

朱卫华 86-755-82943101
 zhuweihua@cmschina.com.cn
 董广阳、黄珺 86-755-82943140
 donggy@cmschina.com.cn

2010年1月25日

金枫酒业(600616.SH)/19.81元

开启石库门，笑迎天下客

日用消费·食品饮料

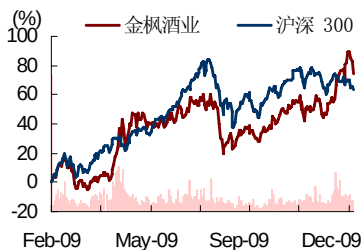
审慎推荐-A(维持)

基础数据

上证综指	3129
总股本(万股)	36556
已上市流通股(万股)	36556
总市值(亿元)	72
流通市值(亿元)	72
每股净资产(MRQ)	2.6
ROE(TTM)	18.2
资产负债率	11.0%
主要股东	上海市糖业烟酒(集团)有限公司
主要股东持股比例	31.7%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	18	14	77
相对表现	16	21	12



相关报告

- 1、《食品饮料业 2010 年 1 月月报-把握春节行情》2010/1/7
- 2、《食品饮料业-关注世博会主题投资机会》2010/1/5
- 3、《食品饮料业 2010 年度投资策略-消费泡沫化》2009/12/9
- 4、《金枫酒业(600616)-业绩稳定,09 年仍要看集团支持》2009/3/11
- 5、《金枫酒业(600616)-告别“第一食品”,书写崭新篇章》2008/10/21

我们上周调研公司,公司 09 年酒业业绩与 08 年同口径大致持平,借世博会今年投入将同比增长 50%,希望打开局面,收入增长目标 30%,利润只求持平。整个调研像是大家的头脑风暴,迸发出打造公务用酒、夜场、市外市场的思路,及以石库门为背景投资影视剧等新颖手段,我们期待金枫不断突破,走向辉煌。

09 年经营平稳,看 10 年突破

- 公司 09 年酒业业绩与 08 年同口径大致持平。上海市场石库门酒同比下滑,和酒金色年华上升势头较快,总量尚不算大,二者相抵总销量基本持平。石库门酒缺乏营销创新,有点品牌老化;和酒金色年华上升势头好,一是和酒并入公司后,石库门控制的渠道对和酒放开,二是金色年华酒基数较小。公司称,在一些地方,同样是五年酒,金色年华终端售价还略高于石库门红标。
- 公司对 2010 年只设定收入增长目标,未对利润增长过多要求。今年借世博会,市场投入将同比增长 50%,希望打开局面,收入增长目标 30%,只要规模能够上来,利润只求持平。公司称今年会是个旺年,除了世博,还因为春节晚。
- 公司其实有很多经营改善余地,如果发挥出来,发展空间还很大。改善余地包括:公务用酒(当前最重要,也借世博)、夜场酒吧(借世博会的外宾试饮切入该市场,力求未来能拉动本土消费)、市外市场(世博会之后腾出手来,加大投入及人员本地化)、投资相关影视作品(远期,提升品牌影响力)。

世博会:发展的机遇

- 作为世博会黄酒唯一赞助商,对公司品牌力长期提升来说将益处很多。日本清酒在日本国力提升、奥运会、世博会之后鹊起于世界之林,而日本清酒的工艺仿自中国黄酒,目前市面上销售之清酒大量勾兑有食用酒精,其品质较中国黄酒相距甚远。随着中国经济的腾飞,随着国际人士透过奥运会、世博会增进对中国的认识,中国饮食文化必将兴盛于全球。不过对于国内公司来说,尚有很多工作要做,譬如产品从包装到营销推广能更为时尚,以吸引更多年轻的消费群体。
- 对世博会的赞助价码一点也不贵:1200 万元赞助,其中 10%实物,如果世博局还需要产品,公司将另外计价供应。公司为世博会设计了国宾酒与礼品酒,在以前荣尊 30 的基础上推出 50 年陈,名字、价位尚未确定,同时公司推出低度的 9 度酒,作为时尚饮品。

- **公司准备大手笔市场投入。**让远道来的游客从机场就能看到广告、出租车（海博的士）、路牌、酒店、电视（已在第一财经频道上）都能看到，还有黄浦江上石库门号游览船。餐饮则重点推广，包括现场的 300 多家餐饮。
- **公司将借世博会扩大公务消费市场。**公司目前客户群体中个人消费者多，公务商务少，个人消费者较在意产品价格。公司称可以依托农垦系统，借国内同系统单位的来访走动扩大销售面，依托光明集团的农配系统牵线政府招待办，争取成为政府接待用酒。近期市里领导已点名说，石库门是上海的酒，接待应该喝自己的酒。世博局票务中心称，从去年预售看，企业等团体购票占到 80%，个人占到 20%。
- **酒吧夜场市场有待开拓。**中国黄酒 Yellow Wine，作为中国特色，老外到中国一定会尝试，我们建议公司选择锦绣、经典等中高系列产品，论杯论瓶在酒吧试销，同时配置精美的中英文对照评酒手册，上海高校临时招募英语口语流利的促销人员从旁解说推广。通过外宾的试饮，在酒吧市场先拿下一席之地，为以后拉动本土消费奠定基础。公司认为也许酒度降下来会更有机会。
- **世博会利好程度很难量化。**有人根据世博会套票时间有 1 天、3 天、7 天、游客的停留时间推算，然 7000~10000 万人次能消费多少金枫黄酒很难说，而且黄酒消费直到国庆中秋才进入消费旺季，只能抓个世博会的尾巴。不过，世博会对金枫石库门品牌知名度的传播作用很大是毋庸置疑的。

经营整合出业绩

- **收购和酒之后，真正的整合是人心的整合。**公司认为石库门与和酒应该有不同的定位，石库门主导市内市场，和酒走出上海。公司称也在思考，两个企业文化不同、需要融合的过程，逐步在靠，还没有达到理想的程度，真正的整合是人心的整合。
- **公司经营重新整合，生产中心在枫泾，管理营销中心搬到宝山。**目前格局是石库门、和酒的生产分别在枫泾与宝山，销售公司在吴忠路，管理中心在浦东张扬路，多处地方都需要支付租金。如果把和酒生产并入枫泾的石库门，能提高规模效应；把管理营销中心放到宝山区，由于利润大头在销售，宝山区也能提供各种税收优惠，为公司增加效益。
- **生产集中能节约基酒运费、消费税费及提高规模效应。**和酒基酒最早是从浙江外购，现在由石库门这边提供，基酒自给率，三年陈达 100%，五年陈 60%，和酒生产如果直接搬到石库门这边的话，原来基酒从枫泾运到宝山区的运输费就可以节约；华光酿酒公司（和酒）取消独立核算并入石库门的话，原来要缴两道消费税 240 元/吨的（基酒卖给和酒交一道，和酒外售再交一道），将来可以节约一道税。枫泾新产能土建工作将于 4 月底完成，5、6 月份设备安装，9 月份正式生产，可以 100% 保证和酒基酒的需求。公司现有 12 万吨产能，枫泾厂投产后增加 4 万吨，这 4 万吨只是 10 万吨工程的一期项目，后期还会扩大（不过淀山湖公司 3 万吨老产能可能适时关闭）。公司说到细致的数据如宝山是用三台 4 吨的油锅炉、枫泾是 20 多吨的煤锅炉，用电、用水费用都可大大节约，提升生产环节的规模效应。
- **华光酿酒公司的原厂地可做些文章。**宝山的土地 80 亩不到，租的是区里集体土地，租期到 2022 年，按照国土法，集体土地不能转租与转让，该地为江杨南路 880 号，靠近殷高西路，原先是远郊，现在已经在市区边缘，据说万达集团已准备在附近运作商业地产项目了，鉴于万达在五角场的商业地产开发非常成功，这里未来的发展

也很让人憧憬（五角场地区高校云集，人口稠密，这里的住宅人口情况我们尚不清楚），不过公司称首先看区政府能否在上半年批准土地变性。

品牌力有待提升

- **中国黄酒一直区域化发展，我们认为口味绝不是主要问题。**喜欢拿口味说事的人可能忽略了一点，人的口味会变化，会随着年龄环境变化、会受到广告媒体宣传的影响，会受到意见领袖的带动。二十多年前，大家也很难接受啤酒的口味，现在啤酒成为流行饮品（当然啤酒也在往淡爽型演变）；再比如，五六年前大家认为很难接受茅台酒的酱香味，现在习惯了之后发现还很难改。我们认为主要是龙头公司没能做好消费者的引导工作，它们应该积极把时尚元素融入从产品包装到市场营销推广的整个过程，改变人们心智中黄酒一直作为低价位料酒的印象。
- **有人提出公司可以抛开黄酒，大力宣传石库门的文化底蕴。**知道北京四合院的人多，但知道上海石库门的人少，石库门建筑是盛行于上世纪二三十年代中西合璧的民居建筑，以石头做门框，以乌漆实心厚木做门扇，当时上海四分之三以上居民都住在这种民居中。公司称，有投资者给了很好的建议，根据石库门背景拍个电视剧，类似大宅门，把黄酒酿造也结合进去，就从枫泾古镇说起。

市外市场有待投入

- **公司黄酒按销量上讲在上海市场占有率 65%左右，市外市场主要在苏南，10%市场占有率。**公司精力主要放在本地，市外市场步子有点慢。09 年 90%以上的广告都是在市内，今年更是要围绕世博会做文章，公司表示将来一定要做好市外市场。其实公司区域聚焦的思路是对的，市外市场先苏南、再浙东，然后福建、台湾，选择与上海文化相近的地区逐步突破，但市外市场一直进展不大，我们认为首先是广告太少、支持不够，市外的代理商看厂家的投入少，自然兴趣也不会高，另外还有一点就是销售人员不能全部是上海人外派，而是应多任用一些本地人。

股权激励尚无信息

- **光明乳业股权激励开局，公司这边何时做股权激励？**公司称没有消息，并且称光明乳业股权激励的事让他们也觉满突然的。不过我们认为这件事值得期待，同为光明集团下属企业，金枫的前景更光明一些，集团领导很早就曾表态会积极支持金枫做股权激励的。

盈利预测与投资策略

- **我们根据调研情况下调盈利预测，09 年、10 年 EPS 分别从 0.48 元、0.70 元下调到 0.45 元、0.60 元。**
- **投资策略是围绕世博会主题展开的交易性投资机会。**我们已在元旦之后的世博会专题报告中提示了机会，近期随着中央领导视察世博馆而引发上涨行情，后续仍看世博局在世博会之前有什么营销活动，类似于全聚德之于奥运会，维持“审慎推荐-A”投资评级。

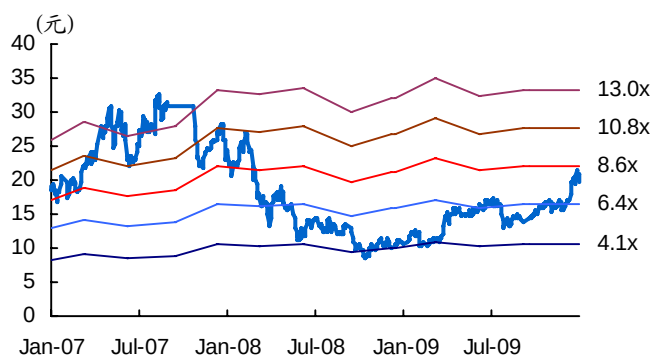
表 1: 金枫酒业单季度及年度利润表

单位: 百万元	08Q1	08Q2	08Q3	08Q4	09Q1	09Q2	09Q3	08Q1-3	09Q1-3
一、营业总收入	1934	1364	755	598	329	145	166	4254	640
二、营业总成本	1829	1338	759	517	234	145	138	4096	517
其中: 营业成本	1641	1163	641	334	135	76	92	3545	302
营业税金及附加	10	9	11	19	11	7	7	36	25
营业费用	126	112	63	112	56	39	14	352	108
管理费用	51	38	38	52	32	23	25	139	81
财务费用	17	15	8	0	1	0	0	41	1
资产减值损失	-16	1	-2	1	0	0	0	-17	0
三、其他经营收益	0	1	6	28	0	0	0	7	1
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	1	6	28	0	0	0	7	1
四、营业利润	105	27	2	108	95	1	28	164	124
加: 营业外收入	13	6	0	2	7	3	2	19	12
减: 营业外支出	1	3	1	4	0	0	1	5	1
五、利润总额	117	30	1	106	102	4	29	178	135
减: 所得税	26	3	1	28	22	2	4	37	28
六、净利润	92	26	1	78	80	2	25	141	107
减: 少数股东损益	6	4	-13	-8	0	0	0	-3	0
七、归属母公司所有者净利润	85	23	14	86	80	2	25	144	107
EPS	0.23	0.06	0.04	0.24	0.22	0.00	0.07	0.39	0.29
主要比率									
毛利率	15%	15%	15%	44%	59%	48%	45%	17%	53%
营业税金率	1%	1%	1%	3%	3.4%	4.9%	4.2%	1%	4%
营业费用率	7%	8%	8%	19%	17%	27%	8%	8%	17%
管理费用率	3%	3%	5%	9%	10%	16%	15%	3%	13%
营业利润率	5%	2%	0%	18%	29%	1%	17%	4%	19%
实际税率	22%	11%	58%	26%	22%	52%	13%	21%	21%
净利率	4%	2%	2%	14%	24%	1%	15%	3%	17%
YoY									
收入增长率	20%	35%	-43%	-58%	-83%	-89%	-78%	7%	-85%
营业利润增长率	-14%	512%	-97%	30%	-10%	-97%	1354%	-19%	-25%
净利润增长率	21%	132%	-64%	82%	-6%	-93%	86%	22%	-26%

资料来源: 公司公告、招商证券研究

图 1: 金枫酒业历史 PE Band


资料来源: 招商证券研发中心

图 2: 金枫酒业历史 PB Band


资料来源: 招商证券研发中心

参考报告:

1、《食品饮料业 2010 年 1 月月报-把握春节行情》2010/1/7

2、《食品饮料业-关注世博会主题投资机会》2010/1/5

本文从三个角度分析世博会的投资机会，投资标的首推金枫酒业。

3、《食品饮料业 2010 年度投资策略 - 消费泡沫化》2009/12/9

4、《金枫酒业（600616）- 业绩稳定，09 年仍要看集团支持》2009/3/11

5、《金枫酒业（600616）-告别“第一食品”，书写崭新篇章》2008/10/21

附：财务预测表
资产负债表

单位：百万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
流动资产	2102	777	652	698	823
现金	253	186	161	100	166
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	28	0	0	0	0
应收款项	458	65	63	80	91
其它应收款	140	98	5	6	7
存货	1146	422	417	503	549
其他	77	7	7	9	9
非流动资产	893	432	610	791	813
长期股权投资	85	49	49	49	49
固定资产	717	363	543	725	749
无形资产	38	13	12	11	10
其他	52	7	6	6	6
资产总计	2995	1209	1263	1488	1636
流动负债	1750	302	241	313	264
短期借款	778	130	100	157	100
应付账款	613	93	63	75	82
预收账款	68	12	11	14	15
其他	290	67	67	67	67
长期负债	38	0	0	0	0
长期借款	38	0	0	0	0
其他	0	0	0	0	0
负债合计	1788	302	241	313	264
股本	366	366	366	366	366
资本公积金	16	29	29	29	29
留存收益	451	507	622	774	971
少数股东权益	374	5	5	5	5
母公司所有者权益	833	902	1017	1169	1366
负债及权益合计	2995	1209	1263	1488	1636

现金流量表

单位：百万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
经营活动现金流	227	173	286	203	310
净利润		208	163	218	281
折旧摊销		0	48	66	77
财务费用		0	4	7	4
投资收益		0	(2)	(2)	(2)
营运资金变动		0	69	(91)	(51)
其它		(35)	4	4	1
投资活动现金流	(140)	(225)	(230)	(250)	(100)
资本支出		0	(230)	(250)	(100)
其他投资		(225)	0	0	0
筹资活动现金流	(28)	(94)	(81)	(14)	(144)
借款变动		0	(30)	57	(57)
普通股增加		0	0	0	0
资本公积增加		0	0	0	0
股利分配		0	(49)	(66)	(84)
其他		(94)	(2)	(5)	(2)
现金净增加额	59	(146)	(25)	(61)	66

资料来源：公司报表、招商证券

利润表

单位：百万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	5372	4651	956	1212	1378
营业成本	4454	3780	417	503	549
营业税金及附加	41	49	38	37	40
营业费用	398	413	161	242	248
管理费用	163	179	120	141	174
财务费用	46	39	4	7	4
资产减值损失	(14)	(16)	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	2	35	2	2	2
营业利润	287	242	218	284	365
营业外收入	14	21	0	0	0
营业外支出	7	9	0	0	0
利润总额	294	254	218	284	365
所得税	70	57	54	65	84
净利润	224	197	163	218	281
少数股东损益	58	(11)	0	0	0
母公司所有者净利润	166	208	163	218	281
EPS (元)	0.45	0.57	0.45	0.60	0.77

主要财务比率

	2007	2008	2009E	2010E	2011E
年成长率					
营业收入	13%	-13%	-79%	27%	14%
营业利润	-17%	-15%	-10%	30%	29%
净利润	12%	25%	-21%	34%	29%
获利能力					
毛利率	17.1%	18.7%	56.4%	58.5%	60.1%
净利率	3.1%	4.5%	17.1%	18.0%	20.4%
ROE	19.9%	23.0%	16.1%	18.7%	20.6%
ROIC	12.5%	21.0%	14.8%	16.8%	19.3%
偿债能力					
资产负债率	59.7%	25.0%	19.1%	21.1%	16.2%
净负债比率	27.2%	10.7%	7.9%	10.6%	6.1%
流动比率	1.2	2.6	2.7	2.2	3.1
速动比率	0.5	1.2	1.0	0.6	1.0
营运能力					
资产周转率	1.8	3.8	0.8	0.8	0.8
存货周转率	4.3	4.8	1.0	1.1	1.0
应收帐款周转率	12.4	17.8	14.9	17.0	16.2
应付帐款周转率	8.2	10.7	5.4	7.3	7.0
每股资料(元)					
每股收益	0.45	0.57	0.45	0.60	0.77
每股经营现金	0.62	0.47	0.78	0.55	0.85
每股净资产	2.28	2.47	2.78	3.20	3.74
每股股利	0.00	0.20	0.13	0.18	0.23
估值比率					
PE	43.8	34.9	44.3	33.2	25.7
PB	8.7	8.0	7.1	6.2	5.3
EV/EBITDA	13.4	14.9	19.7	14.9	11.9

分析师简介

朱卫华：清华大学经济学学士，中国科学技术大学管理学硕士，拥有证券从业资格、注册国际投资分析师 CIIA 资格，9 年证券从业经验。现为招商证券研发中心研究董事、消费品研究小组组长，连续获得《新财富》最佳分析师食品饮料行业 2005、2006、2007 年度第一名、2008、2009 年度第二名，农林牧渔行业 2005 年度第三名。

黄珺：MBA，拥有证券从业资格，5 年证券从业经验，现于招商证券从事农林牧渔、食品饮料行业研究。

董广阳：食品科学与工程专业学士，上海财经大学经济学硕士，2 年证券从业经验，现于招商证券从事食品饮料、农林牧渔行业研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。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或观点直接或间接相关。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于 $\pm 5\%$ 之间

回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

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和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对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。我公司或关联机构可能会持有报告中所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业务服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归招商证券所有。未经我公司书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。