



食品饮料行业研究小组 滕文飞

☎ 021-53519888-1969

✉ terencelss@hotmail.com

主业发展平稳 期待业绩拐点

基本数据 (09H1)

报告日股价 (元)	15.13
12mth A 股价格区间 (元)	8.65/18.68
总股本 (百万股)	365.56
无限售 A 股/总股本	100%
流通市值 (百万元)	5,604.03
每股净资产 (元)	2.49
PBR (X)	6.16
DPS (Y08, 元)	0.2

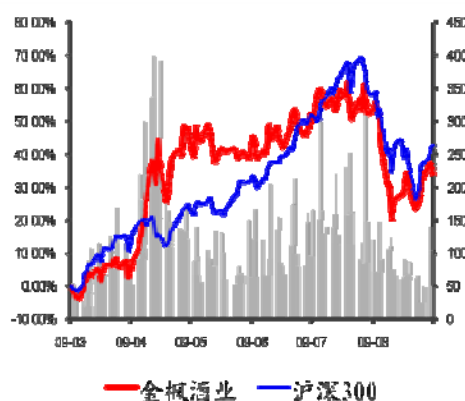
主要股东 (09H1)

上海市糖业烟酒(集团)有限公司	32.90%
农行-中邮核心优选基金	4.99%
农行-中邮核心成长基金	4.89%

收入结构 (09H1)

黄酒	99.83%
----	--------

最近 6 个月股价与沪深 300 指数比较



相关编号：09TWF-CT25

■ 报告背景：

近期我们对上海金枫酒业公司进行了实地调研,本报告对此次调研情况进行梳理总结。

■ 主要观点：

上半年黄酒业务收入微增

公司上半年黄酒收入同比微增 0.88%; 毛利率提高 2.12%, 达到 55.63%。上半年公司“石库门”和“和酒”已销售 8000 多吨, 全年目标 2 万吨左右。其中“石库门”的销量上半年有所下滑, “金色年华”的销量增长平稳。预计今年公司黄酒的总体销量将与去年持平或略高。

牢固占据上海市场 整合效应在持续

公司在上海市场的份额稳固, 为业绩稳定增长提供了良好基础。在整合过程中, “和酒”已开始享受到金枫的基酒优势。目前“和酒三年陈”与“和酒五年陈”已开始使用金枫提供的基酒, 预计 2010 年底基酒自给率实现 100%, 到时可为公司节省上千万元。

上海世博会或为公司发展契机

我们认为公司取得世博会黄酒指定品牌的概率较大。世博会召开期间是黄酒销售的淡季, 公司预计世博的召开对明年实际业绩提升的影响可能有限, 但世博会或将成为公司提高全国品牌知名度的契机。

投资建议：

未来六个月内, 维持“跑赢大市”评级

预计公司 09、10 年 EPS 分别为 0.45 元、0.65 元; 对应的动态市盈率为 33.74 倍、23.59 倍。黄酒行业未来具有广阔的发展空间。若公司能在外埠市场的开拓上取得成效, 将使业绩有较大幅度的提升, 同时公司将受益于明年上海召开的世博会。我们看好公司中长期的发展前景, 建议逢低介入, 长期持有, 维持公司“跑赢大市”评级。

■ 数据预测与估值：

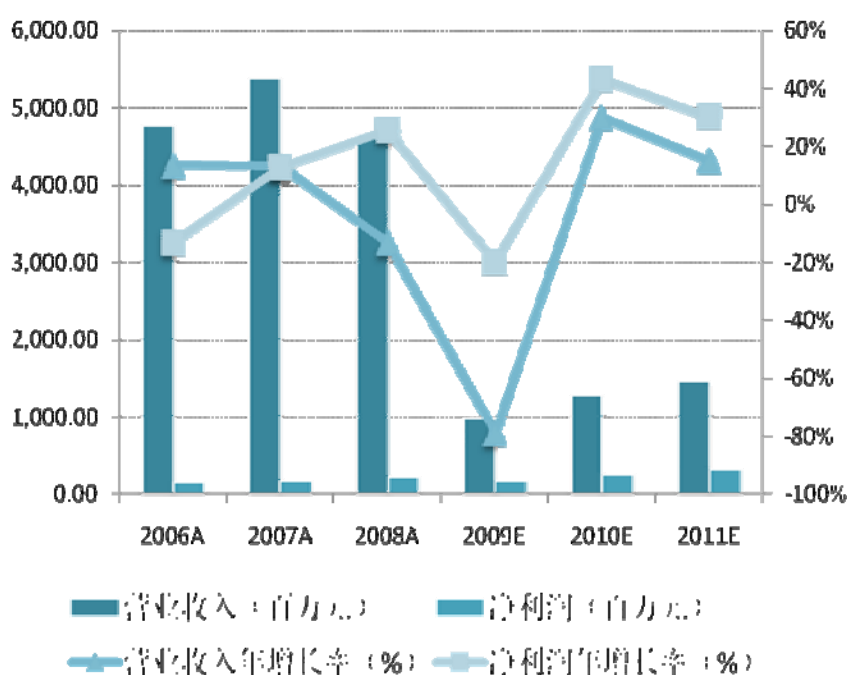
至 12 月 31 日 (¥.百万元)	2007A	2008A	2009E	2010E
营业收入	5,372.38	4,651.23	976.76	1,269.79
年增长率 (%)	13%	-13%	-79%	30%
归属于母公司的净利润	165.50	207.64	166.11	237.54
年增长率 (%)	12%	25%	-20%	43%
每股收益 (元)	0.45	0.57	0.45	0.65
PER (X)	34.07	26.89	33.74	23.59

注：有关指标按最新总股本为 365.56 百万股计算

一、上半年黃酒業務收入微增

公司上半年實現營業收入 4.74 億元，同比下降了 86.29%；實現營業利潤 0.95 億元，較去年同期下降了 28.03%；歸屬於母公司所有者的淨利潤為 8148.51 萬元，比去年同期下降了 37.43%。基本每股收益為 0.22 元。上半年營業收入大幅下降的原因是公司在 08 年剝離了食品零售業務和上上糖業之後，從多元化經營轉變為專一的黃酒生產經營所致。如果同比黃酒業務的數據，則公司上半年黃酒收入同比微增 0.88%；毛利率提高 2.12%，達到 55.63%。2008 年公司黃酒銷量為 10.5 萬千升，占全國份額的 13%；今年上半年公司“石庫門”和“和酒”已銷售 8000 多噸，全年目標 2 萬噸左右。其中“石庫門”的銷量上半年有所下滑，“金色年華”的銷量增長平穩。其它中低端品種的銷量增長保持平穩，預計今年公司黃酒的總體銷量將與去年持平或略高。

圖 1 金楓酒業 2006-2011 年業績預測圖

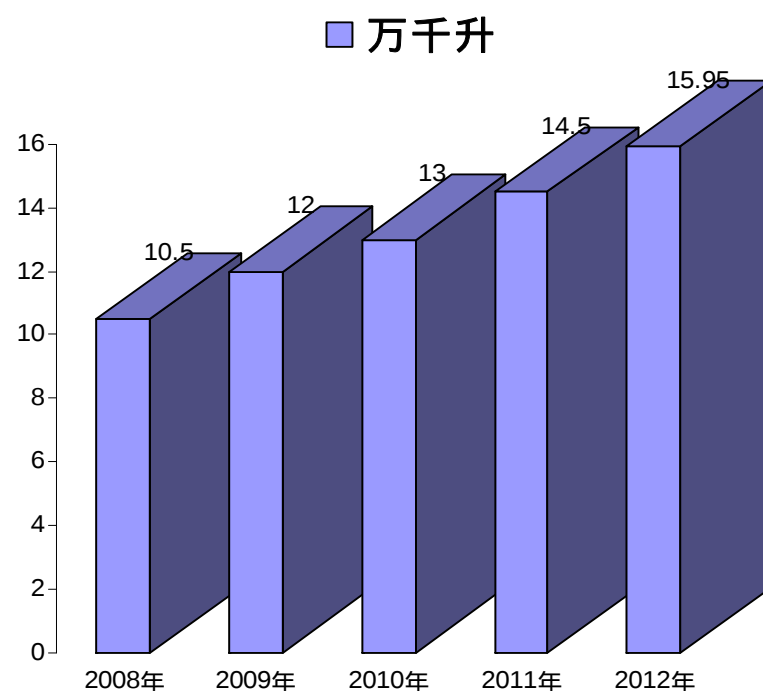


數據來源：公司定期公告 上海證券研究所

二、基酒储备充足 产能继续扩张

目前公司基酒储备充足，同时新建黄酒产能 10 万吨的规划也在实施当中。规划一期新增产能为 4 万吨，是对现有 4 万吨项目的改造挖潜，预计在明年 9 月竣工投产；二期 6 万吨产能则为新建。最终在石库门酒厂中形成年产 14 万吨的黄酒生产能力，加上上海枫泾酒厂和淀山湖酒厂（可能面临搬迁）的生产能力，使上海石库门酿酒有限公司达到年产 18 万吨/年的生产能力，成为中国最大的黄酒生产基地。公司 08 年黄酒销量在 10 万吨左右，产能扩建将有效保证公司的销售增长。从长远来看，在黄酒行业竞争激烈，产能不断向行业龙头公司集中的趋势下，提早做好产能储备有助于提高公司竞争力，为将来在全国市场的发展打下基础。

图 2 石库门酿酒公司产量规划



数据来源：公司公告，上海证券研究所

三、牢固占据上海市场 整合效应持续

销售区域：从公司目前的销售数据看，销售收入中 80%来自于上

海市场，20%来自于江苏市场。上海市场是全国黄酒市场中利润率最高的市场。在上海市场，公司约占据 60%的市场份额。公司在上海市场的份额稳固，为业绩稳定增长提供了良好基础。

制造工艺：公司拥有全国单体规模最大的黄酒生产基地，是行业内酿造技术最先进，唯一实现全年酿造且产品合格率 100%的企业。作为海派黄酒的代表，公司拥有上海市黄酒企业技术中心，从生产工艺改进到产品研发均具有独特优势。

产品结构：在 08 年把上海本地的两大黄酒品牌整合后，“石库门”与“和酒”成为公司两大支柱性品牌。目前公司的高端酒利润率最高，但主要以团购定制为主，量比较少，主要体现了公司品牌和文化特色。主要利润贡献来自于中高端产品，如“石库门”、“和酒·金色年华”、“和酒·十年陈”等。“依好”和“和酒三年陈”等中低端品牌利润率低，但销量很大，起到保持市场份额的作用。

营销策略：目前公司产品的“二八现象”十分明显，即销量较小的中高端产品贡献大部分利润；销量大的中低档产品贡献利润反而少。目前公司的广告投放仍以“石库门”、“和酒”为主，意在打造中高端品牌，虽然中高端产品增长速度较慢，但能够体现公司的品牌形象和价值，是未来的主要发展方向；短期仍需以中低端产品来维持市场份额和销量。

整合效应：在公司 2 个品牌的整合过程中，“和酒”已开始享受到金枫的基酒优势。目前“和酒三年陈”与“和酒五年陈”已开始使用金枫提供的基酒，基酒自给率已分别达到 80%和 40%左右，余下的外购。预计在今年底自给率将分别达到 90%和 50%左右。2010 年“和酒”主要产品的基酒自给率有望达到 100%，到时可为公司节省上千万元。但在销售、市场等方面的资源整合中，渠道共享也给公司 2 大产品的同质化竞争带来困扰。公司未来仍将坚持双品牌发展的思路，集成品牌资源与内在优势，同步做强做大“石库门”与“和酒”两个名牌，并使产品特点差异化，定位不同的消费群体。我们看好公司在产品创新及市场挖掘方面的潜力。

四、公司发展离不开黄酒行业的发展

在我国《食品工业“十五”发展规划》“重点发展葡萄酒、水果酒，积极发展黄酒，稳步发展啤酒，控制白酒总量”的方针指引下。

低度、营养丰富的黄酒未来发展前景广阔。黄酒行业经过近年的快速发展，生产技术取得突破，生产规模逐渐扩大，生产方式不断进步。同时黄酒行业也存在着无序竞争、消费主要集中在长三角一带，尚未成为全国性酒种、中高端产品的销售受到经济影响销量下降等问题。我们认为随着黄酒消费习惯的逐渐普及和培养，行业内有竞争力的企业将会拥有更广阔的发展空间。而公司目前拥有“石库门”、“和酒”等业内知名度较高的品牌，拥有稳固的消费群体，坚持差异化、高品质发展的道路，这些都将为公司进一步发展提供助力。我们看好公司以上海为中心向全国进行品牌推广的实力。

五、上海世博会或为公司发展契机

金枫黄酒 1939 年建厂，今年是 70 年庆。公司对于今年的厂庆及明年的上海世博会都会作专门的营销策划。目前公司的产品已进入了世博会国企展示馆，是惟一的黄酒品牌。但是否成为世博会指定用酒，目前尚无定论。由于白酒、乳制品等行业均已确定了世博会指定品牌，且均为行业内知名品牌。我们认为公司取得世博会黄酒指定品牌的概率较大。世博会召开期间是黄酒销售的淡季，公司预计世博的召开对明年实际业绩提升的影响可能有限，但世博会或将成为公司提高全国品牌知名度并打开外埠市场的契机。公司目前也在积极与世博局洽谈有关世博会赞助和合作事宜，并将尽力把握机会提高公司的品牌知名度。我们认为世博会的召开对公司明年的产品销售有推动作用，但对公司今后发展的影响更为深远。

六、风险提示

一、若今年四季度大闸蟹销售不佳的情况再次出现，则黄酒销售也将受到一定影响。

二、世博会召开期间为黄酒传统的消费淡季，上海黄酒消费被拉动的幅度可能有限，或导致公司 2010 年的业绩增长幅度低于预期。

七、投资建议

预计公司 09、10 年 EPS 分别为 0.45 元、0.65 元；对应的动态市盈率为 33.74 倍、23.59 倍。公司所在的黄酒行业未来具有广阔的

发展空间。若公司能在外埠市场的开拓上取得成效，将使业绩有较大幅度的提升，同时公司将受益于明年上海召开的世博会。我们看好公司中长期的发展前景，建议逢低介入，长期持有，维持公司“跑赢大市”评级。

八、附表

附表 1 金枫酒业损益简表及预测（单位：百万元人民币）

指标名称	2007 A	2008 A	2009 E	2010 E
营业总收入	5372.38	4,651.23	976.76	1,269.79
营业总成本	4453.5	4,443.56	740.83	938.29
营业税金及附加	41.36	48.67	40	60
销售费用	397.76	413.03	180	240
管理费用	162.59	178.59	120	140
财务费用	46.06	39.37	2	3
投资收益	1.61	34.8	1.2	2
营业外收入	13.99	20.72	20	22
营业外支出	7.13	8.93	1	1
利润总额	293.57	254.26	215.73	308.49
所得税费用	70.05	57.39	49.62	70.95
净利润	223.52	196.87	166.11	237.54
归属于母公司所有者的净利润	165.5	207.64	166.11	237.54
少数股东权益	58.02	-10.77	0	0
每股收益（元）	0.45	0.57	0.45	0.65

数据来源：公司定期报告 上海证券研究所整理

分析师承诺

分析师 郭昌盛 滕文飞

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，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意见或观点直接或间接相关。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级		定 义
超强大市	Superperform	股价表现将强于基准指数 20%以上
跑赢大市	Outperform	股价表现将强于基准指数 10%以上
大市同步	In-Line	股价表现将介于基准指数±10%之间
落后大市	Underperform	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级		定 义
有吸引力	Attractive	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	Neutral	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数±5%
谨慎	Cautious	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

在法律允许的情况下，我公司或其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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责条款具有修改权和最终解释权。