

期待高弹性的到来

谨慎推荐 维持评级

核心要点:

- 与葡萄酒相同,作为酒桌上的可选消费品,黄酒将随着宏观经济的逐步迈入复苏,可望呈现较高的业绩弹性。从公司产品看,去年年底到今年年初,是黄酒销售低谷,高端产品受经济危机影响大;从3月份开始反弹,一季度销售持平,度过二季度销售淡季,第三季度的7、8月份比预期好,修复程度好,预计今年总体销售不比去年差。未来随着宏观经济提速,有望成为食品饮料行业亮点之一。
- 公司今年中报归属于母公司净利润备考数据同比下降37%,源于资产置换追溯调整,实际上的业绩表现与此不同。2008年实施资产置换及股权转让后,公司从多元化经营转变为黄酒业务专业化经营,产业结构和资产规模与上年同期相比发生了重大变化,因此未来业绩变化不会重复上半年情况。
- 虽然黄酒行业格局发生了微妙变化,沪外部分公司开始强力开拓市场,但金枫通过加大整合动作(如全部归并)、产品结构调整、抓住世博会营销机会、全国市场前期准备和产能扩张等方面的工作,为稳固上海市场地位和拓展全国市场份额打好了基础。公司在上海市场份额为60%左右,面对市场环境变化,公司在做好产品结构调整的同时,还开发了高端定制酒;做好世博会指定酒的申请工作,如果成行将成为推动上海黄酒的良好机会;今年新增10万吨一期4万吨项目明年投产后,公司黄酒产能将达到(13,15)万吨。
- 黄酒行业2008年显示了与葡萄酒行业相类似的受宏观经济变化影响较大的特点,当月产量增速在6、10月份出现了负值,进入2009年1月份后,增速再次小幅负增长,不过从2009年2月份以来,运行趋势向好,快速盘升到去年同期30%以上水平附近,其中上海当月产量增速年内表现最为稳定。
- 在酒行业中,公司09和10PE均位列15位,低于36和26倍中位数;我们预计公司09和10EPS分别为0.5和0.6元左右,在食品饮料行业中,具备一定的相对投资价值。

主要财务指标

	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入(百万元)	5372	4651	951	1090	1230
净利润(百万元)	166	208	1830	2192	2922
摊薄 EPS(元)	0.45	0.57	0.5	0.6	0.8
PE(X)	32.3	25.5	29.1	24.2	18.2

资料来源: 中国银河证券研究所

分析师

董俊峰

✉: dongjunfeng@chinastock.com.cn

☎: (8610)6656 8780

博客: <http://dongjunfeng.blog.cnstock.com>

市场数据 时间 2009.09.28

A 股收盘价(元)	14.54
A 股一年内最高价(元)	18.68
A 股一年内最低价(元)	10.76
上证指数	2763
市净率	5.8
总股本(万股)	36556
实际流通 A 股(万股)	36556
限售的流通 A 股(万股)	0
流通 A 股市值(亿元)	53

相关研究

1. 金枫酒业(600616): 战略合作伙伴模式开始实施 09.05.27
2. 金枫酒业(600616): 整合成效开始显现 09.03.10
3. 金枫酒业(600616): 主业集中大幅提高估值水平 08.12.29

目 录

一、宏观：决定行业发展进程.....	1
二、黄酒行业：等待迈出阶段低谷.....	1
（一）未来发展空间广阔.....	1
（二）行业数据：当月增速迅速回升.....	2
三、稳步整合 期待高弹性到来.....	4
四、公司估值分析：	5

一、宏观：决定行业发展进程

GDP 增长等因素铸就酒类行业发展的基石，也是保障行业可持续性发展的根本，随着全球经济危机的发展，2009 年第四季度及未来若干年行业发展驱动因素能否发生变化，成为行业投资关注点。

银河证券预测 2009 年四季度经济不会二次探底。四季度基建投资将延续高增长，房地产投资将恢复高增长，两轮驱动，投资将继续高增长。消费在农村消费、房产消费和汽车消费的带动下有望保持稳定较快增长。近期世界经济企稳复苏迹象越来越明显，出口四季度有望继续好转。四季度经济增速将创年内新高，不会二次探底。

二、黄酒行业：等待迈出阶段低谷

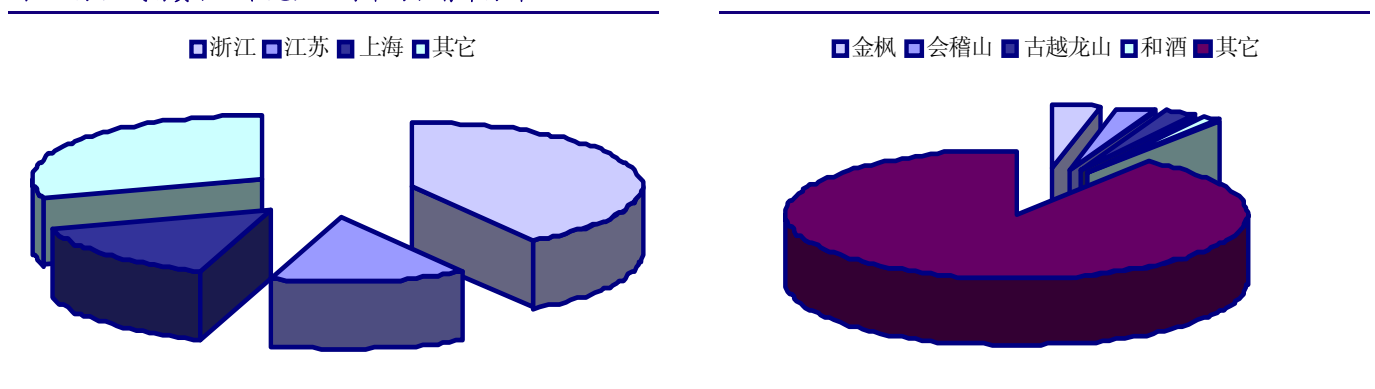
（一）未来发展空间广阔

黄酒是世界上最古老的酒类之一，与啤酒、葡萄酒并称为世界三大古酒，源于中国，且唯中国有之，至今约6000年以上的历史。

（1）作为传统文化消费意义上的黄酒，在漫长的历史长河中，已经度过了成长期和成熟期，在2000年左右已经处于衰退期。

（2）但是，随着行业内龙头生产商开始运用快速消费品营销策略进行产业创新，以中高端黄酒为主力品种，发力餐饮及商超等通路，参与区域和全国性酒类市场竞争，作为快速消费品概念上的黄酒，才刚刚开始进入成长初期！

图 1：分区域消费占比和龙头公司市场占有率分布



资料来源：WIND

我们认为黄酒生命周期发展路径如下。

2003 年以前，从快速消费品概念意义上来说，黄酒处于导入期，主要市场集中在传统消费区域，地缘经济特征明显，如图 1 左图所示。

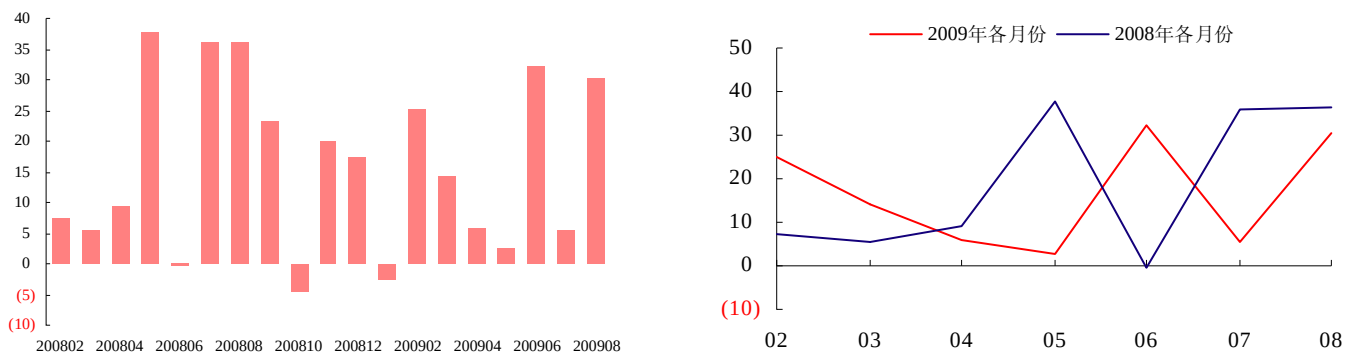
2004 年以来，随着老世界品牌古越龙山和会稽山等生产商受迫于新世界品牌金枫和和酒的市场压力，广告投入开始增大，意图高调进入全国性市场，黄酒行业开始进入成长期。目前

黄酒处于成长初期，市场集中度较低，如图 1 右图所示，不仅如此，在全部的黄酒消费量中，饮用酒占比还较低，特别是中高端品种；我们认为，随着全行业营销投入进一步增大，若干年后营销乘数效应终将显现，全国性市场特别是一二线重点城市市场将全面拓展成功，行业销售量和销售收入特别是中高端品种大幅增长，毛利率和吨酒价格稳步上升，黄酒将进入成长中期；展望未来，不仅国内市场容量巨幅增长，而且随着我国综合国力的进一步增强，中华文化强势输出，作为优秀代表之一的黄酒必将突破目前海外市场的局限，全面进入国际市场，黄酒行业将全面进入成长期。

（二）行业数据：当月增速迅速回升

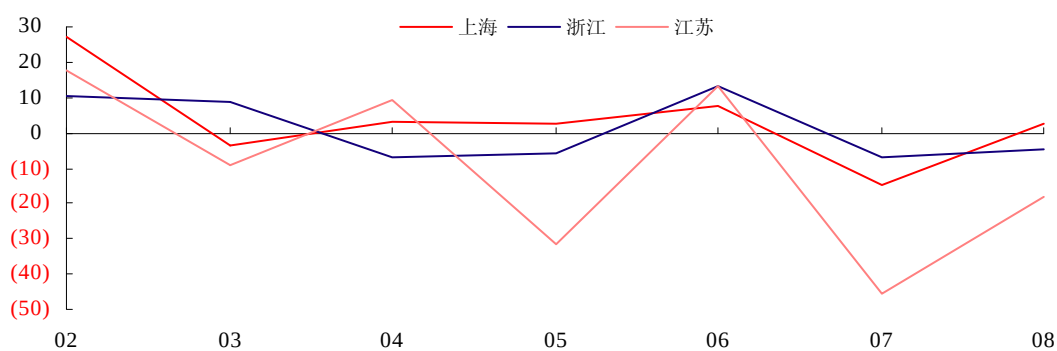
黄酒行业 2008 年显示了与葡萄酒行业相类似的受宏观经济变化影响较大的特点，当月产量增速在 6、10 月份出现了负值，进入 2009 年 1 月份后，增速再次负增长，不过从 2009 年 2 月份以来，运行趋势向好，快速盘升到去年同期水平附近。

图 2：当月产量增速快速回升（%）



资料来源：中国银河证券研究所 WIND

图 3：主要产地当月产量增速（%）



资料来源：WIND

从主要产地当月产量增速来看，江苏在上半年表现突出，上海表现最为稳定，最近数据也回升脱离了负值，浙江则位于中位，总体来说趋势回升向上。

展望 2009，我们认为销售收入增长率有望达到 5%、但毛利率略有下降到，吨酒利润和行业利润率将小幅回落。

从上述行业分析推导到对金枫酒业的判断，我们维持历来公司研究报告观点，即公司是食品饮料行业营销执行力最强和最规范的龙头公司。建议投资者关注未来宏观经济复苏时，公司业绩表现出的高弹性，届时将成为行业投资亮点之一（详细分析请参看近年来公司深度研究报告）。

三、稳步整合 期待高弹性到来

从去年开始到未来几年，（1）宏观经济对销售的影响，（2）内部整合实效性，决定了公司投资价值。

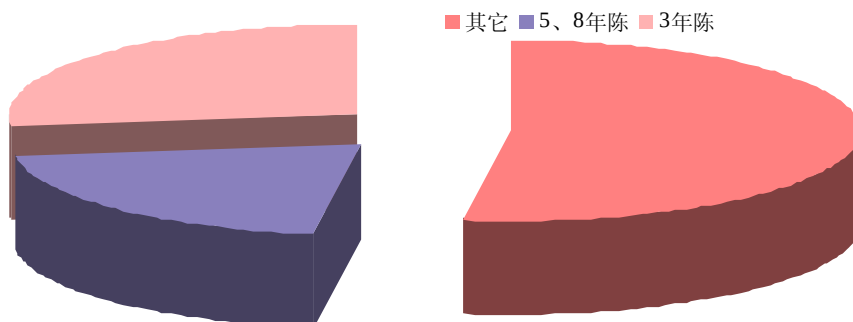
从公司自己产品看，整体上去年年底到今年年初高端产品受经济危机影响大，中低端影响小。预计今年总体销售不比去年差，修复程度好。

具体来说，一月份销售没有下降，2月份惨淡，3月份反弹，一季度销售持平。二季度是淡季，但7、8月份比预期好，天气凉快，特别是日全食后，湿度也高，产品质量也提高了。总体上判断全年公司销售略增。

分产品来说，销售量在几十吨的超高端产品受影响大，销售下降；中端产品3年陈今年有增长（含整合渠道因素）；低端做调整（具体比例参考图4）。销量最大的红黑标增速放缓，但几年前即如此，华光进入时是成长期，销量2008年同比增长40%。

另外，今年开发了定制酒（800多元定价），如工商银行（白色瓷瓶注册了20多幢楼）、平安信托等新产品，还有其它定制产品，如世博会开发定制产品。

图4：产品结构



资料来源：中国银河证券研究所

公司看重世博指定酒的申请机会，认为这是推黄酒的机会，特别是可代表上海。

公司核心市场为上海市场，占60%份额，未来是全国市场，目前在做前期准备工作。目前策略是确保上海核心市场，沪外市场则首先是江苏，最具特点的就是大闸蟹消费，然后再辐射其它城市市场，当然这还需要时间。

公司目前的产能在11万吨左右，去年全年接近10万吨销量，未来10万吨一期4万吨项目竣工后，明年将达到（13,15）万吨产能。

公司内部整合后从销售代理方面是开放的，同时金色年华明年年底全部使用自有基酒。从今年一季报和中报来看，公司拉开了与古越龙山的差距，未来整合动作更大，如全部归并大动作。

另外值得注意的是，股东方对公司的支持力度很大。

四、公司估值分析:

表 1: 全球上市公司估值 (倍)

公司	货币	股价 (元)	市值 (百万元)	EV/EBITDA		PE			CAGR 07-10	PEG	ROE	PB	总资产 周转率	股息收益率 (%)
				08E	09E	08E	09E	10E						
金枫酒业	CNY	14.54	5,315			29	24	19	25%	1.5	22.6	5.8	2.1	1.4
古越龙山	CNY	8.29	4,632			45	39	36	60%	0.2	8.0	3.6	0.4	0.0
张裕 A	CNY	58.92	28,119	18	15	29	24	21	56%	0.2	37.5	13.1	0.9	2.0
青岛啤酒	CNY	28.59	35,121	15	13	35	29	24	53%	0.6	12.1	5.8	1.3	0.8
贵州茅台	CNY	164.1	154,878	22	17	32	26	22	66%	1.1	39.0	12.0	0.6	0.7
KRAFT	USD	21	30,857	8	8	11	11	9	7%	1.7	11.7	1.6	0.6	5.5
COCA-COLA	USD	52.97	122,755	13	12	17	16	15	18%	0.2	27.5	5.3	0.8	3.1
NESTLE	CHF	35.92	137,497	8	8	12	11	10	14%	0.8	34.9	2.6	1.0	3.9
GENERAL MILLS	USD	49.99	16,389	9	8	13	12	11	15%	29.7	22.5	3.1	0.7	3.4
DANONE	EUR	40.405	26,122	11	11	16	15	14	3%	4.4	14.9	2.1	0.6	2.8
CONSTELLATION	USD	12.41	2,717	7	7	7	7	6	10%	20.5	-19.8	1.2	0.4	0.0
DEAN	USD	19.13	2,953	8	8	12	11	10	6%	1.9	60.3	5.3	1.8	0.0
REMY COINTREAU	EUR	28.505	1,351	12	11	17	15	13	8%	2.2	9.1	1.4	0.3	4.6
BROWN-FORMAN	USD	40.84	6,132	9	9	14	13	13	16%	0.0	26.7	3.4	0.7	2.8
PERNOD-RICARD	EUR	52.87	13,670	13	12	13	12	10	20%	0.0	13.2	2.1	0.4	2.2

资料来源: Bloomberg

从全球和 A 股角度来看, 如表 1 所示, 公司 PE 等估值水平分别处于全球和 A 股酒类龙头上市公司中低位, 具备一定的相对投资价值。

表 2: 公司财务季度分析 (百万元)

	2007Q1	2007Q2	2007Q3	2007Q4	2008Q1	2008Q2	2008Q3	2008Q4	2009Q1	2009Q2
主营业务收入	1,618.17	1,008.00	1,332.46	1,413.75	1,934.25	1,363.95	955.35	397.69	328.90	144.95
YoY	11%	2%	25%	14%	20%	35%	-28%	-72%	-83%	-89%
主营业务成本	1,319.32	848.65	1,133.28	1,152.25	1,641.26	1,163.32	740.23	235.01	134.60	75.71
YoY	13%	5%	27%	17%	24%	37%	-35%	-80%	-92%	-93%
主业税金及附加	9.69	12.24	7.97	11.47	10.36	8.62	16.78	12.92	11.09	7.04
YoY	-7%	63%	21%	22%	7%	-30%	111%	13%	7%	-18%
营业费用	107.55	97.60	81.05	111.56	126.36	112.15	113.93	60.58	55.52	38.56
YoY	15%	12%	4%	29%	17%	15%	41%	-46%	-56%	-66%
管理费用	50.70	34.54	27.07	50.28	50.61	37.80	50.51	39.67	32.44	23.10
YoY	18%	-12%	-2%	9%	0%	9%	87%	-21%	-36%	-39%
财务费用	9.33	11.40	11.94	13.39	16.96	14.60	9.46	(1.66)	0.72	0.21
YoY	-1%	35%	36%	20%	82%	28%	-21%	-112%	-96%	-99%
营业利润	122.03	4.42	77.03	83.23	105.11	27.13	31.94	78.29	94.63	0.82
YoY	-12%	-95%	61%	11%	-14%	514%	-59%	-6%	-10%	-97%
投资收益	0.45	(0.37)	1.94	(0.41)	0.08	1.10	5.72	27.90	0.12	0.45
YoY	123%	-101%	-38%	-94%	-82%	-396%	195%	-6845%	46%	-59%
利润总额	131.49	4.52	76.26	81.30	117.16	29.56	31.24	76.30	101.74	3.52
YoY	-6%	-94%	60%	16%	-11%	554%	-59%	-6%	-13%	-88%
所得税	39.30	(4.85)	14.88	20.72	25.57	3.11	8.22	20.50	21.94	1.83
YoY	12%	-126%	33%	-22%	-35%	-164%	-45%	-1%	-14%	-41%
少数股东损益	21.69	(0.36)	23.39	13.30	6.47	3.86	(13.14)	(7.96)	0.00	0.00
YoY	141%	202%	86%	140%	170%	1265%	256%	260%	200%	-100%
归属母公司净利润	70.50	9.74	37.98	47.28	85.12	22.60	36.16	63.75	79.80	1.69
YoY	5%	-77%	140%	120%	21%	132%	-5%	35%	-6%	-93%
占第一季度比例	100%	14%	54%	67%	100%	27%	42%	75%	100%	2%
毛利率	18%	16%	15%	18%	15%	15%	23%	41%	59%	48%
主业税金及附加率	1%	1%	1%	1%	1%	1%	2%	3%	3%	5%
营业费用率	7%	10%	6%	8%	7%	8%	12%	15%	17%	27%
管理费用率	3%	3%	2%	4%	3%	3%	5%	10%	10%	16%
财务费用率	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	0%	0%	0%
营业利润率	8%	0%	6%	6%	5%	2%	3%	20%	29%	1%
利润率	8%	0%	6%	6%	6%	2%	3%	19%	31%	2%
所得税率	30%	-107%	20%	25%	22%	11%	26%	27%	22%	52%
净利率	4%	1%	3%	3%	4%	2%	4%	16%	24%	1%

资料来源: 中国银河证券研究所

分析师简介

董俊峰

食品饮料行业分析师

1994年—1998年消费品营销策划业四年从业经历、1998年—1999年超市业一年从业经历、2001年至今证券业七年从业经历。清华大学工商管理硕士。

2003年业界首创消费品行业数量化研究模型《品牌渠道评级体系》，已获国家版权局著作权登记证书。

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来6-12个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报10%及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%-20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来6-12个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来6-12个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%及以上。该评级由分析师给出。

食品饮料行业分析师（或分析师团队）覆盖股票范围：

A股：青岛啤酒（600600.SH）、张裕（000869.SZ、200869.SZ）、双汇发展（000895.SZ）、泸州老窖（000568.SZ）、三全食品（002216.SZ）、贵州茅台（600519.SH）、五粮液（000858.SZ）

港股：青岛啤酒股份（0168.HK）、汇源果汁（1886.HK）、中国食品（0506.HK）

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

银河证券有权在发送本报告前使用本报告所涉及的研究或分析内容。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究所

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座 100032

电话：010-66568888

传真：010-66568641

网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

北京地区联系：010-66568849

上海地区联系：010-66568281

深圳广州地区联系：010-66568908