

食品饮料行业



爱建证券有限责任公司
AJ SECURITIES CO., LTD.

春节即将来临，葡萄酒将迎来消费旺季

2011 年 1 月 13 日

投资要点：

●葡萄酒生产和消费具有明显的季节性特征，冬季是葡萄酒生产和消费的高峰期，夏季是葡萄酒生产和消费的谷底期。春节即将来临，葡萄酒将迎来消费旺季。

●随着居民、商务、政务支出水平的提高，葡萄酒向高档次发展是必然趋势。葡萄酒产业由环渤海地区向新疆、宁夏和甘肃地区转移是大势所趋。

●国外葡萄酒大量进口到国内，对国产葡萄酒形成激烈竞争。

●张裕 A 居于葡萄酒行业龙头地位，以“张裕爱斐堡”和“解百纳”为主体的中高档葡萄酒持续快速增长，公司在山东、新疆、宁夏、陕西、辽宁、北京有 25 万亩葡萄种植基地。营业收入、营业利润、净利润等多年持续稳定增长，毛利率多年稳定在 70% 左右，并呈现增长趋势。2010 年营业收入、营业利润、净利润等预计同比增长 25% 左右。

●ST 中葡在新疆天山北坡沿线有 12 万亩葡萄种植基地，年加工葡萄能力合计 10 万吨左右，增发筹集资金 20 亿元用于摆脱财务困境和突破营销瓶颈，有巨大发展潜力。为达到在 2010 年扭亏为盈目的，ST 中葡于 2010 年 12 月初实施了两项重大资产出售方案和一项债务重组方案。

●通葡股份重大资产重组方案 2010 年 12 月未获得证监会审议通过。等获得证监会审议通过以后，公司营业收入将增长将近 2 倍，净利润将增长 10 倍以上，并拥有云南省葡萄酒市场占有率绝对优势地位和拓展附近市场的便利条件，未来成长空间大。

●给予葡萄酒行业“强于大市”评级，给予张裕 A、ST 中葡和通葡股份“推荐”评级。

葡萄酒行业评级 强于大市 (维持)

2011 年市盈率： 37.05
2011 年市净率： 12.50

行业表现



评价周期	1 个月	6 个月	12 个月
行业涨跌(%)	-7.1%	12.8%	15.6%
大盘涨跌(%)	-0.7%	13.3%	-13.8%

资料来源：Wind 资讯

重点公司盈利预测及投资评价

股票名称	评级	09EPS	10EPS	11EPS
张裕 A	推荐	2.14	2.70	3.36
通葡股份	推荐	-0.27	0.02	0.18
ST 中葡	推荐	-0.39	0.03	0.20

资料来源：公司公告

联系人：吴正武 分析师：张欣

执业证书编号： S0820208030013
电话 021-3222 9888-3509
邮箱 wuzhengwu@ajzq.com

相关报告

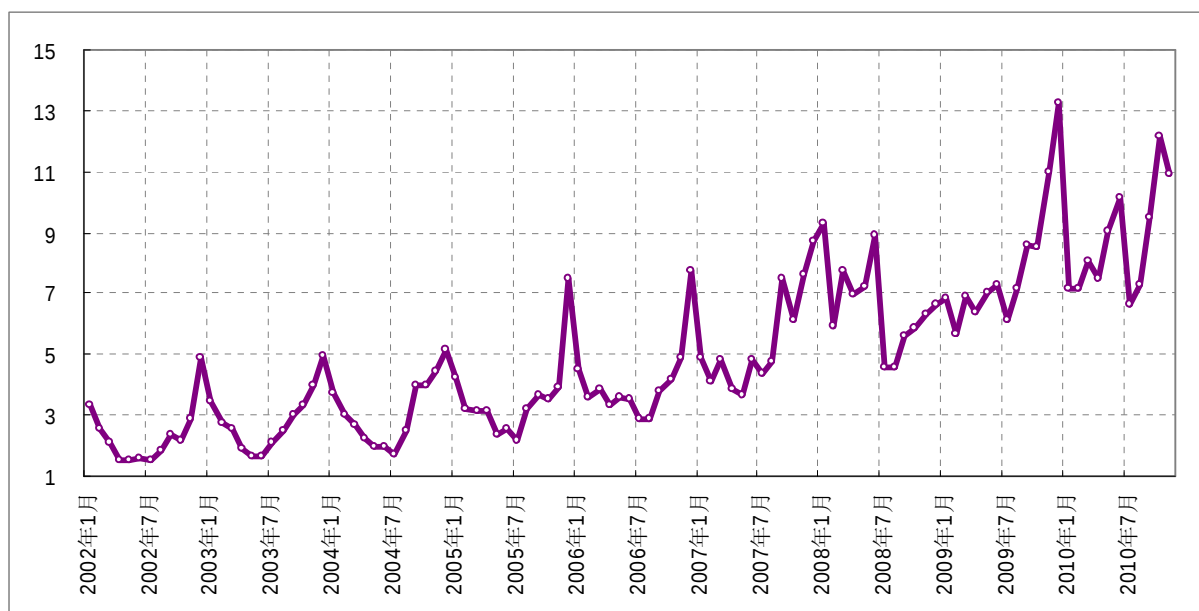
2010 年 8 月 17 日研究报告《进入八月以后葡萄酒消费逐渐进入旺季》

请务必阅读正文之后的重要声明

一、冬季是葡萄酒生产和消费的高峰期，节假日消费需求尤其旺盛

葡萄酒生产和消费具有明显的季节性特征，冬季是葡萄酒生产和消费的高峰期，夏季是葡萄酒生产和消费的谷底期。每年进入八月以后，葡萄酒上市公司经营规模和盈利水平月度环比将出现比较大幅度上升。

图 1：2002 年 1 月-2010 年 11 月我国葡萄酒月度产量（万千升）

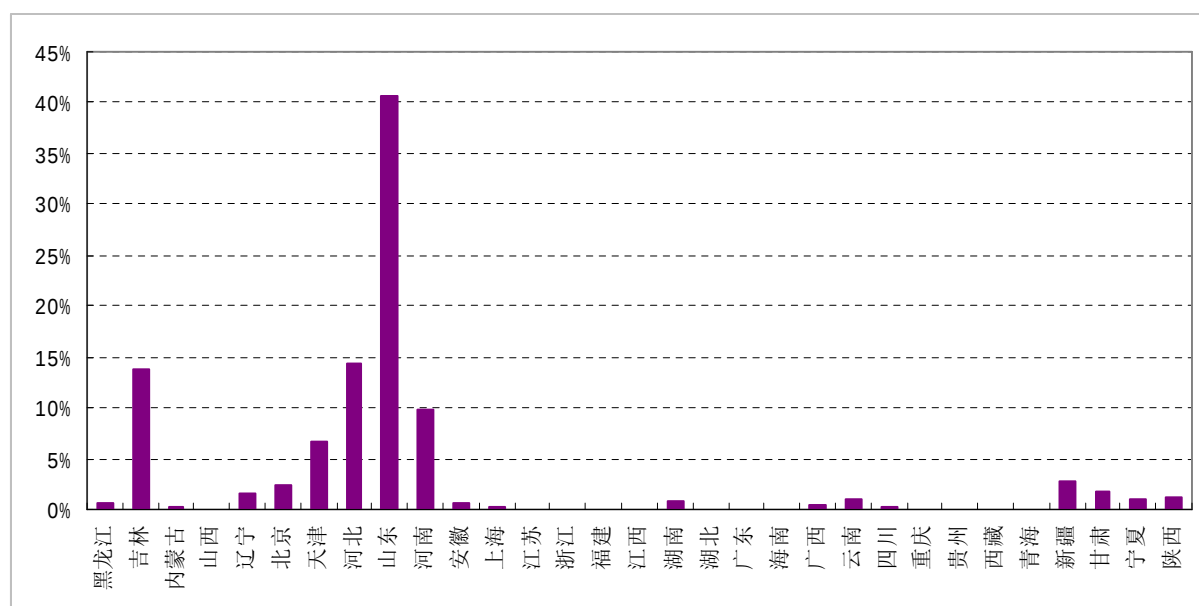


资料来源：国家统计局

二、我国葡萄酒产地分布和进口量变化情况

由于葡萄容易腐坏变质，需要及时就近加工，不利于长时间远距离运输，葡萄酒生产企业一般布局在葡萄产地。葡萄品种和葡萄产地的自然资源对葡萄酒的品质有决定性的影响。

图 2：2003 年 1 月-2010 年 11 月各地葡萄酒累计产量占同期全国累计产量比例

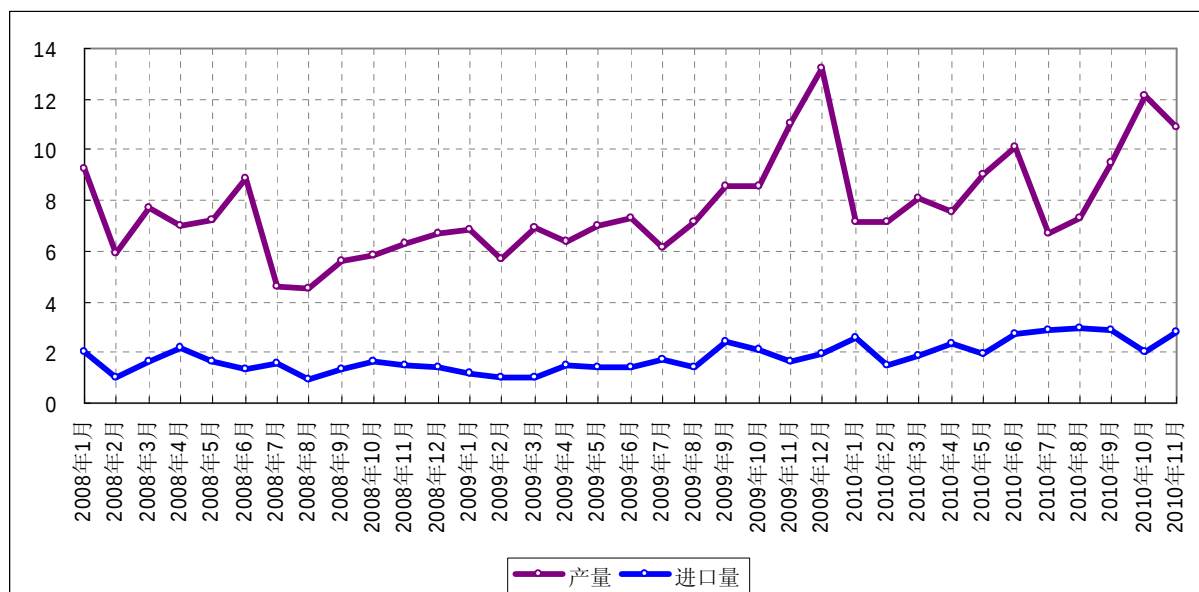


资料来源：国家统计局

我国葡萄产地主要分布在环渤海地区、黄河故道、宁夏甘肃河西地区、新疆等地区，东北的吉林省和西南的云南省葡萄种植面积也比较大，我国葡萄酒产地也主要分布在这些地区。环渤海地区气候条件优越，是我国葡萄主要产地，目前该地区集中 30 家左右主要葡萄酒生产企业，其中包括张裕、威龙、王朝、长城等四家我国葡萄酒行业龙头公司。黄河故道产区病虫害比较严重，葡萄品质不高，在国内葡萄酒行业处于二流地位。宁夏甘肃河西地区是我国优质葡萄的最佳种植区域，未来发展前景广阔，我国葡萄酒行业龙头公司已经在该地区投资建设葡萄种植基地和葡萄酒厂，当地的葡萄酒企业也在扩大葡萄种植和葡萄酒酿造规模。新疆产区出产的葡萄酒含糖量较高，颜色较深，芳香浓郁，具有明显地域特色。新疆、宁夏和甘肃葡萄产量占全国葡萄总产量的 25% 左右，葡萄酒产量只占全国葡萄酒总产量的 7% 左右。葡萄酒产业由环渤海地区向该地区转移是大势所趋。

我国每年葡萄酒进口量比较大，2008 年进口量 18.18 万千升，与同期我国葡萄酒产量比超过 1:5；2009 年进口量 18.74 万千升，与同期我国葡萄酒产量比为 1:5 左右。国外葡萄酒大量进口到国内，冲击了国内葡萄酒市场，对国产葡萄酒形成激烈竞争。

图 3：2008 年 1 月-2010 年 11 月我国葡萄酒产量与进口量比较（万千升）



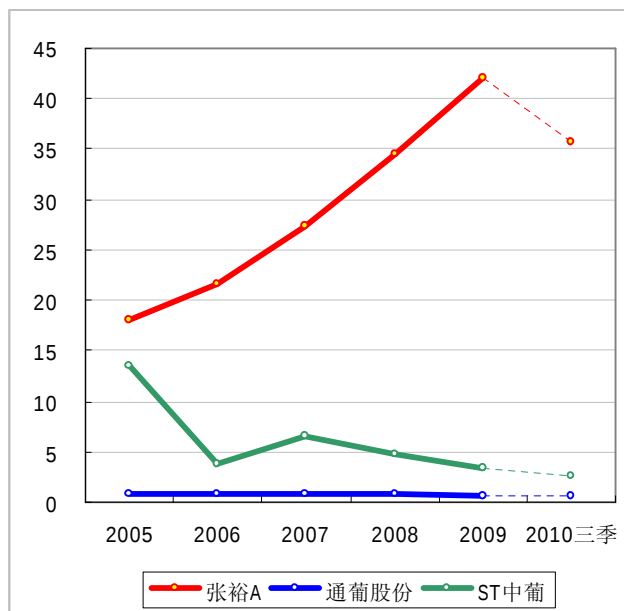
资料来源：国家统计局、中国海关

三、葡萄酒上市公司经营规模和盈利能力比较

目前，我国葡萄酒行业主要上市公司有张裕 A、通葡股份、*ST 中葡、ST 银广厦、*ST 皇台、莫高股份等 6 家。张裕 A、通葡股份、*ST 中葡三家公司以葡萄酒业务为主营业务，ST 银广厦、*ST 皇台和莫高股份主营业务收入中仅有部分来源于葡萄酒业务。

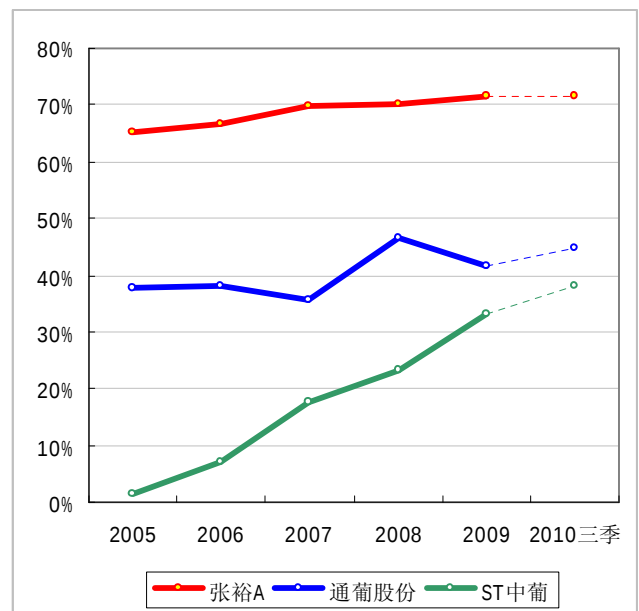
张裕 A 居于葡萄酒行业龙头地位，经营规模和经营业绩都远远领先于葡萄酒行业其他上市公司。张裕 A 营业收入、营业利润、净利润等多年持续稳定增长，毛利率多年稳定在 70% 左右，并呈现增长趋势。通葡股份和 ST 中葡经营业绩多年不佳，但是重大资产重组和增发筹集资金将分别大幅度改变两公司经营业绩状况。

图 4: 三家葡萄酒公司营业收入比较 (亿元)



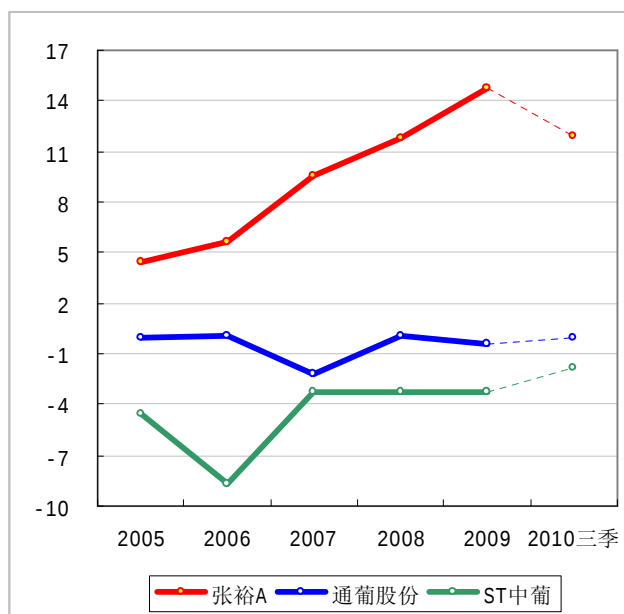
资料来源: 公司公告

图 5: 三家葡萄酒公司毛利率比较 (%)



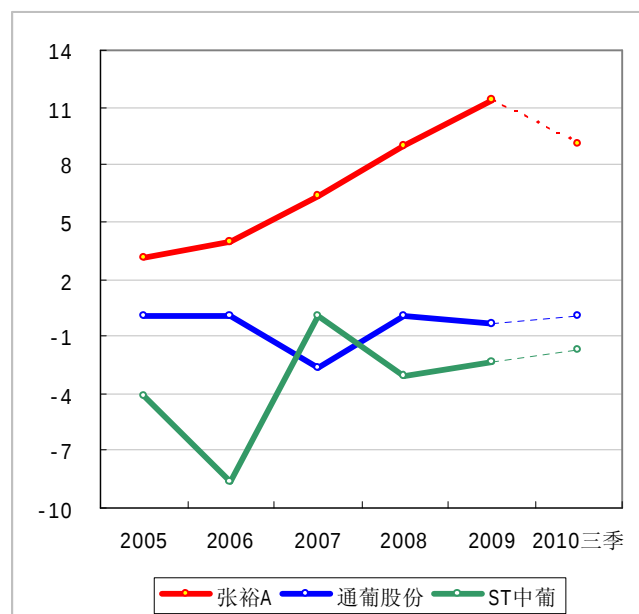
资料来源: 公司公告

图 6: 三家葡萄酒公司营业利润比较 (亿元)



资料来源: 公司公告

图 7: 三家葡萄酒公司净利润比较 (亿元)



资料来源: 公司公告

张裕 A 在浙江、江苏、上海和山东市场占据优势地位, 以“张裕爱斐堡”和“解百纳”为主体的中高档葡萄酒持续快速增长, 公司在山东、新疆、宁夏、陕西、辽宁、北京有 25 万亩葡萄种植基地。

2010 年前三季度, 张裕 A 实现营业收入、营业利润和净利润分别是 35.71 亿元、11.95 亿元和 9.06 亿元, 分别比去年同期增长 21%、26%和 24%, 毛利率率为 71.61%, 比去年同期提高 1.51 个百分点, 经营规模和盈利水平持续稳定增长。

公司稳步推进葡萄基地项目和其他项目建设, 推广先进种植技术, 加强葡萄基地管理, 为公司提供充足而优质的原料保障, 为公司中长期发展奠定更加坚实的基础。

请务必阅读正文之后的重要声明

表 1：张裕 A 新建项目及技术改造项目情况

序号	项目名称	项目投资额	项目内容
1	橡木桶购置项目	计划 3183 万元，2010 年上半年投入资金 3300 万元	拟进口大、小橡木桶 4493 只，以满足公司生产中高档葡萄酒对橡木桶的需要。
2	新疆石河子市购置 60 公顷土地及建设高档酒生产基地项目	计划 7500 万元，2010 年上半年投入资金 5980 万元	在新疆石河子市购买土地 60 公顷，并规划种植优质酿酒葡萄示范园 800 亩，发酵高档原酒 5000 吨，生产高档成品酒 500 吨。
3	销售公司市场办公用房购置项目	2010 年投资 5300 万元，2011 年投资 5335 万元	在全国 54 个重点城市购买写字间，作为当地营销公司办公用房。
4	烟台经济技术开发区购置 110 公顷土地项目	2010 年计划投资 16500 万元	在烟台市经济技术开发区购买土地 110 公顷，用于建设张裕工业园区。
5	扩大北京张裕爱斐堡酒庄生产规模项目	计划在 2010 年度投资 9250 万元，上半年投入资金 1500 万元	租赁酒庄周围土地 600 亩，用于酿酒葡萄的种植和酒庄酒的生产配套基地建设。
6	在陕西省咸阳市兴建咸阳张裕长安酒庄项目	计划投资 2.5 亿元，2010 年上半年投入资金 7000 万元	在西安市北郊的咸阳市兴建一集葡萄种植、葡萄酒生产、研发、生态旅游、文化展示等为一体的葡萄酒庄园。

资料来源：公司公告

但是，张裕 A 在葡萄酒中销量占比最大的普通干红葡萄酒与主要竞争对手相比，产品价格和市场占有率并无明显优势，在西南、东北等弱势市场仍存在品牌影响力不强，销售网络不完善，占有率不高等问题。

ST 中葡在新疆天山北坡沿线有 12 万亩葡萄种植基地，年加工葡萄能力合计 10 万吨左右，增发筹集资金 20 亿元用于摆脱财务困境和突破营销瓶颈，有巨大发展潜力。公司 2009 年 8 月非公开增发募集资金 19.78 亿元，主要用于偿还债务，公司财务费用负担大大减轻，公司经营规模扩大和盈利水平提高的瓶颈是市场营销。为克服市场营销瓶颈，公司重建以北京为中心，辐射全国的营销管理体系，确立“西域沙地”、“尼雅”、“新天”等完整的产品体系，其中以“尼雅”为营销推广的核心产品，未来，公司将投资 3 亿元进行营销网络体系建设。

为达到在 2010 年扭亏为盈目的，ST 中葡于 2010 年 12 月初实施了两项重大资产出售方案和一项债务重组方案。

第一，公司将其下属 5 个主要葡萄酒酿造和灌装企业的机器设备（账面价值 1.6 亿元）出售给民生租赁公司，出售价格为 4.5 亿元，增值 2.9 亿元；公司又向民生租赁公司租用这些机器设备，每年的租赁金额为 4300 万元人民币，租期为 4 年。

第二，公司将其持有的新疆新天房地产开发有限公司 68.33%的股权出售给新天国际经济技术合作（集团）有限公司，转让价款为 2.417 亿元，其中 2066 万元用新天国际经济技术合作（集团）有限公司用其持有的新疆中信国安葡萄酒业有限公司 8.06%的股权支付，剩余 2.2104 亿元用现金支付，本次交易完成后，公司还持有新天房产 24.94%的股权。

第三，公司与农行新疆分行和农行新疆兵团分行签订利息减免协议，公司在 2011 年 6 月 30 日前前三期偿还贷款本金 33793.71 万元及利息 9087.89 万元，农行新疆分行、农行新疆兵团分行予以减免 50%的利息（累计欠息金额为 18175.77 万元），即免除公司 9087.88 万元的利息。

请务必阅读正文之后的重要声明

通过实施两项重大资产出售方案和一项债务重组方案，公司 2010 年预计扭转多年亏损的不利局面，实现盈利。

通葡股份重大资产重组方案 2010 年 12 月未获得证监会审议通过。等获得证监会审议通过以后，公司营业收入将增长将近 2 倍，净利润将增长 10 倍以上，并拥有云南省葡萄酒市场占有率绝对优势地位和拓展附近市场的便利条件，未来成长空间大。公司经营规模和盈利水平提高主要来源于与云南红酒庄葡萄酒有限公司、云南高原葡萄酒有限公司、昆明云南红酒业发展有限公司及云南高原生物资源开发有限公司重大资产重组和业务整合带来的效益。

四、行业投资建议和评级

葡萄酒生产和消费具有明显的季节性特征，冬季是葡萄酒生产和消费的高峰期，夏季是葡萄酒生产和消费的谷底期，春节即将来临，葡萄酒将迎来消费旺季。随着居民、商务、政务支出水平的提高，葡萄酒向高档次发展是必然趋势。葡萄酒产业由环渤海地区向新疆、宁夏和甘肃地区转移是大势所趋。国外葡萄酒大量进口到国内，对国产葡萄酒形成激烈竞争。张裕 A 居于葡萄酒行业龙头地位，ST 中葡非公开增发股票和通葡股份重大资产重组后，未来成长空间大。**给予葡萄酒行业“强于大市”评级，给予张裕 A、ST 中葡和通葡股份“推荐”评级。**

五、上市公司盈利预测和评级

表 2：上市公司盈利预测和评级

代码	名称	细分行业	1 月 12 日 股价	EPS(元)			PE			最新评级
				2009	2010E	2011E	2009	2010E	2011E	
000869	张裕 A	葡萄酒酿造	88.01	2.14	2.70	3.36	41.1	32.6	26.2	推荐
600365	通葡股份	葡萄酒酿造	11.59	-0.27	0.02	0.18	-	579.5	64.4	推荐
600084	ST 中葡	葡萄酒酿造	9.30	-0.39	0.03	0.20	-	310.0	46.5	推荐

资料来源：历史数据来源于公司公告

联系人简介:

姓名: 吴正武, 浙江大学管理学博士, 2009年加入爱建证券有限公司, 现从事食品饮料行业和农林牧渔行业研究。

分析师承诺:

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 在此申明, 本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果, 引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源, 力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

投资评级说明

报告发布日后的6个月内, 公司/行业的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准。

I 公司评级

强烈推荐: 相对强于市场基准指数收益率15%以上;

推荐: 相对强于市场基准指数收益率5%~15%;

中性: 相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间;

减持: 相对弱于市场基准指数收益率在-5%-15%之间。

卖出: 相对弱于市场基准指数收益率-15%以下。

I 行业评级:

强于大市: 相对强于市场基准指数收益率5%以上;

同步大市: 相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动;

弱于大市: 相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

重要声明

本报告的产生基于爱建证券有限责任公司(以下简称“爱建证券”)及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 爱建证券及其研究人员对上述信息的准确性和完整性不作任何保证。对由于该等问题产生的一切责任, 爱建证券不作任何担保。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 在不作事先通知的情况下, 可能会随时调整。本报告中的观点、结论和建议仅供参考, 并不构成所述证券的买卖出价或征价, 爱建证券不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。

在法律允许的情况下, 我公司及其所属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

请务必阅读正文之后的重要声明

行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行服务或其他服务。

本报告版权仅为“爱建证券有限责任公司”所有，未经书面许可，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复制件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“爱建证券有限责任公司”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。