

2011年3月7日

莫高股份

营销决胜的思路十分清晰

A

未有评级

600543.SS - 人民币 12.27

刘都*

(8621) 6860 4866 分机 8511

du.liu@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300207110254

股价相对指数表现



资料来源：彭博及中银国际研究

股价表现

	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对(%)	2	6	1	1
相对新华富时 A50 指数(%)	(3)	1	(2)	10

资料来源：彭博及中银国际研究

重要数据

发行股数(百万)	321
流通股(%)	100
流通市值(人民币 百万)	3,939
3个月日均交易额(人民币 百万)	44
主要股东(%)	
甘肃黄河农工商集团	13.31

资料来源：公司数据，彭博及中银国际研究

*苏铖为本报告重要贡献者

中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

图表 1. 投资摘要(市场预期)

年结日：12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
销售收入(人民币 百万)	422.48	330.53	476.49	518.20	-
变动(%)	17.87	(21.76)	44.16	8.75	-
净利润(人民币 百万)	49.75	36.23	62.23	96.35	-
变动(%)	74.03	(27.17)	71.76	54.83	-
全面摊薄每股收益(人民币)	0.279	0.113	0.194	0.30	-
市盈率(倍)	44	108	63	41	-
每股现金流量(人民币)	0.46	0.44	-	-	-
净资产收益率(%)	5.14	3.61	8.60	-	-

资料来源：公司数据,万得资讯及中银国际研究预测

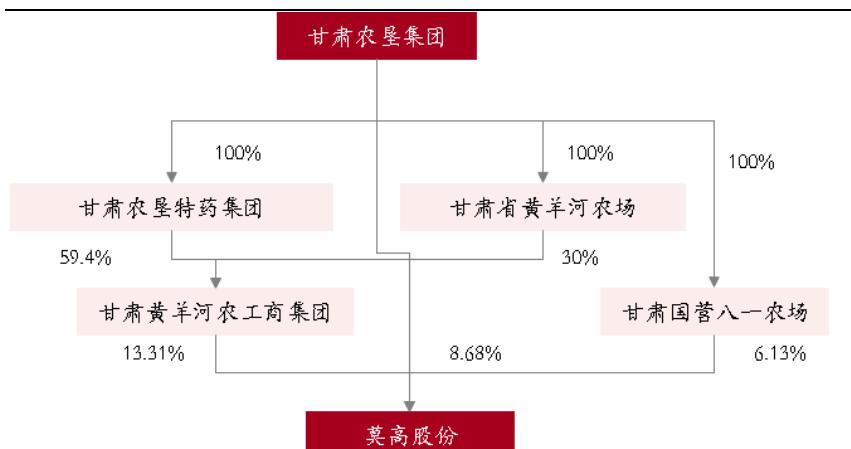
公司简介

公司前身为甘肃饮马啤酒原料股份有限公司，于1995年由甘肃省饮马实业公司作为主发起人，联合甘肃省国营饮马水泥厂、甘肃省国营饮马工贸公司、甘肃省饮马实业公司加油站和饮马职工合股会共同发起设立，成立初期，公司主营啤酒麦芽业务。

1999年公司引入甘肃黄羊河农工商（集团）有限责任公司、甘肃省国营八一农场、甘肃省国营祁连山制药厂等企业进行增资扩股，公司主业增加了葡萄种植和葡萄酒制造业、甘草制药业。

目前，甘肃农垦集团是直接持有公司8.68%股份，间接持有公司19.44%股份，合计持有28.12%，是公司实际控制人。

图表2. 截至2010年9月底公司主要股东情况



资料来源：公司数据，万得资讯，中银国际研究

甘肃农垦集团是国内为数不多的大型农垦集团，甘肃农垦资源丰富，其还实际控制有亚盛集团(600108.SS/人民币7.79,未有评级)，合计持有其29.18%的股份。近年来通过主业梳理，农垦集团对旗下上市公司的发展战略基本清晰。未来亚盛集团主业将集中于四个领域——啤酒花、苜蓿、马铃薯和滴灌。莫高股份未来定位以葡萄酒产业作为发展重点。

公司主营业务

公司2004年上市时主业为大麦芽、葡萄和葡萄酒、复方甘草片。2004年大麦芽业务收入占比63.74%，2009年降为29.41%，同期葡萄及葡萄酒业务收入占比大幅提高。

图表 3. 收入结构变化

项目	2004 年收入占比(%)	2009 年收入占比(%)
麦芽业务	63.74	29.41
葡萄及葡萄酒业务	28.70	59.81
复方甘草	7.56	7.99
合计	100.00	97.21

资料来源：公司数据，中银国际研究

图表 4. 公司各业务收入占比情况



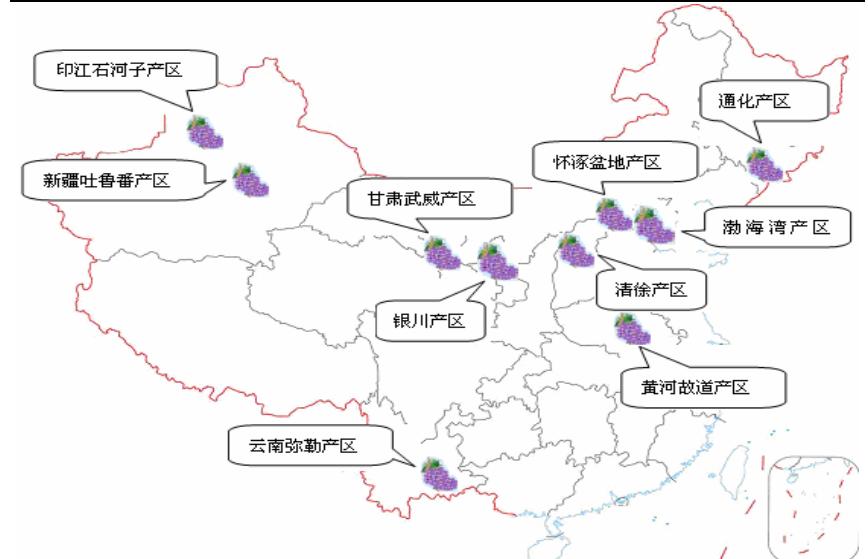
资料来源：公司数据，中银国际研究

葡萄酒业务

优质基地，产能保障

葡萄酒的品质主要取决于原料，所谓“三分工艺，七分原料”，优质的葡萄基地对于品牌葡萄酒企业均是稀缺资源，也是产品向中高端升级的必备资源。公司于甘肃武威拥有 1 万亩优质自营葡萄基地，该地区位于世界上酿酒葡萄最佳产区北纬 36 度至 40 度区间，也是我国著名酿酒葡萄种植区域。

图表 5. 我国主要酿酒葡萄产区



资料来源：中银国际研究整理

公司 2008 年增发募集资金拟于武威继续扩大葡萄园种植规模，由于环境与产业规划因素进展较慢。

目前，公司万亩葡萄基地可满足年产葡萄酒 7,000 吨以上的原料供应，对应目前 5,000 吨销量，原料自给率 100%，还未遭遇原料供应瓶颈。

从目前行业整体情况看，主流企业均未实现原料完全自给，张裕原料自给率为 70%，其中包括合同基地的供应。莫高股份所在的甘肃是国内重要的酿酒葡萄种植省份，《甘肃省葡萄酒产业规划 2010-2020》指出，甘肃省 2009 年酿酒葡萄种植面积 14 万亩，产量达 12 万吨，至 2012 年种植面积将达 20 万亩，2017 年到 40 万亩，2020 年达 50 万亩。未来随着营销局面的打开，公司原料自给率可能会降低，但公司可以通过加快和加大酿酒葡萄园建设投入以及充分利用甘肃省地缘优势保障原料供应。

种植品种以及产品系列

公司葡萄品种主要是黑白比诺系列、霞多丽、雷司令、赤霞珠。其中黑比诺具有显著差异性，公司是目前市场上唯一量产黑比诺葡萄酒并且以黑比诺系列为核心主攻中高端市场的葡萄酒企业。

黑比诺（又称“黑品诺”）是国际著名葡萄品种，原产法国勃艮第，栽培历史悠久，80年代引入中国栽培，在中国十大葡萄酒产区当中，黑比诺仅在石河子和甘肃武威地区种植较为普遍。

公司黑比诺种植历史接近30年，于1999年酿出中国第一批黑比诺葡萄酒，2005年采用拉菲工艺，生产了顶尖的黑比诺干红，被称为“中国拉菲”，公司以黑比诺稀缺品种为突破口切入中高端葡萄酒市场取得了阶段性成功。

公司葡萄酒除“莫高”主品牌，高端产品主打“金爵士”子品牌，黑比诺是“金爵士”最主要的品种系列，支撑“金爵士”高端定位。

冰酒是公司另一特色产品。纯正冰酒酿造极大的受制于地理环境气候因素，在世界范围内仅有德国、法国、加拿大等极少数国家的特定地区出产。冰酒对原料要求苛刻，压榨和酿造工艺复杂，市场售价普遍高于普通干红和干白产品。

图表6. 公司主要产品系列

系列	细分产品
干红系列	单品种系列（黑比诺、灰比诺、赤霞珠等）；精品系列（三星、五星、高级商务干红、金制干红）；普通系列
干白系列	白比诺、霞多丽、雷司令、普通干白
加本依系列	2000加本依、高级加本依
冰酒系列	冰白、冰红
白兰地系列	莫高 XO、莫高 VSOP
甜型酒系列	红色恋人、金葡园、晚红蜜
礼盒系列	黑比诺、赤霞珠、加本依、冰酒、普通干红

资料来源：公司资料，中银国际研究

图表7. 主要高档产品定价

产品	零售价	原料品种/系列
莫高马扎罗	15,800元/瓶	老树龄黑比诺
莫高1099金爵士	5,800元/瓶	黑比诺
莫高30年黑比诺干红	585元/瓶	黑比诺
金爵士黑比诺	599元/瓶	黑比诺
99木盒黑比诺	368元/瓶	黑比诺
莫高珍藏版酒庄酒	486元/瓶	赤霞珠
莫高金标冰酒	319元/瓶	白比诺、雷司令等
莫高钻石级冰酒	359元/瓶	白比诺、雷司令等
莫高银标冰酒	259元/瓶	白比诺、雷司令等
莫高珍品金冰	198元/瓶	白比诺、雷司令等
莫高珍品银冰	178元/瓶	白比诺、雷司令等
莫高XO白兰地	959元/瓶	-
莫高VSOP白兰地	590元/瓶	-

资料来源：公司资料，中银国际研究

2010 年公司终端价在 80 元以上的产品销售收入占比达到 60%，销量占比为 40%，子品牌“金爵士”销售收入占比约 15%。公司有 40% 以上销量的售价高于全国主要大中城市主销产品平均售价。

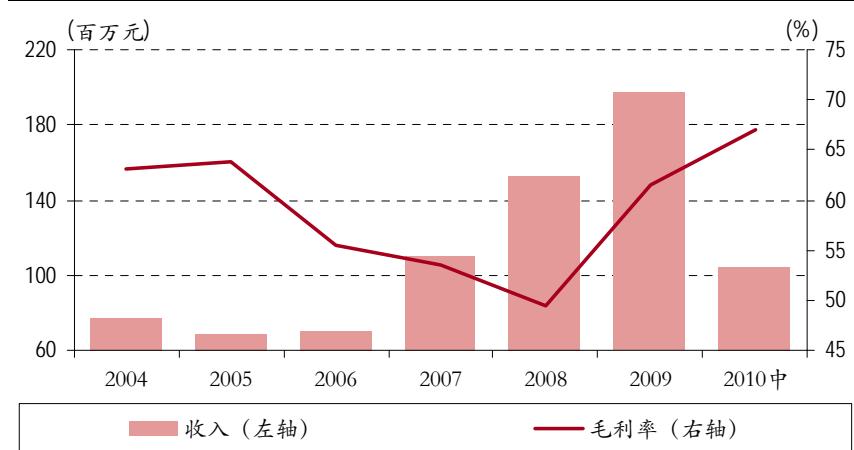
图表 8. 全国 36 大中城市葡萄酒平均售价走势



资料来源：发改委监测数据，中银国际研究

葡萄酒业务随着公司发展战略日趋清晰，以及产品结构的持续调整，实现了收入的快速增长，并且毛利率自 2006 年以来有较大幅度的提升。

图表 9. 葡萄酒业务收入及毛利率情况



资料来源：公司数据，中银国际研究

营销

公司的销售模式是“直分销”结合，在甘肃、青海、宁夏银川和陕西西安等周边地区直销比重高，直销面对的是餐饮、商超、夜场和批发等各种渠道。

公司目前设有销售总公司，销售总公司下设 15 家销售分公司，公司于直销省市区域均设有销售分公司。

公司省外重点布局市场为珠三角和长三角等经济发达地区的二三线城市，在省外销售主要依靠经销商。2009 年公司提出实施“四个一”营销工程，在 3-5 年内发展 1,000 家经销商，设立 1,000 加专卖店，培养回款百万元的经销商 1,000 家，实现销售收入 10 亿元。目前公司经销商数量约 400-500 家，专卖店 200 余家。

在省外招商过程中，为了增强经销商信心，公司于 2009 年 10 月份投入央视广告宣传，当年计入销售费用 367 万余元。

由于 2009 年国内外经济形势不佳，公司品牌影响力有限、以及最近两年来葡萄酒进口量的爆发式增长，使得公司在渠道投入上比较谨慎，截至 2010 年中，募投营销网络建设项目拟投入资金 1.88 亿元仅实际投入 2,875 万元。

当前我国葡萄酒消费的主市场仍然是东部沿海经济发达地区，较长一段时间内，葡萄酒消费的增长仍主要来自葡萄酒消费基础较好的经济发达地区。二线葡萄酒企业在拥有利基市场（对于莫高而言，以甘肃为核心的西部地区是其立足根本）的基础上，将以稳步推进全国市场获得企业规模的跨越式增长。

公司已占据甘肃省葡萄酒消费超过一半份额，未来随着公司莫高国际酒庄的达产运营，其在省内的龙头地位将进一步巩固。公司省外市场销售收入占比不到 50%，公司营销网络建设的推进将成为公司葡萄酒业务达到 10 亿元销售规模的关键动力。我们预计公司未来将继续加大市场投入，截至 2010 年 9 月底，公司账面现金余额达 4.41 亿元，充裕的资金也是公司加大营销网络建设和市场投入的保障。

图表 10. 张裕销售收入区域分布及增长情况

	2007	2008	2009
沿海地区 (百万元)	2,286	2,953	3,583
增长 (%)	25.2	29.1	21.33
中部地区 (百万元)	309	344	421
增长 (%)	28.9	11.1	22.28
西部地区 (百万元)	134	157	195
增长 (%)	39.9	16.9	24.45
沿海地区收入占比(%)	84.9	86.8	85.3
中部地区收入占比(%)	11.5	10.1	10.0
西部地区收入占比(%)	5.0	4.6	4.7

资料来源：公司数据，中银国际研究

麦芽业务

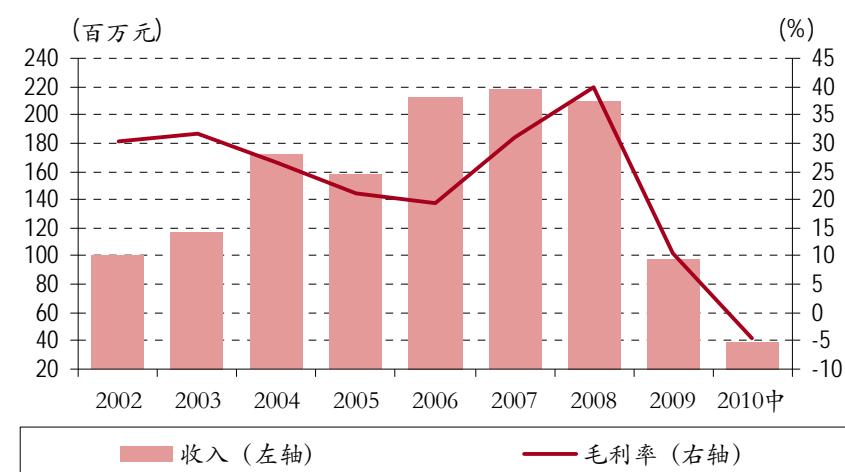
大麦芽是啤酒企业重要原料，大麦芽的原料为啤酒大麦，1吨大麦能产约0.8吨大麦芽。公司大麦芽产能17万吨，2007年以来公司大麦芽销量持续下滑，2009年销量不足4万吨。2008年由于奥运会因素，大麦芽价格上涨较快，麦芽企业由于高价位采购大麦过度，对以后年度的经营带来负面影响。

近年来对国产麦芽造成较大冲击的因素包括：国际大麦丰产和人民币升值引起的进口大麦和大麦芽价跌量升；啤酒企业改变了生产工艺造成大麦芽供需平衡被打破，2000年前后1吨啤酒约需120公斤大麦芽，至2009年吨酒麦芽用量已大幅下降至50-60公斤。

目前大麦芽价格有所回升，但由于成本的上涨，盈利能力仍不佳，2010年1-6月份，公司大麦芽业务毛利率为-4.56%。

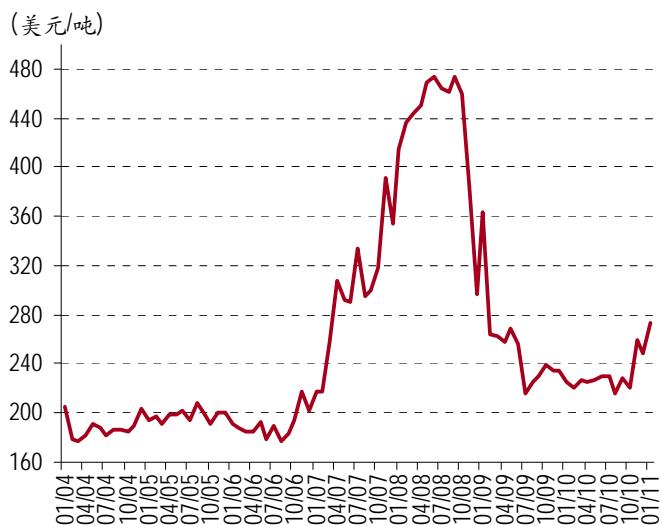
预计公司麦芽业务将主要依据市场变化做生产调整，未来加大投入的可能性较小。

图表 11. 大麦芽收入及毛利率情况



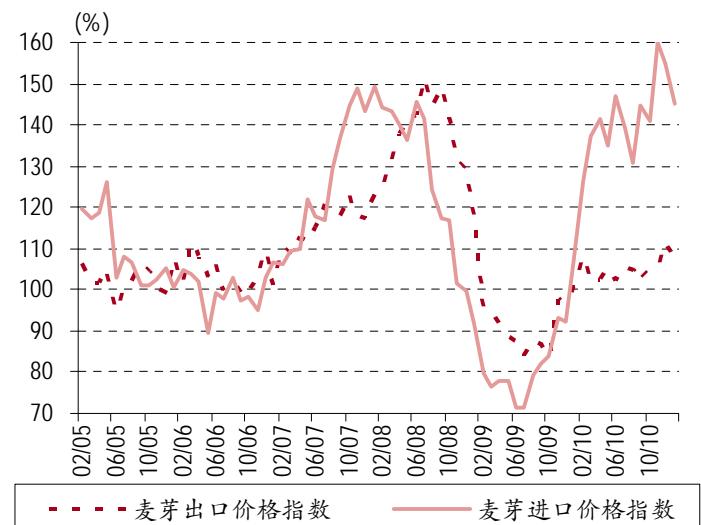
资料来源：公司数据，中银国际研究

图表 12. 进口大麦价格走势



资料来源：海关数据，中银国际研究

图表 13. 麦芽进出口价格指数



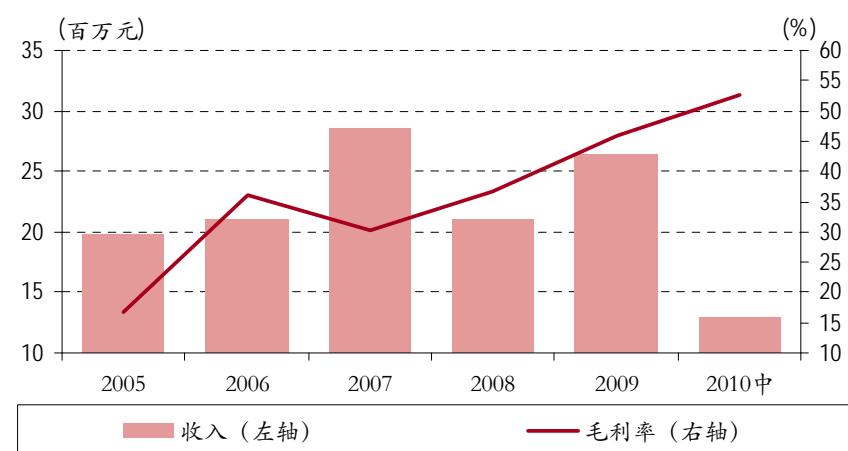
资料来源：万得资讯，中银国际研究

复方甘草业务

甘草是我国著名传统中药材，属特许垄断性经营，采购和生产需经政府有关部门专门批准，复方甘草片的生产由政府实行严格的计划管理。

公司 2001 年销量为 9.7 亿片，2003 年销量为 8.0 亿片，近年销量约 7 亿片。

图表 14. 复方甘草业务收入及毛利率情况



资料来源：公司数据，中银国际研究

募投项目进展情况

2008年增发募投项目分别为莫高国际酒庄（位于兰州经济技术开发区内）、葡萄酒营销网络建设、酿酒葡萄基地和榨汁发酵站，截至2010年中报，国际酒庄项目完成72%，营销网络建设项目进度为15%。

至2010年底，莫高国际酒庄项目完成进度达到90%，主要是文化酒窖尚未完工。高国际酒庄文化酒窖装饰工程面积约1,630平方米，开工时间为2011年1月，计划竣工日期为2011年8月。榨汁发酵站是同莫高国际酒庄1.5万吨灌装能力相匹配的项目，截至2010年初已经完成。

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，基地建设须同区域产业结构调整和石羊河流域综合治理相结合，因此项目进度较慢。

图表 15. 募投项目进展情况（截至2010年中报）

承诺项目	拟投金额(百万元)	实际投入金额(百万元)	进度(%)
莫高国际酒庄	114.1	82.1	72.0
葡萄酒营销网络建设	187.8	28.7	15.3
2万亩葡萄基地和榨汁发酵站	87.9	28.5	32.4
合计	389.8	139.3	-

资料来源：中银国际研究

由于武威葡萄基地扩张缓慢，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，为今后大规模在该区域发展葡萄种植基地建设做好必要的基础工作。公司和希腊最负盛名的葡萄酒生产企业波塔利葡萄酒集团共同出资在甘肃天水建设集葡萄种植、加工、销售为一体的面向国内中高端市场的独立葡萄酒品牌合资企业——中希合资莫恩葡萄酒有限公司已于2010年5月奠基。

未来可能引入战略投资者

葡萄酒业的成功要素同公司其他业务存在较大差异，其对专业团队、品牌建设、市场营销和渠道管理提出更高要求。

我们认为目前葡萄酒行业目前进入了相对复杂的市场竞争阶段(一线葡萄酒企业的新一轮扩张、进口酒的爆发式增长等因素),二线葡萄酒企业的优势在于差异化和区域性市场的高接受度,其弱项在于全国性品牌知名度和葡萄酒主销市场的渠道推广力。

预计公司未来可能借助外力实现葡萄酒业务的跨越式发展。

初步结论

公司是位于酿酒葡萄主产地的基地型葡萄酒企业,具有资源禀赋优势,通过差异化种植、生产和营销以及利基市场的高占有率,公司获得了阶段性成功,已成长为二线葡萄酒领先企业。

公司主业发展重心向葡萄酒业转移,但目前公司市场投入策略较为保守稳健,预计随着葡萄酒业发展思路向“营销增长”的转变,公司未来将持续加大下游营销网络建设和市场投入的力度,销售规模和盈利能力将得到极大提升,建议积极关注。

财务指标

图表 16. 主要财务指标一览

	2007	2008	2009	2010年3季度
应收账款周转天数(天)	78.6	74.7	97.2	73.4
存货周转率(次)	0.7	0.8	0.7	0.9
应收账款周转率(次)	4.6	4.8	3.7	3.7
流动资产周转率(次)	0.7	0.6	0.4	0.4
资产负债率(%)	34.86	15.28	9.79	8.3
流动资产/总资产(%)	67.08	70.04	64.32	63.97
流动比率	2.04	4.91	7.48	8.97
速动比率	0.82	3.04	4.99	6.84
保守速动比率	0.78	2.97	4.95	6.8
产权比率	0.54	0.18	0.11	0.09
经营活动产生的现金流量净额/流动负债	0.26	0.51	1.47	1.07
息税折旧摊销前利润/负债合计	0.21	0.48	0.51	0.31

资料来源: 公司数据, 中银国际研究

估值

图表 17. 同类公司估值比较

代码	证券简称	收盘价 (元)	市值 (百万元)	每股收益 (元/股)		市盈率 (倍)		每股收益增长 (%)		市净率 (倍) 2011	净资产收 益率(%) 2011
				2010	2011	2010	2011	2010	2011		
600365.SS	*ST 通葡	11.59	16	(0.16)	0.07	(72.4)	167.7	(40.7)	(143.2)	11.36	6.78
600084.SS	*ST 中葡	8.89	72	0.09	0.18	98.8	50.0	(123.1)	97.6	-	-
000869.SZ	张裕 A	92.41	487	2.64	3.29	35.0	28.1	29.0	32.1	8.4	14.7
600543.SS	莫高股份	12.27	39	0.19	0.30	62.2	40.9	71.8	54.8	-	-

资料来源：万得资讯，中银国际研究；收盘价取3月4日

附：首次上市募投项目变更情况

公司于2004年通过首次发行募集资金30,030.82万元，拟投入项目为：年新增10万吨麦芽项目(13,381万元)、30万亩优质啤酒大麦示范基地(6,820万元)、扩建2.5万吨葡萄酒生产线项目(5,891万元)、10万吨苜蓿产品产业化项目(3,938万元)。

截至2007年底，10万吨麦芽项目和扩建2.5万吨葡萄酒生产线项目完成，其他两项募投项目于年内进行了变更。

图表 18. 首次上市募投项目变更情况

变更后的项 目名称	对应原承诺 项目名称	变更后项目拟投 入金额(万元)	实际投入 金额(万元)	是否符合 计划进度	是否符合预 计收益
扩建2.5万吨 葡萄酒生产 线项目	30万亩优质 啤酒大麦示 范基地建设 项目	6,820.00	6,820.00	是	是
年新增10万 吨苜蓿产 品产业化 助设施建设 项目	10万吨首蓿 麦芽项目产 品产业化 和补充流动 资金	2,134.02	2,134.02	是	是
合计	/	8,954.02	8,954.02	/	/

资料来源：中银国际研究

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，其本人或其关联人士都没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向其本人或其关联人士提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司声明，其员工均没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；在本报告发布前的十二个月内，与本报告评论的上市公司不存在投资银行业务关系；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向中银国际证券有限责任公司提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

根据中国证券监督管理委员会《发布证券研究报告暂行规定》等法律法规和监管规定，中银国际证券有限责任公司确认以下事项：在本报告首次发布时，中银国际证券有限责任公司证券自营账户持有本报告评论的上市公司股份未达到/或超过该上市公司已发行股份的1%。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向客户发布。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映中银国际集团成员在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司 2011 版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构：

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 2867 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 2867 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
金融大街 28 号
盈泰中心 2 号楼 15 层
邮编: 100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

英国伦敦嘉能街 90 号
EC4N 6HA
电话: (4420) 7022 8888
传真: (4420) 7022 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371