

湘财证券研究所

食品行业

徐广福 分析师

执业编号：S0500511010003

联系人：

赵 军

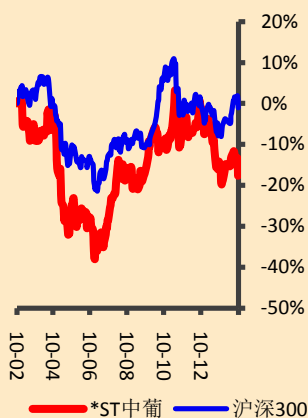
Tel: 021-68634510-8715

E-Mail: zj2890@xcsc.com

市场数据 2011/2/23

收盘价(元)	8.47
一年内最高价(元)	10.85
一年内最低价(元)	6.19
市净率	6.2
流通 A 股市值(亿元)	39.3

最近一年股价与大盘的涨幅



事件： 公司近期公布了年度业绩报告，数据显示，公司实现收入 4.87 亿元，同比增长 41%，归属上市公司股东净利润 7637 万元，实现扭亏为盈，但扣除非经常性损益后的净利润亏损高达 2.26 亿元。同时有投资者总是盯着公司的 15 万亩葡萄基地的投资价值，因此我们在此一同进行简要点评。

点评：

□ 公司是可以值得重点关注的葡萄酒上市公司。

对与中葡（中信国安葡萄酒业股份有限公司）来说，可能市场对其有些了解，但了解得可能还不够深，在此，我们先做一个简单的介绍（主要介绍其资产）。

葡萄种植面积位居国内前列，位置还行，但品质有待调研确认。 公司依托新疆独特的资源优势，大力发展酿酒葡萄特色产业，引进赤霞珠、霞多丽等 15 个世界酿酒葡萄名种，已建成东起阜康市、西至伊犁霍尔果斯口岸的 12 万亩（也有 15 万亩一说）亚洲最大的酿酒葡萄基地，分布在天山北麓和伊犁河谷，与美国加州和法国波尔多两大世界知名产区同处于北纬 44° 酿酒葡萄的黄金生长区域。根据我们对葡萄酒行业的研究，从仅有的信息还无法表明公司产品优势，有待调研确认。

产能巨大，但产能利用率非常低。 公司引进世界一流酿酒设备，在疆内建成了 6.5 万吨玛纳斯酒厂、1 万吨石河子西域酒厂、1 万吨霍尔果斯酒厂、3 万吨阜康酒厂；在疆外建成了 2.5 万吨上海新天阳光、3 万吨山东金创新天两个灌装厂，生产规模达 11.5 万吨，储酒能力 15 万吨，成品酒灌装能力 8 万吨，是亚洲最大的葡萄酒生产企业。根据公司披露的信息显示，公司葡萄酒的生产量大致在 4 万吨左右，且近年来波动较大（2009 年生产原酒 4.6 万吨），产能利用率较低。

公司以尼雅产地生态葡萄酒系列、西域沙地葡萄酒系列为主力产品。形成了尼雅、西域沙地、新天和西域烈焰的三加一的产品格局。尼雅产地生态葡萄酒根据产地先天生态条件、原料标准、酿造标准、酿酒师、贮藏标准等质量等级划分标准，分为奢藏级、珍藏级、特酿级、优酿级 4 个质量等级。

“中国品牌”称号和各大奖项使得公司产品有一定的看点。 2005 年 9 月，“新天牌”葡萄酒荣获“中国名牌”称号。此外，公司产品近年来在国际评酒大赛中屡次摘金夺银。2002 年 5 月，新天干红、干白葡萄酒在第三届中国国际葡萄酒暨烈酒评酒会上双获银奖；2004 年 2 月，新天尼雅干红、西域沙地干红和赤霞珠干红在第五

届中国国际葡萄酒暨烈酒评酒会上荣获两金一银三枚奖牌；2005 年 4 月在比利时布鲁塞尔国际评酒会中，西域沙地赤霞珠（2002）干红成为中国产品惟一获得金奖的产品；2005 年 4 月第一届和 2006 年 4 月第二届亚洲葡萄酒质量大赛上新天葡萄酒也分别获得金奖和银奖；2006 年 5 月出口美国的新天马可波罗红葡萄酒和白葡萄酒在“美国旧金山国际评酒会”上分别双获“最具竞争力”铜牌奖；2007 年 11 月在北京举办的波尔多中国国际葡萄酒与烈酒评酒会上，新天尼雅干红 2000 荣获金奖，西域烈焰荣获银奖。2008 年 4 月举办的第三届亚洲葡萄酒质量大赛上，新天干白葡萄酒 1999 荣获金奖。2008 年 8 月新天葡萄酒获得 CQC 认证中心颁发的有机转换产品证书。

获奖并不代表公司的产品就有多大的竞争优势。公司所获奖项众多，但同行业公司如张裕、长城、王朝等行业寡头也在各大赛事中获得众多荣誉，因此仅凭借奖项仍无法看出中葡的投资价值；再者奖项所代表的品质在广大不太会评鉴葡萄酒的消费者看来也没有太多的作用，顶多用于宣传而已。

□ 公司重生需要解决三大问题。

其一、品质需要得到根本的保证。

由于没有到公司实地调研和评鉴，此处只就我们对葡萄酒的研究对此做一些点评。

根据公司的营销信息，我们发现公司坚持以中、高档产品为主的产品策略，树立新天葡萄酒原产地概念，加大力度宣传绿色、无污染、天山、雪水、沙地等产品差异化特点。从葡萄酒的生产的角度来讲，其中沙地的说法可能不一定有利，因为纯沙质土壤一方面因为排水好吸热快，可以让葡萄变得更早熟，但是无法包含水分，很容易让葡萄缺水；酿成的酒没有太多的单宁、涩味低，只要产量不多，通常可以酿成相当甜美的红葡萄酒，例如沙地产的海洛葡萄酒年轻时相当好喝，并且能够散发迷人的果香。但是，这样的酒不适合长久保存，也缺少强劲醇厚的特点。**因此沙质土在国际知名酒庄主品牌中是很少见的。**此外，雪水似乎不是酿酒葡萄生长的必须。从以上两点简单可以看出，中葡的酿酒葡萄可以产好酒，但恐难以产顶级酒。因此，投资者切不可因一知半解而麻木介入，在中葡现有的生物资产下，我们还得看其营销，只有当切切实实的业绩拐点出现时才是投资的最佳时点。

其二、营销发力能否持续奏效，有待观察。

我们看到了公司在央视投放的尼雅产地葡萄酒广告，强调生态产地，是个不错的点，因为新疆的葡萄很有名（食用葡萄名闻中国），公司借助新疆和生态的概念作为产品差异点有一定的效果。

在营销效果方面,我们看到公司的酒业类营业收入从 2009 年的 2.07 亿元大幅增加到 3.64 亿元,同比增长高达 95.18%,而且销售贡献主要发生在下半年(值得重点关注)。配合收入的大幅增长,销售费用也大幅增加。营业费用则从 2009 年的 7178 万上升到了 2010 年的 1.47 亿元,增速相当的惊人,这可能与公司的广告投放以及渠道建设有关。

关于营销方面的建设,公司前期定向增发资金中还有 3 个亿的额度用于营销网络体系建设,截止年底只用了 13%,相信未来这部分资源投入营销网络的建设会带来持续性的酒业高收入。

表 1 酒类销售收入下半年收入增幅超过 3 倍。

酒类收入(元)	2009 年	2010 年	同比增长
上半年	114,242,118.37	65,637,139.07	-42.55%
下半年	72,664,432.55	299,194,844.57	311.75%
全年	186,906,550.92	364,831,983.64	95.19%

资料来源:公司公告,湘财证券研究所

其三、财务费用过重问题有待解决。

公司 2010 年财务费用总计高达 1.24 亿元,接近扣除营业税金及附加后的毛利 1.31 亿元。**因此过重的财务费用是公司实现真正盈利的症结所在。**从公司年报负债来看,12 月底公司账面短期负债 8.54 亿元、长期借款 4.80 亿元,长短期借款合计高达 13.34 亿元,在货币政策转为稳健,通胀加剧引致不断加息的大背景下,公司财务费用的增加可能将是一块难以言说的痛,很有可能吞噬公司的来之不易的盈利,也就是说公司必须有更大幅度的收入和业绩改善才能弥补巨大的财务费用黑洞,从而实现公司走上良性发展的道路。我们认为,一旦公司酒业销售收入继续有更大突破的话,那么公司未来通过再融资来解决巨额贷款和财务费用将成为可能。总之,对于目前的中葡来说,发展的步伐丝毫不能放慢,否则将会因利润被利息吞噬而重回原来持续大幅亏损的老路。

□ 盈利预测及估值。

至于公司的盈利预测及估值,我们暂且不予给出。这主要是由于我们对公司酒业销售势头的持续性缺乏了解,并无法预测这种可能的持续性销售局面带来的业绩能否弥补巨额的财务黑洞。但通过以上的综合分析和相关观察,我们还是对公司重回发展道路持正面乐观态度。然而不建议保守型投资者介入。

□ 风险提示 公司无法实现经常性损益盈利而退市的风险(很小)

表 2 单季度利润表数据同比分析

	1Q10	2Q10	3Q10	4Q10	1Q10 同比	2Q10 同比	3Q10 同比	4Q10 同比
一、营业总收入	54.03	56.74	156.16	220.94	-38.63%	-40.01%	78.66%	191.06%
二、营业总成本	108.27	129.48	203.82	293.75	-32.97%	-35.38%	-4.59%	179.38%
营业成本	32.01	31.73	101.51	148.00	-51.76%	-55.99%	48.28%	501.84%
营业税金及附加	3.13	5.35	12.07	22.56	-58.45%	-10.65%	-47.78%	236.64%
销售费用	21.67	26.31	31.33	68.21	232.36%	97.26%	24.34%	155.26%
管理费用	22.70	23.73	24.85	27.42	-4.83%	19.31%	-9.86%	50.86%
财务费用	28.58	31.19	33.85	30.45	-50.09%	-47.44%	-53.99%	-26.20%
资产减值损失	0.17	11.15	0.21	-2.89				
三、其他经营收益	0.00	0.00	0.00	0.00				
公允价值变动净收益	0.00	0.00	0.00	0.00				
投资净收益	-0.07	-0.07	-7.84	-2.98				
四、营业利润	-54.31	-72.81	-55.50	-75.79	-26.16%	-31.22%	-56.05%	207.43%
加：营业外收入	1.02	3.20	6.71	344.52				
减：营业外支出	0.03	0.29	0.61	0.99				
五、利润总额	-53.32	-69.89	-49.40	267.73	-23.48%	-32.18%	27.71%	
减：所得税	0.00	0.00	0.01	4.65	-88.50%	1.67%	-97.74%	
六、净利润	-53.32	-69.90	-49.42	263.08	-23.51%	-32.18%	25.87%	
减：少数股东损益	-0.65	-13.83	11.03	17.52	-0.82%	608.99%		-183.20%
归属于母公司所有者的净利润	-52.67	-56.07	-60.45	245.56	-23.73%	-44.54%	57.65%	
每股收益	-0.07	-0.07	-0.07	0.30	-23.73%	-44.54%	57.65%	
以上同比为相对数，以下同比为绝对数								
	1Q10	2Q10	3Q10	4Q10	1Q10 同比	2Q10 同比	3Q10 同比	4Q10 同比
毛利率	40.75%	44.07%	35.00%	33.01%	16.13%	20.31%	13.32%	-34.59%
营业税金及附加率	5.79%	9.43%	7.73%	10.21%	-2.76%	3.10%	-18.71%	1.38%
营业费用率	40.11%	46.38%	20.06%	30.87%	32.70%	32.27%	-8.76%	-4.33%
管理费用率	42.02%	41.83%	15.91%	12.41%	14.92%	20.80%	-15.63%	-11.53%
财务费用率	52.89%	54.98%	21.68%	13.78%	-12.15%	-7.78%	-62.50%	-40.57%
三项费用率	135.02%	143.19%	57.65%	57.07%	35.47%	45.29%	-86.89%	-56.43%
利润率	-98.68%	#####	-31.64%	121.18%	-19.53%	-14.22%	12.62%	148.40%
实际所得税率	-0.01%	0.00%	-0.03%	1.74%	0.04%	0.00%	1.46%	1.81%
净利润率	-98.69%	#####	-31.64%	119.07%	-19.50%	-14.23%	13.27%	146.31%
归属母公司净利润率	-97.49%	-98.82%	-38.71%	111.15%	-19.04%	8.08%	5.16%	110.65%

资料来源：公司公告，湘财证券研究所

表 3 半年度利润表数据同比分析

	1H09	2H09	1H10	2H10	1H09 同比	2H09 同比	1H10 同比	2H10 同比
一、营业总收入	182.61	163.32	110.77	377.10	-3.11%	-43.64%	-39.34%	130.90%
二、营业总成本	361.88	318.76	237.74	497.57	1.19%	-29.74%	-34.30%	56.10%
营业成本	138.45	93.05	63.74	249.50	7.56%	-60.96%	-53.96%	168.15%
营业税金及附加	13.52	29.82	8.48	34.63	-12.68%	55.85%	-37.27%	16.15%
销售费用	19.86	51.92	47.98	99.54	-29.58%	60.08%	141.61%	91.72%
管理费用	43.75	45.75	46.44	52.27	5.10%	1.40%	6.15%	14.26%
财务费用	116.61	114.83	59.77	64.30	-8.31%	-6.67%	-48.74%	-44.01%
资产减值损失	29.69	-16.60	11.33	-2.67				
三、其他经营收益	0.00	0.00	0.00	0.00				
公允价值变动净收益	0.00	0.00	0.00	0.00				
投资净收益	-0.13	4.51	-0.14	-10.82				
四、营业利润	-179.40	-150.93	-127.12	-131.29	5.89%	-6.54%	-29.15%	-13.01%
加：营业外收入	7.63	93.12	4.22	351.23				
减：营业外支出	0.97	1.54	0.32	1.61				
五、利润总额	-172.74	-59.35	-123.21	218.33	6.74%	-60.77%	-28.67%	-467.89%
减：所得税	0.04	0.59	0.01	4.66	-69.40%	151.59%	-80.99%	690.48%
六、净利润	-172.77	-59.94	-123.22	213.66	6.69%	-60.44%	-28.68%	-456.49%
减：少数股东损益	-2.61	-21.97	-14.48	28.55	2.07%	521.51%	455.39%	-229.92%
归属于母公司所有者的净利润	-170.16	-37.96	-108.74	185.12	6.76%	-74.34%	-36.10%	-587.62%
每股收益	-0.21	-0.05	-0.13	0.23	6.76%	-74.34%	-36.10%	-587.62%
以上同比为相对数，以下为绝对数								
	1H09	2H09	1H10	2H10	1H09 同比	2H09 同比	1H10 同比	2H10 同比
毛利率	24.18%	43.03%	42.45%	33.84%	-7.52%	25.29%	18.27%	-9.19%
营业税金及附加率	7.40%	18.26%	7.65%	9.18%	-0.81%	11.65%	0.25%	-9.07%
营业费用率	10.88%	31.79%	43.32%	26.40%	-4.09%	20.60%	32.44%	-5.39%
管理费用率	23.96%	28.01%	41.92%	13.86%	1.87%	12.44%	17.97%	-14.15%
财务费用率	63.86%	70.31%	53.96%	17.05%	-3.62%	27.85%	-9.90%	-53.26%
三项费用率	98.69%	130.11%	139.21%	57.31%	-5.84%	60.89%	40.51%	-72.81%
利润率	-94.59%	-36.34%	-111.24%	57.90%	-8.73%	15.86%	-16.64%	94.23%
实际所得税率	-0.02%	-0.99%	-0.01%	2.14%	0.05%	-0.84%	0.02%	3.13%
净利润率	-94.61%	-36.70%	-111.24%	56.66%	-8.69%	15.58%	-16.63%	93.36%
归属母公司净利润率	-93.18%	-23.25%	-98.17%	49.09%	-8.61%	27.82%	-4.99%	72.33%

资料来源：公司公告，湘财证券研究所

分析师声明:

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师,以独立诚信、谨慎客观、勤勉尽职、公正公平准则出具本报告。

本报告准确清晰地反映了本人的研究观点。本人不曾因,不因,也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

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。