

葡萄酒成长后劲足 麦芽业务有拖累

——莫高股份 (600543) 调研快报

2009. 6. 30

投资评级: 推荐/维持**调研日志:**

我们近期参加了甘肃莫高实业发展股份有限公司 08 年度股东大会，并实地考察了公司位于兰州市郊的国际酒庄、武威市的葡萄酒厂和葡萄种植基地，与公司董事长赵国柱、总经理李福、副总经理兼董秘贾洪文、酿酒厂副厂长兼总工程师牛育林、证券事务代表朱晓宇等高管和有关负责人进行了交流。

刘家伟

东兴证券研究所

010-66507309

liujw@dxzq.net.cn

北京西城区阜城门内大街 410 号

邮编: 100140

调研内容:**问题一: 公司主业转型的战略思路和最新进展如何?**

答: 公司围绕做大做强葡萄酒业务进行了战略思考, 总体思路可概括为“三超三化一转型”: 盈利能力超强、经营规模超大和管理能力超好; 盈利能力体系化、专业精神机制化、企业管理动能化; 一转型是指从数量增长型转向质量效益型。

目前, 主业转型效果不错, 进展顺利, 主要体现在: 第一, 公司主业从 07 年开始转向做大葡萄酒, 发展势头很好, 今年主业转型已经完成, 葡萄酒销售在一、三、四季度是旺季, 今年一季度已取得 30% 以上的增速, 4-5 月份继续较高速度增长, 6 月份也会不错, 全年应该达到 5 个亿的销售收入; 第二, 葡萄酒业的发展使得公司也有能力在大麦芽价格大幅下跌情况下, 计提大麦芽业务形成的损失。大麦芽业务 08 年计提了 1300 多万元, 今年一季度又计提了 600 多万, 因为价格下跌, 不得不计提损失。大麦芽 09 年上半年特别是 4 月份发货后的销售收入需要下半年才能收回。计提损失后对 09 年全年业绩增长提供了保障, 风险防范能力也大大增强, 但对上半年业绩会有影响; 第三是国际酒庄建设进展顺利, 今年有产量释放, 酒庄生产线产品有提价的可能; 第四, 公司的发展目标已经瞄准行业“前三甲”, 务必做强做大, 做百年品牌, 持续发展, 且定位于中高端, 充分利用甘肃的葡萄种植资源优势。

问题二: 金融危机对许多行业都带来了影响或冲击, 公司对目前的业务进展如何评价? 葡萄酒业务的发展目标是怎样的?

答: 谈到金融危机的影响和风险防范, 需要特别提到的是 08 年上半年在葡萄酒业发展急需资金、资金异常短缺的时候, 我们实施了增发, 参与增发的机构可以说帮了我们很大的忙, 不仅是对我们发展葡萄酒业务的支持, 更是极大改善了公司财务状况, 帮助公司成功应对金融危机, 现在公司还有 1.8 亿元资金在账上, 家底充裕。

我们的产量目标是 5 万吨, 现在达到 3 万吨。公司的葡萄酒业务要做大, 先做大, 后做强, 现在还不具备大规模扩张的基础。不会像房地产那样大规模扩张。全国 130 多家葡萄酒厂家, 好多都在往下走, 我们很不错了, 如刚才提到的今年一季度我们实现了 30% 多的增长, 葡萄酒收入原来在主营收入中只占 8%, 现在 62%。公司有全国最好的葡萄酒庄, 自信心不断增强。企业发展宁愿稳健一点, 培育这么一个企业, 是几代人的努力结果。葡萄酒是甘肃省长亲自抓的, 既是一个经济项目, 更是一个政治项目。公司确立了追赶战略, 瞄准全国前三甲。意大利人年喝 180 万吨葡萄酒, 中国人才喝 40 万吨, 潜力很大, 市场很大。葡萄酒有利于健康。要喝真正的葡萄酒, 就是莫高的。

问题三：葡萄酒行业素有“三分工艺、七分原料”之说，公司种植葡萄酿酒用的葡萄主要优势体现在哪些方面？产品品质有什么优势？

答：去年开始的农产品价格下跌，对终端产品价格的下拉作用很大，对公司也有不利影响。今年农产品价格下跌很多，形势不妙。不过，对于公司的影响不大。我们有自己的葡萄酒原料，产品成本不受市场影响，内部的原料优势开始体现。

现在的葡萄酒原料与工艺的重要性应该是十分原料，工艺次之。就是说，没有好的葡萄，就别想造出好的葡萄酒。而工艺并不复杂，机械化、自动化生产，全球葡萄酒的酿制工艺都已经很成熟。公司对原料的看法主要是：第一，种植的品种要纯化。全球有 27000 多种葡萄，都可以做葡萄酒。应该说只要可以发酵的东西都可以做葡萄酒，适合做葡萄酒的品种有 50 多个，最出色的有黑比诺等七个。公司已实现珍贵品种的单品种种植、采摘、酿造、存放，可以说品质无与伦比。第二，合适的品种要种在合适的地方，只有合适的地方种植合适的品种，才会有相应的品质。公司的原料基地处于北纬 38.2 度，和法国的波尔多地区一样。纬度线越高，气候约干燥、太阳光越足、温差越大，病虫害越少。比如兰州全年降雨只有 30 多毫米，树木都很难生存，哪来的病虫害。我们的葡萄树用祁连山的雪水灌溉，天赐良机：我们甘肃特别是武威一带，河西走廊，连人喝水都有问题，偏偏形成了种植优质葡萄的优势，天然形成了别人已经无法复制和更无法替代的葡萄种植优势和品种品质优势。

公司控制 2 万多亩葡萄种植面积，树龄在生长，最老的有 30 年，不少 20 多年，大量是 10-15 年的，正处于壮年期，葡萄产量属于自然增长放量。在基地周围，公司给农民供应种苗，种植面积达到 5 万多亩。理论上讲，武威市适合种植酿酒葡萄的面积可达 16 万亩，资源扩张潜力很大。现在全部已经种植的面积达到 8 万亩。公司现在种植珍贵品种黑比诺有 3000 多亩，占全国 5000 多亩的 60% 左右。这个品种已经实现了单品种种植、采摘、储存、发酵、灌装一条龙，这在国内是很少见到的。我们的产品很容易拿奖，“一不留神”就拿大奖。如 2008 年 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惟一葡萄酒干红品系的“金橡木桶”奖。一系列荣誉奠定了莫高股份在葡萄酒行业的重要地位，也标志着莫高葡萄酒的品牌影响力跃上了新的台阶。

（2008 年公司及其产品的获奖情况是：2008 年 3 月，公司荣获中国葡萄酒榜样企业；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，荣获 2008 中国甘肃十大民族品牌、2008 中国甘肃钻石级品牌、2008 中国甘肃食品行业十大品牌。——笔者注）

问题四：公司的营销模式有怎样的特点？今年葡萄酒营销体系有什么改进、重点或亮点？

答：公司葡萄酒销售总的营销模式是直分销模式。直销是对甘肃省内而言，全部由公司组织销售队伍直接销售，我们的目标是本土市场的份额要占 90%，不让别人进来。这一模式的好处是对市场掌控能力强，好扩张。因为家门口是天然的市场，必须成为我们的根据地，依靠这一模式，我们在甘肃的市场份额已经达到 90%。不过，直销模式的管理和营销成本大，不适合省外市场。省外市场路途遥远，成本很高，公司无法组织庞大的人才物力，公司采取了由经销商、代理商销售的模式——分销模式。这一模式对市场掌控能力弱，但利润要高一些。我们对省外市场的开发不求点线扩张，但求市场好，特别是强调先款后货。

去年我们总共有 360 家经销商，今年要增加 130 多家经销商或代理商、分销商，合计将达到 486 家。今年我们制定了尽快达到 10 个亿销售额目标的计划，办法是实施“四个 1”即“1111 营销工程”。这“四个 1”对公司来说就是四个柱子，要撑起公司的葡萄酒大厦。第一个“1”是指一个经销商每年销售额 100 万；第二个“1”是指培养 1000 个经销商；第三个“1”是指建立 1000 个专卖店；第四个“1”是指“10

亿”销售目标，如果每家每年卖 100 万，1000 家经销商就卖 10 个亿。我们现在全国包括拉萨内的一线城市布局已经完成，；二线重点城市全部布局。今后要培育大型经销商，年销售额亿元级的，现在已有几个千万级别的。华东有金华、温州、宁波、台州等。商超主要在广州、深圳、杭州、台州、金华、南京、西安、南昌、南宁、海口、拉萨等。

葡萄酒的消费有时候需要传播来刺激，经销商的营销渠道具有软广告性质，是主要的，有时候比直接的广告还好，不过，产品的品质再好，营销效果最终还是需要消费者的适应和评判来决定。直接打广告每天可烧钱 20 万元，很正常，所以，要选择合适的时机和方式，投放广告必须算计得非常精道。国家有规定，酒类企业的广告宣传投入不能超过销售收入的 8%。我们发现，葡萄酒的销售是：渠道为王，终端决胜。餐饮市场很大，店中店、盘中盘、餐中餐，是最有效的营销场所。因此，2009 年起，我们的葡萄酒营销一定要进酒店、饭店，无论如何要进店、上餐桌。另外，家庭就餐也很重要。要想办法让我们的葡萄酒进入家庭餐桌，养成在家庭喝葡萄酒的习惯，造就中国家庭生活的浪漫、温馨氛围。

问题五：目前公司的产品销售结构是怎样的？哪些产品和地区的销售优势明显？

答：我们目前产品销售结构是：干红占 78%，冰酒 10%，干白 1-2%，还有白兰地。现有冰酒 800 吨左右，大部分是 99 年做的，销售均价达到 20 万元/吨。金爵士是公司产品的高端产品。干白主要在福建省，几乎占干白销售的 100%。干红当中，主打的是中档的，发货价 80 元/瓶以上为高端，40-80 元/瓶为中档，30 元/瓶以下为低档，中高档占 40%，包括“黑比诺”品系、“赤霞珠”系列等，这么高的比例在行业里这已经很厉害了。在竞争中我们主动降低了中档产品价格，如把 60 元/瓶降至 30 元，效果很好。

从销量和结构看，公司 08 年销售 6000 多吨成品酒，其中高端占 40%，约 2400 吨，其余为中低端，占 60%，约 3600 吨，09 年全部销量争取达到 1 万吨。

问题六：公司葡萄酒 08 年毛利率同比有所下降的原因是什么？

答：葡萄树的种植有 2-3 年的周期，前些年物价上涨，农资价格高，种植的成本相对较高，成本在产品毛利率方面的体现有一个滞后过程，在 08 年集中体现出下来。预计今后会好一点，逐步恢复到 07 年的毛利率水平。顺便提醒一下，公司产品分类一直沿用以前和交易所商定的划分方法，一直没有改。年报和有关信息披露中的“农业种植及其加工品（产品）”一项均指葡萄酒业务或产品。

问题七：今年葡萄长势如何？酒庄建设进展怎样？

答：04 年减产 40%，原料太贵，因为葡萄树冻死了不少。2008 年风平浪静，今年五一期间无霜冻，葡萄树发芽了，目前长势非常好。比去年还好，丰收在望。酒庄建设如期顺利进行，今年可完全投产，对产品的生产能力有很大提高。酒庄的功能包括生产、存放等，可以向客户提供产权式服务和管家式管理。

（在公司黄羊河镇的葡萄基地现场，我们看到公司的黑比诺和赤霞珠等品种长势很好，一片碧绿，挂果密集，葡萄树之间套种有土豆或大豆。酒厂副厂长牛玉林说，每年这里的葡萄长势都不错，今年的葡萄长势好于去年。大股东甘肃黄羊河农工商（集团）有限责任公司及其农场在当地的水平很高，浇灌用水有保证，每家的种植面积大小不等，比较大的葡萄园有好几百亩。

在酒庄调研现场，我们看到仓库里整齐码放着很多成品葡萄酒，有的仓库门口正在装货准备拉走，主要品种有：莫高冰红葡萄酒、莫高精品·莫高冰葡萄酒、莫高干红葡萄酒、橡木桶陈酿、莫高干红葡萄酒·赤霞珠、莫高干红葡萄酒·解百纳、莫高蓝带·莫高葡萄酒、千欢宝鼎·莫高干红葡萄酒、水晶瓶·莫高冰葡萄酒等。——笔者注）

问题八：公司与外资合作方面会有怎样的考虑？

答：有不少国外大的企业来找过我们，希望合作。芝华士看上我们，认为我们的品牌、资产不错，想控股；蒂亚吉欧也来谈过，我不愿意合作合资，一定要做民族品牌，但下属公司可以参股，借鉴管理、品牌和渠道等。不与合作主要是担心合作后民族品牌可能会丧失，中国历史上很多民族品牌就因为合作而丧失了。

问题九：其他产品的发展定位和态势如何？

答：公司今后主要精力都放在葡萄酒上，大麦芽业务将在 10 年内不进行大的投资，目前处于维持状态，大麦芽的毛利率不高，受到下游用户制约，销售价格波动大，盈利能力不强；甘草片属于西药，每年能够产 7 亿片，但毛利率也就 20%，收入只有 2000 多万，也不太赚钱，今后主要是稳定发展；苜蓿草毛利率高于甘草片，可达 30%，是免所得税的，趋势也是保持稳定。

主要结论：

1. 公司作为西部地区得天独厚的葡萄酒企业，其资源禀赋确实独树一帜。如处于全球酿酒葡萄最佳种植带上，别人无法复制和替代；公司产品品质优秀，获奖级别之高令人赞叹；产品定位于中高端，或者说以中高端为主要部分，这符合葡萄酒行业发展的内在逻辑：葡萄酒是一种最接近享受生活、提高生活格调和品味的酒种，符合现代生活追求品质、时尚和健康的大趋势和新潮流；甘肃河西走廊“葡萄美酒夜光杯”的佳话几千年盛传不衰，造就了公司所在地域的葡萄酒生产和消费的特殊历史文化氛围。

2. 公司的管理和销售模式已经取得成功，进一步完善仍有空间。公司在葡萄酒的发展战略、思路等方面思索是深刻的，体现出与众不同之处；在激烈的葡萄酒市场杀出重围，在与国内 100 多家企业和大量洋葡萄酒竞争中获得较大的市场份额，充分说明公司的竞争能力、市场生存能力、行业把握能力是很强的；直分销模式是公司效果较好的营销模式，但存在的问题是成本过高、人员过多，只有在公司进入到一个较高发展阶段的时候，这类问题才可能会有较大改观。

3. 公司的成长优势会十分明显，“四个 1”工程值得期待。从当前公司在销量、营业收入等方面的规划看，08 年销售 6000 吨、实现 1.5 亿元收入，到 09 年要达到 1 万多吨、五个亿的收入，2010 年 10 个亿甚至更多，一旦变成现实，则公司的发展速度会十分惊人。我们认为，四个“1”工程的规划实施有一定难度，关键在于执行到位，公司尚有 1.8 亿元的增发资金没有动用，有能力铺设营销渠道和投入宣传，特别是如果能够将经销商的数量和销售额落到实处，就会给公司的腾飞奠定扎实基础。从公司管理层的魄力和整体实力看，我们对此抱有信心，效果值得期待。

4. 公司管理层比较强势。公司以赵国柱董事长为首的管理团队，对中国和全世界的葡萄酒业具有较为深入的研究，行业积累颇丰，对市场的把握能力也较强，营销策略、体制机制设计与运作、宣传思路、成本控制等，都有较为独特而成熟的想法和对策，对公司快速成长和长远发展均十分有利，也十分难得。我们对这样的管理团队表示尊重和认可，对公司未来充满信心。

5. 公司的其他业务如大麦芽和药品不再是业务重心和利润重要来源，具有特定的历史背景。大麦芽原来是公司的主业，但该行业长期看存在着价格波动明显、毛利率较低等不利因素，09 年可能继续给公司带来较大拖累——损失计提和侵蚀利润等。如果公司能够将其他业务特别是大麦芽业务剥离，全心全意做“中国最好的葡萄酒”，则公司的产销规模和业绩水平将发生很大变化，也能够在资本市场估值方面享受很高的溢价水平。

6. 业绩预测与投资评级: 从公司战略部署、产能释放、产品品质、营销体系设计和执行能力、市场竞争能力等多方面综合考虑, 我们预计 2009-2011 年公司收入同比增长率将达 20%、25% 和 25%, 净利润增长约 85%、54% 和 47%, 每股收益可达 0.51 元、0.79 元和 1.16 元, 与 2009 年 6 月 30 日市价 18.49 元对应市盈率为 36 倍、23 倍和 16 倍。综合考虑公司的资源和产品品质的独特性、营销能力、管理团队的综合能力和销售快速增长等积极因素, 给予公司股票长期“推荐”评级。

2009E-2013E 莫高股份业绩预测表

| | 2007 | 2008 | 2009E | 2010E | 2011E | 2012E | 2013E |
|--------------|----------|----------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 收入(亿元) | 3.58 | 4.22 | 5.07 | 6.34 | 7.92 | 9.90 | 12.38 |
| 增减 | 15.09% | 17.87% | 20.00% | 25.00% | 25.00% | 25.00% | 25.00% |
| 营业成本(亿元) | 2.23 | 2.51 | 2.88 | 3.31 | 3.81 | 4.38 | 5.04 |
| 增减 | 1.19% | 12.42% | 15.00% | 15.00% | 15.00% | 15.00% | 15.00% |
| 总成本(亿元) | 3.29 | 3.67 | 4.05 | 4.77 | 5.62 | 6.64 | 7.85 |
| 增减 | 7.75% | 11.35% | 10.39% | 17.75% | 17.91% | 18.08% | 18.26% |
| 营业税金及附加(亿元) | 0.07 | 0.08 | 0.09 | 0.10 | 0.12 | 0.14 | 0.17 |
| 增减 | 60.88% | 14.60% | 14.00% | 18.75% | 18.75% | 18.75% | 18.75% |
| 增减 | 39.80% | -2.78% | -5.00% | -5.00% | -5.00% | -5.00% | -5.00% |
| 销售费用(亿元) | 0.69 | 0.57 | 0.66 | 0.82 | 1.03 | 1.29 | 1.61 |
| 增减 | 51.03% | -17.39% | 16% | 25% | 25% | 25% | 25% |
| 收入占比 | 19.16% | 13.43% | 13.00% | 13.00% | 13.00% | 13.00% | 13.00% |
| 管理费用(亿元) | 0.17 | 0.29 | 0.35 | 0.44 | 0.55 | 0.69 | 0.87 |
| 增减 | -3.24% | 69.49% | 22.53% | 25.00% | 25.00% | 25.00% | 25.00% |
| 收入占比 | 4.77% | 6.86% | 7.00% | 7.00% | 7.00% | 7.00% | 7.00% |
| 财务费用(亿元) | 0.10 | 0.05 | 0.07 | 0.08 | 0.10 | 0.13 | 0.16 |
| 增减 | -16.01% | -50.58% | 27.18% | 25.00% | 25.00% | 25.00% | 25.00% |
| 收入占比 | 2.93% | 1.23% | 1.30% | 1.30% | 1.30% | 1.30% | 1.30% |
| 营业利润(亿元) | 0.29 | 0.56 | 1.02 | 1.57 | 2.30 | 3.27 | 4.53 |
| 增减 | 398.34% | 91.71% | 83.09% | 53.72% | 46.50% | 41.89% | 38.70% |
| 营业外收入(亿元) | 0.00 | 0.01 | 0.01 | 0.01 | 0.01 | 0.01 | 0.01 |
| 增减 | -88.12% | 768.99% | 10% | 10% | 10% | 10% | 10% |
| 营业外支出(亿元) | 0.00 | 0.02 | 0.02 | 0.02 | 0.03 | 0.03 | 0.03 |
| 增减 | -67.53% | 629.02% | 10% | 10% | 10% | 10% | 10% |
| 利润总额(亿元) | 0.29 | 0.55 | 1.01 | 1.56 | 2.29 | 3.25 | 4.51 |
| 增减 | 392.18% | 89.13% | 84.51% | 54.23% | 46.80% | 42.08% | 38.83% |
| 所得税(亿元) | 0.00 | 0.05 | 0.09 | 0.14 | 0.21 | 0.30 | 0.41 |
| 所得税税率 | 1.27% | 9.15% | 9.15% | 9.15% | 9.15% | 9.15% | 9.15% |
| 增减 | -212.73% | 1258.96% | 0.00% | 0.00% | 0.00% | 0.00% | 0.00% |
| 净利润(亿元) | 0.29 | 0.50 | 0.92 | 1.42 | 2.08 | 2.95 | 4.10 |
| 增减 | 360.30% | 74.03% | 84.51% | 54.23% | 46.80% | 42.08% | 38.83% |
| 少数股东权益(亿元) | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 增减 | 0.00% | 0.00% | 0.00% | 0.00% | 0.00% | 0.00% | 0.00% |
| 归属母公司净利润(亿元) | 0.29 | 0.50 | 0.92 | 1.42 | 2.08 | 2.95 | 4.10 |
| 增减 | 339.81% | 74.03% | 84.51% | 54.23% | 46.80% | 42.08% | 38.83% |
| 销售毛利率 | 37.82% | 40.70% | 43.17% | 47.71% | 51.90% | 55.74% | 59.28% |
| 增减 | 29.15% | 7.61% | 6.07% | 10.53% | 8.77% | 7.42% | 6.35% |
| 销售净利率 | 7.98% | 11.77% | 18.10% | 22.34% | 26.23% | 29.82% | 33.12% |
| 增减 | 299.96% | 47.64% | 53.76% | 23.38% | 17.44% | 13.67% | 11.07% |
| 总股本(亿股) | 1.38 | 1.78 | 1.78 | 1.78 | 1.78 | 1.78 | 1.78 |
| 增减 | 0.00% | 28.90% | 0.00% | 0% | 0% | 0% | 0% |
| 每股收益(元) | 0.21 | 0.31 | 0.51 | 0.79 | 1.16 | 1.66 | 2.30 |
| 最新股价(元) | 15.03 | 10.11 | 18.49 | 18.49 | 18.49 | 18.49 | 18.49 |
| PE(倍) | 73 | 32 | 36 | 23 | 16 | 11 | 8 |

资料来源: 公司年报, 东兴证券研究所

研究员简介:

刘家伟, 经济学博士, 农林牧渔及食品饮料行业研究员, 曾长期涉及三农问题研究, 1993年进入证券行业, 2007年加盟东兴证券研究所。

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, 本报告依据公开的信息来源, 力求清晰、准确地反映分析师人的研究观点。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。

免责声明:

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写, 研究报告中所引用信息均来自公开资料, 但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。

本研究报告内容及观点仅供参考, 不构成任何投资建议。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。

本研究报告版权仅为东兴证券股份有限公司研究所所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用发布, 需注明出处为东兴证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。东兴证券股份有限公司保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

投资评级体系:

公司投资评级: 以报告日后的6个月内, 公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准, 定义如下:

- 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%之间;
- 中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5%之间;
- 回避: 相对弱于市场基准指数收益率5%以上。

行业投资评级: 以报告日后的6个月内, 行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准, 定义如下:

- 看好: 相对强于市场基准指数收益率5%以上;
- 中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5%之间;
- 看淡: 相对弱于市场基准指数收益率5%以上。

本报告体系采用沪深300指数为基准指数。