王朝（0828）

卖出(-17.9%)

2005 年 10 月 31 日

老马迷途

- **王朝的增长率出现衰减**

  王朝上半年的增长率低于行业增长率 20%，市场占有率亦开始被主要竞争对手抛开距离，落后张裕 9.1 个百分点，在销售方面未能突破区域性限制。

- **产能并不构成王朝发展的关键约束**

  我们不认为产能问题是制约王朝发展的关键，事实上市场上对产能的理解存有误解。所以从根本上来说，王朝现在面临的问题是出现管理瓶颈和核心竞争力受到威胁的问题。

- **未来市场竞争更加激烈**

  未来的市场竞争会较现在更加激烈，王朝在年份酒上存有优势，但在产地酒上劣势明显。

- **12 个目标价 2.18 港元**

  王朝现价之 05 及 06 年预测 PE 分别为 16.3 和和 14.3 倍，王朝 04-06 年均复合增长率为 15.7%，我们按照 0.75 倍于 04-07PEG 为其估值，则王朝 12 个月目标价为 2.18 港元，该等目标价将跌破王朝之上市发行价 2.25 港元。因该等目标价距离现价仍有 17.9%下跌空间，建议：卖出。

★1 港元=1.04 人民币

主要数据

行业	消费品-葡萄酒
股价（港元）	2.65
股票代码	0828
已发行股本（亿）	12.45
市值（亿港元）	33.0
52 周高/低（港元）	3.575/2.45
每股净现值（港元）	1.01
主要股东	天津发展控股有限公司 (44.82%) Remy Cointreau S.A. (23.86%)

股价表现

资料来源：彭博资讯

盈利摘要

截止 12 月 31 日 财政年度	2003A	2004A	2005F	2006F	2007F
收入（百万港元）	681	820	957	1087	1230
变动（%）	(3.0)	20.4	16.7	13.6	13.2
净利润（百万港元）	120	169	202	231	262
每股收益（港元）	0.10	0.14	0.16	0.19	0.21
变动（%）	7.7	41.4	19.4	14.2	13.5
市盈率（倍）	27.6	19.5	16.3	14.3	12.6
每股派息（港元）	0.06	0.06	0.06	0.06	0.07
息率（%）	2.30	2.30	2.14	2.45	2.78

资料来源：公司资料、第一上海

投资摘要

老马迷途，股价或向发行价格回归

王朝的盈利增长率出现衰减，市场占有率亦开始被主要竞争对手抛开距离，在销售方面未能突破区域性限制。

我们不认为产能问题是制约王朝发展的关键，事实上市场上对产能的理解存有误解。所以从根本上来说，王朝现在面临的问题是出现管理瓶颈和核心竞争力受到威胁的问题。

未来的市场竞争会较现在更加激烈，王朝在年份酒上存有优势，但在产地酒上劣势明显。

王朝现价之 05 及 06 年预测 PE 分别为 16.3 和和 14.3 倍，王朝 04-06 年均复合增长率为 15.7%，我们按照 0.75 倍于 04-07PEG 为其估值，则王朝 12 个月目标价为 2.18 港元，该等目标价将跌破王朝之上市发行价 2.25 港元。因该等目标价距离现价仍有 17.9%下跌空间，建议：卖出。

正面因素

- 葡萄酒行业发展迅速。
- 灌装产能扩张能满足未来销售增长需求。
- 公司现金充足。
- 公司于行业里位居三甲。

负面因素

- 在销售方面受到主要竞争对手钳制。
- 综合产能受到约束。
- 行业竞争有加剧倾向。
- 葡萄产地非最优。

本报告不可对加拿大、日本、美国地区及美国国籍人士发放

老马迷途

盈利增长率低于行业平均

王朝上半年营业额及利润分别上升 14.9%和 15.5%，但较张裕的 42%和 50%远为低，甚至低于行业平均增长率 20%。中国葡萄酒信息网资料显示，05 年上半年，葡萄酒行业销售额和销量分别为 42 亿元和 20.5 万吨，分别比去年同期上升 20%和 17.4%。

虽位于三甲，但正被竞争对手抛开距离

王朝一直位于国内三大葡萄酒品牌行列，但在市场占有率方面和品牌知名度方面要落后于张裕和长城。于 04 年底，王朝的市场占有率落后于张裕和长城 6.6 和 4.4 个百分点。但于 05 年中期，王朝的市场占有率落后于张裕 9.1 个百分点（图表一）。

图表一：中国主要葡萄酒公司市场占有率

	04 年营业额（亿元）	市场占有率（%）	05 年上半年营业额（亿元）	市场占有率（%）
王朝	8.5	11.4%	5.3	12.6%
张裕	13.4	18.0%	9.1	21.7%
长城	11.76	15.8%	无	无
-华夏	5.1	6.8%	无	无
-长城	3.9	5.2%	无	无
-烟台	2.8	3.8%	无	无
全国	74.3		42	

资料来源：中国葡萄酒信息网、第一上海

上面的数字反映出一个信号，那就是王朝固有的区域垄断优势和市场地位受到了竞争对手的侵蚀，而在行业地位上正在从一个领导者蜕变为一个跟随者。

未能突破区域限制

王朝的优势销售区域在华东地区，占到总体市场销售的 60%。但王朝的保守政策取向和在其他区域销售的逡巡不前令到其整体市场影响力在下降。我们注意到今年葡萄酒消费真正增长快速的地区并非传统的华东、华南和华北地区，而是类似福建、安徽、新疆、湖南、湖北等以前葡萄酒销售渗透率不高的省份，该等地区葡萄酒销售 05 年上半年增长从 50%到 350%不等。

相比之下，张裕、长城正在形成全国范围内的影响力。

本报告不可对加拿大、日本、美国地区及美国国籍人士发放

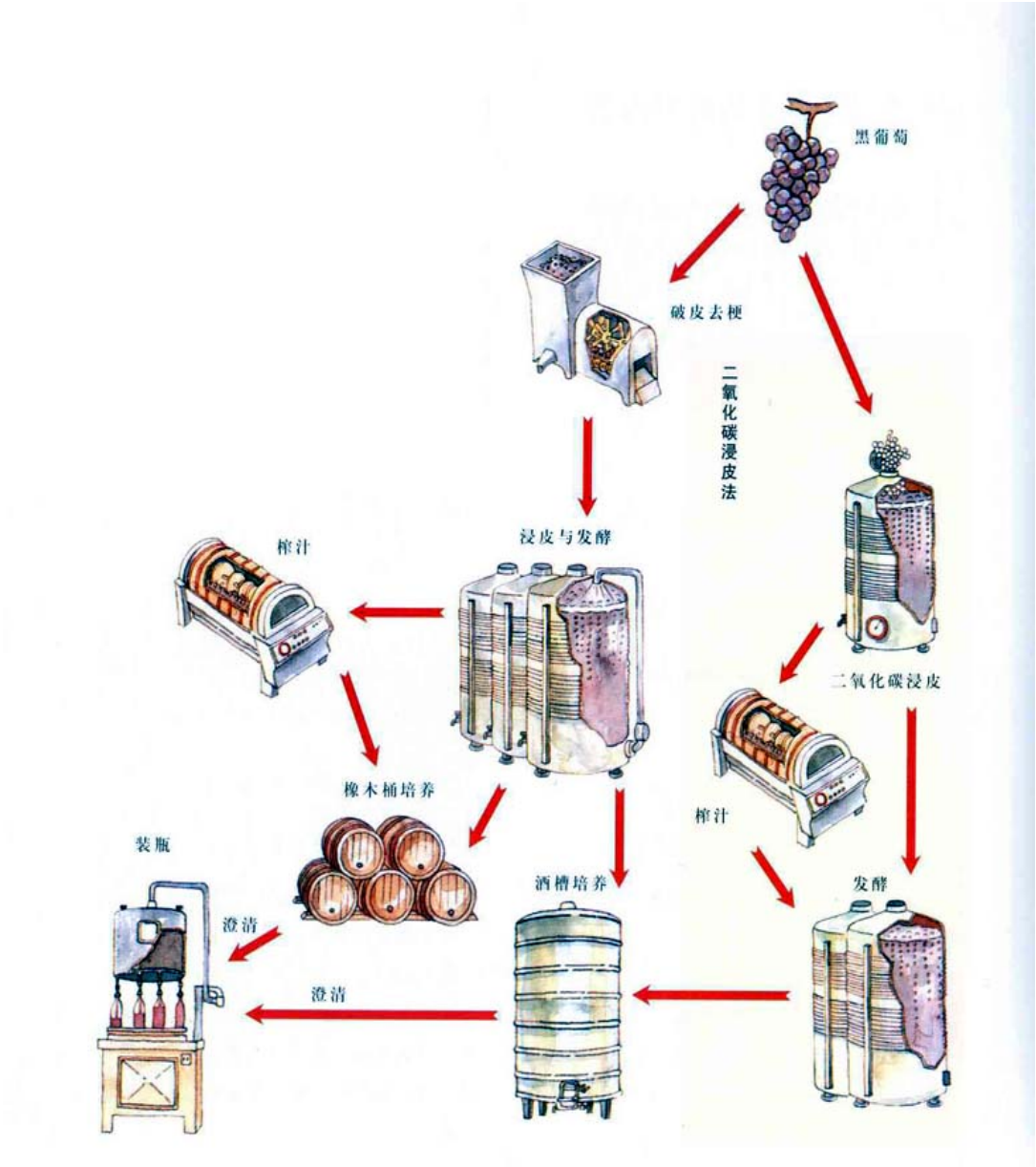
产能不是关键问题

灌装产能

王朝的灌装产能最为惹人注目，市场甚至理解王朝今年的增速受限是受产能所限制，不过我们理解灌装产能上升并不能解决公司于未来发展中面临的真正问题。

葡萄酒的生产涉及到葡萄种植、葡萄汁榨取、酿造、灌装和窖藏等工序，所以过多的关注灌装产能显得片面。如图表二，葡萄酒酿造工序中灌装仅为最后一道工序而已。一条 1 万吨灌装线的投入仅亿元左右，并非非常浩大的投资。王朝 05 年的产能为 3.5 万吨，但是属正常两班情况，如果开足三班，实际有效产能可扩至 4 万吨。而王朝计划 06 年灌装产能增至 5 万吨，08 年增至 7 万吨，而实际有效产能数字可以高过这个数字。

图表二：红葡萄酒酿制工序



资料来源：中国葡萄酒信息网

本报告不可对加拿大、日本、美国地区及美国国籍人士发放

葡萄和葡萄汁供应能力

目前王朝的葡萄园基地共约 3 万亩，分别分布在宁夏、天津、山东以及河北等地区，公司和基地内的农户签定供应合同，然后有专业人员负责管理和生产指导。目前各产区可分别提供约 30%、20%、10%和 10%的葡萄汁来源，剩余部分则需向外采购葡萄汁。一般葡萄母产在 1-1.5 吨，而葡萄酒在酿制过程中需有损耗率，所以如果王朝葡萄基地不能增加的情况下，未来需更多的外购方能满足需求。

酿制、窖藏能力

我们可以在葡萄酒酿制的工序中看到有三种工序，一种是二氧化碳浸皮后榨汁、发酵、酒精培养后灌装；一种是破皮、浸皮发酵、酒精培养后灌装；还有一种是破皮、浸皮发酵、榨汁、橡木桶培养后灌装，而第三种需要的时间一般比较长，一般用于酿制高级葡萄酒。

目前王朝的发酵罐共计 3 万吨左右的发酵能力，而橡木桶培养和窖藏能力约计 4000 吨左右，其中接近 3000 吨为新增。由于高档葡萄酒一般需要数年的橡木桶培养时间，所以该等葡萄酒供应能力暂时不能有效扩大。而对于普通红葡萄酒，如果只采用前两种工序，时间可以缩短至数月内完成，如此可以保证葡萄酒供应。

产能不是关键问题

对于葡萄酒生产商来说，综合产能是当然一个比较重要的问题。但产能并不能决定公司的优劣，更不能决定长期发展的趋势。品牌影响力、销售渠道建设、长期竞争战略及企业管理能力的因素更为重要。

本报告不可对加拿大、日本、美国地区及美国国籍人士发放

发展前景

管理能力瓶颈

随着葡萄酒消费者的认知能力提高，对葡萄酒生产公司的管理水平会提出更多挑战。这中间有品牌管理、市场营销和消费者期望的管理等问题。王朝在今年上半年于行业高速成长和竞争对手大量投入的前提下营销费用却较去年同期有所下降，今年上半年，张裕和长城的市场营销售费用分别比去年同期上升 75%和 70%，其中广告费用分别比去年同期上升 89%和 80%，而王朝是下降 2%。这说明张裕和长城对市场做了准确的判断和积极的应对，同时也暴露了王朝管理层对市场判断的失误。决策失误方是王朝于今年上半年市场份额落后的真正因素。

未来的市场竞争会更加激烈

葡萄酒行业虽然高速发展，但未来的市场竞争却相对而言更加激烈。

1、葡萄酒由于葡萄酒业相对较高的毛利率（50%左右）和相对较高的净利率（20%左右）仍会不断吸引新的葡萄酒厂商加入，从而加剧行业竞争，尤其低端葡萄酒市场的价格战会比较激烈。

2、进口葡萄酒关税从 65%降至 14%，成品葡萄酒进口量会上升，对高端葡萄酒市场造成压力。

国家从 04 年开始取消半汁葡萄酒，并禁止虚假年份酒销售，这对王朝等大型葡萄酒厂商来说比较有利，该等政策会使一些不合规的葡萄酒厂商退出，所以总体上会促使葡萄酒行业的集中率。

但在高端酒方面，随着消费者认知能力的提高，会更多的从过去的年份酒消费转往产地+年份酒消费。而王朝目前既无庄园酒，亦无好的葡萄产地，葡萄酒消费中比较流行的海岸、纬度等消费概念均让王朝处不利地位。

本报告不可对加拿大、日本、美国地区及美国国籍人士发放

估值

基础假设和盈利预测

按照我们的基础假设，我们预测 05 年及 06 年公司每股盈利分别为 0.16 和 0.19 港元，05-07 年公司营业额和每股盈利年均复合增长率分别为 14.5%和 15.7%。预测公司未来三年派息比例在 35%水平，05 年派息为 6 港仙。

图表三：基础假设和预测经营指标

截止 12 月 31 日财年	2003A	2004A	2005F	2006F	2007F
毛利率	50.9%	53.1%	52.5%	52.8%	53.0%
经营利润率	24.2%	27.9%	28.8%	28.9%	29.0%
税前利润率	24.0%	27.8%	28.7%	28.8%	28.9%
净利润率	17.6%	20.6%	21.1%	21.2%	21.3%
权益回报率	25.1%	39.2%	15.7%	16.7%	17.7%
销售额增长率	-3.0%	20.4%	16.7%	13.6%	13.2%
经营利润增长率	2.3%	38.9%	20.3%	14.1%	13.5%
税前利润增长率	2.7%	39.2%	20.3%	14.2%	13.5%
净利润增长率	2.9%	41.4%	19.4%	14.2%	13.5%
存货周转天数	98	95	97	98	98
应收款周转天数	48	42	44	44	44
应付款周转天数	20	16	18	17	17
有效税率	27.0%	25.6%	26.0%	26.0%	26.0%

资料来源：公司资料、第一上海

目标价 2.18 港元，建议：卖出

王朝现价之 05 及 06 年预测 PE 分别为 16.3 和和 14.3 倍，王朝 04-06 年均复合增长率为 15.7%，我们按照 0.75 倍于 04-07PEG 为其估值，则王朝 12 个月目标价为 2.18 港元，该等目标价将跌破王朝之上市发行价 2.25 港元。因该等目标价距离现价仍有 17.9%下跌空间，建议：卖出。

本报告不可对加拿大、日本、美国地区及美国国籍人士发放

损益表

截止 12 月 31 日财年（百万港元）	2003A	2004A	2005F	2006F	2007F
营业额	681.3	820.1	956.8	1086.5	1229.6
销售成本	(334.3)	(385.0)	(454.5)	(512.8)	(577.9)
毛利	347.0	435.1	502.3	573.7	651.7
其他收入	6.7	4.9	12.0	12.0	12.0
分销成本	(152.9)	(172.5)	(191.4)	(217.3)	(245.9)
一般及行政费用	(36.2)	(38.9)	(47.8)	(54.3)	(61.5)
经营溢利	164.6	228.7	275.1	314.0	356.3
融资成本	(0.8)	(0.7)	(0.8)	(0.8)	(0.8)
除税前溢利	163.8	228.0	274.3	313.2	355.5
税项	(44.2)	(58.3)	(71.3)	(81.4)	(92.4)
除税后溢利	119.6	169.7	203.0	231.8	263.1
少数股东权益	0.0	(0.5)	(1.0)	(1.2)	(1.3)
股东应占溢利	119.6	169.1	202.0	230.6	261.7
股息	75.8	75.8	70.7	80.7	91.6
每股基本盈利（港元）	0.10	0.14	0.16	0.19	0.21
每股派息（港元）	0.06	0.06	0.06	0.06	0.07

本报告不可对加拿大、日本、美国地区及美国国籍人士发放

资产负债表

截止 12 月 31 日财年（百万港元）	2003A	2004A	2005F	2006F	2007F
固定资产	145.4	210.4	315.5	368.0	412.6
商誉	0.0	0.0	9.4	8.5	7.5
递延税资产	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2
非流动资产	**146.7**	**211.7**	**326.1**	**377.7**	**421.3**
应收帐款	83.2	108.1	124.4	141.2	159.8
其他应收帐款	20.4	25.1	28.7	32.6	36.9
存货	195.1	238.9	277.5	315.1	356.6
现金及银行结余	305.9	232.3	856.1	890.5	933.3
流动资产	**604.7**	**604.4**	**1286.7**	**1379.4**	**1486.6**
总资产	**751.4**	**816.1**	**1612.8**	**1757.1**	**1908.0**
应付帐款	29.0	46.1	47.8	54.3	61.5
其他应付及应计款项	164.6	215.8	239.2	271.6	307.4
应付关联公司款项	56.6	14.0	19.1	21.7	24.6
短期银行贷款	14.4	14.4	0.0	0.0	0.0
应付税项	9.3	18.5	22.5	28.6	31.2
应付股息	0.0	75.8	0.0	0.0	0.0
流动负债	**274.0**	**384.6**	**328.7**	**376.3**	**424.7**
股本	167.7	167.7	124.5	124.5	124.5
储备	307.1	260.7	1129.6	1225.0	1328.4
少数股东权益	2.6	3.1	30	30	30
股东权益	**477.4**	**431.5**	**1284.1**	**1379.5**	**1482.9**
负债及股东权益	**751.4**	**816.1**	**1612.8**	**1755.8**	**1907.6**

本报告不可对加拿大、日本、美国地区及美国国籍人士发放

现金流量表

截止 12 月 31 日财年（百万港元）	2003A	2004A	2005F	2006F	2007F
经营业务所得现金净额	165.3	234.6	264.2	318.9	363.2
已付利息	(0.8)	(0.7)	(0.8)	(0.8)	(0.8)
已缴税额	(63.0)	(49.1)	(60.0)	(66.0)	(71.0)
经营业务所得现金净额	**101.5**	**184.8**	**203.4**	**252.1**	**291.4**
购置固定资产	(29.3)	(84.5)	(150.0)	(150.0)	(170.0)
出售固定资产所得额	0.0	0.8	1.0	1.0	1.0
已收利息	6.7	4.9	12.0	12.0	12.0
收购附属公司	(3.6)	0.0	(47.0)	0.0	0.0
投资活动所得现金净额	**(26.2)**	**(78.9)**	**(184.0)**	**(137.0)**	**(157.0)**
发行股份	0.0	0.0	689.5	0.0	0.0
偿还一家中介控股公司款项	0.0	(39.8)	0.0	0.0	0.0
新造短期银行贷款	14.4	14.4	0.0	0.0	0.0
偿还短期银行贷款	(14.4)	(14.4)	(14.4)	0.0	0.0
已付股息	(73.2)	(139.8)	(70.7)	(80.7)	(91.6)
融资活动所得现金净额	**(73.2)**	**(179.6)**	**604.4**	**(80.7)**	**(91.6)**
现金及等同现金（减少）/增加	**2.1**	**(73.7)**	**623.9**	**34.4**	**42.8**
年初现金及等同现金项目	303.9	305.9	232.3	856.1	890.5
年终现金及等同现金项目	**305.9**	**232.3**	**856.1**	**890.5**	**933.3**

本报告不可对加拿大、日本、美国地区及美国国籍人士发放

第一上海证券有限公司

中环德辅道中 71 号
永安集团大厦 19 楼
电话: (852) 2522-2101
传真: (852) 2810-6789

本报告由第一上海证券有限公司(“第一上海”)编制并只作私人传阅。未经批准，不得以任何方式使用或转载本报告之任何内容。此报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作查照之用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的邀请或向人作出邀请或构成对任何人的投资建议。此报告的内容并未有考虑到个别的投资者的投资取向，财务情况或任何特别需要。此报告所载资料在刊出时皆被第一上海认为可靠，但第一上海不能担保其准确性或完整性，而第一上海不会对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任。第一上海或其关连人仕可能会因应不同的假设或因素发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。第一上海或其雇员将不会对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任。第一上海或其关连人仕可能会持有此报告内所提及到的证券或投资项目。

©2005第一上海证券有限公司 版权所有。保留一切权利。