

湘财证券研究所

食品行业研究员

姓名：赵军

Tel: 021-68634510-8562

E-Mail: zj2890@xcsc.com

姓名：朱毅

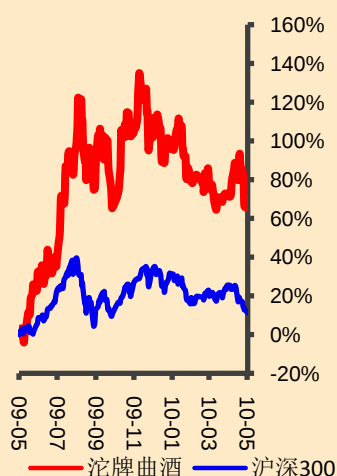
Tel: 021-68634510-8638

E-Mail: zy2831@xcsc.com

市场数据	2010/5/4
收盘价(元)	13.72
一年内最高价(元)	19.98
一年内最低价(元)	7.85
市净率	2.5
流通 A 股市值(亿元)	46.3

基础数据	2010/3/31
每股净资产(元)	5.42
资产负债率(%)	39.67
总股本(百万)	337.30
流通 A 股(百万)	337.30

近一年股价与大盘的涨幅



事件：我们近期对公司进行了调研，与公司相关人员进行了深入友好地交流。我们认为公司具有非常优质的生产资源和产品资源储备，但需要第三次春天来融化那冰封多年的优势资源。**建议短期投资者不要介入，长期投资者和战略投资者可以介入。**具体理由如下（包含但不是全部）：

- **公司生产资源优势大。**1) 公司地处四川省遂宁市射洪县的柳树乡（现已改名为沱牌镇），周边环山，环境相当不错，产区周围栽了很多有利于微生物生长的树种，其曲房更是三面环山，周边植被丰富；2) 公司与很多知名酒厂一样有老窖（泰安作坊），可追溯的酿酒历史非常悠久；3) 公司厂区面积约 5 平方公里，96 年上市以来不断新建酿酒车间，目前已具有仅次于五粮液的生产能力。
- **公司的基酒储备优势巨大。**公司近两年销售收入在 8 亿元左右，而存货却高达 11 个亿，远高于行业内的水平。我们调研时看到的现象是公司具有五年以上基酒的大量储备，我们认为这或许将是公司经营能力提升后最大的物质财富，但目前庞大的存货储备可能会是资金占用的负担。此外，公司酿酒车间每天 24 小时不间断生产。当我们问到公司销售面临压力，这么大的生产能力为什么还全负荷运转时，公司相关人员介绍说公司领导认为白酒的发展需要为将来发展积累大量陈年基酒。
- **销售部门激励政策在逐步完善。**公司 08 年对销售部门的考核制度做了些调整，近期在不断完善，但从相关销售人员的反应来看，目前定的目标太高，激励的效果不大。我们从公司一季度的业绩看，在扣除相关射洪县北门土地及建筑物出让收入 1.5 亿元收入之后，一季度收入同比下降 20%，这一方面与中高端白酒低迷有关，更主要的原因，我们认为是销售队伍和相关激励政策方面的调整使得目前的销售受到一定的影响，而且以苏酒和汾酒为代表的云贵川外白酒知名品牌的崛起可能使公司白酒业务受到了一定的挤压。
- **营销政策调整缓慢进行。**公司目前新招聘了较多的销售人员，以服务于市场的开拓。我们认为公司在营销策略上的变化如果没有很好的执行能力配合的话，其效果恐怕有限。在遂宁市场发现，绵阳市的丰谷酒业发展势头似乎不错，我们不知丰谷酒业的发展对公司的影响具体有多大，但肯定对公司目前的业务构成不利影响。
- **药业发展未来不会减弱，只会加强。**子公司沱牌药业主要生产的是 PVC 软袋大输液，当时的设计能力是 6000 万袋，盈亏平衡点是 3500 万袋，之前只有 1500 万袋的生产能力，所以一直处于亏损状态，年亏损在 500 万至 600 万之间。09 年底有两条生产线约 3500 万袋投入运营，目前的大输液生产能力为 5000 万袋，公司预计药业部分今年应该能够实现盈亏平衡和少量的利润贡献。此外药厂还有一些药品的批文，未来十二五期间可能会扩建或新建药业项目，即战略上对药业是只会加强而不会削弱。我们认为公司这样的战略似乎没有多少的竞争力，公司作为一家以白酒为主业的企业，其优势还在于白酒的生

产，目前大输液的技术含量不高，在缺少专业经营经验的情况下，未来很有可能处于被动的局面。

- **企业潜能爆发需要内在制度的根本变革。**我们认为公司具有悠久的历史，良好的生产环境，巨大的生产能力，同时还具有数量庞大的陈年基酒储备。目前由于公司制度和管理上的原因，这些生产性的优势没有能够在经营层面发挥出来，因此目前内在制度的根本变革或许才是关键。这种内在制度的关键变革涉及面很多，也许只有人们期待的体制改革才能帮助企业摆脱盈利困境。如果说 88 年创名酒是公司的第一春，96 年上市是公司的第二春的话，那么 08 年就开始探讨的国有体制改革可能是公司发展的第三春，至于国有体制改革以什么样的方式和什么样的形式进行还不确定，但我们认为如果公司一季度酒业下滑的态势没有得到改观的话，那么今年的业绩下滑可能会很明显，到时业绩持续恶化也许会加速国有体制变革的进程，我们在此的论述属于简单的逻辑推论和探讨，改制的实际进程时间表没有得到任何的消息。
- **盈利预测及估值。**我们预计公司 09 年除地产收入之外的利润可能不会超过 3000 万，加上地产出让带来的 3000 万（1.53 亿-1.19 亿-相关税费）左右的利润，而二季度（4 月 20 日）捐款玉树地震灾区 1000 万将会进入营业外支出而影响利润，因此，09 年可能的利润可能只有 5000 万左右，对应的每股收益只有 0.15 元，与 09 年相比有所下降。对应的 10 年的市盈率高达 91 倍，目前的市盈率估值没有太多的意义，所以我们建议长期投资者参考市净率 2.5 倍来投资，其估值还是相对合理的。如果公司第三次春天（改制即控股权变为非国有股东，或者是在高层人员或考核制度上有大的突破）能够来临的话，其价值有可能会被重估，因此**给予“增持”的投资评级，建议长期投资者可以进行战略性投资，但建议短期投资者没有必要介入**，因为这种所谓的第三次春天的时间点还难以确定，而且股价短期内还有可能面临因为业绩下滑而波动的风险。

湘财证券投资评级体系

买入：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
增持：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
中性：未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
减持：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；
卖出：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。
市场比较基准为沪深 300 指数。

重要声明

本研究报告仅供湘财证券有限责任公司的客户使用。

本报告由湘财证券有限责任公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。湘财证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。

在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见仅供参考，并不构成所述证券买卖的出价或征价。公司及其关联机构、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。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告版权归湘财证券所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“湘财证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。