

莫高股份(600543)调研报告

谨慎推荐

首次评级

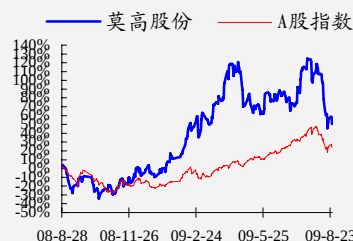
日常消费/食品

2009 年 8 月 27 日

投资要点:

- 大麦芽处于行业低谷，短期内难以贡献利润，葡萄酒业成为盈利支柱。
- 葡萄酒业务高速增长，公司目标是市场占有率 10%，收入 10 亿，位列行业前三。预计 3 年内可完成 5 个亿的目标。
- 区域优势明显，国内市场葡萄酒市场发展不均衡为二线区域品牌留下发展空间。
- 预计 2009 至 2011 年的每股收益 0.13 元、0.20 元、0.33 元。
- 业绩估值没有优势，市净率在同业内较低。
- 资金充裕，增长较快，长期看好，给予“谨慎推荐”评级。

走势图



市场数据

2009-8-27

收盘价:	10.56 元
52 周最高价:	14.51 元
52 周最低价:	4.09 元
平均持仓成本:	12.42 元

基本数据

2009Q2

总股本 (万股):	32,112
流通 A 股 (万股):	32,112
每股收益 (元):	0.06
每股净资产 (元):	3.07
每股经营现金流 (元):	0.18
市净率:	3.44

业绩预测:

	主营收入 (万元)	增长率 (%)	归属母公 司净利润 (万元)	增长率 (%)	EPS (元)	ROE (%)	市盈率 (倍)	红利 收益 率(%)
2008	42,248	17.87	4,975	74.03	0.31	5	34.1	
2009E	33,759	-20%	4,196	-15.66	0.13	4	81.2	
2010E	48,754	44.42	6,294	50.00	0.20	6.5	52.8	
2011E	73,006	49.74	10,545	67.54	0.33	10.75	32.0	

分析师: 钟大举

TEL: (8621)6336 7000-285

FAX: (8621)6337 3209

Email: zhongdj@nesc.cn

地 址: 上海市延安东路 45 号 20F

(邮编 200002)

一、葡萄酒渐成主要利润来源

麦芽、葡萄酒是莫高股份的两大支柱，2008 年以前，麦芽是主要的利润来源。2009 年，大麦价格急剧下挫，葡萄酒高速增长，成为主要的利润来源。在麦芽业务亏损的情况下，葡萄酒的利润贡献基本可以维持 2008 年的利润水平。

表 1、莫高股份的收入利润结构变化

	2007		2008 中期		2009 中期	
	收入	毛利	收入	毛利	收入	毛利
大麦芽	21769	6714	13003	3587	4928	159
葡萄酒	10994	5883	6814	3534	10542	5900
药品	2856	860	881	255	957	290
合计	35618	13457	20698	7377	16428	6350

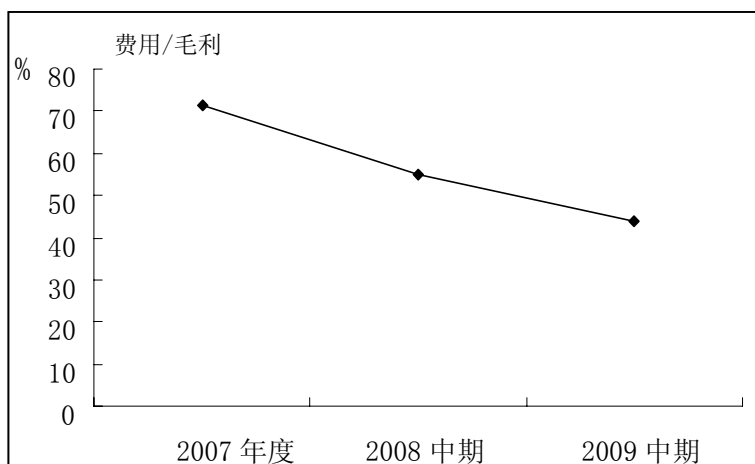
在葡萄酒业务高速增长的同时，公司的销售费用、管理费用及财务费用总和没有增长，费用率下降很快，2009 年中期三项费用的绝对值也在下降。

通过我们在公司的了解，公司的营销较为谨慎，主要销售范围是中西部地区和中东部的二级城市，对重点地区集中优势，效果比较明显。公司没有进行大规模的广告投入，营销投入的效果反映的比较直截。

公开增发后，公司的资金较为充裕，计划在全国建立 1000 家店，每家实现 100 万元，以达到 10 亿元的销售收入。全国性的广告宣传将逐步开始，核心城市将尝试性的进入。

由于费用控制的比较好，公司下一步营销拉动增长的潜力比较大。

图 1、莫高股份期间费用率持续下降



二、大麦价格触底

大麦价格是麦芽业务的风向标，国内大麦需求约三分之一需要进口，大麦是第四大谷物，国内大麦价格跟随国际市场。国际大麦价格周期性非常明显。以加拿大 ICE 大麦 15 年的价格表现分析，大麦一共经历了 3 个完整的周期，平均为 5 年，一般在底部区域为 2 年左右。本次大麦上涨恰是从 2006 年开始，价格从 100 涨至 268，幅度很大，而过去的两次上涨幅度也很大。麦芽行业是周期分明的行业。目前国际市场大麦价格又跌至 2006 年水平，行业已经触底，但离下一次高涨还有较长的时间。

图 2、加拿大 ICE 大麦长期价格走势（93.5-09.8）



国内大麦 2007 年最高为 3000 元/吨，2008 年下半年持续性下跌，早已跌破 2000 元/吨。近期，甘肃省啤酒原料协会 7 月份确定的啤酒大麦指导价为一级 1.6 元/公斤。甘肃产地大麦低迷，交易清淡。

莫高股份 2008、2009 年对大麦计提 1358 万、273 万减值准备，基本上消化了跌价风险。目前，大麦价格已处于长期底部，虽然需求不振，但继续下跌的可能不大。我们预计 2009 年麦芽业务止跌企稳，2010 年后开始恢复。

三、葡萄酒业快速增长

公司的葡萄酒业务连续几年实现 50%以上的增长，预计 2009 年轻松实现 2 亿元以上的收入。

莫高股份收入增长是基于良好的区位优势 and 竞争环境。世界上有 2 万多个葡萄品种，基本都可酿酒，如果消除商业因素，这些品种都各有其风味，而非商业宣传的那样夸张，只固定少数区域。

近二十年来, 1988 年到 2007 年, 新世界(指加洲、澳大利亚、新西兰、南非)葡萄酒销量从 780 万箱(9 升一箱)增至 2.276 亿箱, 年均复合增长率高达 19.5%。相对而言, 过去二十年法国葡萄酒年均复合增长率下降了 1.7%, 仅 1.334 亿箱。这即说明葡萄酒应该是一个多样性的产业, 只有适合葡萄生长, 就具备葡萄酒产业基础。

在中国, 长期以来, 张裕、长城、王朝 3 家公司销量占据 50% 的市场份额, 集中度过高, 区域特色葡萄酒应该还有较大的空间, 除了传统的山东、河北区域, 新疆、山西、陕西、云南、宁夏、东北都有适合酿酒葡萄生长的气候条件, 酿酒原料不成问题。

莫高股份西北区域的原料基地, 位于北纬 40 度左右的全球最佳酿酒葡萄生长带, 干旱少雨, 适合葡萄生长。公司在武威地区直接控制 2 万亩葡萄基地, 未来可视需要增加到 10 万亩以上。公司 2 万吨产能的国际酒庄 2009 年完成, 产能不成问题。

营销策略上, 公司先以西北地区为基地, 逐渐国内的二线城市点状扩张, 目前已经有 300 家经销商。公司的营销非常注重投入产出, 费用控制的较好, 销售从 5000 万增加到 2 亿, 销售费用变化不大。2009 年, 公司增发募集 4 亿, 基本无有息负债, 有充裕的资金, 营销推广的投入要加大。公司销售成功主要正确的切入市场, 控制费用, 避开一线城市的激烈竞争。未来投入加大, 公司依然会按照这种策略进行。

公司赵董长称, 未来的经营目标是 10 个亿, 占到国内市场的 10% 份额, 成为第三名。按目前的格局, 国内葡萄酒二线企业多在 2 个亿以下徘徊, 大部分企业资金不足, 不少企业表现为增收不增利, 在向第一阵营冲刺更会遇到费用激增的问题, 我们认为这主要还是营销策略不佳, 不能有效的控制费用。在第一阵营中, 除张裕外, 长城和王朝的利润增长及费用控制均不理想。我们认为, 莫高股份收入在达到 5 个亿以前, 仍然可以在区域市场快扩张, 维持高速增长, 5-10 亿时将不得不面对全国网络的建立问题, 营销投入大大增加。

整体上看, 公司葡萄酒业务原料、生产、销售自成体系, 资金充裕, 加之国内市场也为二线品牌留下生存空间, 公司葡萄酒业务继续维持高速增长的概率比较高。

四、估值及投资建议

莫高股份的葡萄酒业务已成为主要利润来源, 麦芽业务短期内不贡献利润, 但在未来两年会增加每股收益 0.1-0.2 元; 葡萄酒业务 3 年内可保持 50% 左右的增长。以此估算, 公司 2009-2011 年主营业务收入为 33759 万元、48754 万元、73006

万元，净利润为 4196 万元、6294 万元、10545 万元，摊薄每股收益为 0.13 元、0.20 元、0.33 元。公司在 2010 年恢复正增长，增速维持在 50%以上。

从业绩估值上，公司的股价没有优势，但如从净资产角度来看，有估值优势。公司摊薄每股净资产为 3.07 元，股价为净资产 3 倍，在同行业内并不高，处于合理范围，这表明企业的潜力尚未转化成业绩。给予公司“谨慎推荐”评级，建议投资注重投资时机。

投资评级说明:

行业投资评级分为: 优于大势、同步大势、落后大势。

优于大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益超越市场平均收益;

同步大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益与市场平均收益基本持平;

落后大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益落后于市场平均收益。

公司投资评级分为: 推荐、谨慎推荐、中性、回避。

推 荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 15%以上;

谨慎推荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 5—15%;

中 性: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益在市场平均收益 $\pm 5\%$ 之间;

回 避: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益低于市场平均收益 5%以上。

郑重声明:

本报告中的信息均来源于公开数据, 东北证券股份有限公司(以下简称我公司)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。本报告版权归我公司所有。

东北证券股份有限公司金融与产业研究所

地址: 上海市延安东路 45 号工商联大厦 20 层(邮编 200002)

电话: (8621) 6336 7000

传真: (8621) 6337 3209