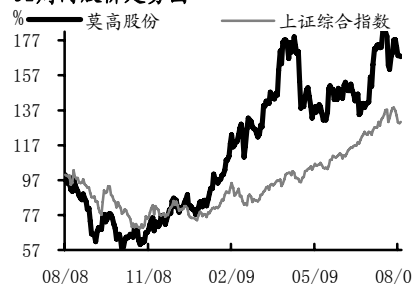
交易数据

52 周内股价区间（元）	7.37 ~ 26.12
总市值（百万元）	4,114
总股本/流通 A 股（百万股）	321/320
流通 B 股/H 股	0/0
流通股比例	1.00
日均成交量（百万股）	4.8
日均成交值（百万元）	69.8

资产负债表摘要（12/08A）

股东权益（百万元）	967.00
每股净资产	5.36
市净率	2.4
净负债率	-30.2%

52 周内股价走势图



相关报告

葡萄酒增长潜力大，大麦拖累 09 年增速

(09.06.26)

葡萄酒业务推动公司未来业绩增长

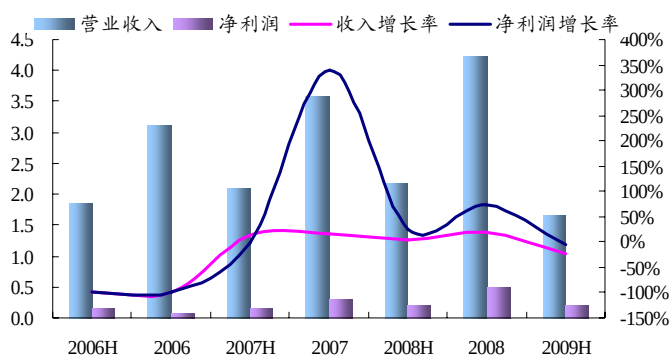
(09.02.25)

1. 中期业绩低于预期

公司 09 年上半年实现营业收入, 营业利润和归属于母公司的净利润分别为 1.64 亿元、0.27 亿元和 0.19 亿元, 分别同比变化-24.4%, 6.4%和-5.38%。按资本公积转增股本后 3.21 亿新股本摊薄, 公司的 EPS 为 0.58 元低于我们之前的预期。这是自 2006 年以来公司收入和利润首次出现下滑。

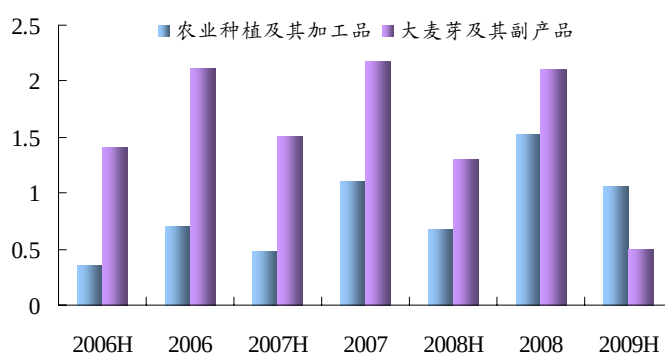
公司两大主营业务为农业种植及其加工品业务和大麦芽及其副产品业务: 农产品及其加工品业务包括葡萄酒业务及其他一些农产品加工业务, 葡萄酒的收入达到 84%; 而大麦芽及其副产品业务代表的就是公司的大麦芽业务。今年上半年农产品及其加工品业务保持稳定增长, 收入为 1.05 亿元, 同比增长 54.7%, 增速较去年同期有所增长。而大麦芽业务的收入为 0.49 亿元, 同比下降 62.10%, 大麦芽业务的大幅下滑是公司业绩低于预期的主要原因。

图 1 公司营业收入, 净利润(亿元)及增长率变化



数据来源: 公司公告, 国泰君安证券

图 2 公司各项主营业务的收入变化(亿元)



数据来源: 公司公告, 国泰君安证券

2. 葡萄酒业务保持稳定增长, 未来潜力较大

公司近几年重点发展葡萄酒业务, 目前已经初见成效: 甘肃省占据绝对垄断的地位; 省外的重点地区也已经完成了销售布局。今年上半年葡萄酒的销量继续保持了稳定较快增长, 销量的同比增速约在 50%, 葡萄酒业务的营业收入达到 0.88 亿元, 同比增长 49.83%, 营业毛利达到 0.58 亿元。由于葡萄酒业务收入的上升和大麦芽业务收入的下降, 葡萄酒的收入占比达到 53%, 毛利占比达到 92%, 成为公司业绩的主要来源。

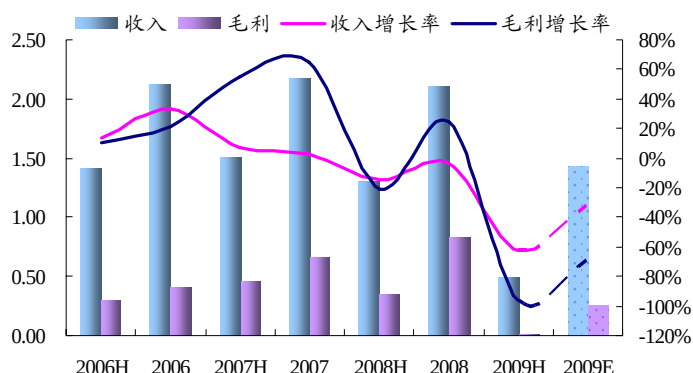
公司葡萄酒业务的毛利率达到 65.89%, 同比上升 21.45 个百分点, 表明公司葡萄酒的盈利能力有了一定的提高。我们预计未来几年公司葡萄酒的销售将继续保持较快增长, 产品结构和毛利率维持在较高水平, 推动公司整体业绩的恢复和增长。

3. 大麦芽业务是业绩下跌主因, 预计下半年利润较上半年回升

由于国内大麦及大麦芽价格自 2008 年下半年开始大幅下跌, 今年上半年公司大麦芽的售价同比下降 50% 导致大麦芽业务的收入同比下降 62.10%。

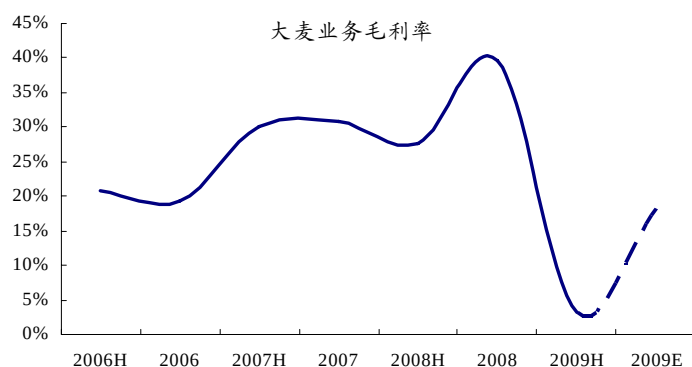
上半年的大麦原料大部分于 2008 年采购, 成本偏高, 毛利率下降到 3.23%, 达到历史底部, 营业毛利同比下降 95.56%。据我们了解目前市场上大麦及大麦芽价格已渐趋稳定, 预计下半年大麦芽业务的毛利率较上半年将有所回升, 利润将高于上半年。

图 3 大麦芽业务的收入、毛利（亿元）及其变化



数据来源：公司公告，国泰君安证券

图 4 大麦芽业务的毛利率变化



数据来源：公司公告，国泰君安证券

4. 莫高国际酒庄建成投产，广告宣传预计中秋节启动

设计产能2万吨的莫高国际酒庄已完成设备调试预计于近期投产，新酒庄的建立将增加公司葡萄酒的灌装和贮藏能力；据我们了解公司计划于中秋节葡萄酒销售旺季时在央视投放电视广告，这将有助于提高莫高葡萄酒在全国的知名度，推动未来葡萄酒销量和业绩的增长。

5. 盈利预测和投资建议

由于大麦芽业务下降幅度超过我们的预期，我们将公司09-10年的业绩下调至0.17和0.31元（按最新股本摊薄），其中2010年葡萄酒业务的EPS约为0.21元。虽然大麦芽业绩的下降将拖累公司2009年业绩的增长，但是我们预计大麦芽业务2010年将有较大的恢复性增长，同时公司葡萄酒业务未来几年将会迎来稳定较快的增长，公司未来业绩的成长性较好，我们给予其一定的估值溢价，目标价11元（2010年35倍PE），维持中性评级。

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销售交易总部, 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。

国泰君安证券销售交易总部

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) 23976888

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

E-MAIL: gtjaresearch@ms.gtjas.com