

葡萄酒行业:

推荐 维持评级

11 年利润总额水平回升, 准确验证前期观点

分析师:

周颖 电话: (8610) 8357 1301 邮箱: zhouying_yj@chinastock.com.cn 执业证书编号: S0130511090001

董俊峰(首席) 电话: (8610) 6656 8780 邮箱: dongjunfeng@chinastock.com.cn 执业证书编号: S0130511010002

1. 事件

国家统计局公布葡萄酒行业 2011 全年产量数据及 1-11 月经济指标。

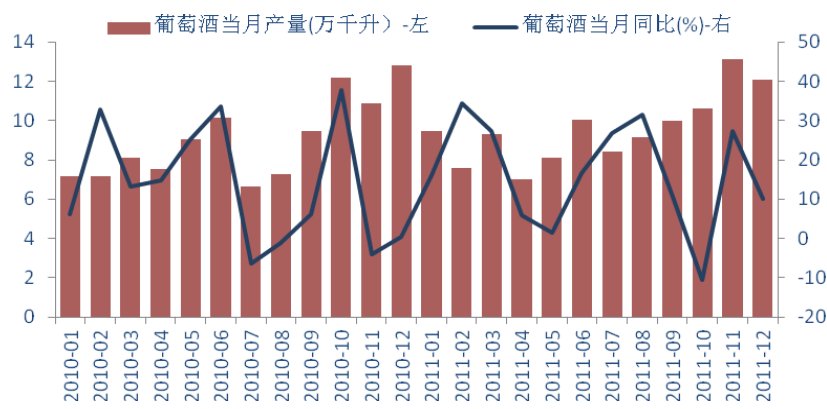
2. 我们的分析与判断

(一) 2011 年葡萄酒行业产量增速 13.02%, 比 10 年略有提升

2011 年 1-12 月, 我国葡萄酒行业累计产量 115.69 万千升, 同比增长 13.02%。就累计产量增速水平来看, 比上年同期增加 0.64 个百分点。其中 12 月单月实现产量 12.09 万千升, 同比增加 10.20% (比上年同期增加 9.67 个百分点)。

1-11 月, 我国葡萄酒行业累计产量 104.11 万千升, 同比增长 13.93%。就累计产量增速水平来看, 比上年同期增加 0.05 个百分点。其中, 11 月单月实现产量 13.14 万千升, 同比增加 27.26% (比上年同期增加 31.31 个百分点)。

图 1: 我国葡萄酒行业 2010-2011 年单月产量及增速变动



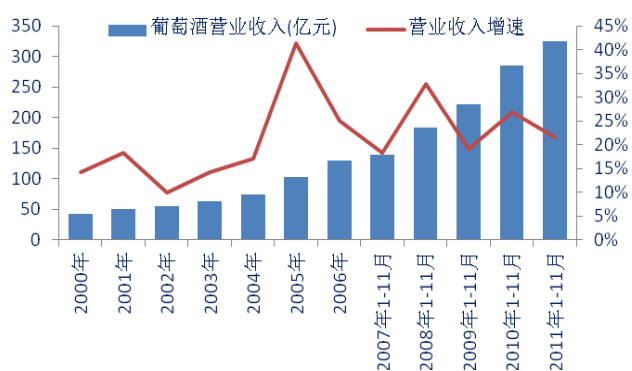
资料来源: 中国统计局, 中国银河证券研究部整理

11 月单月产量增速实现反弹, 这验证了前期我们的判断。2011 年 9-10 月单月产量增速出现了较大幅度的下滑, 甚至 10 月份产量增速达到 2010 年以来的历史最大负值, 我们判断这可能和两个原因有关: 一是 2010 年 10 月产量及增速创新高, 历史基数较大; 二是, 在前几篇报告中我们均提到, 我国葡萄酒行业有望逐渐走出进口酒低价竞争的红海困境。在这样的过程中, 节假日消费成为进口酒活动力度较大的时点, 从而对产量增速形成负面冲击。

(二) 我国葡萄酒行业 2011 年 1-11 月收入增速 22%，利润增速明显提升至 27%

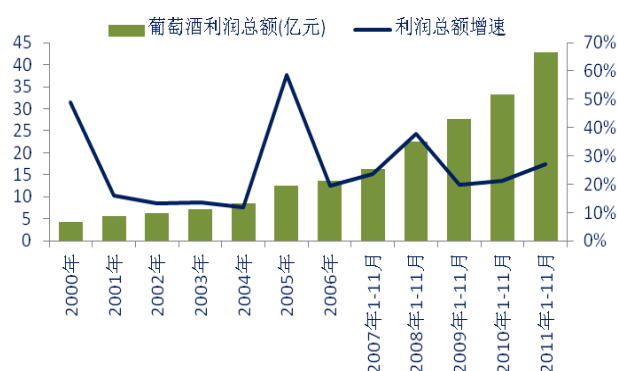
1-11 月收入增速 22%，利润总额增速明显提升至 27%。2011 年 1-11 月，我国葡萄酒行业实现收入 324.57 亿元，同比增长 21.58%，实现利润总额 42.76 亿元，同比增长 27.27%。我们对比 2010 年 1-11 月份经济指标，2010 年 1-11 月葡萄酒行业实现收入 285.83 亿元，同比增长 26.97%，利润总额 33.27 亿元，同比增长 21.10%。结合下图我们可以看出 2009 年以来，我国葡萄酒行业增速波动核心区间为 20-25%左右，与此同时，利润总额增速开始逐渐提高。特别是 2011 年以来，相比收入增速的回落，利润总额增速实现了明显提升。

图 2: 我国葡萄酒行业收入累计值及增速变动 (2000 年-2011 年 11 月)



资料来源: 中国统计局, 中国银河证券研究部整理

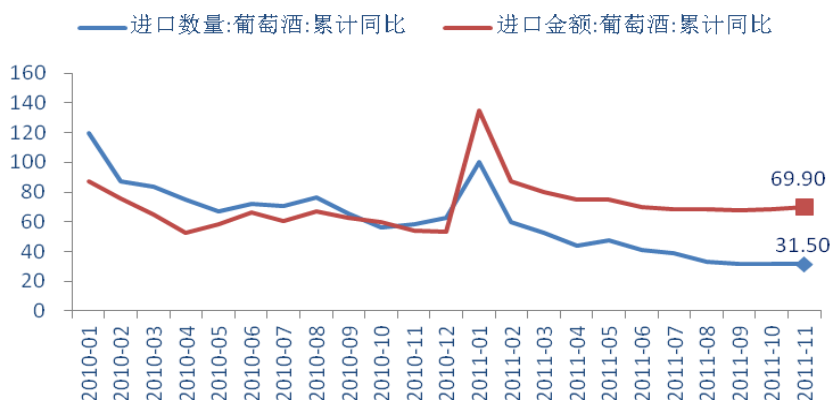
图 3: 我国葡萄酒行业利润总额累计值及增速变动 (2000 年-2011 年 11 月)



(三) 进口葡萄酒数量及金额同比反向变动趋势持续扩大

2011 年 1-11 月，我国进口葡萄酒数量及金额同比反向变动趋势继续扩大。2011 年 1-11 月，我国进口葡萄酒数量达到 34.84 万千升，同比增长 31.50%，比上年同期减少 26.50 个百分点；进口葡萄酒金额达到 19.27 亿美元，同比增长 69.90%，比上年同期增加 16 个百分点。就 11 月单月而言，进口数量为 3.73 万千升，进口金额达到 2.63 亿美元。

图 4: 我国进口葡萄酒 2010-2011 年 11 月累计进口量及金额同比变动 (%)

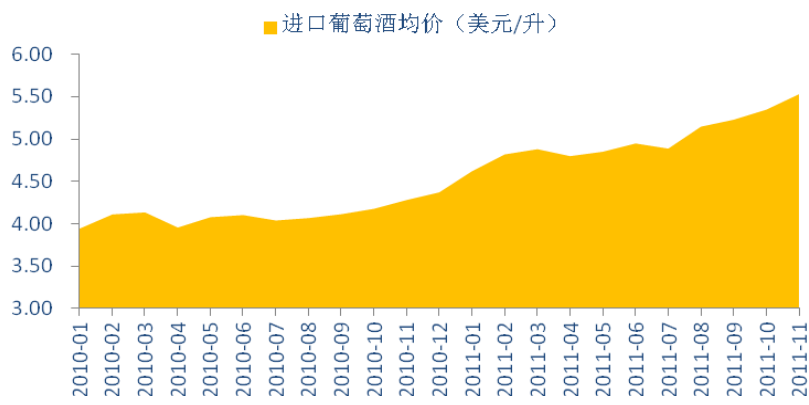


资料来源: 国家海关, 中国银河证券研究部整理

2011 年 1-10 月，我国进口葡萄酒累计均价达到 5.53 美元/升。鉴于 2011 年以来，我国进口葡萄酒数量和金额同

比反向变动十分明显，并不断扩大，我们对于进口葡萄酒均价以累计值进行分析。据我们测算，2011 年 1-11 月我国进口葡萄酒累计均价达到 5.53 美元/升，比去年同期（4.28 美元/升）提高了 1.25 美元，相当于同比增幅达到 29.16%。从 2010 年-2011 年 1-11 月累计均价变动数据，可以看出，2010 年底是均价明显上扬的拐点。换句话说，**2010 年是低价进口酒大量冲击国内市场的一年，而 2011 年可以说，是低价进口酒渐现颓势，而进口品种逐渐向中高端转移的一年。**

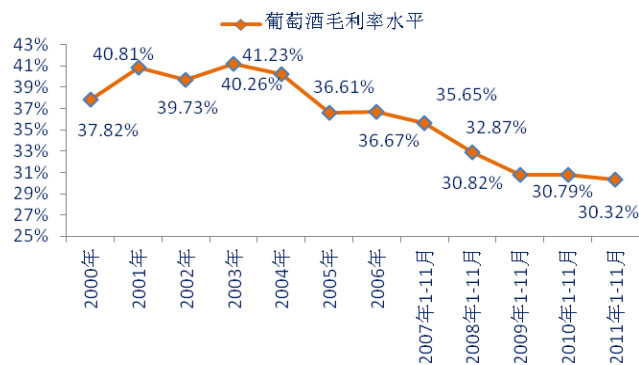
图 5：我国进口葡萄酒 2010-2011 年 11 月累计均价变动



资料来源：国家海关，中国银河证券研究部整理

（四）2011 年葡萄酒行业净利率水平回升，验证先期观点，盈利升级进行时

图 6：我国葡萄酒行业毛利率水平变动(2000-2011 年)



资料来源：中国统计局，中国银河证券研究部整理

图 7：我国葡萄酒行业利润总额比率变动(2000-2011 年)



2011 年 1-11 月葡萄酒行业毛利率 30.32%。如前所述，2011 年 1-11 月，我国葡萄酒行业主营收入为 324.57 亿元，同比增长 21.58%，同期主营成本为 226.16 亿元，同比增长 24.52%，毛利率为 30.32%。对比 2010 年 1-11 月份行业毛利率 30.79%，2011 年毛利率略有下降。

利润总额比例变动完美验证先期判断，体现葡萄酒行业盈利能力逐渐升级。据我们测算，2011 年 1-11 月行业利润总额比率为 13.17%（环比 1-10 月上升了 0.24PCT）。对比 2010 年 1-11 月份的 11.64%上升了 1.54 个百分点，**非常准确地验证了我们之前报告中的判断，即“2011 年利润总额水平回升是确定性较强事件，预计全年利润水平有可能高于去年同期 1-2 个百分点，有望保持在 13%以上”。**我们认为，投资者应给予此情况重点关注，因其可能反应出，进口红酒对我国本土红酒品牌构成的冲击力度有所减弱，我国葡萄酒规模以上企业通过持续的品牌运营及营销建设，盈利水平回升，有望走出低价竞争的“红海”困境。

(五) 相关葡萄酒企业三季度经营数据及 2011 年报预计披露情况一览

表 1: 我国葡萄酒行业上市公司 2011 前三季度及第三季度单季财务数据简览

(亿元)	2011 年前三季度							
	营业收入	同比增速	利润总额	同比增速	归属净利润	同比增速	毛利率	净利率
张裕 A	44.14	23.61%	16.88	40.36%	12.64	41.77%	75.35%	28.63%
莫高股份	2.89	8.75%	0.45	29.67%	0.35	27.22%	42.87%	11.96%
*ST 通葡	0.60	-4.56%	-0.02	-244.24%	-0.02	-244.24%	48.09%	-3.05%
*ST 中葡	3.77	41.07%	-0.39	77.13%	-0.44	73.86%	42.76%	-11.74%
(亿元)	2011 年第三季度单季							
	营业收入	同比增速	归属净利润	同比增速	毛利率	净利率		
张裕 A	13.24	21.58%	3.87	29.44%	74.40%	29.22%		
莫高股份	1.10	0.75%	0.08	21.19%	30.77%	7.62%		
*ST 通葡	0.16	-24.27%	0.00	-94.05%	44.62%	0.07%		
*ST 中葡	1.54	-1.20%	-0.27	55.20%	41.82%	-17.55%		

资料来源: 上市公司公告, 中国银河证券研究部整理

张裕 A 前三季度实现销售收入 44.14 亿元 (yoy+23.61%), 归属于上市公司股东净利润 12.64 亿元 (yoy+41.77%), 毛利率 75.35%, 净利率 28.63%。

表 2: 我国葡萄酒行业上市公司 2012 年报预计披露日期及业绩预告概览

	年报预计披露日期	业绩预告日期	业绩预告摘要	预告净利润变动幅度(%)	2010EPS
张裕 A	2012-04-20				2.72
莫高股份	2012-04-21				0.13
*ST 通葡	2012-03-06	2012-01-17	盈利		-0.1633
*ST 中葡	2012-02-22	2012-01-30	亏损		0.0943

资料来源: 上市公司公告, 中国银河证券研究部整理

3. 投资建议

张裕 A (000869.SZ), “推荐”评级。我们暂时维持张裕 A 2011-2013 年 EPS 为 3.71、4.92 及 6.27 元, 2011-2013 净利润 CAGR30%。考虑到公司在我国葡萄酒行业中的龙头地位、品牌价值及营销渠道建设成长优势, 公司新酒庄酒陆续出品可为中高端战略提供持续支持, 给予“推荐”的投资评级。

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

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。

中国银河证券食品饮料团队，2011 年第九届新财富最佳分析师。

董俊峰，食品饮料行业证券分析师。1994—1998 年消费品营销策划业四年从业经历、1998—1999 年超市业一年从业经历、2001 年至今证券业十年从业经历。清华大学硕士。2003 年首创消费品行业数量化研究模型《品牌渠道评级体系》，已获国家版权局著作权登记证书。

周颖，食品饮料行业证券分析师。2007 年至 2011 年 2 月在中信证券从事行业研究工作，2011 年 3 月至今在银河证券从事证券业行业研究工作。清华大学硕士。

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，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。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接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

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，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）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证券投资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。

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 研究部

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 26 楼
深圳市福田区福华一路中心商务大厦 26 层
公司网址: www.chinastock.com.cn

机构请致电:

北京地区: 傅楚雄 010-83574171 fuchuxiong@chinastock.com.cn
上海地区: 于淼 021-20257811 yumiao_jg@chinastock.com.cn
深广地区: 詹璐 0755-83453719 zhanlu@chinastock.com.cn