

金枫酒业(600616)

黄酒业绩增长较慢 整合效应尚未体现

——金枫酒业 2008 年报点评

胡春霞 洪婷
021-38676186 021-38676550
huchunxia@gtjas.com hongting@gtjas.com

本报告导读:

- 石库门系列销量下降, 金色年华系列增长较快, 黄酒业绩增长慢于预期。

投资要点:

- 2008 年公司实现营业收入 46.51 亿元, 归属于母公司的净利润 2.07 亿元, 分别同比变化 -18.38% 和 15.32%, 每股收益为 0.57 元, 低于公司之前 0.59 元的业绩承诺。公司于 2008 年 7 月完成资产置换, 置出零售业务, 换入华光酿酒, 公司主营业务出现较大变化, 报表合并范围的改变是公司业绩同比变化较大的主因。扣除零售上半年贡献的利润和食糖的亏损及非经常性损益公司黄酒业务贡献的净利润约为 1.87 亿元。
- 黄酒的收入和毛利略有上升; 白糖业务亏损拖累整体业绩增长。公司黄酒总销量 10.5 万吨, 其中石库门酿酒(原金枫酿酒)约 7.5 万吨, 华光酿酒约 3 万吨。公司黄酒销售收入上升 6.87%, 毛利增长 4.03%, 增长主要来自华光酿酒, 增速低于预期。白糖业务亏损, 拖累整体业绩增长。
- 石库门酿酒业绩持平, 华光酿酒业绩上升, 两企业销售领域完成部分合并, 生产线的融合也在进行之中。石库门酿酒公司的总销量略有下降, 业绩基本持平: 石库门系列酒销量 13000 吨, 略有下降, 而依好和低档酒的销量上升; 华光酿酒的销量和业绩均有一定增长, 其中和酒金色年华系列销量增速较快。目前石库门和华光酿酒的部分销售业务已经统一到母公司新设立的销售公司, 而石库门的部分生产线也开始生产和酒系列, 两者的整合正在进行中, 但整合效果还未体现。
- 处置长期股权投资获得的投资收益增厚业绩。为了进一步聚焦黄酒业务, 公司于 2008 年末转让广西上上糖业 31% 和上海蒙牛乳业 100% 的等非黄酒业务的长期股权投资共获得 3525.8 万元投资收益, 扣除该项投资收益后, 公司每股收益约为 0.47 元。
- 公司计划新增 10 万千升基酒产能, 支撑公司黄酒销量的上升。新增产能一期 4 万千升将于 2010 年建成, 2011 年释放。建成后将实现公司黄酒基酒的完全自供, 为未来上海市外市场的扩展提供产能支撑, 但存在市场开拓失败而导致产能过剩的风险。
- 业绩预测及投资建议: 考虑到经济减速对黄酒消费的负面影响以及上海市外市场开拓前景的不确定性, 我们调低公司 2009-2010 年的业绩到 0.63 和 0.69 元, 维持目标价和谨慎增持评级。

财务摘要(百万元)	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	5,699	4,651	1,023	1,124	1,286
(+/-)%	19.8%	-18.4%	-78.0%	9.9%	14.4%
经营利润(EBIT)	342	231	319	353	411
(+/-)%	-6.5%	-32.4%	38.0%	10.6%	16.6%
净利润	179	208	230	253	295
(+/-)%	23.4%	16.0%	10.5%	10.4%	16.5%
每股净收益(元)	0.49	0.57	0.63	0.69	0.81
每股股利(元)	-	0.20	0.13	0.14	0.16

利润率和估值指标	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
经营利润率(%)	6.0%	5.0%	31.2%	31.4%	32.0%
净资产收益率(%)	19.1%	23.0%	21.1%	19.7%	19.4%
投入资本回报率(%)	14.8%	22.3%	26.5%	28.8%	35.3%
EV/EBITDA	11.8	13.7	12.9	11.6	9.8
市盈率	23.3	20.1	18.2	16.4	14.1
股息率(%)	0.0%	1.8%	1.1%	1.2%	1.4%

请务必阅读正文之后的免责条款部分

评级: 谨慎增持

上次评级: 谨慎增持

目标价格: ¥12.80

上次预测: ¥12.80

当前价格: ¥11.44

2009.03.11

交易数据

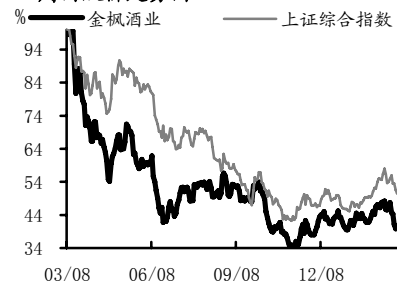
52 周内股价区间(元)	8.65 ~ 27.70
总市值(百万元)	4,288
总股本/流通 A 股(百万股)	366/366
流通 B 股/H 股	0/0
流通股比例	1.00
日均成交量(百万股)	2.9
日均成交值(百万元)	43.7

资产负债表摘要(12/08)

股东权益(百万元)	902.14
每股净资产	2.47
市净率	4.6
净负债率	-6.2%

EPS(元)	2008A	2009E
Q1	0.23	0.25
Q2	0.06	0.09
Q3	0.04	0.03
Q4	0.24	0.25
全年	0.57	0.63

52 周内股价走势图



	1M	3M	12M
升幅(%)			
绝对升幅	-9.7	-1.8	-59.7
相对指数	-10.2	-9.4	-10.7

相关报告

剥离上上糖业 专注黄酒业务
(08.12.04)

黄酒业务稳定 白糖亏损拖累业绩
(08.10.28)

模型更新时间: 2009.03.11

股票研究

非周期性消费品
食品饮料业

金枫酒业(600616)

评级: 谨慎增持

上次评级: 谨慎增持

目标价格: ¥12.80

上次预测: ¥12.80

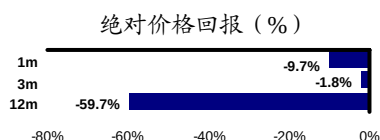
当前价格: ¥11.44

公司网址:

www.jinfengwine.com

公司简介:

公司拥有上海石库门酿酒有限公司、上海华光酿酒药业有限公司两家全资子公司,“石库门”与“和”酒两个中国名牌,二十几种产品系列,六十多种产品。产销量、销售收入、利润等多项指标均为行业第一。



52 周价格范围 8.65~27.70
市值 (百万) 4,288

财务预测 (单位: 百万元)

损益表	2005A	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E
营业收入	4,197.1	4,756.7	5,698.8	4,651.2	1,023.2	1,124.1	1,285.7	1,463.1	1,643.0	1,824.3
营业成本	3,493.5	3,856.5	4,632.5	3,779.8	499.70	546.82	617.65	697.71	782.05	866.88
税金及附加	30.03	33.97	51.72	48.67	20.46	22.48	25.71	29.26	32.86	36.49
营业费用	288.49	344.56	483.94	413.03	102.32	112.42	128.57	146.32	164.31	182.44
管理费用	140.80	155.92	188.47	178.59	81.86	89.94	102.86	117.05	131.45	145.95
EBIT	242.75	365.74	342.14	231.12	318.88	352.54	410.95	472.82	532.41	592.61
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资收益	-1.52	47.06	1.64	34.80	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
财务费用	35.75	37.77	48.25	39.37	30.70	33.73	38.57	43.89	49.29	54.73
营业利润	207.00	343.72	309.55	242.47	288.18	318.81	372.37	428.92	483.12	537.88
所得税	54.20	91.73	79.17	57.39	64.74	71.47	83.26	95.70	107.62	119.67
少数股东损益	54.72	94.98	58.56	-10.77	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润	122.58	145.12	179.05	207.64	229.52	253.41	295.19	339.30	381.57	424.29
资产负债表	2005A	2006A	2007A	2008E	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E
货币资金、交易性金融	194	198	331	188	357	544	827	1,161	1,359	1,604
其他流动资产	1,566	1,539	1,944	591	384	420	477	540	605	672
长期投资	115	85	86	50	49	49	49	49	49	49
固定资产合计	551	679	815	365	626	616	530	422	433	430
无形资产及其他资产	41	51	65	16	15	14	13	12	11	11
资产合计	2,467	2,558	3,247	1,212	1,431	1,644	1,896	2,184	2,458	2,766
流动负债	1,524	1,446	1,892	302	135	145	161	179	197	216
长期负债	61	50	38	0	200	200	200	200	150	100
股东权益	613	729	937	902	1,086	1,288	1,525	1,796	2,101	2,441
投入资本(IC)	1,422	1,593	1,813	802	939	955	908	845	903	947
现金流量表	2005A	2006A	2007A	2008E	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E
NOPLAT	186	289	269	179	249	275	321	369	415	462
折旧与摊销	52	62	68	135	70	80	101	114	114	128
流动资金增量	(166)	(33)	(70)	512	123	(27)	(41)	(46)	(48)	(47)
资本支出	(112)	(200)	(219)	364	(330)	(70)	(14)	(5)	(124)	(125)
自由现金流	(41)	118	48	1,190	112	259	367	432	357	418
经营现金流	158	206	16	833	453	341	395	451	497	560
投资现金流	(57)	(169)	1,169	450	(328)	(70)	(14)	(5)	(124)	(125)
融资现金流	(36)	(33)	58	(802)	43	(84)	(98)	(112)	(176)	(190)
现金流净增加额	65	4	1,244	480	169	187	283	335	197	245
财务指标	2005A	2006A	2007A	2008E	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E
成长性										
收入增长率	14.3%	13.3%	19.8%	-18.4%	-78.0%	9.9%	14.4%	13.8%	12.3%	11.0%
EBIT 增长率	28.7%	50.7%	-6.5%	-32.4%	38.0%	10.6%	16.6%	15.1%	12.6%	11.3%
净利润增长率	43.9%	18.4%	23.4%	16.0%	10.5%	10.4%	16.5%	14.9%	12.5%	11.2%
利润率										
毛利率	16.8%	18.9%	18.7%	18.7%	51.2%	51.4%	52.0%	52.3%	52.4%	52.5%
EBIT 率	5.8%	7.7%	6.0%	5.0%	31.2%	31.4%	32.0%	32.3%	32.4%	32.5%
净利率	2.9%	3.1%	3.1%	4.5%	22.4%	22.5%	23.0%	23.2%	23.2%	23.3%
收益率										
净资产收益率(ROE)	20.0%	19.9%	19.1%	23.0%	21.1%	19.7%	19.4%	18.9%	18.2%	17.4%
总资产收益率(ROA)	5.0%	5.7%	5.5%	17.2%	16.2%	15.5%	15.7%	15.6%	15.6%	15.4%
投入资本回报率	13.1%	18.1%	14.8%	22.3%	26.5%	28.8%	35.3%	43.6%	46.0%	48.8%
运营能力										
存货周转天数	85	85	83	77	247	178	175	175	176	176
应收账款周转天数	52	43	38	32	52	44	43	43	43	43
总资产周转天数	203	193	186	175	471	499	502	509	516	523
净利润现金含量	0.00	1.42	0.09	4.01	1.97	1.35	1.34	1.33	1.30	1.32
资本支出/收入	3%	4%	4%	-8%	32%	6%	1%	0%	8%	7%
偿债能力										
资产负债率	64.2%	58.5%	59.5%	25.0%	23.6%	21.1%	19.2%	17.4%	14.2%	11.4%
净负债率	86.3%	71.7%	55.7%	-6.2%	-9.7%	-22.7%	-37.7%	-50.6%	-55.0%	-59.5%
估值比率										
PE	34.0	28.7	23.3	20.1	18.2	16.4	14.1	12.3	10.9	9.8
PB	6.8	5.7	4.4	4.6	3.8	3.2	2.7	2.3	2.0	1.7
EV/EBITDA	17.0	11.3	11.8	13.7	12.9	11.6	9.8	8.6	7.8	7.0
P/S	0.83	0.88	0.73	0.90	4.07	3.71	3.24	2.85	2.54	2.28
股息率	0.9%	1.5%	0.0%	1.8%	1.1%	1.2%	1.4%	1.6%	1.8%	2.0%

1. 资产置换改变业务合并范围，业绩波动较大

公司于 2008 年完成零售业务的资产置换,同时年底出售了与黄酒主业关联度不大的糖业和持有的其它股权,公司合并范围发生重大变化,具体情况如下:

- 7 月完成资产置换,换出零售业务,置入另一上海知名黄酒企业华光酿酒公司。由于 2008 年下半年的零售业务收入不进入合并报表。零售业务 2008 年账面贡献归属于母公司的利润为 980.15 万元。
- 年底公司出售食糖为主业的广西上上糖业 31%的股权,并获投资收益 2954.2 万元,再加上处置上海蒙牛乳业等子公司股权,2008 年处置长期股权投资的投资收益为 3525.8 万元,增厚每股收益约 0.096 元。

公司营业收入 46.51 亿元,同比下降 18.38%。公司营业利润为 2.54 亿元,同比下降 27.67%,归属于母公司的净利润为 2.08 亿元,同比增加 15.32%,每股收益为 0.57 元,略低于公司之前 0.59 元的业绩承诺,主要原因是石库门系列酒销售受阻以及白糖业务的亏损。

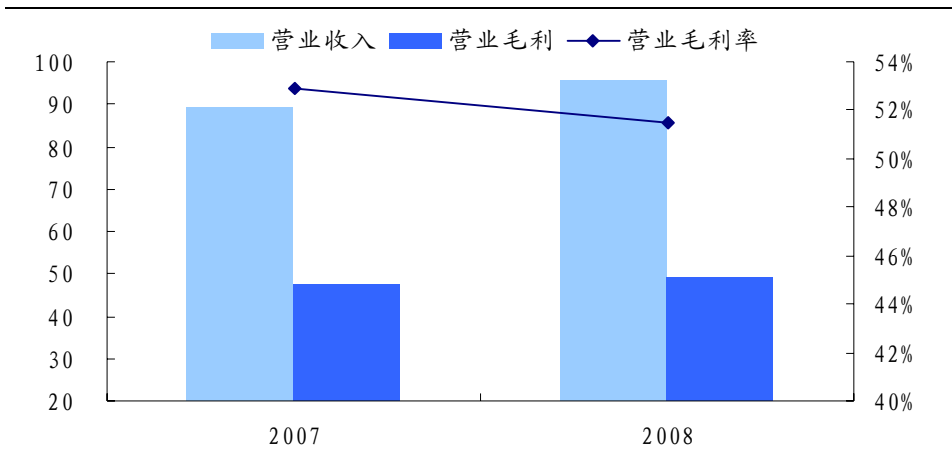
扣除 2008 年上半年零售业务贡献的归属于母公司的净利润、食糖业务的亏损以及各项非经常性损益,公司 2008 年黄酒贡献的净利润约为 1.87 亿元,每股收益为 0.51 元。

公司 09 年的业务主要就是黄酒业务,零售和食糖业务不再计入合并报表。公司账面上的收入将较 08 年有较大下降,但毛利率将有较大的提升,销售费用率将略有上升,管理费用率下降。

2. 黄酒业务略有增长，白糖业务亏损但已转出

2008 年黄酒业务收入为 9.53 亿元,同比上升 6.87%;营业毛利 4.9 亿元,同比增长 4.03%。白糖业务由于糖价低迷,成本上升,子公司广西上上糖业 2008 年亏损 3099.23 万元,但公司已于 2008 年末将其转让。

图 1: 公司黄酒业务的收入,毛利(千万元)和毛利率变化的变化



数据来源: 公司公告, 国泰君安证券

通过资产置换,目前公司黄酒业务主要包括两个公司:石库门酿酒公司(原金枫酿酒)和华光酿酒药业公司。黄酒总销量为 10.5 万吨,其中石库门酿酒公司的销量约为 7.5 万吨,较去年略有下降,主要原因是其石库门系列酒由于市场饱和与经济减速影响影

响，销量较去年下降 1000 吨左右，为 13000 吨，而依好和低档酒销量保持稳定上升；华光酿酒的销量在 3 万吨左右，略有增长，销量的增长主要来自于和酒金色年华系列，08 年销量 6 千吨左右，同比增长 50%以上，餐饮增长 100%。

为了整合两黄酒企业的销售，同时也为了获取税收优惠，公司在两黄酒企业合并后设立了销售公司，两企业的部分销售收入和利润计入该销售公司，所以两子公司的销售收入之和小于公司合并报表中的黄酒业务收入，约有 5309 万元的黄酒业务收入计入销售公司。据我们了解，石库门酿酒的黄酒实际收入与去年同期基本持平，华光酿酒的 actual 收入同比上升。

表 1：公司 2008 年两家黄酒子公司的收入利润情况

	营业收入（万元）	营业利润（万元）	净利润（万元）
石库门酿酒有限公司	51240.91	22132.54	8681.2
华光酿酒药业有限公司	38797.42	18121.03	2682.68

数据来源：公司公告，国泰君安证券

3. 两大黄酒公司正处融合阶段，整合效应尚未体现

金枫酒业合并华光酿酒使得公司拥有了两个知名黄酒品牌“石库门”和“和酒”，成为国内最大的黄酒生产企业，但如何使这两大品牌，两大黄酒公司充分融合，发挥“1+1>2”的整合效应，公司还需要在销售、生产、管理等各个领域进行磨合。

目前公司已通过设立新的销售公司统一销售石库门和华光酿酒的产品，销售领域的合并已经开始；2008 年末石库门酿酒开始生产部分和酒系列产品，生产线的融合也已进行。但由于公司目前还未完成品牌梳理，未来的品牌策略还未明确，而石库门系列和和酒金色年华系列在产品档次上有一定的交叉，使得 2008 年两者的销量出现此消彼长的状况，黄酒整体收入增长较慢，整合效应尚未体现。

4. 新增产能为未来上海市外市场的发展提供支持

公司计划于子公司石库门酿酒公司新增年产 10 万千升的黄酒产能，一期新增 4 万千升产能将于 2009 年投产，2010 年竣工，2011 年释放产能。

由于上海市内黄酒市场接近饱和，竞争激烈。市外市场的开拓将是公司未来业绩增长的主要推动力量，公司新增的 4 万千升产能为公司未来市场的开拓提供产能支撑。但由于上海市外市场除江浙以外，对黄酒的认识和接受度都较低，市场开拓具有较大的不确定性，新增产能可能会出现产能过剩的风险。

5. 盈利预测和投资建议

我们认为公司 2009 年仍将以整合两大黄酒公司为主要任务，理顺两者在销售、生产和管理各方面的关系，发挥两者的整合效应。

公司预计公司黄酒销量在 2009-2011 年按年均 10%的增速增长，但我们认为由于遭遇 2008 年下半年开始的经济寒流，酒类消费将受到一定的抑制，公司在上海市内的黄酒市场所面临的竞争将愈加激烈，上海市外市场的开拓的难度也有所加大，我们预计

2009-2010 年的销量增速将稍低于公司预期，预计增速在 8-9%，吨酒价格基本保持不变，到 2011 年随着经济回暖和公司新增产能的释放，销量增速将有所上升。2009 年公司黄酒业绩的增长主要来源于以下几个方面：

- 石库门酿酒和华光酿酒两家公司的黄酒销量的增长。
- 由于合并之前华光酿酒部分产品销售给大股东冠生园集团，属于内部交易，价格偏低，08 年上半年华光酿酒的利润偏低，09 年华光酿酒的产品全部对外销售，利润上升。
- 通过生产技术的改造，08 年底公司已经能够为华光酿酒的和酒三年陈的产品提供 60%的基酒，预计 09 年华光酿酒的基酒自给率能达到 80-85%，和酒系列产品的毛利率将有一定的提升。

考虑到经济减速对黄酒消费的负面影响以及上海市外市场开拓前景的不确定性，我们调低公司 2009-2010 年的 EPS 到 0.63 和 0.69 元，相对于目前的价格，公司 2009 年的 PE 为 18.2 倍，维持目标价和谨慎增持评级。

作者简介:

胡春霞: 武汉大学金融学硕士, 国泰君安证券食品饮料行业研究员, 从业五年。

2008 年新财富食品饮料行业最佳分析师。

洪婷: 浙江大学金融学硕士, 2007 年 7 月加入国泰君安研究所, 目前从事食品饮料的研究工作。

免责声明

本报告的信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能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。

本报告版权仅为我公司所有, 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、刊发, 需注明出处为国泰君安证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

国泰君安证券股票投资评级标准:

增持: 股票价格在未来 6~12 个月内超越大盘 15%以上;

谨慎增持: 股票价格在未来 6~12 个月内超越大盘幅度为 5% ~ 15%;

中性: 股票价格在未来 6~12 个月内相对大盘变动幅度为-5% ~ 5%;

减持: 股票价格在未来 6~12 个月内相对大盘下跌 5%以上。

国泰君安证券行业投资评级标准:

增持: 行业股票指数在未来 6~12 个月内超越大盘;

中性: 行业股票指数在未来 6~12 个月内基本与大盘持平;

减持: 行业股票指数在未来 6~12 个月内明显弱于大盘。

国泰君安证券研究所

上海

上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层

邮政编码: 200120

电话: (021) 38676666

深圳

深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层

邮政编码: 518026

电话: (0755) 23976888

北京

北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层

邮政编码: 100140

电话: (010) 59312799

国泰君安证券研究所网址: www.askgtja.comE-MAIL: gtjaresearch@ms.gtjas.com