

期盼今年开始涅槃

谨慎推荐 首次评级

分析师: 董俊峰 王国平 执业证书编号: S0130200010339 邮箱: dongjunfeng@chinastock.com.cn 电话: 010-6656 8780

1. 事件

10 日公司发布 2009 年年度报告。

报告期内实现营业收入 3.5 亿元, 同比增长-28%; 实现归属于母公司股东净利润-2.3 亿元, 同比减亏 8115 万元, 稀释每股收益-0.39 元。

2. 我们的分析与判断

营销体系开始大动作, 期盼顺利市场化实施。公司加大了销售工作的力度, 公司营销管理中心迁至北京, 重建了以北京为中心, 辐射全国的营销管理体系并全面开展全国经销商的招商和管理工作。为了加强营销管理, 公司全面导入市场和销售费用预算管理体系, 进一步提高资金使用效率。在整合营销管理体系, 加强销售内部管理的同时, 对老产品梳理改造, 确立了西域沙地、尼雅、新天完整的产品体系, 其中尼雅以产地生态概念为核心竞争力, 作为公司营销推广的核心产品, 并以新的产品品系全力进行市场布局。围绕营销管理体系、产品体系、市场体系进行的一系列努力, 为公司实现营销提升奠定了基础。

我们认为, 具体市场化实施顺利程度决定了未来发展前景。预计公司未来将继续按照聚焦葡萄酒业战略, 以全力提升销售和增强公司运营效率为基点, 围绕扭亏目标着力抓好全力提升营销能力, 加大市场营销体系的构建力度, 以生态中高端产品定位为重点, 加强品牌和营销网络建设, 提升品牌的竞争力和营销能力等工作。

定向增发顺利实施改善资产质量, 产权关系理顺有利于发展后劲。公司在中信国安集团和新天集团的大力支持下, 定向增发申请获得审核批准并且顺利实施, 9 月 1 日非公开发行股票资金到位, 募集净额为人民币 19.78 亿元, 公司资产质量大幅改善, 对比 2008 年末资产负债率 128%, 2009 年末下降到 68%, 偿债能力明显增强。非公开发行股票的成功实施, 优化了公司财务结构, 通过积极开展原有债务的清欠和重组, 获得银行免息 8753.78 万元。

2009 年年底中信国安集团与新天集团签订股份转让协议, 新天集团将其持有的公司全部 21.69% 的股份转让予中信国安集团, 如顺利完成后, 中信国安集团将持有上市公司 42.65% 的股份, 成为公司第一大股东, 为公司提供了更好的营运平台和更大的发展后劲。

去年业绩符合市场预期, 业绩前景未来几年可期。纵观全年季度数据可看出, 公司盈利能力从第三季度开始快速抬升, 虽然主营业务收入同比仍然下滑, 但是毛利率和净利率水平快速提高, 主要来源于主营业务的好转和银行免息。国际金融危机爆发以来, 中国葡萄酒行业仍然保持了快速的发展势头, 特别是中高档葡萄酒需求增长尤为迅速, 充分印证了国内葡萄酒巨大的消费潜力和发展空间。同时国外品牌也愈加重视中国市场, 积极拓展国内的市场份额, 使得国内葡萄酒生产和销售面临新的机遇和挑战。随着国内葡萄酒消费的普及和消费能力的提升, 新的行业标准、产品标准逐步改变国内葡萄酒营销的传统模式, 酿酒葡萄产地概念和原料天然品质已经成为葡萄酒行业发展的方向, 公司掌握的优质酿酒葡萄基地成为公司未来发展的核心资源。

3. 投资建议

我们预计公司 2010 年微盈, 提醒投资者相对估值较高。

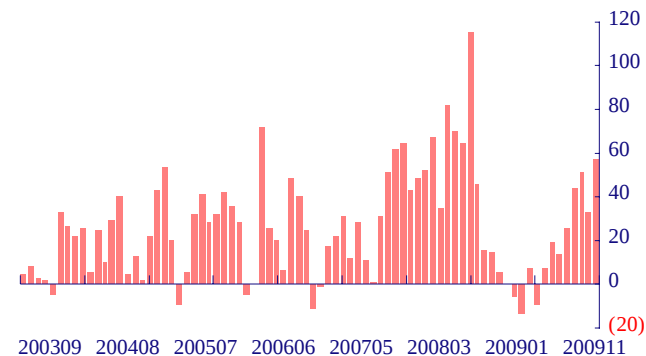
表 1: 财务季度分析 (百万元)

	08Q1	08Q2	08Q3	08Q4	09Q1	09Q2	09Q3	09Q4
主营业务收入	53	136	105	185	88	95	87	76
YoY	-40%	-41%	-35%	11%	68%	-30%	-16%	-59%
主营业务成本	33	95	74	165	66	72	68	25
YoY	-57%	-37%	-42%	-6%	99%	-24%	-8%	-85%
主营业务税金	4	11	7	12	8	6	23	7
YoY	-45%	-21%	-5%	89%	82%	-47%	234%	-45%
营业费用	13	16	13	19	7	13	25	27
YoY	26%	11%	-31%	-31%	-48%	-14%	93%	38%
管理费用	21	21	18	27	24	20	28	18
YoY	37%	3%	56%	-9%	14%	-4%	49%	-32%
财务费用	63	64	61	62	57	59	74	41
YoY	2%	17%	-16%	-1%	-10%	-7%	21%	-34%
营业利润	(83)	(87)	(68)	(93)	(74)	(106)	(126)	(25)
YoY								
投资收益	(0)	0	0	2	(0)	(0)	(0)	5
YoY								88%
利润总额	(80)	(82)	(62)	(89)	(70)	(103)	(39)	(21)
YoY								
所得税	0	0	0	0	0	0	1	0
YoY		-78%	-100%	1222%	-47%	-95%		-94%
少数股东损益	(1)	(1)	(1)	(3)	(1)	(2)	(1)	(3)
YoY								
归属母公司净利	(79)	(80)	(61)	(87)	(69)	(101)	(38)	(18)
YoY								
占第一季度比例	100%	101%	78%	109%	100%	146%	56%	26%
毛利率	36%	30%	30%	11%	25%	24%	22%	68%
主营业务税金率	8%	8%	7%	7%	9%	6%	26%	9%
营业费用率	24%	11%	12%	10%	7%	14%	29%	35%
管理费用率	40%	15%	18%	14%	27%	21%	32%	24%
财务费用率	121%	47%	58%	34%	65%	63%	84%	54%
营业利润率	-158%	-64%	-65%	-50%	-84%	-112%	-144%	-32%
利润率	-153%	-60%	-59%	-48%	-79%	-109%	-44%	-27%
所得税率	0%	0%	0%	0%	0%	0%	-1%	0%
净利率	-151%	-59%	-59%	-47%	-78%	-107%	-44%	-23%

资料来源: 中国银河证券研究所

葡萄酒：有望展现高弹性

图 1：葡萄酒当月产量增速大幅好转、累计增速直线上升（%）



资料来源：WIND

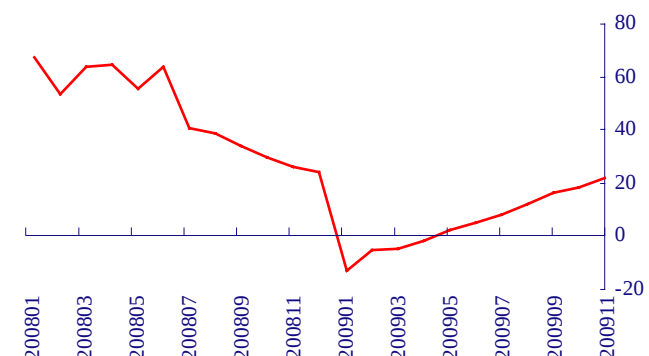
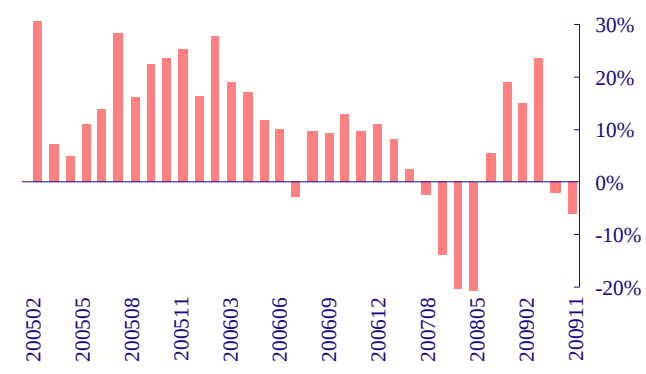
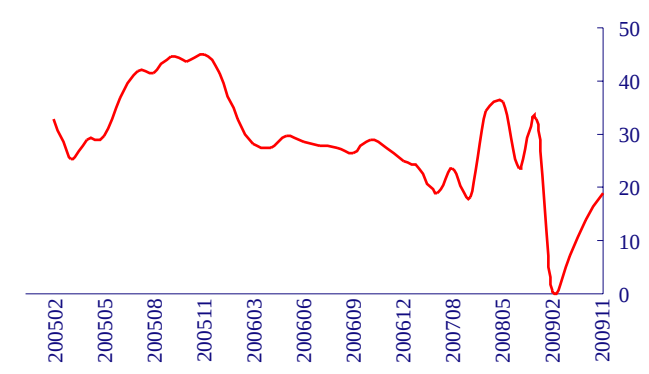


图 2：2010 年葡萄酒吨酒价格和销售收入增长率分别有望达到 0% 和 10% 左右



资料来源：WIND



展望 2010，我们认为，吨酒价格持平、产量增长率和销售收入增长率都有望达到 10%、毛利率下降到 30% 左右水平，吨酒利润和行业利润率将回落到 2006 年的水平。

评级标准

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%-20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

食品饮料行业分析师（或分析师团队）覆盖股票范围：

A 股：青岛啤酒（600600.SH）、张裕（000869.SZ、200869.SZ）、双汇发展（000895.SZ）、泸州老窖（000568.SZ）、三全食品（002216.SZ）、贵州茅台（600519.SH）、五粮液（000858.SZ）

港股：青岛啤酒股份（0168.HK）、汇源果汁（1886.HK）、中国食品（0506.HK）

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

银河证券有权在发送本报告前使用本报告所涉及的研究或分析内容。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究所

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座 100032

电话：010-66568888

传真：010-66568641

网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

北京地区联系：010-66568849

上海地区联系：010-66568281

深圳广州地区联系：010-66568908