

经营模式转型继续推进

中葡股份 (600084.SH)
谨慎推荐 维持评级

核心观点:

1. 事件

公司公告拟以现金或者实物 3402.63 万元对全资子公司中信国安葡萄酒业营销有限公司增资。

2. 我们的分析与判断

(一) 增资营销公司助推模式转型

增资后营销公司注册资本增加到 8402.63 万元。2012 年度营销公司归属于母公司所有者的净利润 633.53 万元, 占到公司净利润 63.67%。

我们认为增资营销公司是公司拓展营销经营模式的继续。今年公司有针对性地进行营销战略调整, 增加营销投入, 上半年成品酒销售量较上年同期增长 11.34%, 保持了销售持续增长的态势。目前公司拥有“尼雅”、“西域·沙地”、“新天”和“西域·烈焰”等品牌, 新品葡萄酒白酒也将投放市场。

公司酿酒葡萄基地大概 15 万亩, 分布在天山北麓及伊犁河谷地带, 主要品种是赤霞珠。

(二) 观察公司能否超越行业数据

2013 年 5 月以来, 受基数及景气影响, 行业单月增速连续大幅下降。2013 年 5 月单月产量增速继 4 月份-1%之后出现大幅下滑, 下降幅度达到 27%。此前, 我们认为, 5 月份单月产量数据的确偏低, 但基数也是造成 2013 年 5 月单月产量大幅下降的原因之一。然而, 此后的 6、7、8 月份单月产量增速继续下滑, 虽单月产量环比高于 5 月份, 但产量绝对值仍处于历史低位, 这种情况或说明国内葡萄酒行业遭受的压力可能比预期的要严重。

2013 年以来, 我国进口葡萄酒数量及金额同比增速均出现明显下滑。2013 年 1-7 月, 我国进口葡萄酒数量达到 24.14 万千升, 同比微增 0.1%, 比上年同期下滑 9.9 个百分点; 进口葡萄酒金额达到 13.56 亿美元, 同比增长 1.3%, 比上年同期减少 23.6 个百分点。7 月份单月进口数量为 3.16 万千升, 进口金额达到 1.84 亿美元。

3. 投资建议

关注公司从生产中心类公司向营销服务类公司转型的改变, 给予“谨慎推荐”评级; 由于仍然在转型过程中, 因此预计 2013 年亏损、2014 年微利。

分析师

董俊峰(首席)
☎: 010-66568780

✉: dongjunfeng@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130511010002

周颖
☎: 010-83571301

✉: zhouying_yj@ChinaStock.com.cn

执业证书编号: S0130511090001

李琰
☎: 010-83571374

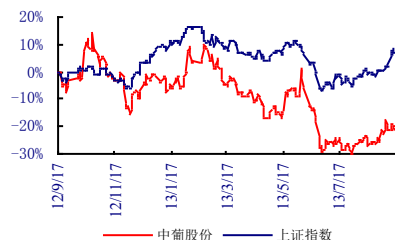
✉: liyan_yj@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130513060001

市场数据 时间 2013.09.16

A 股收盘价(元)	4.34
A 股一年内最高价(元)	6.56
A 股一年内最低价(元)	3.76
上证指数	2231.40
市净率	3.75
总股本(万股)	80991.93
实际流通 A 股(万股)	80991.93
限售的流通 A 股(万股)	0.00
流通 A 股市值(亿元)	35.15

相对指数表现图



资料来源: 中国银河证券研究部

相关研究

 食品饮料行业 2013 年下半年投资策略: 关注屌丝
 成功逆袭概率 20130708

葡萄酒行业：产销压力更甚

（一）1-8 月累计产量增速降幅继续扩大

2013 年 1-8 月, 我国葡萄酒行业累计产量 74.68 万千升, 同比增速为-10.23%。就累计产量增速水平来看, 比上年同期大幅下滑 29.41 个百分点, 降幅较上月进一步扩大。其中, 8 月单月实现产量 10.42 万千升, 同比增速为-16.31% (比上年同期下降 45.3%)。

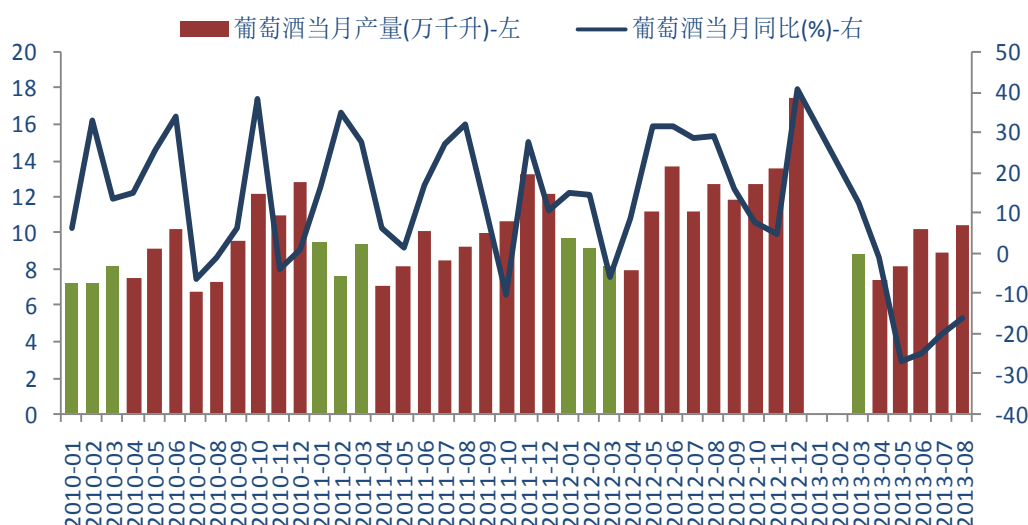
2013 年 1-7 月, 我国葡萄酒行业累计产量 64.25 万千升, 同比增速为-9.31%。就累计产量增速水平来看, 比上年同期大幅下滑 27.16 个百分点, 降幅较上月进一步扩大。其中, 7 月单月实现产量 8.86 万千升, 同比增速为-20.07% (比上年同期下降 48.33%)。

2013 年 5 月以来受基数及行业景气影响, 单月增速连续大幅下降。2013 年 5 月单月产量增速继 4 月份-1%之后出现大幅下滑, 下降幅度达到 27%。此前, 我们认为, 5 月份单月产量数据的确偏低, 但基数也是造成 2013 年 5 月单月产量大幅下降的原因之一。然而, 接下来三个月 (6、7、8 月份) 单月产量增速继续下滑, 产量绝对值仍处于历史低位, 这种情况或说明国内葡萄酒行业遭受的压力可能比预期的要严重。

（二）前七月收入、利润增速负值继续扩大

2013 年前七月行业收入、利润总额均呈现负增长。2013 年前 7 月, 我国葡萄酒行业实现收入 218.11 亿元, 同比增速为-4.3%, 实现利润总额 22.59 亿元, 同比增速为-19.07%。收入与利润总额增速继续延续上月走势, 均为负值, 且下降幅度进一步扩大, 显示出行业景气低迷、竞争加剧对于利润的拖累。另据统计局历史数据显示, 2011 年以来利润总额累计增速呈现明显高于收入增速态势, 但 2011 全年利润总额增速降至 13.96%, 低于收入增速 7.18pct; 2012 年这种状况依然持续, 利润总额增速与收入增速间的差距进一步扩大至 9.63pct。2013 年前七月, 利润总额增速再次低于收入增速 14.77pct, 进口酒持续对行业产销、营收特别是利润造成负面影响。

图 1：我国葡萄酒行业 2010-2013 年 8 月单月产量及增速变动



资料来源：国家统计局，中国银河证券研究部整理

图 2: 我国葡萄酒行业收入累计值及增速变动(2000-2013 年 7 月)

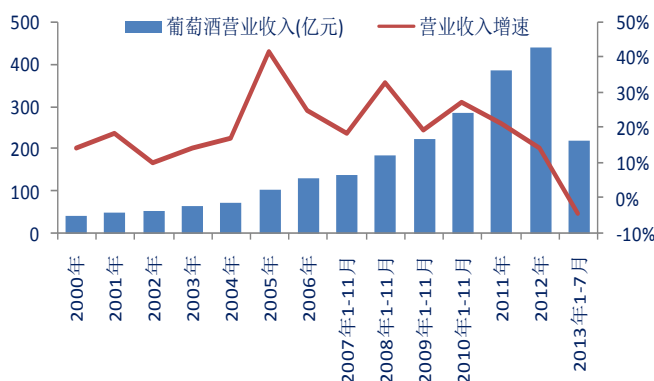
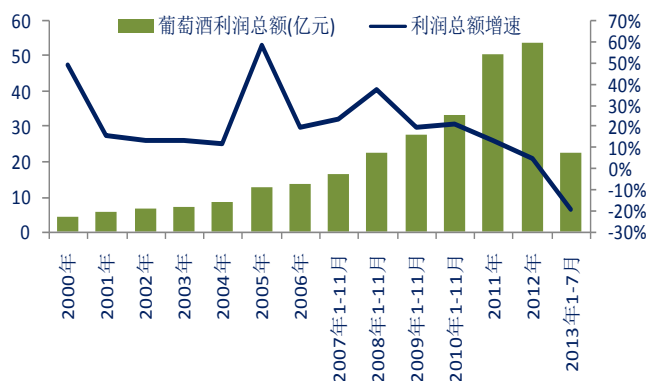


图 3: 我国葡萄酒行业利润总额累计值及增速(2000-2013 年 7 月)



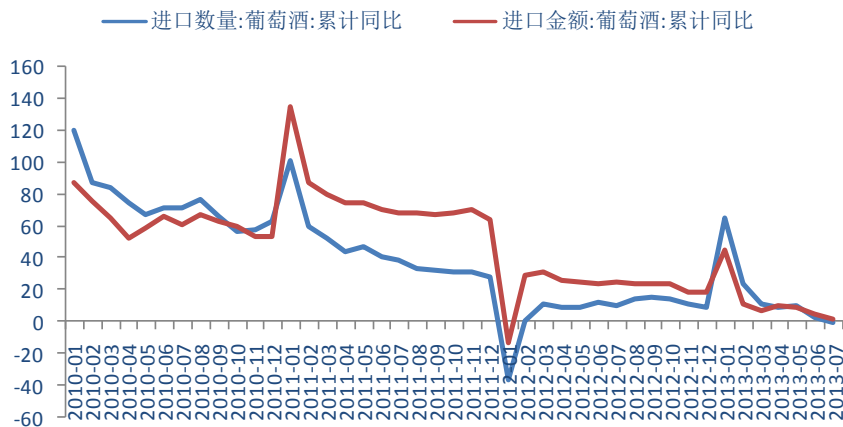
资料来源: 国家统计局, 中国银河证券研究部整理

(三) 受旺季因素影响, 进口酒均价环比有所回升

2013 年以来, 我国进口葡萄酒数量及金额同比增速均出现明显下滑。2013 年 1-7 月, 我国进口葡萄酒数量达到 24.14 万千升, 同比微增 0.1%, 比上年同期下滑 9.9 个百分点; 进口葡萄酒金额达到 13.56 亿美元, 同比增长 1.3%, 比上年同期减少 23.6 个百分点。7 月份单月进口数量为 3.16 万千升, 进口金额达到 1.84 亿美元。

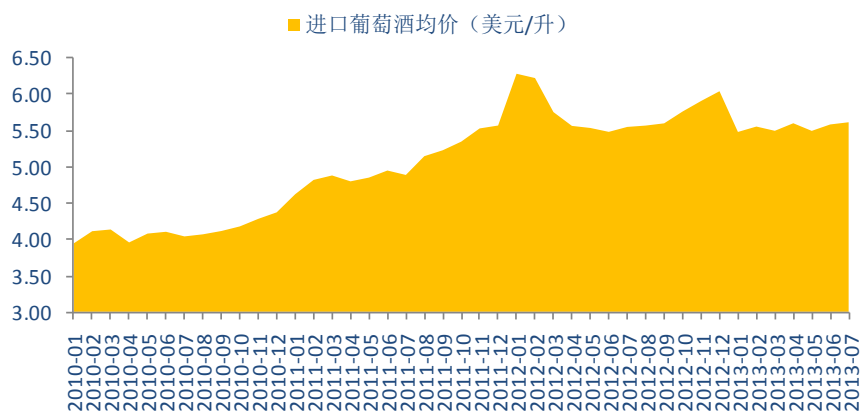
2013 年 7 月, 我国进口葡萄酒累计均价环比有所提升, 在进口数量及金额同比大幅下降的情况下, 我们认为均价提升更多来自于对中秋国庆旺季销售品种结构的变动预备。我们对于进口葡萄酒均价以累计值进行分析。据我们测算, 2013 年 1-7 月我国进口葡萄酒累计均价达到 5.62 美元/升, 比去年同期 (5.55 美元/升) 提高 0.07 美元, 相当于同比上升了 1.17% (从图上可以看出, 2012 年 1 月是进口均价高点, 达到 6.29 美元/升, 比 11 年增加 1.66 美元, 增幅 35.99%)。我们认为, 2012 年 1 月及 12 月进口价格冲到最高点, 一部分原因来自于经销商对春节高档酒作为礼品销售的需求变化。但 2012 年 1 月高点并没有被 12 月份超过, 可能来自于 2012 年初对于经济结构及需求有更为积极的预期, 而 2012 全年实施的严控三公消费等一系列动作也对进口酒中偏高端的产品造成了负面影响。

图 4: 我国进口葡萄酒 2010-2013 年 7 月累计进口量及金额同比值变动 (%)



资料来源: 国家海关, 中国银河证券研究部整理

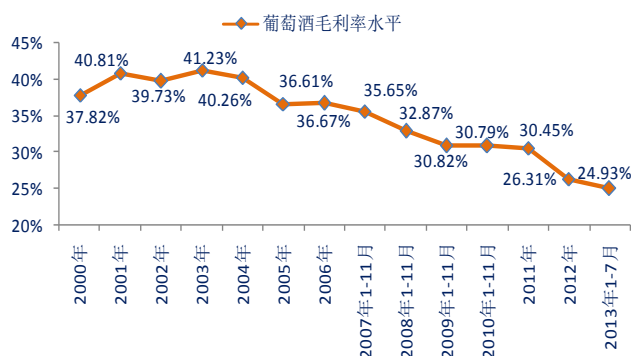
图 5: 我国进口葡萄酒 2010-2013 年 7 月累计均价变动



资料来源: 国家海关, 中国银河证券研究部整理

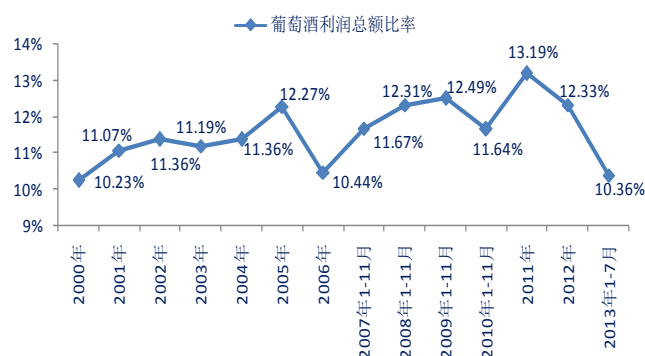
(四) 2013 年前七月毛利率及利润总额比率均再创新低

图 6: 我国葡萄酒行业毛利率水平变动 (2000-2013 年前 7 月)



资料来源: 国家统计局, 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 (2000-2013 年前 7 月)



2013 年前 7 月累计毛利率为 24.93%。2013 年 1-7 月葡萄酒行业毛利率为 24.93%，同比下降 2.25 个百分点，环比下滑 0.99 个百分点。从 2011 年 8 月起，行业整体毛利率一直维持在 31% 以下（春节月除外，我们认为这与春节节庆消费品种结构有关），综合来看，2013 年 1-7 月毛利率为自有统计数据以来的最低值，行业整体毛利率水平维持低位。

利润总额比率继续环比小幅下降。据我们测算，2013 年 1-7 月行业利润总额比率为 10.36%，同比下降 2.08 个百分点，环比下滑 0.58 个百分点，再创新低。

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，研究部行业研究主管，兼食品饮料行业分析师（首席）。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食品饮料行业研究工作。清华大学硕士。

李琰，食品饮料行业分析师。2010 年进入证券业工作，2012 年 5 月至今在银河证券从事食品饮料行业研究工作。英国雷丁大学硕士。

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
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
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：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn
深广地区：詹璐 0755-83453719 zhanlu@chinastock.com.cn
海外机构：高兴 83574017 gaoxing_jg@chinastock.com.cn
海外机构：李笑裕 83571359 lixiaoyu@chinastock.com.cn