



收入逆势增长，期待定增推动盈利反转

2014.03.10

王健超(首席分析师)

电话: 020-88836117

邮箱: wangjc_a@gzgzhs.com.cn

执业编号: A1310512070006

事件:

3月8日，中葡股份公布2013年年报。2013年1-12月，公司营业总收入5.52亿元，同比下滑10.81%；归属上市公司股东净利润1573万元，同比增长58.07%。

投资要点:

- 酒类收入同比增9.56%，费用率升至67.52%，营业利润-1.4亿。

2013年，公司酒类收入4.35亿，同比增9.56%；毛利率65.06%，较12年提升4.3个百分点。2013年全国葡萄酒行业产量-14.59%，收入-9%、利润-20%；公司逆势实现了9%的收入增速实属不易，为此也投入了大量的资源在销售体系建设上，导致主业亏损。

公司13年三项费用率较12年提高14.5个百分点至67.52%，其中销售费率34.07%(+8.18%)、管理费用率12.87%(+0.65%)、财务费用率20.58%(+5.68%)。高企的费用率导致公司13年营业利润为-1.42亿。公司通过出售房产资产，贡献非经常损益约1.1亿，扣非后净利约-9500万元。

- 定增加码营销体系建设和降低财务成本，将成为公司扭亏契机。

公司1月30日公告，拟以不低于3.34元/股定增不超过4.49亿股，募资不超过15亿元，其中4.5亿元偿还银行借款，10.5亿元完善营销体系。公司此次定增的发力点仍在继续扩张营销体系，计划建设辐射全国的约4000个营销网点（体验店、专卖店、专柜等），拟在西北、华北、华东和西南等区域设立7-8个大型仓储和物流中心及25-30个小型仓储和物流中心。此外，定增资金偿还债务也将大幅降低公司目前高企的财务成本。我们预期，定期项目的实施一方面将推动公司收入增速再上台阶，另一方面也将带来费用率的下降，从而实现公司盈利能力的大幅改善。

- 关键假设和投资建议:

我们对于以下预期的关键假设是公司定增融资计划在14年顺利完成，并在14年着手实施定增方案的营销网络项目和完成偿还银行债务。

预计14、15年公司营业收入增速为14.0%、35.0%，净利润增速为458.2%、净利润119.6%，EPS为0.07、0.15元。考虑到公司未来盈利能力的快速上行可能性，给予4.5元目标价（对应15年30倍PE），“谨慎推荐”评级。

- 风险提示：定增方案无法按时推进、渠道建设效果不如预期、食品安全问题

谨慎推荐(首次)

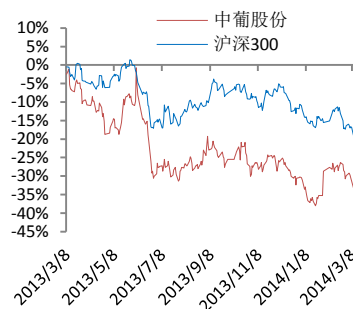
现价: 4.50元

目标价: 3.76元

股价空间: 20%

食品饮料行业

股价走势



股价表现

涨跌(%)	1周	4周	52周
中葡股份	-6.02	-7.64	-33.63
食品饮料	-1.08	-0.65	-13.25
沪深300	-4.23	-7.49	-19.53

基本资料

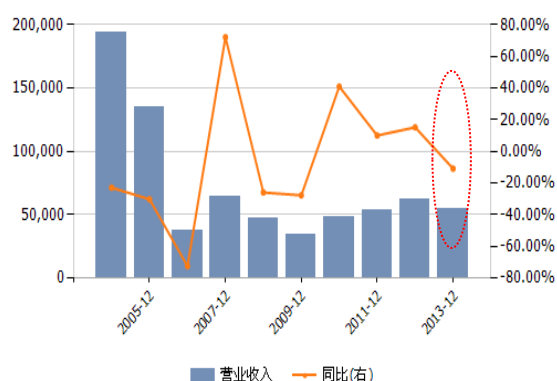
总市值(元)	30.37亿
总股本(股)	8.10亿
流通A股比例	100%
资产负债率	69.83%
大股东	中信国安集团 有限公司
大股东持股比例	42.65%



中葡股份财务预测简表

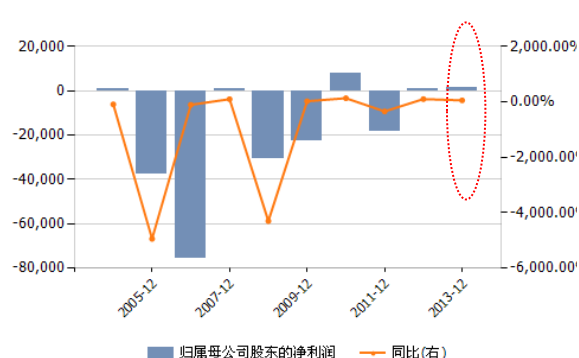
主要财务指标	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入 (百万元)	552.14	629.6	852.2	1,159.4
同比 (%)	-10.81%	14.0%	35.3%	36.0%
归属母公司股东净利润 (百万元)	15.7	87.8	192.8	253.9
同比 (%)	58.1%	458.3%	119.6%	31.7%
每股收益 (元)	0.02	0.07	0.15	0.20

图 1. 营收增速-10.81%，有所下降



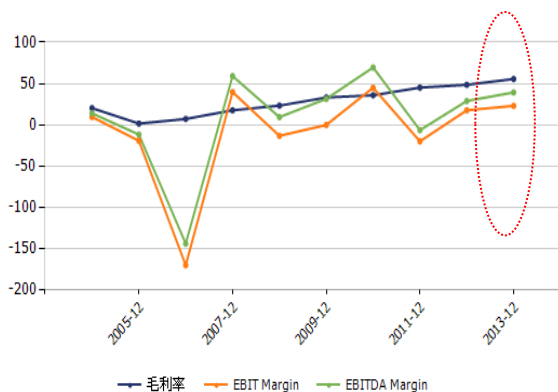
(资料来源: WIND、广证恒生)

图 2. 归属母公司股东净利润增速 58.07%



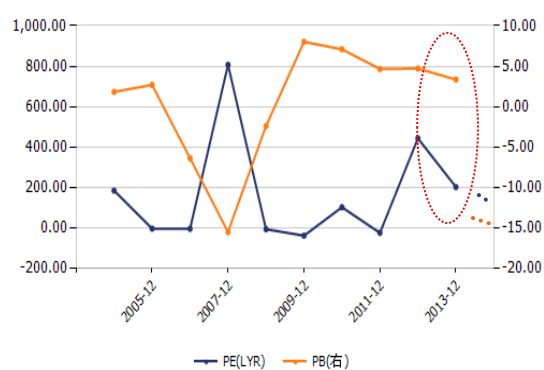
(资料来源: WIND、广证恒生)

图 3. 盈利能力出现回升, 未来毛利率仍有提升空间



(资料来源: WIND、广证恒生)

图 4. 估值水平处于较高位置



(资料来源: WIND、广证恒生)



廣證恒生
GUANGZHENG HANG SENG

中葡股份 (600084) 点评报告

资产负债表 (百万元)	2012	2013	2014E	2015E	2016E	利润表 (百万元)	2012	2013	2014E	2015E	2016E
货币资金	282.7	349.9	466.6	445.4	420.7	营业收入	619.0	552.1	629.6	852.2	1,159.4
交易性金融资产	-	-	-	-	-	减: 营业成本	318.9	245.6	253.3	329.8	433.1
应收账款	173.9	372.4	362.3	373.6	412.9	营业税费	44.8	34.6	40.9	55.4	75.4
应收票据	39.4	21.5	25.9	35.0	47.6	销售费用	160.2	188.1	176.3	213.0	289.8
预付账款	37.7	49.0	45.9	40.6	43.1	管理费用	75.7	71.0	75.6	102.3	139.1
存货	1,307.7	1,442.3	1,388.2	1,626.3	1,898.3	财务费用	92.2	113.7	56.7	-1.0	0.1
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	资产减值损失	-14.1	6.8	10.0	12.0	14.0
持有至到期投资	-	-	-	-	-	公允价值变动收益	-	-	-	-	-
长期股权投资	140.4	139.4	140.0	145.0	150.0	投资和汇兑收益	43.5	-34.7	-	-	-
投资性房地产	30.5	29.3	32.3	35.5	39.0	营业利润	-15.1	-142.3	16.8	140.7	207.9
固定资产	511.5	357.0	325.4	297.1	267.5	加: 营业外净收支	32.8	155.8	94.7	104.1	114.6
在建工程	35.1	10.9	12.5	13.5	14.1	利润总额	17.7	13.4	111.5	244.8	322.4
无形资产	151.5	141.4	141.4	141.4	141.4	减: 所得税	3.7	4.6	27.9	61.2	80.6
其他非流动资产	1.9	0.8	0.8	0.8	0.8	净利润 (归属母公司)	13.9	8.8	83.6	183.6	241.8
资产总额	2,810.1	2,992.7	3,042.8	3,274.0	3,576.4	财务指标	2012	2013	2014E	2015E	2016E
短期债务	1,084.9	1,187.7	1,182.8	1,182.8	1,182.8	成长性					
应付账款	44.9	84.5	69.4	72.3	94.9	营业收入增长率	15.3%	-10.8%	14.0%	35.3%	36.0%
一年内到期的非流动负债	-	-	-	-	-	营业利润增长率	-94.2%	840.2%	-111.8%	735.5%	47.7%
预收账款	55.4	47.9	34.4	13.4	-9.7	净利润增长率	1.6%	1.0%	59.0%	12.8%	31.7%
其他流动负债	30.0	39.3	-17.7	-50.8	-155.6	盈利能力					
长期借款	343.8	275.8	0.0	0.0	0.0	毛利率	48.5%	55.5%	59.8%	61.3%	62.6%
其他非流动负债	3.6	3.2	3.2	3.2	3.2	营业利润率	-2.4%	-25.8%	2.7%	16.5%	17.9%
负债总额	1,915.9	2,089.7	1,607.2	1,654.7	1,715.3	净利润率	1.6%	2.8%	13.9%	22.6%	21.9%
少数股东权益	-42.8	-49.6	-53.8	-63.0	-75.1	ROE	1.6%	1.0%	5.8%	11.3%	13.0%
股本	809.9	809.9	1,258.9	1,258.9	1,258.9	ROA	0.5%	0.3%	2.7%	5.6%	6.8%
留存收益	127.0	142.6	230.5	423.3	677.2	偿债能力					
股东权益	894.1	902.9	1,435.6	1,619.2	1,861.0	资产负债率	68.2%	69.8%	52.8%	50.5%	48.0%
现金流量表 (百万元)	2012	2013	2014E	2015E	2016E	速动比率	0.34	0.44	0.56	0.54	0.54
净利润	13.9	8.8	83.6	183.6	241.8	利息保障倍数	0.84	-0.25	1.30	-139.71	2,079.95
加: 折旧和摊销	69.3	90.1	45.0	46.7	48.5	运营效率					
资产减值准备	-14.1	6.8	10.0	12.0	14.0	存货周转天数	729	900	811	637	547
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	总资产周转天数	1,623	1,892	1,725	1,334	1064
财务费用	93.4	114.8	56.7	-1.0	0.1	每股资料					
投资收益	-43.5	34.7	-	-	-	EPS (元)	0.01	0.02	0.07	0.15	0.20
少数股东损益	4.0	-6.9	-4.2	-9.2	-12.1	BVPS (元)	1.10	1.11	1.14	1.29	1.48
营运资金的变动	-130.5	-115.8	-145.4	-218.3	-279.8	估值比例					
经营活动产生现金流量	-62.1	28.2	45.7	13.8	12.5	PE (X)	305.23	193.10	53.76	24.48	18.59
投资活动产生现金流量	-16.1	90.6	-10.6	-15.0	-15.0	PB (X)	3.40	3.36	3.29	2.92	2.54
融资活动产生现金流量	92.4	-151.7	111.6	1.0	-0.1	PS (X)	4.91	5.50	7.50	5.54	4.07

王健超（食品饮料行业，首席分析师）

西南财经大学金融学硕士、统计学学士。6 年证券从业经验，具备较深厚的资本市场研究功底，善于挖掘行业和公司基本面变化带来的投资机会，并结合消费趋势的数量分析及商业模式的定性分析双维度判断公司的投资价值。获得 2013 年“中国证券报金牛分析师”食品饮料行业第二名。

数据支持：龚家慧

广证恒生：

地 址：广州市天河区珠江西路 5 号广州国际金融中心 63 楼

电 话：020-88836132，020-88836133

邮 编：510623

股票评级标准：

强烈推荐：6 个月内相对强于市场表现 15%以上；

谨慎推荐：6 个月内相对强于市场表现 5%—15%；

中 性：6 个月内相对市场表现在-5%—5%之间波动；

回 避：6 个月内相对弱于市场表现 5%以上。

分析师承诺：

本报告作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰、准确地反映了作者的研究观点。在作者所知情的范围内，公司与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

重要声明及风险提示：

我公司具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供广州广证恒生证券研究所有限公司的客户使用。

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，不保证该信息未经任何更新，也不保证我公司做出的任何建议不会发生任何变更。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。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。我公司已根据法律法规要求与控股股东（广州证券有限责任公司）各部门及分支机构之间建立合理必要的信息隔离墙制度，有效隔离内幕信息和敏感信息。在此前提下，投资者阅读本报告时，我公司及其关联机构可能已经持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，或者可能正在为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。法律法规政策许可的情况下，我公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开前已经通过其他渠道独立使用或了解其中的信息。本报告版权归广州广证恒生证券研究所有限公司所有。未获得广州广证恒生证券研究所有限公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“广州广证恒生证券研究所有限公司”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

市场有风险，投资需谨慎。



廣證恒生
GUANGZHENG HANG SENG