

营销瓶颈待突破，麦芽业务成“包袱”

无评级

——莫高股份（600543）深度研究报告——

内容摘要：

- **投资逻辑：**葡萄酒业务方面，公司拥有原料、品质和品牌等方面的竞争优势，营销为其短板。管理层正在进行新的尝试，广告投入带来积极效果，营销渠道也正在逐步完善。我们判断，公司短期葡萄酒业绩增长将有所加快，此为交易性机会，市场已有所预期。由于受到麦芽业务的拖累以及自身体制机制的制约，后期增长的持续性和增长的强度仍需继续观察。
- **股权结构变迁：**自2004年上市以来，公司股权结构因行业格局变迁与业务发展需要历经变动渐显清晰合理，实际控制人依然为甘肃省国资委。股权结构理顺利于公司关联交易数量减少和治理结构稳定。
- **运营效率：**公司经历两次融资，但因行业格局变迁以及公司战略选择失误而削弱了低成本债务融资奠定的竞争优势，降低了资金的使用效率，资产规模也停滞不前，错失葡萄酒行业的良好发展机遇。公司无论是在一体化的葡萄酒业务还是多元化经营的大麦业务、药品业务，运营效率均相对偏低。预计这一问题一定时间内仍将存在。
- **业务质量：**公司通过增发实现葡萄酒规模稳定扩张，药品业务规模基本保持不变，大麦规模波动幅度较大。葡萄酒毛利率稳中有升，成为业绩主要贡献者，近期呈现量价齐升局面；大麦毛利率波动幅度较大，并且毛利率也呈现逐年下降的趋势，短期仍将是公司的发展包袱；药品业务毛利率平均为34.23%，但毛利率波动幅度相对较大。目前，葡萄酒成为最具发展潜力的业务，在公司管理层的逐步推进之下具备突破的可能性，但麦芽仍是业绩提升的制肘。
- **盈利预测与估值：**我们预计葡萄酒业务2012-2014年的营业收入分别为3.37亿、4.36亿和57.5亿元；加上麦芽及制药业务的收入，预计净利润分别为0.61亿元、0.79亿元和1.16亿元，增速分别为28.05%、29.24%和46.87%。当前价格下对应PE分别为65.4倍、50.8倍和34.6倍，暂时不予评级。
- **风险提示：**营销渠道改革推进缓慢、渠道扩张带来的管理问题；麦芽业务亏损扩大；行业面临的进口酒冲击；上游成本大幅波动。

分析师

黄仕川
执业证号：S1250512040001
电话：023-63725713
邮箱：hsc@swsc.com.cn

市场表现



基础数据

总股本(万股)	32112
流通A股(万股)	31112
52周内股价区间(元)	7.90-13.51
总市值(亿元)	40.11
总资产(亿元)	12.45
每股净资产(元)	3.46
当前价(元)	12.49

目 录

一、投资逻辑.....	1
二、历史沿革.....	2
（一）公司简介.....	2
（二）股权结构变动.....	3
三、运营效率.....	5
（一）募投项目.....	5
（二）多元化经营与一体化经营.....	6
四、行业格局.....	9
（一）葡萄酒行业拥有巨大增长空间.....	9
（二）注重原料、品牌和渠道.....	11
（三）进口酒的冲击将逐步减弱.....	13
五、业务质量.....	14
（一）业务重心选择.....	14
（二）葡萄酒业务.....	15
（三）麦芽、药业.....	22
六、公司的 Highlight.....	23
七、盈利分析与估值预测.....	24
八、风险因素.....	24

插图目录

图 1 公司组织架构.....	2
图 2 莫高股份股权结构变迁图	3
图 3 莫高股份股权结构图	4
图 4 关联交易金额（采购）	4
图 5 与大股东关联交易的土地租金总额	4
图 6 营业税金及附加占营业收入的比重	7
图 7 所有税占营业收入的比重	7
图 8 资产负债率	7
图 9 固定资产规模（万元）	7
图 10 公司每股经营现金流	8
图 11 公司货币资金规模	8
图 12 历年存货规模	8
图 13 历年计提跌价准备	8
图 14 历年国内葡萄酒产量及增速（万吨）	9
图 15 国内葡萄酒销售收入及累计同比	9
图 16 国内葡萄酒利润总额及累计同比	9
图 17 我国葡萄酒人均消费量（升）	10
图 18 日本葡萄酒人均消费量（升）	10
图 19 国内葡萄酒产量增长空间预计	10
图 20 国内主要葡萄产区	11
图 21 葡萄酒世界地图	11
图 22 葡萄酒收入市场份额	12
图 23 张裕占据行业利润半壁江山	12
图 24 葡萄酒行业营业利润率	12
图 25 葡萄酒行业三费率	12
图 26 葡萄酒进口数量及增速	13
图 27 葡萄酒进口金额及增速	13
图 28 葡萄酒进口单位价格	13
图 29 葡萄酒进口占国内葡萄酒产量的比重	13
图 30 公司主营业务收入结构变化图	14
图 31 公司营业利润结构变化图	15
图 32 各项主营业务毛利率	15
图 33 公司与行业葡萄酒平均吨价	18
图 34 公司与行业葡萄酒毛利率	18
图 35 公司葡萄酒收入及增速	18
图 36 公司葡萄酒销售数量估计	18
图 37 公司省内外市场收入占比	19
图 38 省内外市场分公司情况	19
图 39 公司销售人员数量	21

图 40 公司销售人员平均工资	21
图 41 麦芽业务收入及增速	22
图 42 制药业务收入及增速	22
图 43 麦芽业务的毛利率	22
图 44 制药业务的毛利率	22

表格目录

表 1 IPO 募投项目	5
表 2 定向增资募投项目	6
表 3 公司葡萄种植主要品种及产量要求	16
表 4 莫高葡萄酒品牌荣誉	17
表 5 莫高葡萄酒核心产品	17
表 6 公司分公司布局及部分专卖店情况	19
表 7 莫高提出的营销思路	20
表 8 营业收入预测表	24
表 9 财务和估值数据摘要（单位:百万元）	25
表 10 报表预测（单位:百万元）	25

一、投资逻辑

在葡萄酒行业内外竞争日趋激烈，但市场空间相对较大的背景下，公司作为行业中的追随者，竞争点主要在于：原料控制、产能扩张、品牌宣传、渠道建设。具体来看：

首先，葡萄酒原料供给和产能短期无忧。目前存货约为 4.5 万吨，鉴于当前市场需求，原料供应短期无忧。同时，公司为应对产能扩张需要将启动异地采购、异地种植等方式，从而保障原料自给率。

其次，产品品质在原料自给的条件得以保证。公司的葡萄主产地为甘肃武威，为国内优势葡萄产区之一。公司首创行业“4S+5P”模式，产品品质过硬。

然后，在品质的支持之下，公司已建立起一定的葡萄酒品牌美誉度。公司拥有中国著名品牌“莫高”品牌和“莫高金爵士”品牌，同时“莫高”品牌还是中国驰名商标；当然，公司品牌的知名度还需要进一步提高。

最后，营销环节是公司业绩的支点。未来主要的方向有：

一是需要提高管理效率，全国性销售网络对管理水平和管理效率提出了更高要求。目前管理层管理风格偏于稳健，国企改革也是一个长期的过程。

二是需要营销思路的更新，加大激励机制。省内市场的增长缓慢，新增份额被竞争对手侵蚀，仍有深耕细作的空间。省外市场将是增长的重点，公司需要开拓思路，实现重点消费市场的突破。目前，其改革思路仍待明确和继续观察。

三是需要广告投入的持续。公司管理已经意识到营销为其主要短板，在保持稳定发展的基础上，也逐步开始进行新的尝试。2011 年开始进行广告投放，标志公司迈出了新的一步。目前广告效果初显，公司并表示将继续投放。此为当前的积极因素。

四是营销渠道的构建。公司目前已完成全国市场的销售公司布局，专卖店的数量在快速增加。在广告投入加大的同时，在品牌美誉度和品质的双重吸引下，营销推广将更加顺利。目前，此方面的工作尚在建设推进之中，对业绩或能够带来促进作用。

总体而言，我们认为，葡萄酒业务方面，公司拥有上游原料、产品品质和品牌等方面的竞争优势，营销为其短板。同时，管理层也在进行新的尝试，广告投入带来积极效果，营销渠道也正在逐步完善。我们判断，公司短期业绩增长将有所加快，此为交易性机会，市场已有所预期。同时，由于受到麦芽业务的拖累以及自身体制机制的制约，后期增长的持续性和增长的强度仍需继续观察。

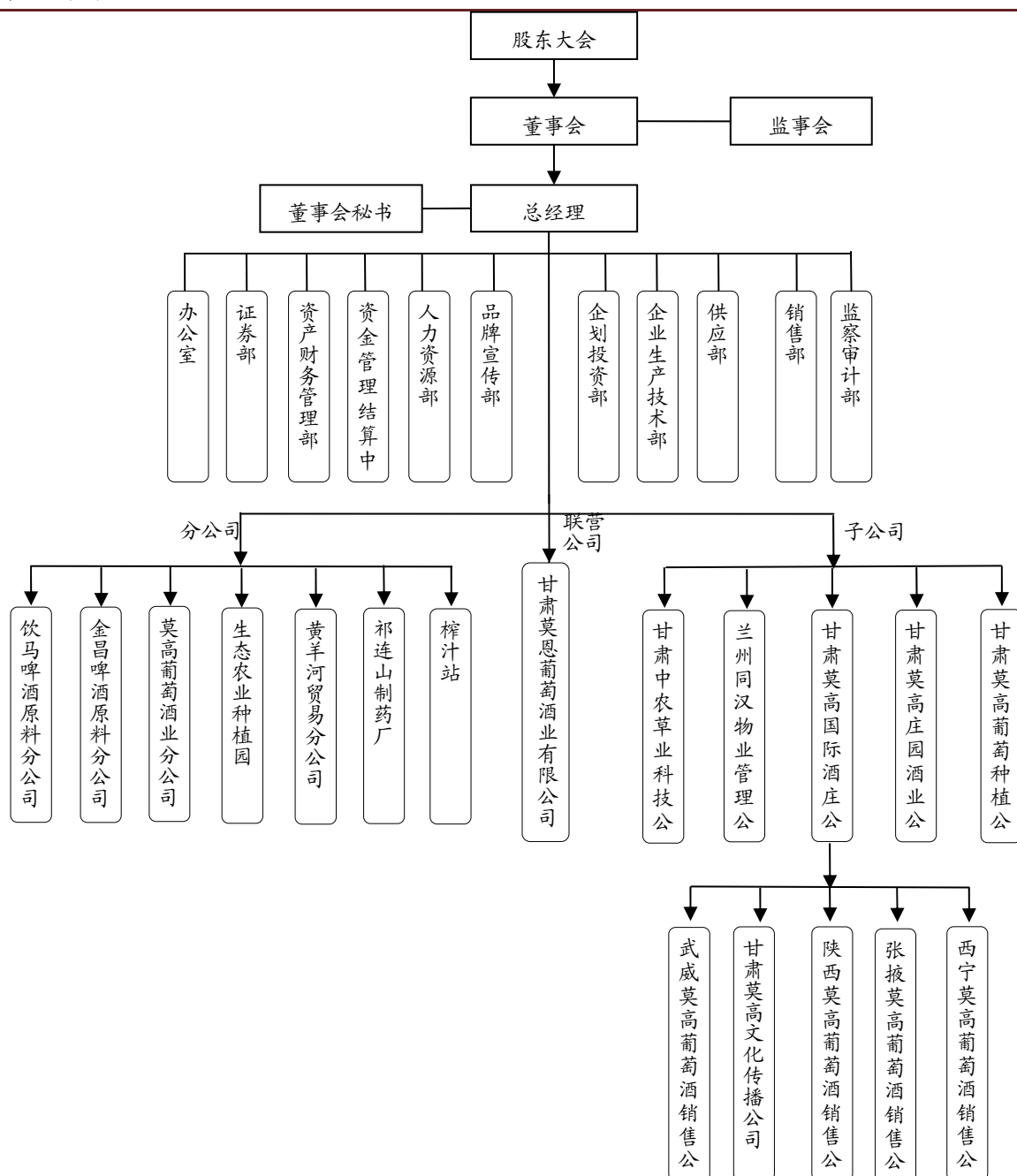
风险因素：营销渠道改革推进缓慢、渠道扩张带来的管理问题；麦芽业务亏损扩大；行业面临的进口酒冲击；上游成本大幅波动。

二、历史沿革

(一) 公司简介

甘肃莫高实业发展股份有限公司成立于 1995 年，2004 年完成 A 股上市，实际控制人为甘肃省国资委。公司定位于以农业产业化为龙头、以发展高效特色产业为主导的高新技术现代农业企业，上市后逐步完成了核心业务从麦芽业务向葡萄酒业务的过渡。

图 1 公司组织架构



数据来源：公司公告，西南证券研发中心

葡萄酒业务是公司竞争优势所在，也是我们关注的焦点：

公司经过数年努力已经打造起知名的葡萄酒品牌。公司拥有中国著名品牌“莫高”品牌和“莫高金爵士”品牌，同时“莫高”品牌还是中国驰名商标；公司 2011 年品牌价值达 25.19 亿元，生产的中国顶级干红—马扎罗、莫高 XO、莫高冰酒荣获“中国轻工精品展金奖”。

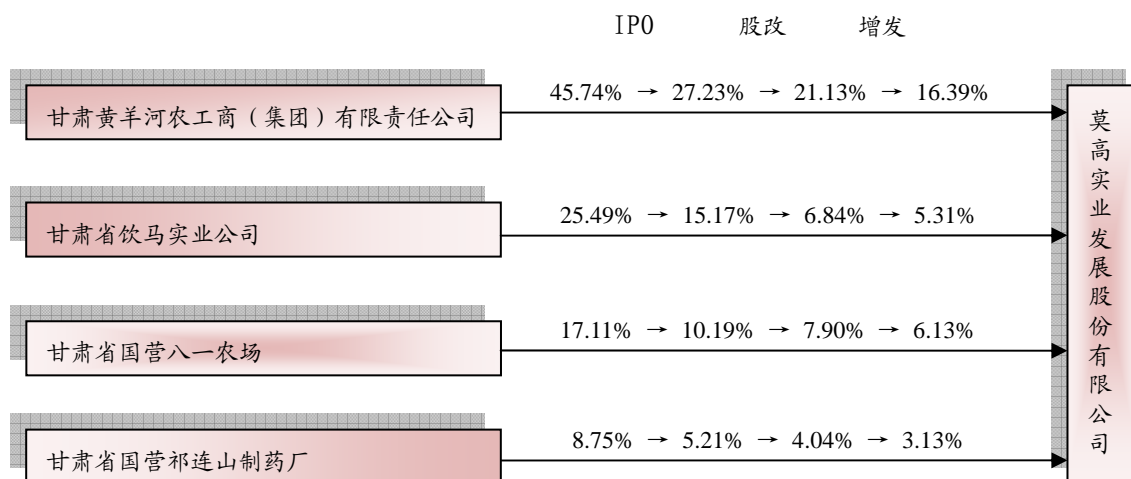
公司十分注重葡萄酒品质。公司在甘肃武威拥有 1 万亩酿酒葡萄种植基地以保障葡萄原料的品质，并首创行业“4S+5P”模式，4S（4 Superior）即最佳基地、最优品种、最优工艺、最严格保证体系；5P（5 Percent）即 100%葡萄原料产自莫高自有庄园，100%葡萄原汁酿在莫高酒庄，100%葡萄酒灌在莫高酒庄，100%无农药残留，100%绿色产品，整体定位于高端市场。

公司正在构建和完善葡萄酒销售网络。截止目前已在全国设立了 38 家营销分公司。并于 2011 年完成了莫高国际酒庄的建设。

（二）股权结构变动

股权结构变动历程：2004 年公司完成 IPO 后，四大国有股东持股比例从 97.09%稀释为 57.8%；2006 年，公司完成股权分置改革，使其持股比例继续下降至 39.91%。公司于 2007 年开始启动再融资，增发前饮马实业进行了部分减持；2008 年 6 月 30 日，公司定向增发完成，原四大国有股东持股比例进一步下降至 30.96%；增发完成后，大股东黄羊河农工商（集团）有限责任公司于同年减持了 3.08%至 13.31%，饮马实业增持了 0.36%至 5.67%；四大国有股东持股比例合计变化为 28.24%。

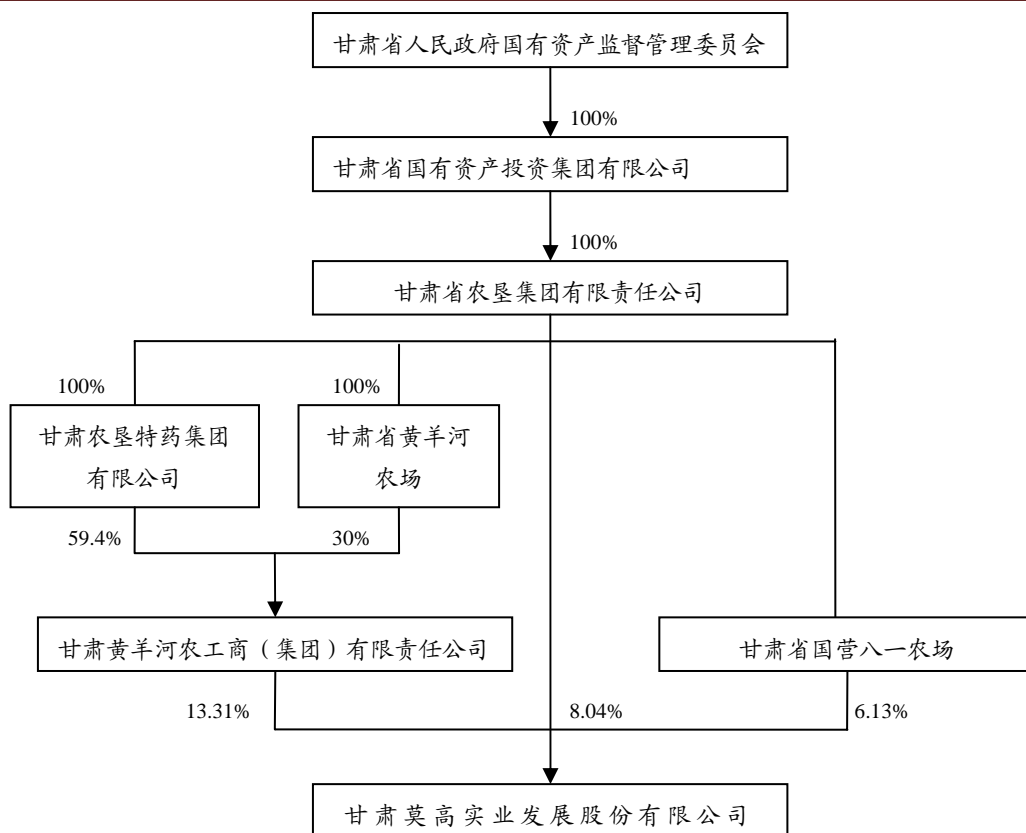
图 2 莫高股份股权结构变迁图



数据来源：公司公告，西南证券研发中心

股权结构进入相对稳定期：2008 年和 2009 年，国营祁连山制药厂和饮马实业分别将所持股份无偿转划至甘肃省农垦集团，合计 8.8%；2010 年甘肃省农垦集团减持了 0.4%，原国有股东合计持股比例下降 27.84%，而后一直保持至今。公司国有股东股权结构几经变动后，目前处于相对稳定时期，公司管理层相对稳定。股权结构的稳定和集中，有利于公司发展战略的稳定。公司股权结构如下：

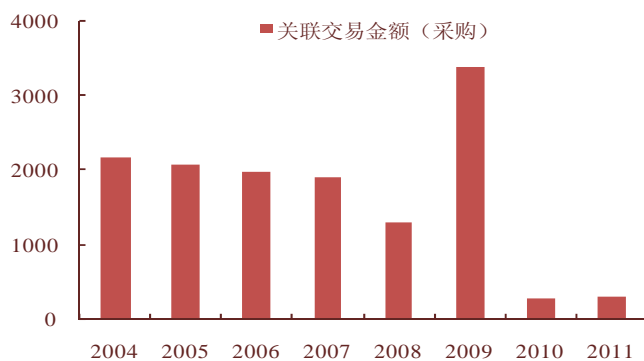
图 3 莫高股份股权结构图



数据来源：公司公告，西南证券研发中心

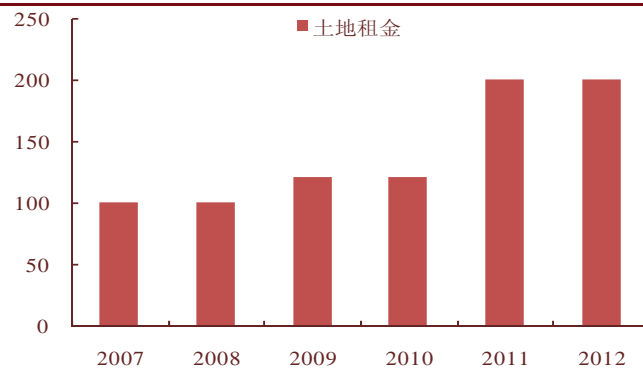
股权结构稳定利于公司治理与减少关联交易：随着饮马实业的退出，公司与饮马实业每年大约 1000-2000 万的大麦芽采购关联交易也随之消失，公司关联交易数量总体呈下降趋势，近两年关联交易（采购）的金额在 200-300 万左右，主要构成为公司与农垦集团的土地租金（公司与甘肃省农垦总公司签署《土地使用权租赁合同》，租用一万亩土地使用权，期限 20 年，至 2020 年 1 月 1 日结束，租金两年调整一次；后又与农垦集团租用土地两万亩拟用于葡萄种植）。

图 4 关联交易金额（采购）



数据来源：公司公告，西南证券研发中心

图 5 与大股东关联交易的土地租金总额



数据来源：公司公告，西南证券研发中心

三、运营效率

公司通过股权融资与债券融资方式实现公司业务规模扩张，并提高运营效率。但是由于行业格局变迁以及公司战略选择、调整削弱了其低成本债务融资奠定的竞争优势，降低了资金的使用效率，公司的资产规模也停滞不前，错失葡萄酒行业发展机遇，从昔日的酒庄酒理念倡导者变成酒庄酒的追随者。

（一）募投项目

2004 年，通过 IPO 筹资 3.00 亿元用以扩大麦芽与葡萄酒产能，使公司业务规模得以扩张。2008 年，公司再度通过增发筹资 3.90 亿元建设莫高国际酒庄，也标志着公司进入了酒庄酒经营时代，成为公司葡萄酒业务质量提升的转折点。

在 IPO 募投项目中，公司分别将 1.55 亿、1.27 亿元资金布局于麦芽与葡萄酒项目。麦芽产能从 7 万吨增加至 17 万吨，麦芽业务规模大幅扩张，由于对麦芽行业趋势的误判，此次产能扩张为后期公司战略发展带来了持续的负面影响。葡萄酒产能也从 0.5 万吨增加至 1.1 万吨，同时 1.5 万吨产能的莫高国际酒庄也于 2007 年竣工投入使用。

此外，优质啤酒大麦示范基地建设项目由于土地转让费用飙升等原因搁浅，10 万吨的苜蓿产品产业化项目也因为项目开展过程中碰到无法解决的问题而终止。公司将上述两个项目的剩余资金 8954.02 万元资金投入 2.5 万吨葡萄酒生产线中（包括 1.5 万吨酒庄酒项目），项目规划几经易改，建设速度缘于项目更改而不及预期。莫高股份提出酒庄酒经营理念后可能因为战略选择与战略执行安排未进行周密安排而失去了酒庄酒的市场，公司也由酒庄酒理念的倡导者变成酒庄酒的追随者。IPO 项目的质量并未达到预期的目标，也降低股权融资获得的资金使用效率。

表 1 IPO 募投项目

项目名称	募集资金拟投入资金(万元)	实际投入金额(万元)	项目进度	备注
年新增 10 万吨麦芽项目	13381.00	13381.00	100%	2007 年，公司此项目已完工。
30 万亩优质啤酒大麦示范基地建设项目	6820.00	0.00	—	鉴于土地转让费大幅上升，公司决定将全部募集资金转投入到扩建 2.5 万吨葡萄酒生产线项目子项目——1.5 万吨葡萄酒国际酒庄项目
扩建 2.5 万吨葡萄酒生产线项目(新增子项目 1.5 万吨葡萄酒国际酒庄项目)	5891.00	12711.00	100%	2007 年完成了 2.5 万吨葡萄酒生产线项目中的 6000 吨生产线。剩下的 1.5 万吨集中于莫高国际酒庄项目。
10 万吨苜蓿产品产业化项目	3938.82	1804.80	—	2007 年公司决定不再继续原项目，剩余募集资金投入到《年新增 10 万吨麦芽项目》，用于该项目辅助设施建设和补充流动资金中
年新增 10 万吨麦芽项目辅助设施建设和补充流动资金中		2134.02	100%	募投新增项目
合计	30030.82	30030.82		

数据来源：公司公告，西南证券研发中心

为延续并强化自身的竞争优势，享受规模经济带来的利润增长，2008 年公司通过定向增发融资 3.90 亿元，募投项目主要布局于莫高国际酒庄，并于 2011 年 8 月落成启用。但是，葡萄酒营销网络建设进展缓慢，目前项目进度仅为 18.6%；在相对激烈的市场竞争环境下，作为“生产+销售”的可选消费品企业，不仅需要拥有高品质的产品，同时还需要有吸引顾客的营销思维。莫高股份已经拥有部分高品质的产品，但销售渠道建设缓慢却制约了企业的成长，销售渠道的建设也正是长期困扰企业的瓶颈。

销售渠道建设缓慢可能是由于历史上的跃进教训导致其放慢了建设步伐，但也体现了企业远程管理能力相对薄弱，尚未形成有效的远程管理模式。另外，新增 2 万亩的葡萄基地因为石羊河流域综合治理而迟迟未有进展，预计短期内也难有进展。

表 2 定向增资募投项目

项目名称	募集资金拟投入 资金（万元）	实际投入金额 （万元）	项目进度	备注
莫高国际酒庄	11405.00	10,882.01	95.41%	2011 年 8 月莫高国际酒庄落成启用
葡萄酒营销网络建设	18782.8	3,494.05	18.60%	进展缓慢
2 万亩酿酒葡萄基地及 榨汁发酵站项目	8791.2	5,447.64	61.97%	新增 2 万亩酿酒葡萄基地原计划在武威黄羊河农场建设，由于项目区属于石羊河流域综合治理区域，项目进展缓慢。同时，公司在自然条件较好的天水市进行酿酒葡萄母本园的建设，进行生物学特性观察和适应性品种筛选。
合计	38979.00	19823.70		

数据来源：公司公告，西南证券研发中心

无论是 IPO 融资建设项目还是定向增发项目的进展与项目质量均不及预期，部分项目可能由于项目开展前尚未经过周密安排，导致项目延期，甚至终止某些项目。募集资金尚未投资与利润较高的葡萄酒业务而是大规模投资于大麦业务，主要是由于对行业趋势的误判。项目延期或终止不仅降低了资金使用效率，同时也降低了公司业务质量，甚至失去市场份额，错失发展良机。公司也因此成为市场的追随者，资产利用效率偏低，企业运营效率出现大幅下降。

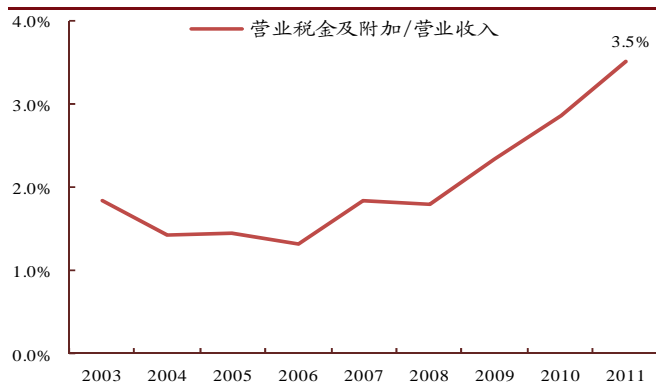
（二）多元化经营与一体化经营

公司的多元化经营并不算成功。莫高股份不仅拥有大麦业务、葡萄酒业务，并且拥有与酒类业务毫无关系的药品业务。药品业务毛利率在一定程度上也拉低了整体毛利率。更重要的是，大麦业务的资产占公司总资产的 50% 左右，大麦业务资产规模相对较大、毛利率相对更低。大麦业务原材料成本波动幅度也较大，多种不利因素的驱动下，大麦业务已经成为公司业务发展“包袱”。

公司的一体化经营也面临着一定的压力。一方面公司对葡萄原材料有很大的依赖，需要通过自给保证产品品质，另一方面公司自我种植的葡萄核算成本相对较高，一定程度上拉低了产品毛利率。此外，种植、加工、销售，三个环节的发展失衡也表明公司一体化经营的压力。

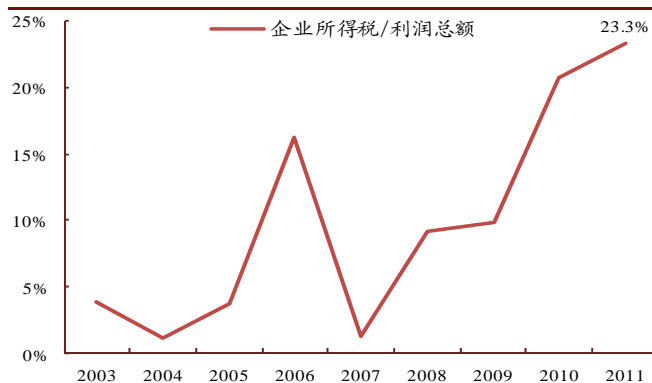
税收优惠不再：公司所得税占营业收入的比重近年逐步提高，扣除递延税金后现已接近 25%。莫高股份在上市初期，充分使用了甘肃省地区的税收优惠政策，随后公司在经营中尚未在各种政策出台之前使用相关的税收政策降低税收成本。

图 6 营业税金及附加占营业收入的比重



数据来源: Wind, 西南证券研发中心

图 7 所有税占营业收入的比重

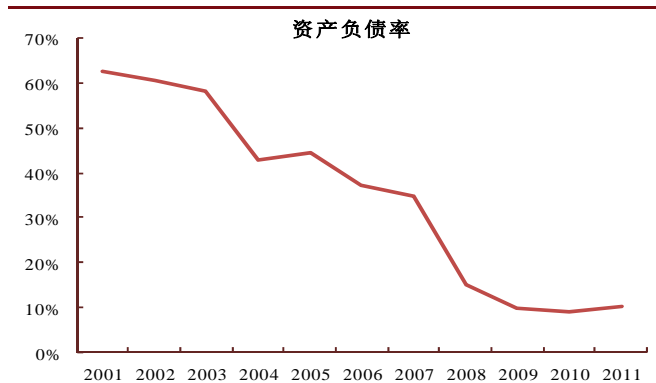


数据来源: Wind, 西南证券研发中心

固定资产与财务杠杆: 经过两轮融资, 截止去年底, 公司资产负债率仅为 10% 左右。公司的杠杆利率用偏低, 导致 ROE 较低, 财务杠杆的大小充分彰显了公司的保守性, 公司的保守也使公司付出了较高的代价。目前, 莫高股份的麦芽业务在固定资产比例中依然较高, 由于麦芽业务拖累导致总资产收益率不到 4%, 低杠杆的条件下无法使公司的葡萄酒业务快速扩张, 也无法在行业变迁中占领先机, 股东也无法享受到行业发展带来的红利。

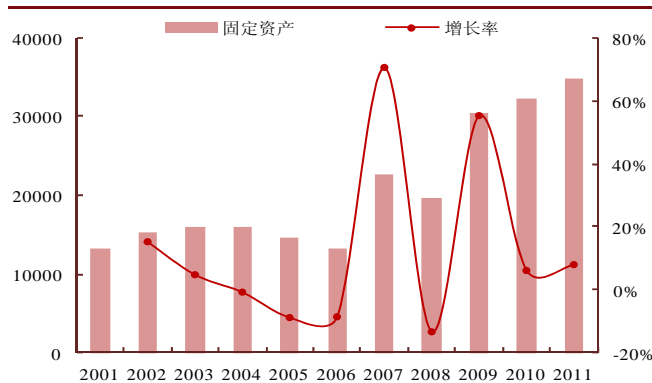
2007 年之前, 公司 50% 的业务集中于大麦业务, 固定资产也主要是大麦业务有关的资产。麦芽业务的弱势降低了资产收益率。2008 年通过增发融资后, 增发资金投入了莫高国际酒庄业务提高了葡萄酒行业的资产。从公司的人员结构、人员数量以及人均固定资产数量变动幅度表明, 葡萄酒业务的扩张、升级过程中进一步提升了葡萄酒业务质量, 也使葡萄酒业务的品质得到保证。

图 8 资产负债率



数据来源: Wind, 西南证券研发中心

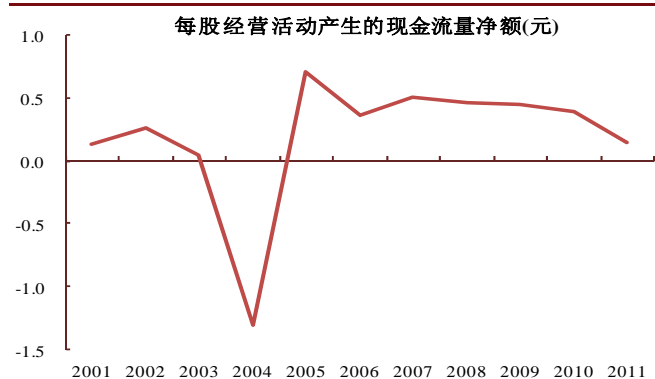
图 9 固定资产规模 (万元)



数据来源: Wind, 西南证券研发中心

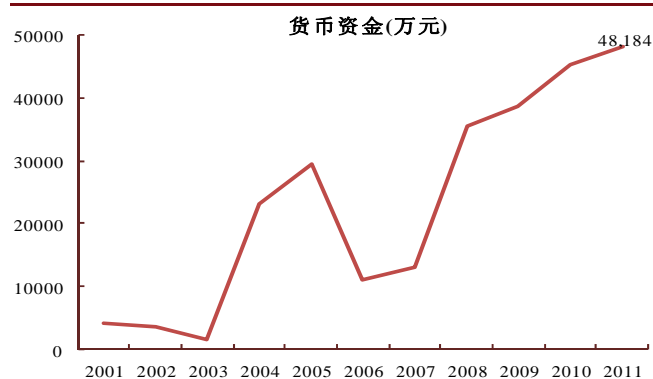
现金及现金流充裕: 经过 2008 年第二次融资后, 公司的货币资金规模持续增加, 2011 年货币资金规模达到 4.8 亿元。公司的募投项目中, 现有营销渠道的建设需要投入大量资金, 而公司帐面的资金较大程度上能够满足营销建设的需要。

图 10 公司每股经营现金流



数据来源: Wind、西南证券研发中心

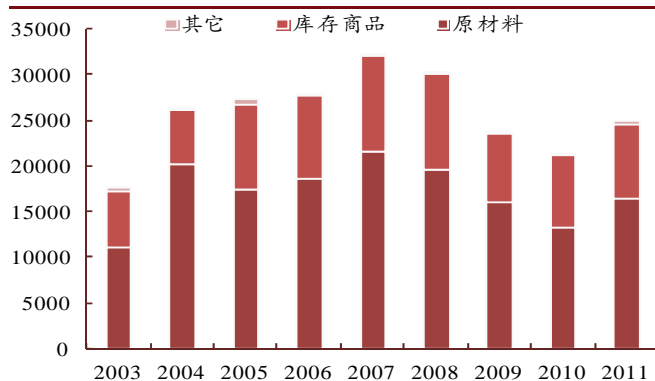
图 11 公司货币资金规模



数据来源: Wind、西南证券研发中心

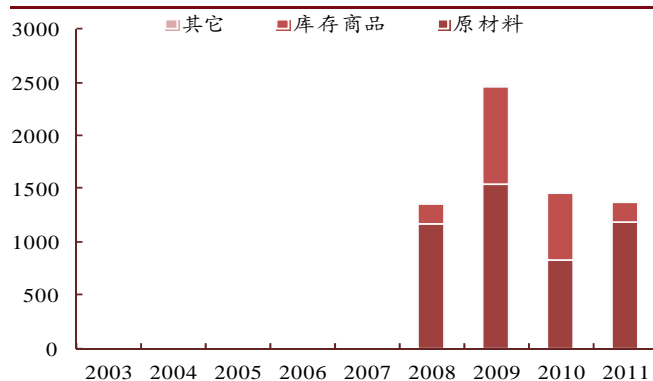
存货及跌价准备: 相对于公司的营业收入, 目前公司存货规模约为 2.5 亿元, 我们判断葡萄酒及葡萄酒为重要组成。由于营销渠道的建设尚未充分发挥作用以及生产周期的原因, 导致公司存货周转率相对偏低。存货中, 原材料存货占比达到 66%, 库存商品存货为 33%。麦芽价格下跌导致公司存货跌价准备增加的主要原因。存货的跌价准备体现了公司虽然在麦芽业务领域中经营数年, 但是公司的管理层依然未很好的掌握麦芽业务变动规律, 导致麦芽业务的毛利率进一步被拉低。

图 12 历年存货规模



数据来源: Wind、西南证券研发中心

图 13 历年计提跌价准备



数据来源: Wind、西南证券研发中心

总体来看, 无论是一体化的经营葡萄酒业务还是多元化经营的大麦业务、药品业务, 公司的运营效率均相对偏低。原因在于公司无法充分利用大麦的产能, 充分掌握大麦原材料价格波动的规律, 使用相关的金融衍生工具锁定原材料价格, 导致大麦业务毛利率波动幅度加剧, 降低大麦业务的毛利率。葡萄酒业务的毛利率相对稳定, 但相对于公司的葡萄酒品质而言, 其运营效率应该更高, 实际结果却让投资者失望。主要原因在于公司的葡萄酒销售渠道建设效用尚未完全发挥, 广告投入效应也尚未发挥。针对上述问题, 公司管理层也表示在未来一段时间内, 公司在提高麦芽业务的产能利用率, 同时扩大葡萄酒的资产规模, 建立葡萄酒业务销售渠道, 实现葡萄酒业务放量目标。

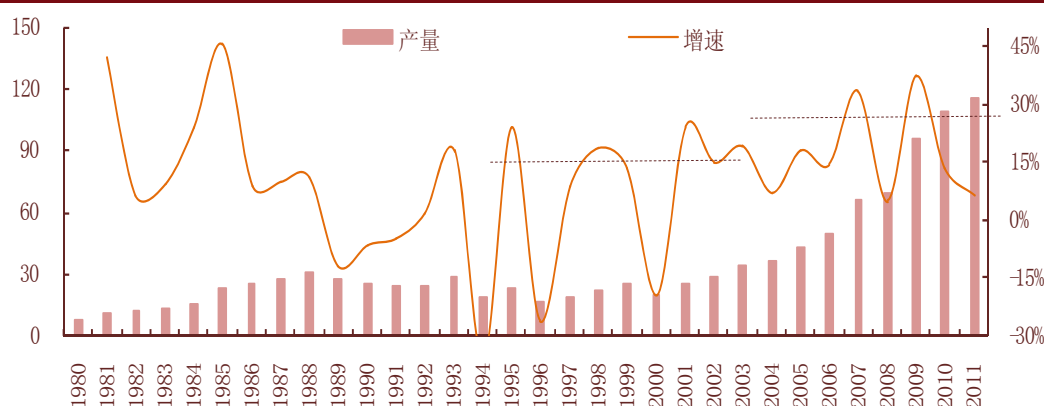
四、行业格局

（一）葡萄酒行业拥有巨大增长空间

1、行业处于快速增长期

1980-2011 年间葡萄酒产量年均复合增长率为 9.1%，但前半期处于整顿和规范时期。其中进入新世纪后，葡萄酒开始快速增长，产量年均增速 17.2%，2011 年全年葡萄酒产量达到 115.7 万吨，同比增长 13.2%。

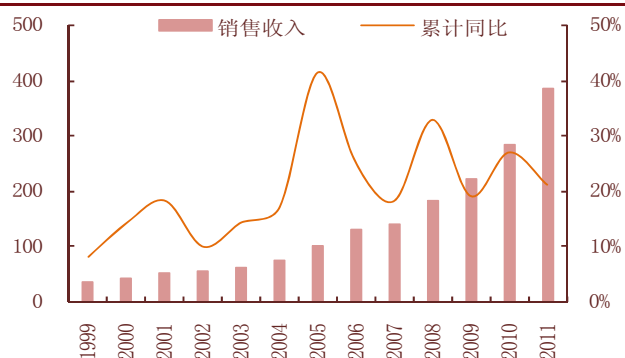
图 14 历年国内葡萄酒产量及增速（万吨）



数据来源：中国葡萄酒信息网、西南证券研发中心

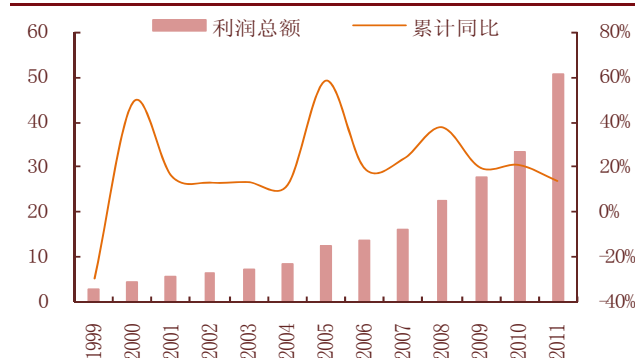
行业的收入与利润增速伴随产量增长而快速增长。近五年国内葡萄酒收入和利润增速复合增长率都保持在 20% 以上，快于产量平均增速（莫高上市后葡萄酒业务年均增速 18.3%）。2011 年，葡萄酒累计产量同比增长 13.2%，收入同比增长 21.14%，利润增速为 13.96%。

图 15 国内葡萄酒销售收入及累计同比



数据来源：Wind、西南证券研发中心

图 16 国内葡萄酒利润总额及累计同比

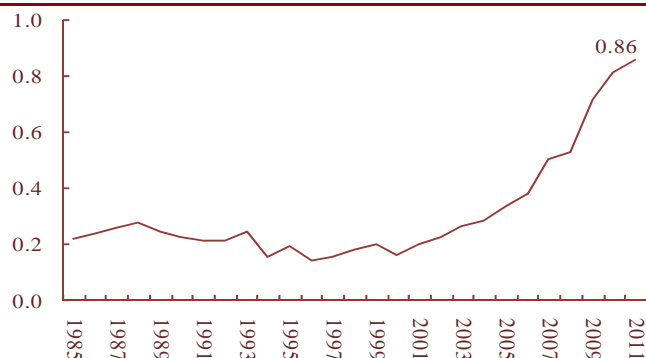


数据来源：Wind、西南证券研发中心

2、行业增长空间巨大

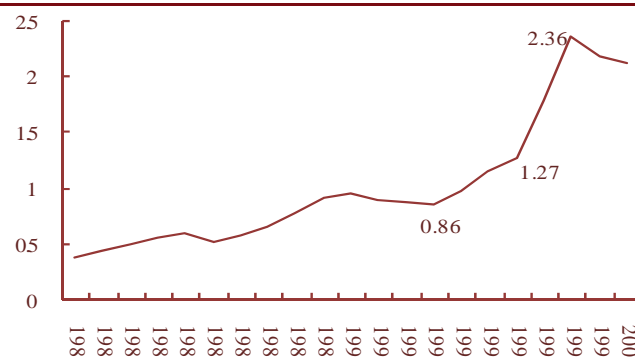
首先，国内葡萄酒消费习惯正在形成。中国的葡萄酒工业已有百年历史，经过了工业创立、快速发展、曲折成长、高速发展四个阶段，但与国际水平和行业标准比较而言，中国葡萄酒业还是一个“新人”。80后”的消费习惯已逐渐形成了市场的风向标，他们将成为葡萄酒的主要消费群体之一；为葡萄酒行业的大发展奠定了基础。

图 17 我国葡萄酒人均消费量（升）



数据来源: Wind, 西南证券研发中心

图 18 日本葡萄酒人均消费量（升）

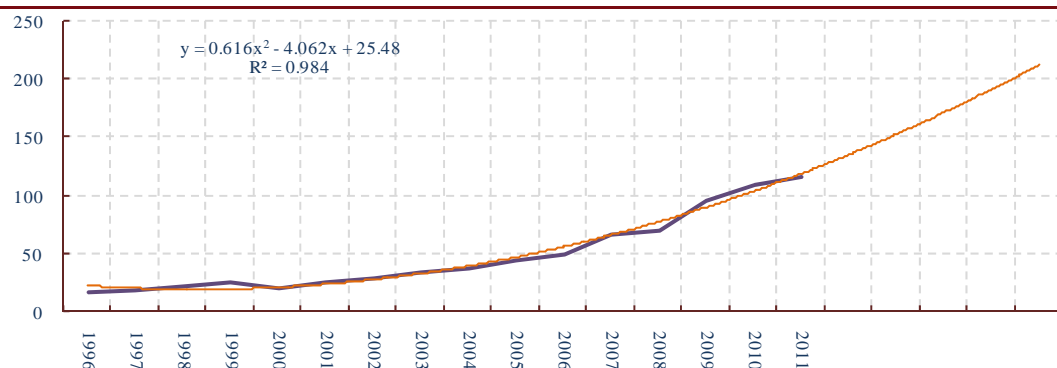


数据来源: 西南证券研发中心

其次，人均消费量远低于主要葡萄酒消费国。放眼主要消费国，我国葡萄酒人均消费量明显偏低。从葡萄酒在酒类总消费量中的占比来看，我国葡萄酒消费占比 2%，而国际水平是 11%；从人均消费量角度来看，中国人均消费量是 0.75 升，国际平均水平是 7.5 升。

未来几年葡萄酒消费增长速度有望加快。葡萄酒作为在日本市场的新兴饮品，其消费量在进入 90 年代体现出了强劲的发展势头，1993 年人均消费量为 0.86 升，而那之后的短短三年之间增长 47.67% 到 1.27 升，在 1998 年达到了 2.36 升的人均消费量，5 年时间增长两倍。按照日本消费增长轨迹，行来增长速度有望进一步加快。

图 19 国内葡萄酒产量增长空间预计



数据来源: 西南证券研发中心

收入增长与消费升级将进一步催生行业发展空间。随着人均 GDP 及居民可支配收入的上升，消费品市场蓬勃发展。随着消费升级的深入，民众消费观念和消费习惯发生改变，开始对健康、时尚与品味提出更高要求，葡萄酒作为一种时尚优雅、健康的酒精饮品，将被越来越多消费者接受，消费升级趋势显现，行业发展进入黄金时期。

（二）注重原料、品牌和渠道

1、对原材料的争夺激烈

原料产地的控制为葡萄酒品质的关键。葡萄酒的品质对原料的要求甚至高于对工艺的要求，因此优势的葡萄产区是生产好品质葡萄酒的前提。目前我国优质葡萄产区主要集中于甘肃、新疆、云南、吉林、天津、河北、山东、河南等地。其中张裕在烟台、宁夏、新疆等地拥有 20 余万亩葡萄基地，长城在烟台、昌黎等地拥有 8.3 万亩基地，还有约 4.5 万亩在新疆和宁夏等地筹备与规划之中。由于葡萄原料基地受到自然环境和资源禀赋的制约，其对行业的发展起到至关重要的作用。

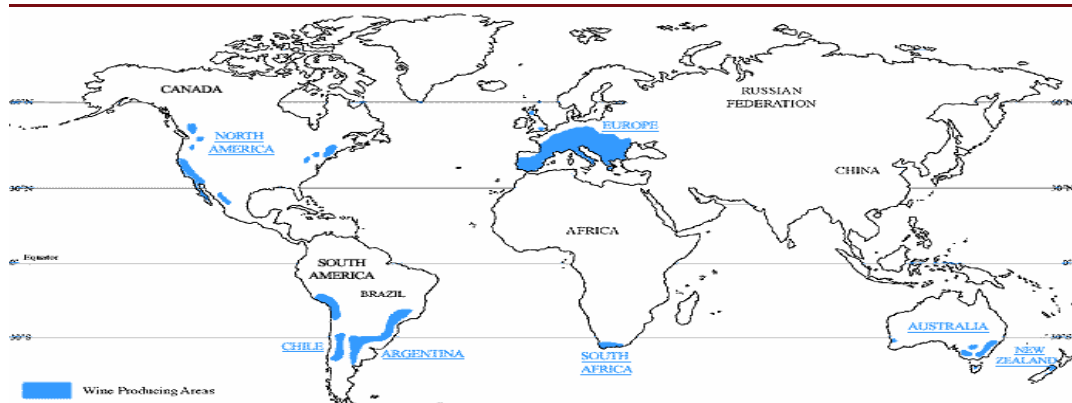
图 20 国内主要葡萄产区



图片来源：西南证券研发中心

大型葡萄酒企业纷纷海外寻找葡萄园。随着国内葡萄酒市场的迅速扩张，对原料的需求也越来越多。海外并购葡萄园成为大型葡萄酒企业占领新增市场的重要步骤，近年张裕、长城等知名企业纷纷在海外进行葡萄园的并购，保证新增产能以满足市场需求。张裕于 2009 年试水海外收购，已创建拥有七大酒庄的国际酒庄联盟；中粮集团也正在积极寻找收购海外葡萄酒原料基地。我们认为莫高也不会例外。随着市场规模的扩大，拥有优势葡萄酒原料基地的企业能够在扩张中保持相对优势。

图 21 葡萄酒世界地图

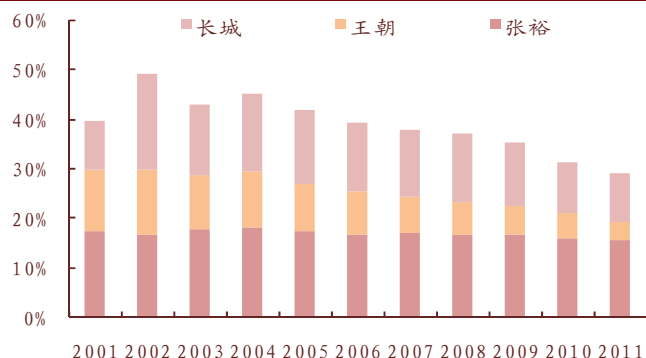


图片来源：葡萄酒世界地图

2、品牌得到有效培育

行业集中度高，品牌价值提升。目前行业企业数量约 200 余家，但市场份额集中度高，使行业表现为进入壁垒高，龙头企业竞争力强的特点。从销售收入来看，张裕、长城和王朝一直稳坐前三名，形成三足鼎立之势，2011 年三者合计约 35%，且张裕在行业中利润占比达到 50% 以上。各大企业的葡萄酒品牌价值也得到极大的提高。

图 22 葡萄酒收入市场份额



数据来源：公司公告、西南证券研发中心

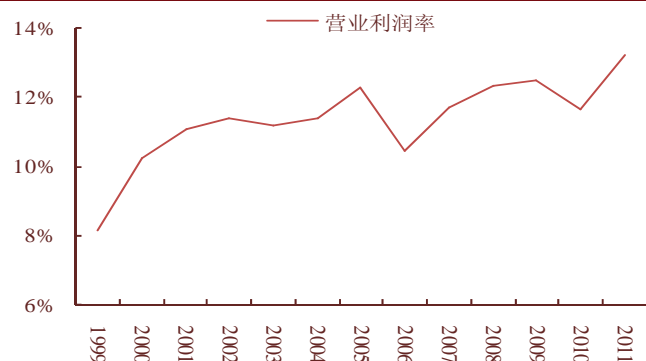
图 23 张裕占据行业利润半壁江山



数据来源：公司公告、西南证券研发中心

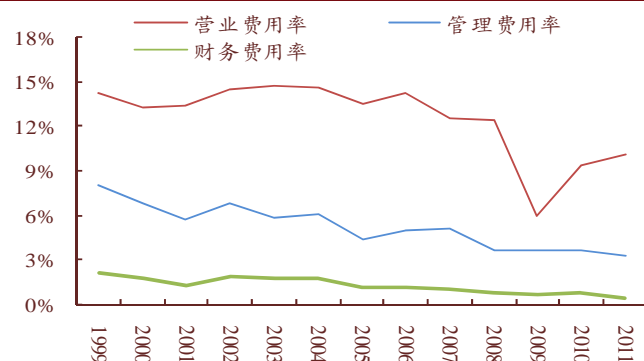
葡萄酒行业盈利能力保持稳定。一方面国内葡萄酒市场扩张，另一方面行业的盈利水平稳中有升。目前行业营业利润率分别为 15%，与白酒行业盈利水平接近。葡萄酒行业毛利率呈现逐年上升的趋势，2011 年葡萄酒吨酒价格相对 2000 年上涨了 58% 左右，年均增速 4.2%；随着国内消费者对葡萄酒的接受程度越来越高，行业的销售费用率呈现明显下降趋势，因此行业能够在市场不断扩张时保持盈利水平的稳定。

图 24 葡萄酒行业营业利润率



数据来源：Wind、西南证券研发中心

图 25 葡萄酒行业三费率



数据来源：Wind、西南证券研发中心

3、渠道建设成为共识

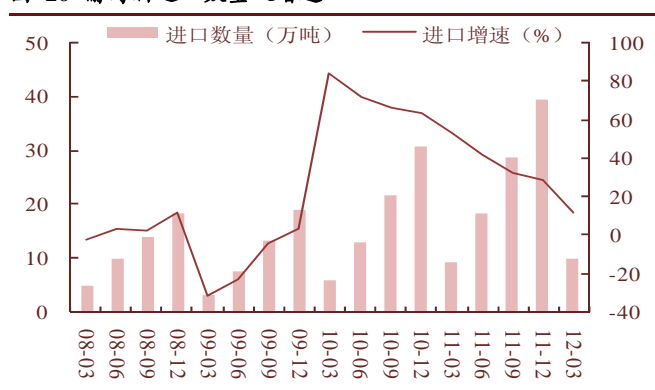
葡萄酒作为舶来品，存在文化差异的竞争，也许正是文化差异导致葡萄酒行业的营销成为葡萄酒厂商的竞争优势着力点。经验统计表明，葡萄酒渠道建设周期相对较长，大约需要 5 年时间才可能享受渠道建设的成果。同时，渠道建设成果 5 年后还需要经历两年的销售量成长的考验，当且仅当市场占有率达到 20% 的时候渠道建设的成果才相对稳定，才奠定企业的竞

争优势。渠道建设除了时间沉淀以外，还需要资金投入与激励机制的配合。

（三）进口酒的冲击将逐步减弱

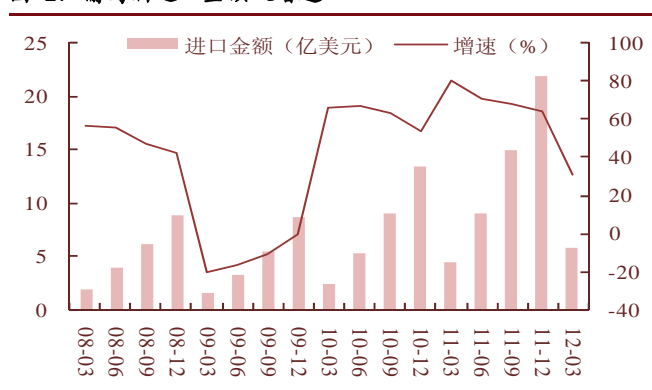
进口葡萄酒数量增速开始放缓。自 2010 年一季度葡萄酒进口数量的增速达到 83.6% 的峰值后，而后开始逐步下滑。2012 年一季度同比增速下降至 11.1%，进口金额增速也随之而下降至 30%。总体看来，葡萄酒进口对国产酒的冲击越来越小，其高速增长时期基本结束，国产酒与进口酒进行相持阶段，当然，进口酒全年仍有望保持较快增长。

图 26 葡萄酒进口数量及增速



数据来源: Wind、西南证券研发中心

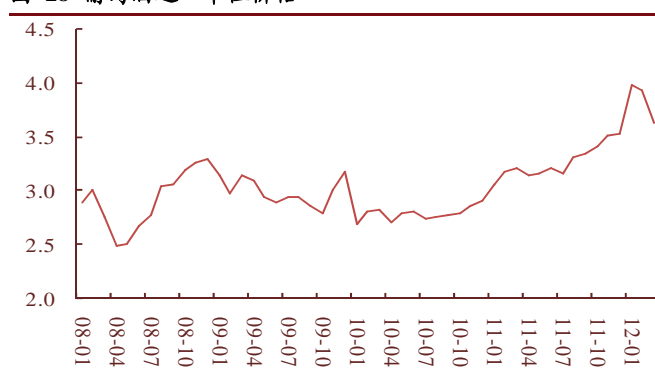
图 27 葡萄酒进口金额及增速



数据来源: Wind、西南证券研发中心

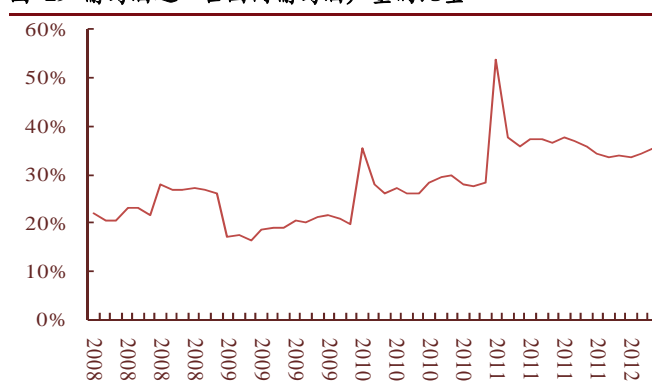
进口葡萄酒单位均价仍处高位。今年一季度进口均价 3.63 万元/千升，较去年同期增长 13%。总体上仍处于较高的价格区间，但近期已出现了下降的苗头，较国产酒平均吨价已较为接近。目前，进口量占国内产量占比约为 35%，随着进口增速的下降，我们认为进口酒占国产酒的比重将保持相对稳定的状态。

图 28 葡萄酒进口单位价格



数据来源: Wind、西南证券研发中心

图 29 葡萄酒进口占国内葡萄酒产量的比重



数据来源: Wind、西南证券研发中心

对进口酒的影响判断？我们认为进口酒的冲击对于中间地带的冲击逐渐减弱，一方面进口酒缺乏统一的品牌、渠道相对散乱、品质参差不齐，渠道抗风险能力较强。另一方面，国产酒相对更具系统性，有相对完善的品牌和渠道管理体系，能够进行质量追溯。随着市场的规范与消费者的理性，国产酒的竞争能力将进一步增强，抗风险能力增加，其整体优势有望逐步体现。更重要的是，国内部分企业通过进十年左右的努力已经建立了中间价产品的销售渠道，并且市

市场占有率也远大于 20%，进口产品进入该区域的难度将逐渐增加。

总的来说，我国葡萄酒产业表现出高速增长、潜力巨大等特点。行业呈现出集中度高，壁垒高的特点，张裕、长城龙头企业等占据半壁江山的局面将会继续下去。进口酒大举进入我国市场，势必加剧竞争，但短期对我国龙头企业影响有限。随着宏观经济形势的不断好转和消费升级的深入，民众开始对健康、时尚与品味提出更高要求，我们有理由相信葡萄酒将会维持乐观的发展趋势。

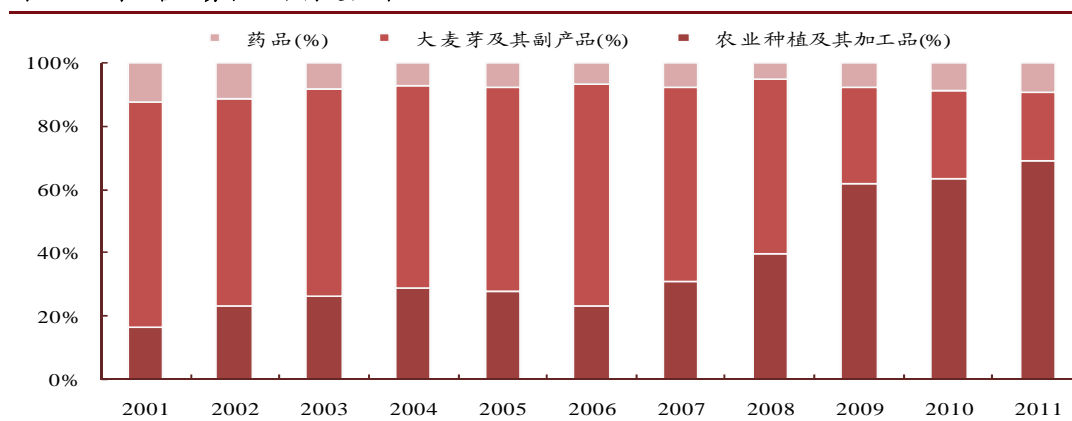
五、业务质量

（一）业务重心选择

上市初期，公司主营业务包括葡萄酒（农业种植及其加工品）、麦芽（大麦芽及其副产品）与制药三个子行业。形成三条业务链：（1）“酿造葡萄种植——葡萄酒生产——销售”的一体化经营模式；（2）“啤酒大麦采购——大麦芽生产——销售”的农户联结式经营模式；（3）“甘草采购——甘草系列产品生产——销售”的产业化经营模式。莫高股份也走向了葡萄酒一体化经营与大麦、药品的多元化经营模式。随着行业格局的变迁，大麦业务正逐渐老化，葡萄酒业务的品质随着公司业务战略调整将逐渐彰显其竞争优势。

在 2009 年以前，麦芽业务一直为公司的重点业务，收入和毛利占比达到 50% 以上。2009 年之后，由于啤酒企业工艺改变，啤酒麦芽消耗量大幅降低（由 100kg 左右降至 50-60kg），同时啤酒行业的并购整合使其议价能力增强、进口大麦带来价格冲击，上游种植成本也不断上升，使得处于中间环节的麦芽加工业务持续萎缩，2009 年麦芽业务收入下降幅度超过 50%。

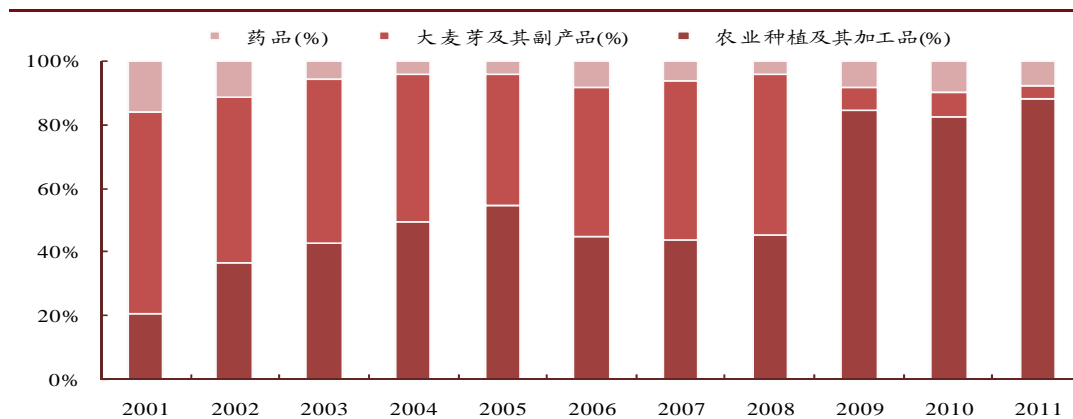
图 30 公司主营业务收入结构变化图



数据来源：Wind，西南证券研发中心

与此同时，公司管理层提出由麦芽产业平稳过渡至葡萄酒产业。葡萄酒业务近三年保持相对稳定增长，收入占比从 36% 增至 69%；目前，葡萄酒对公司毛利润的贡献率接近 90%。从公司的人员结构来看，葡萄酒规模扩张过程中并非简单的扩张，在规模扩张的过程中也实现了技术升级，葡萄酒业务规模扩张规划充分体现了公司将企业发展中心转向葡萄酒行业的决心。葡萄酒业务技术升级以及葡萄酒业务的原材料品质保证了葡萄酒业务质量逐渐向好，逐渐实现公司业务的转型，通过扩大葡萄酒业务覆盖大麦业务带来的利润影响。

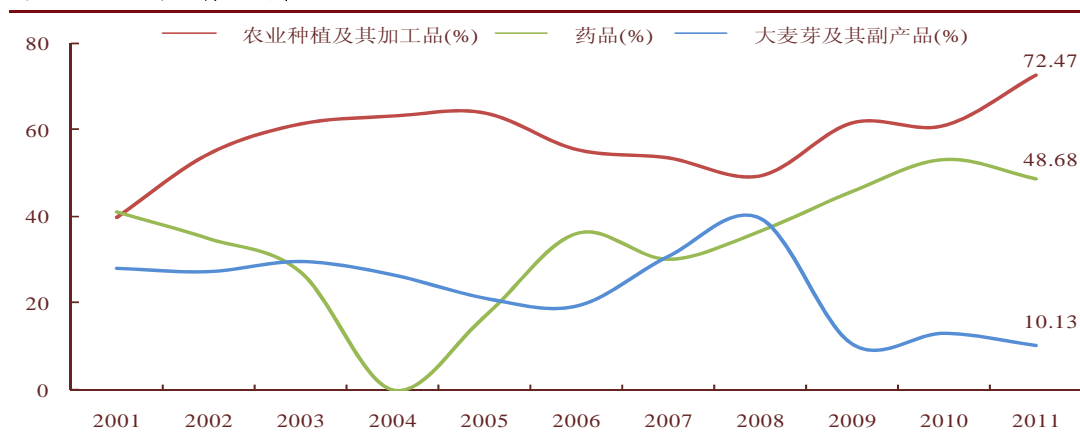
图 31 公司营业利润结构变化图



数据来源: Wind, 西南证券研发中心

公司于 2006-2007 年正式提出了加大葡萄酒市场建设力度, 加快发展葡萄酒产业的发展思路, 并开始计划募资发展葡萄酒产业, 使葡萄酒成为公司新的利润增长点。2008 年, 公司明确葡萄酒发展思路, 即确立追赶战略、瞄准全国“三甲”, 选择经营突破、瞄准加速扩张, 推动管理提升、瞄准更大市场。公司葡萄酒单品数量大幅增加, 销售实现量价齐增; 2009 年, 在麦芽业务受挫的背景下, 公司完成了主业由麦芽产业向葡萄酒产业的转变; 2010-2011 年, 公司在新产品开发的同时, 注重产品结构的调整, 毛利率继续提升。2011 年公司葡萄酒业毛利率达到 72.47% 的历史最好水平。

图 32 各项主营业务毛利率



数据来源: 公司公告, 西南证券研发中心

(二) 葡萄酒业务

1、种植——基地原料保证品质

前面行业分析, 我们认为葡萄酒行业的竞争要素之一是葡萄原料的竞争, 优质原料是品质保障的前提。“三分工艺, 七分原料”, 要酿造出好的葡萄酒必须有好的葡萄原料。获得好的原料要有以下几个条件: 一是好的葡萄品种; 二是好的自然条件, 如充足光照、较高积温、较大温差和较少降雨(葡萄成熟期); 三是原料就地加工。

原料基地占据地理优势:公司葡萄基地位于具有上千年葡萄种植和葡萄酒酿造历史的河西走廊,主要集中在甘肃省武威市,地处中国葡萄酒的发祥地,正处在国际上公认的酿造葡萄种植黄金地带,与国际著名的葡萄酒产区法国波尔多梅多克、意大利托斯卡纳、美国加州纳帕山谷位于同一纬度 38 度线。这里与国内其它葡萄酿酒种植基地相比,其地理位置、微型气候、土壤条件、管理模式无人望其项背。目前公司的葡萄基地已基本实现良种区域化、基地良种化、原料基地化。

武威市葡萄产区基本情况:武威市已发展优质葡萄酒原料基地 10.14 万亩,约占全国酿酒葡萄种植面积的 10%, 占全省酿酒葡萄种植面积的 65%。全市通过农户、公司等渠道发展酿酒葡萄原料基地面积达到了 10.14 万亩, 2010 年葡萄产量达到 22360 吨。武威市葡萄产业五年发展规划即将出台, 力争到 2015 年, 全市酿酒葡萄发展到 25 至 30 万亩, 葡萄酒生产加工能力达到 12.5 至 15 万吨。

目前原料基本实现自给自足:公司自有的葡萄种植面积已发展到 1 万亩,另外通过与农户收购等方式,实际控制面积可达到 2 万亩。我们判断公司自有葡萄园的树龄都进入成熟期,能够满足大部分的公司生产需要。资料显示,公司通过对种植环节严格要求,对亩产量进行控制,确保了酿酒葡萄原料的质量。我们估算公司的葡萄亩产量在 800 吨左右,优质品种实现自给自足。但是鉴于公司葡萄酒业务可能迎来的快速增长,公司已经开始为提前谋划后期的原料供应。目前的基本思路是通过外购葡萄或海外购地的方式进行。总体来看,我们认为短期内(2-3 年)原料供应暂时不会成为公司发展的瓶颈。目前石羊河流域 2 万亩土地尚无进展,由于石羊河流域的综合治理关系,水资源紧缺,种植后将面临诸多问题,预期短期仍将无法推进。

表 3 公司葡萄种植主要品种及产量要求

级别	含糖量 (g/L)	限产量 (公斤/亩)	主要品种
特级	≥ 200	500-600	红色: 黑比诺、赤霞珠
一级	≥ 190	600-800	白色: 白比诺、雷司令、霞多丽
二级	≥ 180	800-1000	红色: 梅鹿特、宝石、蛇龙珠、法国兰、黑多内、佳美、晶丽珠; 白色: 贵人香、琼瑶浆、长相思、米勒
三级	≥ 170	1000-1200	除以上品种的其他所有品种 (不含鲜食品种)

数据来源: 西南证券研发中心

种植成本面临上升:公司种植子公司的形式进行种植,公司核算自产葡萄的单位成本会高于外购葡萄。主要原因在于劳动力成本偏高,目前农村劳动力紧缺,45 岁以下在农村的劳动力锐减。正常情况下人均管理葡萄园的水平为 2-3 亩,而公司的人均管理水平为 7-8 亩,推算拥有雇员数量为 1000 余人,而农村地区相应雇员数量紧缺,劳动力人口持续减少将进一步加大公司的种植成本,此为行业共同面临之问题。

2、葡萄酒加工及产能

目前,公司葡萄酒产能约 2.5 万吨。其中莫高国际酒庄拥有 1.5 万吨产能,此外在武威还有大约 1.1 万吨的产能。2008 年,公司通过增发筹资方式升级莫高股份的葡萄酒业务技术水平,葡萄原料的品质与葡萄酒酿制技术保证了葡萄酒品质。

3、品牌和产品

品牌与品质：公司拥有“莫高”品牌中国驰名商标；拥有中国著名品牌“莫高”品牌和“莫高金爵士”品牌，成为甘肃省唯一荣获此殊荣的葡萄酒品牌。“莫高黑比诺”干红曾荣获第三届世界名酒节唯一葡萄酒干红品系的“金橡木桶”奖。总体看来，莫高的品质与品质在全国有较高知名度，在甘肃市场更是拥有绝对的影响力。葡萄酒品牌背后，实质是品质的代表，目前中国葡萄酒的产区概念正在逐步形成，甘肃地区得天独厚的自然条件成就了莫高的品质，因此莫高葡萄酒具备与国内其它知名品牌竞争的品牌基础。

表 4 莫高葡萄酒品牌荣誉

时间	内容
2008 年	9 月，在第二届烟台国际葡萄酒质量大赛中，莫高黑比诺荣获金奖、莫高酒庄酒荣获银奖。11 月，在“2008 广州国际名酒展览会暨第三届世界名酒节”活动中，“莫高黑比诺”干红荣获第三届世界名酒节唯一葡萄酒干红品系的“金橡木桶”奖。
2009 年	4 月，“莫高”牌葡萄酒被国家工商行政管理总局商标局、国家工商行政管理总局商标评审委员会认定为“中国驰名商标”；10 月，在中国绿色食品 2009 烟台博览会上，“莫高”干红葡萄酒荣获中国绿色食品金奖。
2010 年	11 月，“莫高”品牌和“莫高金爵士”品牌双双荣膺“中国著名品牌”，成为甘肃省唯一荣获此殊荣的葡萄酒品牌。
2011 年	2011 年 9 月，在第三届“华樽杯”中国酒类品牌价值评议活动中，“莫高+马扎罗”和“莫高+莫高金爵士”荣获“2011 年度华樽杯中国酒类十大品牌组合”；8 月，莫高的中国顶级干红——马扎罗、莫高 XO、莫高冰酒荣获“中国轻工精品展金奖”。

数据来源：公司公告，西南证券研发中心

产品结构情况：目前公司建立了高要低档的产品结构体系，其中高端以新推出马扎罗和莫高 730 金爵士为代表，终端价格分别为 28888 元和 2788 元，其中马扎罗生产周期为 10 年，年产量为 4000 瓶，年内已经全部售罄。中高档产品以莫高黑比诺、金爵士等为代表，部分产品价格 100 元-500 元不等。中低档产品则以普通的干红和部分冰金为主，终端价格在多在 100 元以下。目前，公司中高端产品收入占比达到 40%，对利润的贡献率则更高。

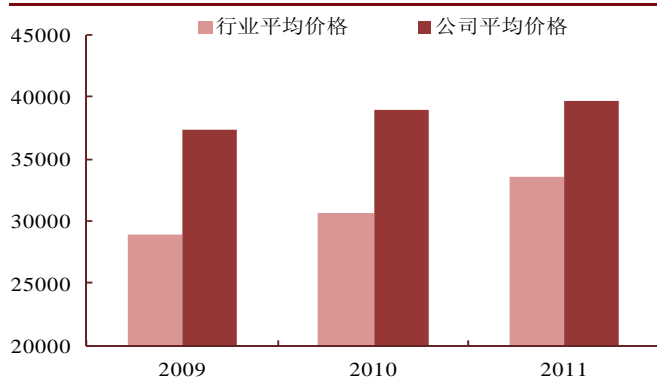
表 5 莫高葡萄酒核心产品



数据来源：公司网站，西南证券研发中心

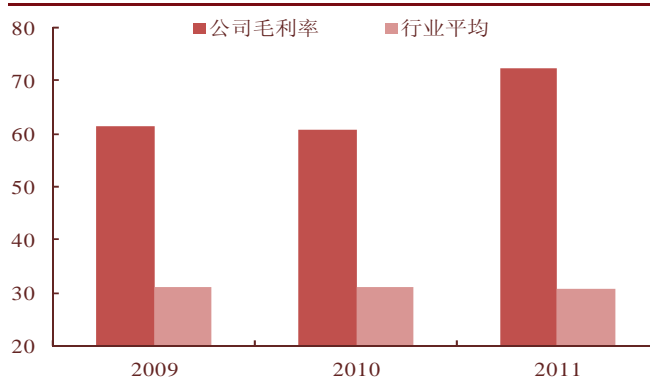
主流的销售价格：目前葡萄酒行业产品出厂均价约为 45 元/支或 3.35 万元/吨；按照我们的估算，公司产品出厂均价约为 53 元/支或 3.96 万元/吨，高出行业平均价格约 20%，与公司所提的定位中高端策略相符。我们在兰州的专卖店与商超的草根调研发现，终端价格在 100 元左右的产品销路相对较好。

图 33 公司与行业葡萄酒平均吨价



数据来源: Wind, 西南证券研发中心

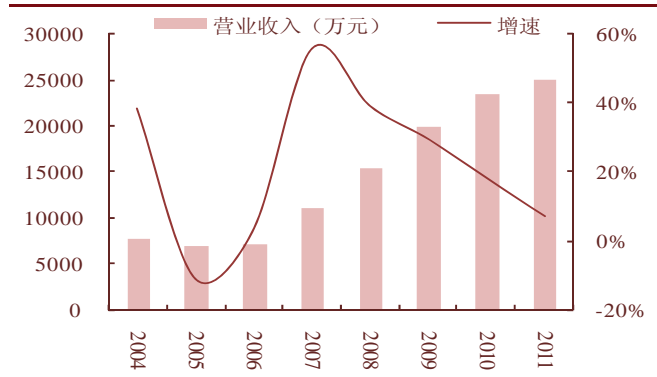
图 34 公司与行业葡萄酒毛利率



数据来源: Wind, 西南证券研发中心

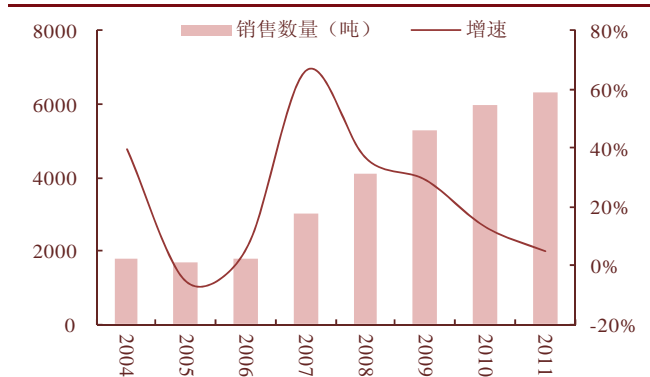
产品销量情况: 公司产品大致可以分为干红、干白、冰酒、XO 等系列。预计 2010-2011 年公司的销量分别约为 6000 和 6300 吨左右, 其中干红占比为最大。公司的核心产品为干红系列的黑比诺, 黑比诺葡萄对种植环境要求极高, 产品特征更为鲜明, 目前黑比诺占葡萄酒收入的比重约为 30%, 估算收入约为 7500 万元。黑比诺系列中, 莫高金爵士为公司主推产品。

图 35 公司葡萄酒收入及增速



数据来源: Wind 西南证券研发中心

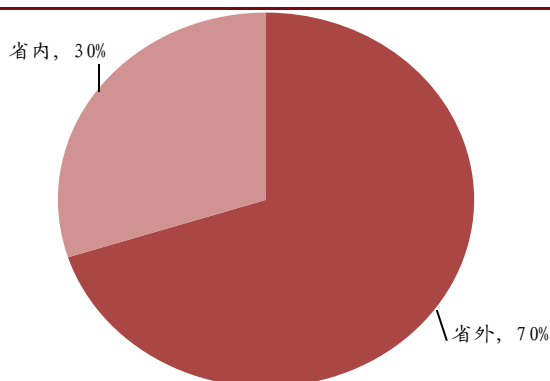
图 36 公司葡萄酒销售数量估计



数据来源: 西南证券研发中心

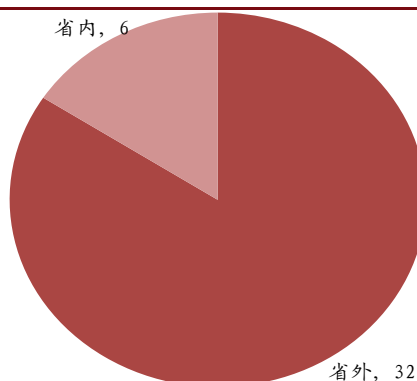
产品销售区域: 目前公司省外市场销售情况已经明显超过省内市场, 省内外市场占比分别约为 30% 和 70%, 其中省外市场以福建、江苏等地为主。公司目前已完成全国市场的销售公司布局, 按照公司网站信息, 目前 38 销售分公司, 其中省内市场 6 家, 省外市场 32 家。同时, 信息也显示公司专卖店的数量在快速增加。

图 37 公司省内外市场收入占比



数据来源：西南证券研发中心

图 38 省内外市场分公司情况



数据来源：西南证券研发中心

公司表示省内市场以兰州为中心，省内市场的占有率约为 70%。我们估算的结果显示公司近年省内市场的销量增速相对缓慢。甘肃省内市场面临着紫轩等后起之秀的激烈竞争，紫轩葡萄酒作为本地葡萄酒，近几年增长迅速，市场占有率明显上升。草根调研发现，酒类专卖店多表示莫高和紫轩销售情况差不多。部分同档次产品紫轩价格还略高于莫高。但在商超渠道仍然是莫高销售情况好于紫轩。我们估算兰州的 24 家大型超市一年的销售量约为 360 吨，为莫高主要销售渠道之一。

表 6 公司分公司布局及部分专卖店情况

	公司名称	销售区域	专卖店数量（来自公司网站）
省内市场（6 家）	兰州分公司	甘肃兰州市（除三县、红古区）	10 家
	河东分公司	甘肃天水、陇南	
	白银分公司	甘肃白银、甘南州、临夏州	
	陇东分公司	甘肃庆阳、平凉、定西	
	河西分公司	甘肃武威、金昌、张掖	
	酒嘉分公司	甘肃酒泉、嘉峪关、敦煌	
省外市场（32 家）	新疆分公司	新疆区域	1 家
	陕西分公司	陕西（不含西安）	
	西安分公司	陕西西安	
	河南分公司	河南区域	
	青海分公司	青海区域	1 家
	西藏分公司	西藏区域	
	宁夏分公司	宁夏区域	
	安徽分公司	安徽区域	
	江苏分公司	江苏区域	7 家
	上海分公司	上海区域	
	浙江分公司	浙江区域	
	福建分公司	福建区域	
	江西分公司	江西区域	2 家
	山东分公司	山东区域	
	辽宁分公司	辽宁区域	

	公司名称	销售区域	专卖店数量（来自公司网站）
省外市场（32 家）	吉林分公司	吉林区域	1 家
	黑龙江分公司	黑龙江区域	1 家
	内蒙古分公司	内蒙古区域	3 家
	湖北分公司	湖北区域	4 家
	湖南分公司	湖南区域	
	广西分公司	广西区域	4 家
	云南分公司	云南区域	
	海南分公司	海南区域	
	深圳分公司	深圳区域	
	广东分公司	广东区域	2 家
	四川分公司	四川区域	8 家
	重庆分公司	重庆区域	5 家
	山西分公司	山西区域	1 家
	河北分公司	河北区域	10 家
	天津分公司	天津区域	
	北京分公司	北京区域	2 家
	贵州分公司	贵州区域	

数据来源：公司公告，西南证券研发中心

4、营销进展

营销思路变迁：在 2009 年以前，公司对于葡萄酒的营销并没有提出明确的思路 and 战略，当然，这可能与公司此前以麦芽业务为重心有关。2009 年开始，公司提出了“四个一”营销工程，2010 年开始细分市场，在各区设立销售分公司；2011 年在全国范围内进行大规模、全方位的布局调整，在省级行政区域共设立 38 个分公司，由分公司进行经销商的筛选与管理。总体来看，公司的营销思路相对较为保守，致使公司从曾经的行业规则制定者成为行业跟随者。

表 7 莫高提出的营销思路

时间	内容
2009 年	公司提出实施“四个一”营销工程，目标是用三到五年时间发展 1000 家经销商，设立 1000 家专卖店，培养回款百万元的经销商 1000 个，实现销售收入 10 亿元。
2010 年	公司进一步细分市场，新设立酒嘉分公司、陇东分公司、川渝分公司、鄂鲁分公司、津冀分公司、闽赣分公司等六家葡萄酒销售分公司，目前公司已在全国设立 17 家营销分公司。
2011 年	一是加大外围市场建设力度。以西安、深圳、江浙市场为重点，加大招商力度、加快市场建设、提升品牌形象、优化产品结构。二是进一步细分市场。在全国范围进行大规模、全方位的重新布局调整，按省级行政区域在全国设立 38 个分公司。三是加快专卖店建设。

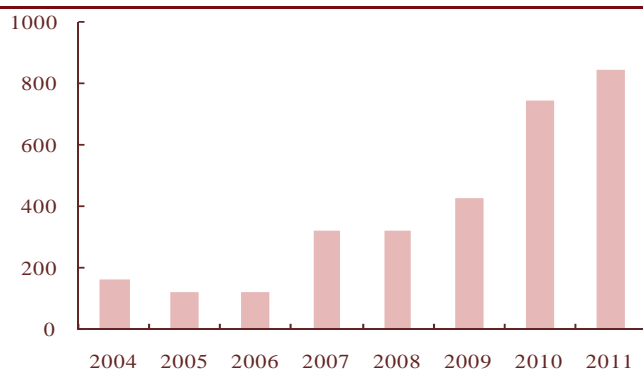
数据来源：公司公告，西南证券研发中心

加大广告投入：公司管理已经意识到营销为其主要短板，在保持稳定发展的基础上，也逐步开始进行新的尝试。我们认为公司管理层的营销思路在逐步更新，2011 年开始进行广告投放，广告费用为 3200 万元，增幅近 400%，为近年破天荒首次。我们认为这是公司迈出了营销思路的新一步。根据草根调研，公司后期将继续加大广告投放力度，未来几年投入可能超过

数亿元用于广告营销（商超渠道调研的结果为两年投入 5 亿元，经销渠道调研结果为第一年 1.2 亿元，第二年 2.0 亿）。

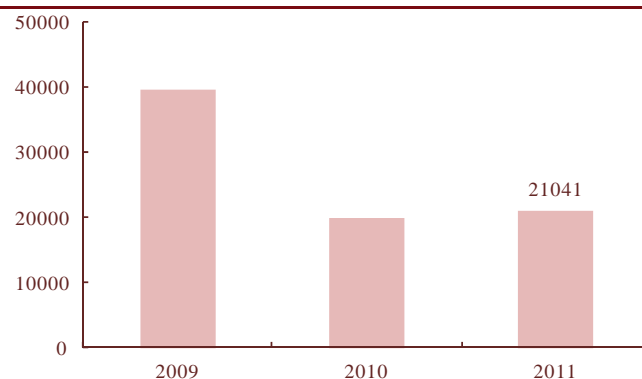
广告效果显现：公司对于广告投入的谨慎尝试取得了积极的效果，今年一季度公司葡萄酒营销收入增长 41%。调研情况显示公司目前部分产品需求旺盛，呈现供不应求局面。28888 元的莫扎罗已经售完，莫高 730 金爵士原价 1780 元上调至 2780 元，冰酒产品供不应求，部分干红完成价格调整，调价幅度有 20%-30% 左右。公司产品销售整体呈现量价齐升局面。

图 39 公司销售人员数量



数据来源：Wind, 西南证券研发中心

图 40 公司销售人员平均工资



数据来源：Wind, 西南证券研发中心

销售体系情况：公司以总分公司的形成进行销售体系的管理，其中又大致可划分为省内和省外市场。省内市场以直销为主，省外市场以经销为主。全国 38 家分公司，目前共有销售人员数量约为 843 人，主要为葡萄酒业务销售人员。2011 年销售人员平均工资为 2 万余元，与我们草根调研的数据基本一致。销售人员的激励机制不足，收入相对偏低。

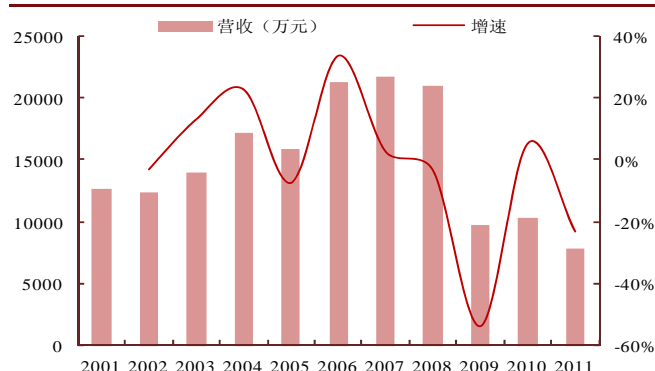
莫高国际酒庄：2008 年开始在兰州安宁国家级经济技术开发区建设莫高国际酒庄，历经三年多建设，一座集研发、生产、参观、旅游、文化为一体的高标准、多功能、艺术化、国际化的现代酒庄建成。与位于甘肃武威的莫高庄园遥相呼应。莫高国际酒庄将突出三个功能：一是集旅游、观光、休闲、娱乐为一体，成为旅游景点；二是成为全国高档葡萄酒的研发基地；三是成为全国葡萄酒文化的传播阵地。拥有 6000 吨储酒能力，4 万吨灌装能力，以生产中高档产品为主，面对国内外高端的消费群体。此外，窖区还拥有法国进口橡木桶 6000 个。我们认为其意义一是对公司产品形象的集中展示，提升品牌宣传效应；二是对公司品质的保障，展示公司的原料与产品的质量，增加生产及窖藏能力。

未来的营销突破：公司通过稳健式的思路取得了一定的成绩，结合行业发展情况来看，公司在营销的某些方面还有待突破。首先是提高管理效率，目前销售面临的主要问题是管理效率的问题和销售的构建问题，在广告投入的同时，需要通过细分的销售网络实现产品的落地，而 38 家分公司在管理层次和管理效率上对公司提出了更高要求。其次是营销思路的更新，加大激励机制。公司省内市场的增长缓慢，新增份额被竞争对手侵蚀，对营销人员的激励机制不足，未能实现本地市场的深耕细作。省外市场将是增长的重点，特别是东南沿海已经具备葡萄酒消费氛围的区域，公司需要进一步开拓思路，实现重点市场的突破。

(三) 麦芽、药业

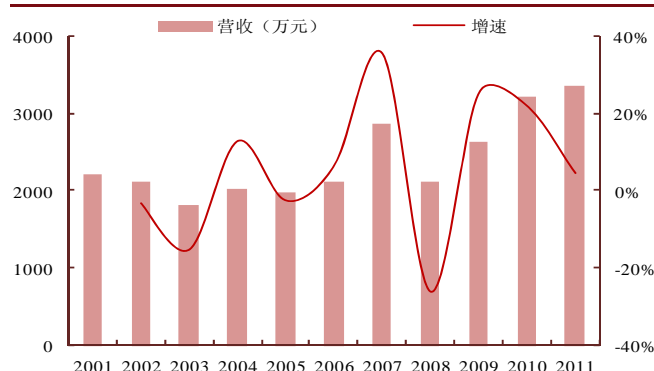
目前公司的麦芽业务收入仍处在收缩状态，规模与利润率都在继续下降。由于 10% 麦芽业务收入占比仍在 20% 左右，则其 10% 的毛利率大大地拉低了公司的综合盈利水平。近三年麦芽业务收入平均不足 1 亿元，估计 2011 年实际销量不足 5 万吨，产能利用率不到 25%。鉴于啤酒下游行业的集中度越来越高，上游大麦种植成本的提升，农产品定价能力的增强，作为中间加工环节的麦芽在甘肃目前的市场集中度情况下，公司短期仍难以摆脱产能利用不足、毛利率偏低的现状。公司目前麦芽业务相关人员约有 500 人，接近职工总人数的 25%。而相关资产占比保守预计在 50% 以上。庞大的资产和职工人数，大股东也难以轻易予以剥离。

图 41 麦芽业务收入及增速



数据来源：Wind, 西南证券研发中心

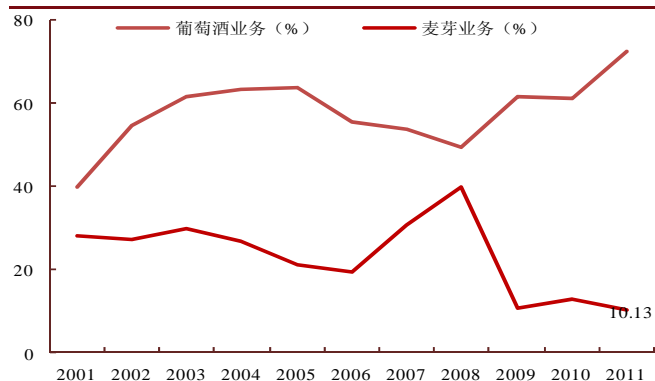
图 42 制药业务收入及增速



数据来源：Wind, 西南证券研发中心

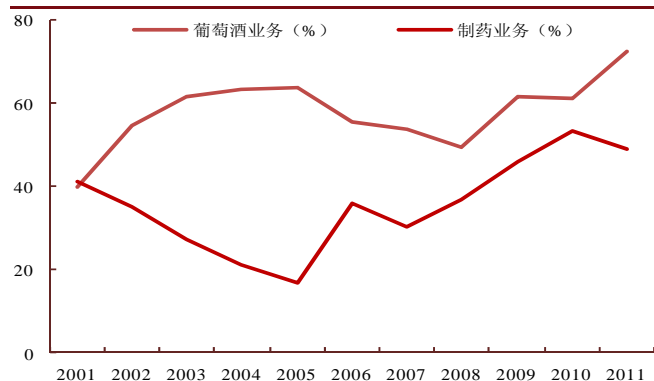
制药业务属于特许经营，公司目前的制药业务收入及利润占比分别约为 9% 和 8%，近三年收入规模约为 3000 万元左右，毛利率保持相对稳定，均值为 49%。公司制药业务由分公司祁连山制药厂运营，主要产品为甘草浸膏、复方甘草片等。目前，全国范围内生产甘草浸膏和复方甘草片的企业数量分别为 20 家和 36 家，由于药品以特许经营为主，公司近年甘草药品销售收入相对稳定。我们认为公司由于多元化经营，可能制约药厂的投资及管理，公司目前的重心是葡萄酒产业，制药厂能够保持相对稳定的业绩。

图 43 麦芽业务的毛利率



数据来源：Wind, 西南证券研发中心

图 44 制药业务的毛利率



数据来源：Wind, 西南证券研发中心

六、公司的 Highlight

在葡萄酒行业竞争激励，但市场空间较大的背景下，公司作为行业中的追赶者，增加潜力几个方向有：原料的控制、生产能力的扩张、品牌的宣传、渠道的建设。即通过品质保证品牌优势，通过渠道扩大品牌效应，实现销售量提升。

首先，公司的原料控制和产能短期无忧。公司目前自有的葡萄酒种植地约有 1 万亩，与农户签订协议面积约有 1 万亩。鉴于目前的销量，原料供应短期无忧。鉴于公司产品的生产周期，必须注重对葡萄原料的问题，目前已经考虑与异地采购或异地种植等方式，以保证原材料的供给。目前公司目前存货约为 4.5 万吨，除个别生产周期较长的品种外，我们认为公司短期产能应该不成问题。

其次，在原料的支持下，公司产品拥有良好的品质。公司的葡萄主产地为甘肃武威，为国内优势葡萄产区之一。公司首创行业“4S+5P”模式，4S（4 Superior）即最佳基地、最优品种、最优工艺、最严格保证体系；5P（5 Percent）即 100%葡萄原料产自莫高自有庄园，100%葡萄原汁酿在莫高酒庄，100%葡萄酒灌在莫高酒庄，100%无农药残留，100%绿色产品，产品品质过硬。

然后，在品质的支持之下，公司已建立起一定的葡萄酒品牌美誉度。公司拥有中国著名品牌“莫高”品牌和“莫高金爵士”品牌，同时“莫高”品牌还是中国驰名商标；公司 2011 年品牌价值达 25.19 亿元，生产的中国顶级干红—马扎罗、莫高 XO、莫高冰酒荣获“中国轻工精品展金奖”。当然，虽然屡获大奖，但公司品牌的宣传度还需要进一步提高。

最后，在拥有品质、品牌的条件下，营销战略成为公司的着陆点。

一是梳理营销思路，加大激励机制。公司对营销人员的激励机制不足，省内市场的增长缓慢，新增份额被竞争对手侵蚀，未能实现本地市场的深耕细作。省外市场将是增长的重点，特别是东南沿海已经具备葡萄酒消费氛围的区域，公司需要进一步开拓思路，实现重点市场的突破。

二是广告投入预计将会持续。公司管理已经意识到营销为其主要短板，在保持稳定发展的基础上，也逐步开始进行新的尝试。2011 年开始进行广告投放，为近年破天荒首次。我们认为这是公司迈出了营销思路的新一步。公司后期将继续加大广告投放力度，预计其效果将开始逐步体现，当前销售呈现量价齐升的局面就为积极现象。

三是营销渠道的构建。公司目前已完成全国市场的销售公司布局，专卖店的数量在快速增长。在广告投入加大的同时，在品牌美誉度和品质的双重吸引下，营销推广将相对更加顺利，销售渠道的完善将带来销量的快速增长。

总体而言，公司拥有上游原料、产品品质和品牌等方面的优势，营销为其短板。公司管理层也意识到相应的短板，国有企业的机制和体制有待创新。同时，管理层也在进行新的尝试，广告投入带来积极效果，未来持续投放的同时，营销渠道也正在逐步完善。我们认为当前情况下，公司短期业绩增长将有所加快，而中长期市场的增长情况还将视公司的机制体制改革而定。

七、盈利分析与估值预测

我们认为，目前公司已经意识到其竞争点和短板，也开始注重营销渠道的建设，广告投入也将持续进行，公司葡萄酒业务将进入较快发展时期，但由于受到麦芽业务的拖累以及自身体制机制的制约，后期改革进展仍需继续观察。

表 8 营业收入预测表

项目/时间	2011	2012	2013	2014
葡萄酒产量（吨）	6300	7200	8640	10541
吨酒价格（元/吨）	39635	46769	50511	54552
葡萄酒营业收入（万元）	24970	33674	43641	57502
麦芽业务营业收入（万元）	7879	6303	7564	9076
制药业务营业收入（万元）	3366	4039	4443	4887
合计	36214	44016	55647	71465

数据来源：公司公告，西南证券研发中心

我们预计葡萄酒业务 2012-2014 年的营业收入分别为 3.37 亿、4.36 亿和 57.5 亿元，同比增速分别为 35%、30%和 32%。加麦芽及制药业务的收入，预计公司 2012-2014 年营业收入分别为 4.40 亿、5.56 亿和 7.15 亿元，增速分别为 21.5%、26.4%和 28.4%。预计净利润分别为 0.61 亿元、0.79 亿元和 1.16 亿元，增速分别为 28.05%、29.24%和 46.87%。对应 P E 分别为 0.191 元、0.246 元和 0.361 元，当前价格下对应 PE 分别为 65.4 倍、50.8 倍和 34.6 倍，暂时不予评级。

八、风险因素

营销渠道改革推进缓慢、渠道扩张带来的管理问题；麦芽业务亏损扩大；行业面临的进口酒冲击；上游成本大幅波动。

表 9 财务和估值数据摘要 (单位:百万元)

	2009A	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	330.53	368.45	362.59	440.54	556.84	714.99
增长率(%)	-21.76%	11.47%	-1.59%	21.50%	26.40%	28.40%
归属母公司股东净利润	36.23	42.14	47.78	61.19	79.08	116.07
增长率(%)	-27.17%	16.30%	13.40%	28.05%	29.24%	46.78%
每股收益(EPS)	0.113	0.131	0.149	0.191	0.246	0.361
销售毛利率	43.16%	46.77%	56.60%	58.70%	60.60%	63.20%
销售净利率	10.96%	11.44%	13.18%	13.89%	14.20%	16.23%
净资产收益率(ROE)	3.61%	4.03%	4.37%	5.30%	6.41%	8.60%
投入资本回报率(ROIC)	5.23%	6.22%	7.02%	8.48%	11.03%	15.48%
市盈率(P/E)	110.70	95.18	83.93	65.55	50.72	34.55

数据来源: Wind, 西南证券

表 10 报表预测 (单位:百万元)

资产负债表	2011A	2012E	2013E	2014E	利润表	2011A	2012E	2013E	2014E
货币资金	482	532	563	649	营业收入	363	441	557	715
应收和预付款项	72	77	91	104	减:营业成本	157	182	219	263
存货	251	288	361	417	营业税金及附加	13	15	20	25
其他流动资产	0	0	0	0	营业费用	104	126	167	214
长期股权投资	2	2	2	2	管理费用	36	40	50	63
投资性房地产	0	0	0	0	财务费用	-8	-6	-7	-7
固定资产和在建工程	382	344	314	280	资产减值损失	2	3	4	4
无形资产和开发支出	19	29	38	46	加:投资收益	-1	0	0	0
其他非流动资产	0	0	0	0	公允价值变动损益	0	0	0	0
资产总计	1206	1272	1368	1498	其他经营损益	0	0	0	0
短期借款	0	0	0	0	营业利润	57	81	104	153
应付和预收款项	97	101	118	132	加:其他非经营损益	5	0	0	0
长期借款	9	9	9	9	利润总额	62	81	104	153
其他负债	7	7	7	7	减:所得税	14	19	25	37
负债合计	113	117	134	148	净利润	48	61	79	116
股本	321	321	321	321	减:少数股东损益	0	0	0	0
资本公积	466	466	466	466	归属母公司股东净利	48	61	79	116
留存收益	306	367	446	562					
归属母公司股东权益	1093	1154	1233	1349	现金流量表	2011A	2012E	2013E	2014E
少数股东权益	0	0	0	0	经营性现金净流量	38	70	58	114
股东权益合计	1093	1154	1233	1349	投资性现金净流量	-19	-30	-40	-40
负债和股东权益合计	1206	1272	1368	1498	筹资性现金净流量	3	11	12	13
					现金流量净额	22	51	30	87

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券投资评级说明

西南证券公司评级体系：买入、增持、中性、回避

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上

增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间

中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间

回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下

西南证券行业评级体系：强于大市、跟随大市、弱于大市

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上

跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间

弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

免责声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料,我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。在任何情况下,报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。我公司及其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。我公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。本报告版权归西南证券所有,未经书面许可,任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。

西南证券研究发展中心

重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦

邮编: 400023

电话: (023) 63786246

邮箱: market@swsc.com.cn

网址: <http://www.swsc.com.cn/>