

金枫酒业 (600616)

期待世博会带来新的发展机遇

——金枫酒业 2009 年年报点评

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

本报告导读:

金枫酒业黄酒总销量保持稳定,生产资源和销售市场的整合逐步完成。2010 年公司将借世博会之机增加市场投入,扩张上海市外市场。

投资要点:

- 金枫酒业 2009 年实现营业收入 9.44 亿元,实现营业利润 1.74 亿元,实现净利润 1.46 亿元,每股收益 0.40 元。公司于 2008 年合并和酒,转变为黄酒专营企业,2009 年公司主业变化较大,财务数据可比性较差。据了解公司 2009 年黄酒业务的收入和利润基本与 2008 年持平。
- 公司对销售市场进行整合,总销量保持稳定。公司 09 年实现总销量 9 万多吨,基本与去年持平。公司将石库门酿酒和华光酿酒两大黄酒企业合并后于 09 年建立销售分公司对两企业的销售进行统筹管理,09 年石库门的销量略有下降,但和酒金色年华系列的销量实现较大增长。我们预计未来随着市场整合的进一步完善,各项产品销量都将实现增长。
- 整合生产资源,和酒使用自酿基酒的比例逐步提高,推动公司毛利率上升。合并和酒之后公司就开始通过技改为和酒提供自酿基酒,09 年底,3 年陈和酒自酿基酒比例超过 90%,5 年成基酒的使用比例达到 60%-70%,预计未来自酿基酒的比例将继续提高提升公司毛利率。
- 公司将以世博会为契机,加大市场投入,扩张上海市外市场。公司于 09 年 10 月签约成为世博会赞助商,并将推出一系列的世博会特许酒和专供酒,对公司 2010 年的销量将有一定的推动。公司从 2010 年增加市场投入,开始市外市场的开拓,另一方面公司 10 万吨黄酒技改项目预计于今年 8 月底竣工,为未来市场扩大提供产能基础。预计公司 2010-2011 年的 EPS 为 0.55 元和 0.69 元,给予公司 2010 年 35 倍 PE,目标价 20 元,维持谨慎增持。

财务摘要 (百万元)	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	4,651	945	1,125	1,297	1,472
(+/-)%	-18.4%	-79.7%	19.1%	15.2%	13.5%
经营利润 (EBIT)	231	172	245	307	382
(+/-)%	-32.4%	-25.4%	41.9%	25.7%	24.1%
净利润	208	147	204	254	313
(+/-)%	16.0%	-29.3%	38.7%	24.6%	23.3%
每股净收益 (元)	0.57	0.40	0.56	0.69	0.86
每股股利 (元)	0.20	-	-	-	-

利润率和估值指标	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
经营利润率 (%)	5.0%	18.2%	21.7%	23.7%	25.9%
净资产收益率 (%)	23.0%	15.1%	17.3%	17.7%	17.9%
投入资本回报率 (%)	22.3%	18.5%	24.5%	25.5%	25.8%
EV/EBITDA	20.2	30.5	23.2	18.1	15.3
市盈率	31.5	44.6	32.2	25.8	20.9
股息率 (%)	1.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

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: **20.00**

上次预测: 18.00

当前价格: 17.91

2010.03.17

交易数据

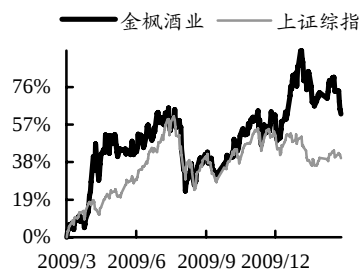
52 周内股价区间 (元)	10.88-22.36
总市值 (百万元)	6,547
总股本/流通 A 股 (百万股)	366/366
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/0
流通股比例	100%
日均成交量 (百万股)	6
日均成交值 (百万元)	122

资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	936
每股净资产	2.56
市净率	7.0
净负债率	0%

EPS (元)	2009A	2010E
Q1	0.22	0.30
Q2	0.00	0.01
Q3	0.07	0.10
Q4	0.11	0.15
全年	0.40	0.56

52 周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	-6%	0%	62%
相对指数	-5%	9%	24%

相关报告

- 《中期业绩低于预期,黄酒销量未有增长》
2009.08.19
- 《稳健发展,平和致远》
2009.05.15
- 《黄酒销量保持稳定 毛利率有所上升》
2009.04.28
- 《黄酒业绩增长较慢 整合效应尚未体现》
2009.03.11
- 《剥离上上糖业 专注黄酒业务》
2008.12.04

模型更新时间: 2010.03.15

股票研究

必需消费
食品饮料

金枫酒业 (600616)

评级: 谨慎增持

上次评级: 谨慎增持

目标价格: 20.00

上次预测: 18.00

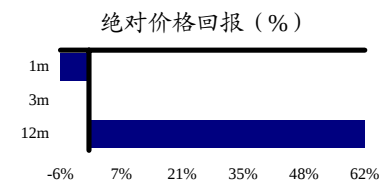
当前价格: 17.91

公司网址

www.jinfengwin.com

公司简介

2008 年, 公司实施重大资产重组, 将所拥有的零售业、品牌代理业以及其他批发零售相关资产及负债与控股股东上海市糖业烟酒 (集团) 有限公司持有的上海华光酿酒药业有限公司 100% 的股权进行置换。2008 年 10 月 8 日, 更名为上海金枫酒业股份有限公司, 至此, 公司成为了以黄酒为主业的上市公司。目前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。



52 周价格范围

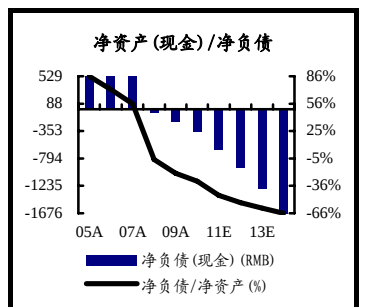
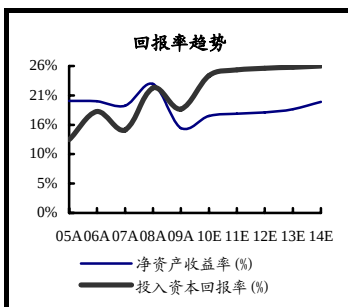
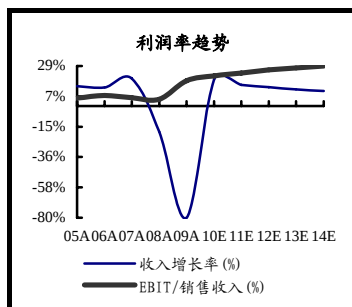
10.88-22.36

市值 (百万)

6,547

财务预测 (单位: 百万元)

损益表	2005A	2006A	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E
营业收入	4,197.14	4,756.72	5,698.81	4,651.23	944.53	1,125.23	1,296.82	1,472.00	1,649.75	1,828.62
营业成本	3,493.55	3,856.53	4,632.54	3,779.82	432.41	509.82	581.53	649.50	719.93	793.16
税金及附加	30.03	33.97	51.72	48.67	37.35	44.50	51.28	58.21	65.24	72.31
营业费用	288.49	344.56	483.94	413.03	171.66	191.29	207.49	220.80	239.21	256.01
管理费用	140.80	155.92	188.47	178.59	130.79	135.03	149.13	161.92	173.22	182.86
EBIT	242.75	365.74	342.14	231.12	172.32	244.60	307.38	381.57	452.14	524.28
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	2.04	2.00	2.00	2.00	2.00	2.00
财务费用	35.75	37.77	48.25	39.37	0.80	1.13	1.30	1.47	1.65	1.83
营业利润	207.00	343.72	309.55	242.47	173.60	245.48	308.09	382.10	452.49	524.45
所得税	54.20	91.73	79.17	57.39	36.98	51.02	63.54	78.34	92.42	106.81
少数股东损益	54.72	94.98	58.56	-10.77	0.45	0.45	0.45	0.45	0.45	0.45
净利润	122.58	145.12	179.05	207.64	146.77	203.61	253.70	312.91	369.22	426.79
资产负债表	2005A	2006A	2007A	2008E	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E
货币资金、交易性金融资产	194	198	331	188	213	412	714	996	1,327	1,728
其他流动资产	1,566	1,539	1,944	591	525	435	498	560	623	689
长期投资	115	85	86	50	28	29	31	33	35	37
固定资产合计	551	679	815	365	367	521	441	445	453	449
无形资产及其他资产	41	51	65	16	15	14	13	12	12	11
资产合计	2,467	2,558	3,247	1,212	1,149	1,410	1,697	2,046	2,450	2,913
流动负债	1,524	1,446	1,892	302	164	220	252	288	323	359
长期负债	61	50	38	0	0	0	0	0	0	0
股东权益	613	729	937	902	974	1,178	1,431	1,744	2,113	2,540
投入资本(IC)	1,422	1,593	1,813	802	745	799	750	779	815	840
现金流量表	2005A	2006A	2007A	2008E	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E
NOPLAT	186	289	269	179	138	196	246	305	362	419
折旧与摊销	52	62	68	135	70	74	101	103	115	129
流动资金增量	(166)	(33)	(70)	512	59	98	(31)	(26)	(28)	(29)
资本支出	(112)	(200)	(219)	364	(71)	(227)	(21)	(106)	(123)	(124)
自由现金流	(41)	118	48	1,190	195	141	295	276	325	395
经营现金流	158	206	16	833	275	375	324	390	456	526
投资现金流	(57)	(169)	1,169	450	(47)	(225)	(21)	(106)	(123)	(124)
融资现金流	(36)	(33)	58	(802)	(131)	49	(1)	(1)	(2)	(2)
现金流净增加额	65	4	1,244	480	97	200	301	282	331	401
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%	-79.7%	19.1%	15.2%	13.5%	12.1%	10.8%
EBIT 增长率	28.7%	50.7%	-6.5%	-32.4%	-25.4%	41.9%	25.7%	24.1%	18.5%	16.0%
净利润增长率	43.9%	18.4%	23.4%	16.0%	-29.3%	38.7%	24.6%	23.3%	18.0%	15.6%
利润率										
毛利率	16.8%	18.9%	18.7%	18.7%	54.2%	54.7%	55.2%	55.9%	56.4%	56.6%
EBIT 率	5.8%	7.7%	6.0%	5.0%	18.2%	21.7%	23.7%	25.9%	27.4%	28.7%
净利润率	2.9%	3.1%	3.1%	4.5%	15.5%	18.1%	19.6%	21.3%	22.4%	23.3%
收益率										
净资产收益率(ROE)	20.0%	19.9%	19.1%	23.0%	15.1%	17.3%	17.7%	17.9%	18.5%	19.8%
总资产收益率(ROA)	5.0%	5.7%	5.5%	17.2%	12.9%	14.6%	15.1%	15.4%	15.1%	14.7%
投入资本回报率(ROIC)	13.1%	18.1%	14.8%	22.3%	18.5%	24.5%	25.5%	25.8%	26.0%	26.2%
运营能力										
存货周转天数	85	85	83	77	363	250	174	176	176	177
应收账款周转天数	52	43	38	32	43	32	43	43	43	43
总资产周转天数	203	193	186	175	456	415	437	464	497	535
净利润现金含量	0.00	1.42	0.09	4.01	1.87	1.84	1.28	1.24	1.23	1.23
资本支出/收入	3%	4%	4%	-8%	8%	20%	2%	7%	7%	7%
偿债能力										
资产负债率	64.2%	58.5%	59.5%	25.0%	14.4%	15.7%	15.0%	14.2%	13.2%	12.4%
净负债率	86.3%	71.7%	55.7%	-6.2%	-21.5%	-30.5%	-46.2%	-54.1%	-60.3%	-66.0%
估值比率										
PE	53.4	45.1	36.6	31.5	44.6	32.2	25.8	20.9	17.7	15.3
PB	10.7	9.0	7.0	7.3	6.7	5.6	4.6	3.8	3.1	2.6
EV/EBITDA	25.1	16.7	17.4	20.2	30.5	23.2	18.1	15.3	13.0	11.3
P/S	1.30	1.38	1.15	1.41	6.93	5.82	5.05	4.45	3.97	3.58
股息率	0.6%	0.9%	0.0%	1.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%



分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本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或期权并进行证券或期权交易，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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		