

分析师： 乔洋 (8621)68751126 qiaoyang@cjsc.com.cn 执业证书编号： S0490210080002

联系人： 周密 (8621)68751219 zhoumi@cjsc.com.cn

生产整合完成 拟加大力度开拓外埠市场

事件描述

我们与公司董秘沟通交流，获得如下信息：

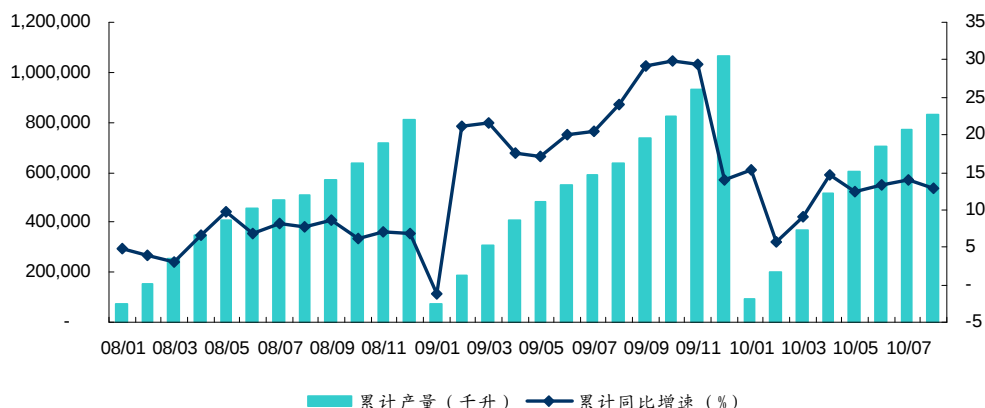
- 黄酒行业的上一轮快速增长高峰出现在 2005 年，开始于公司 2001 年推出石库门产品，带动金枫酒业的快速发展以及整个黄酒产业被关注，从而开创出以品牌为核心理念来做黄酒营销的新盈利模式。此后 03~04 年市场竞争加剧，05 年行业增长达到增长顶峰；06 年开始走下坡路，目前进入平稳发展阶段。
- 我们认为公司目前处于调整发展的关键时期：首先，公司 08 年资产重组以后对石库门与华光酿酒进行资源整合，今年 9 月份公司生产整合已经完成，后续还需一段时期来调整和消化管理、人员、信息等方面的整合效果。其次，公司提出制定 3 年规划为后一阶段制定发展战略和目标。公司计划加大投入开拓市外市场，以提升和调整产品结构作为配合与支撑，来配合不同区域市场的消费需求且提升盈利能力。
- 我们预计公司 2010~2012 年公司业绩分别为 0.41 元，0.51 元和 0.60 元，首次给予“谨慎推荐”评级。

事件评论

第一，目前黄酒行业处在平稳发展阶段。

黄酒行业的上一轮快速增长高峰出现在 2005 年，开始于公司 2001 年推出石库门产品，带动金枫酒业的快速发展以及整个黄酒产业被关注，从而开创出以品牌为核心理念来做黄酒营销的新盈利模式。然而快销品很容易引起竞争，其他黄酒企业用初级简单的模仿手段（例如低价策略等竞争）使得 03~04 年市场竞争加剧，此后以品牌为核心营销理念的新一代黄酒市场蓝海又变成了红海，且存在一些无序竞争的情况。2006 年黄酒行业已经开始走下坡路，进入平稳发展阶段。

图 1：我国黄酒行业累计产量和同比增速



资料来源：Wind, 长江证券研究部

第二，公司与华光酿酒的生产整合已经基本完成。

■ 公司生产整合进展顺利。

目前公司生产搬迁过程已经完成，华光酿酒从上海宝山区全部搬迁到金山的枫泾。目前由于还有一些后续工作，华光酿酒的独立核算没有完全取消。今后，两个生产基地都将整合到石库门今后华光酿酒将取消独立核算。

■ 华光酿酒搬迁之后有助于较好体现整合效应。

两个酒厂统一生产有助于为公司较好体现整合效应。华光酿酒搬迁之前，仅仅利用石库门的基酒，生产环节还有重复的地方。例如基酒在两个厂之间会产生运输费用和耗损；且宝山属于市区，不能用煤作为燃料，煤锅炉费用会高于油锅炉费用等。

整合前华光酿酒已经部分使用石库门基酒。整合以后华光酿酒的外购基酒将逐步减少，预计到今年年底能够 100%使用石库门酿造的基酒。使用自产基酒除了节约成本，更重要的是有助于保证产品品质，从长远看对产品提升带来好处。

生产整合将带动技术整合，两个厂的技术研发中心也将合并。新产品研发的意义在于可以让品牌在生命周期中走得更远。公司已经明确将进行双品牌运作，为了延长品牌的生命周期，公司将抓紧研发新产品。尤其是石库门推出较早，将会更早进入成熟期。

华光酿酒原来所在土地可以用作建立一些市区物流、研发中心等，上海市区的地理位置有利于人才招募。生产搬迁之后下一步将整合销售、管理体系。

第三，世博宣传为将来增长奠定基础，今年加大广告宣传力度。

公司作为世博会赞助商和特许商品供应商的唯一黄酒企业，加大宣传力度。也许当期内尤其在世博初期的黄酒淡季，对销售未体现显著提升作用，却将为今后的销售增长奠定基础。世博起始阶段 5 月份是黄酒淡季。世博园区内不能销售酒类产品，公司黄酒产品无法像可口可乐和伊利一样设点销售。虽然餐饮区有公司黄酒出售，但园区内参观者主要目的不在于餐饮，从而世博园区内销售量不大。另一方面，世博会对园区外餐饮有一定提升作用，且世博影响将厚积薄发。

1. 公司是世博赞助商。为世博会提供产品（世博专供产品，终端没有销售），主要是高端礼品酒，包含在 1200 万元的赞助费用当中，分期摊销；
2. 公司签约为世博会的特许产品供应商，在终端销售上选取 7 款产品印上世博标志。同时作为世博会赞助商和特许

商品供应商，保证了公司是世博会黄酒产品的唯一供应企业。

今年公司宣传力度较大，包括电视媒体和平面媒体。近期开始进入黄酒销售旺季，大闸蟹上市，公司也会相应做一些推广。

第四，公司上海市场份额提升空间不大，拟加大力度开拓市外市场，江苏市场是重点。

- 公司 10 万吨销量中大约 8 万吨在上海。上海本地黄酒市场容量约 22 万吨，大约 60% 市场份额被周边小酒厂获取。公司上海市场销量和收入的提升空间不大，主要依靠提升盈利模式和商业模式，以及产品结构的调整。
- 今年上半年公司市外市场收入同比增长 17.23%。公司在江苏市场销量 1.5 万吨，主要通过餐饮渠道，商超渠道铺货较少。江苏市场竞争激烈，例如沙洲优黄，乌毡帽等本地黄酒企业也有较强竞争力。其次是福建和广东市场。公司认为市外市场需要依靠强势经销商，与经销商做好联动。
- 公司计划做 3 年规划，其中将考虑和市外市场延伸，以及产品结构调整。

相较于走在前面开拓区外市场的浙江企业，公司希望以品牌为核心，提升技术壁垒，逐步开发各个市场。之前公司对市外市场投入不多，今后投入力度会逐步加大，看市场发展情况不断修正策略。希望投入下去首先看到规模增长，然后是盈利的提升。除了投入不大以外，区外市场对黄酒的接受度也是一个问题，需要行业内大企业一起开拓，共同诠释黄酒文化，找到市场切入点。或许 3~5 年以后黄酒区外市场有机会破局。

- 公司从今年开始在市外市场的销售策略上有所调整。

6 月份销售公司进行团队调整：以前销售公司仅下设市外部负责埠外市场。目前将市外部团队拆分为 4 个部门，其中 1 个部门专门去做江苏市场（80% 市外收入来自江苏市场）。其他 3 个部门分别负责西南区、东北区、南方区域。

区域外认同黄酒口味不是大问题，但回到当地不会选择消费黄酒，更多区域消费习惯和文化的问题。因此公司选择对各个不同区域，针对性作宣传和经销商的选择。

第五，公司重视调整产品结构。

- 公司产品结构与行业产品结构相近，产量占比 20% 的高档酒为公司贡献了 80% 的业绩。

公司吨酒价格大约 10,000 元/吨，高于啤酒吨酒价格，低于红酒、白酒。公司 2009 年销量约为 10 万吨，高档酒占比 20%，但是贡献了公司业绩的 80%。公司盈利的 60%~70% 来自三年陈以上产品。公司 10 年陈以上产品不到 50 吨，主要是礼仪消费，这个档次结构比例要提升。

表 1：公司产品结构

产品等级	产品品种	销量
高端	石库门和金色年华；石库门最	1.8 万吨
	高端有 30 年陈	其中石库门销售了 14000-15000 吨，剩下的是金色年华，10 年陈以上产品不到 50 吨。
终端	3 年陈、依好	3.2 万吨
低端		5 万吨

资料来源：长江证券研究部

- 低端酒销量大，有较固定的消费群体，品种丰富。如果对产品进行梳理，有一定的结构提升空间。例如，花雕在传统黄酒里面属于高端酒；对销量较大的产品进行分级，也是提升产品结构的机会。
- 公司认为产品本身非常重要，是配合与支撑市外市场拓展以及产品结构调整的关键。

公司重视产品结构调整，理由有以下两点：1，如果市外市场做起来，消费结构会调整。绍兴黄酒口味很浓很传统，

区外消费者可能对于黄酒的口味要求更清淡一些，每个市场需求不同。2，目前产品结构还是以中低端销量为主。调整结构关键依靠产品提升和引导消费者，从而获得消费者理解和认可来做到。

公司应认为竞争力关键还在于产品本身。黄酒可以手工酿造，技术壁垒不高，提高在整个酿造过程中以及原材料的技术壁垒很重要。整合过程中公司未快速推出新品，但后台做了很多工作，包括有机黄酒的认证（原材料必须是有机米，利用光明集团下的资源（上海地区农场），包括海丰米业，瀛丰五斗等）。这样的工作也在提高核心竞争力。

表 2：超市黄酒价格（浦电路世纪联华超市，2010/09/28）

金枫酒业黄酒产品	容量	价格	古越龙山黄酒产品	容量	价格
石库门			古越龙山		
石库门世博珍藏上海老酒	80ml	68.0	古越龙山银龙古越龙液	500ml	18.1
石库门上海老酒	500ml	27.0	古越龙山金五年	500ml	16.2
石库门欢迎世博装	500ml	25.0	古越龙山五年陈花雕酒	500ml	12.9
			古越龙山三年陈老酒	500ml	9.2
金色年华系列			古越龙山三年陈	600ml	7.7
和酒金色年华八年陈	500ml	35.0	古越龙山四季花雕	600ml	5.9
和酒金色年华五年陈	500ml	24.6	古越龙山花雕	500ml	4.2
和酒			女儿红		
和酒金标五年陈	555ml	15.8	青瓷女儿红盒装	750ml	27.8
和酒银标三年陈	555ml	9.8	女儿红六年陈玉液琼浆	500ml	19.5
和酒五年陈	500ml	13.3	女儿红坛装	1500ml	17.5
和酒三年陈	500ml	6.6	女儿红三年陈花雕	500ml	8.3
			女儿红手酿五年陈	500ml	7.8
大开福系列			女儿红糯米王三年陈	600ml	4.4
和酒大开福五年陈	1000ml	21.8	女儿红陈年花雕	490ml	3.7
和酒大开福三年陈	1000ml	15.8			
依好			沈永和		
依好红标（14.5 度）	500ml	9.5	沈永和特酿八年陈	500ml	23.8
依好黄标（12.5 度）	500ml	8.5	沈永和 1664 黄酒	600ml	6.5
			沈永和陈三年	600ml	6.1
金枫			沈永和花雕酒	600ml	5
金枫五年陈特加饭	500ml	6.3	沈永和加饭	500ml	3.6
金枫三年陈花雕	500ml	6.4			
金枫三年陈特加饭	600ml	4.0			
金枫特加饭	500ml	3.2			
金枫上海黄酒	500ml	2.4			

资料来源：长江证券研究部

■ 目前公司库存基酒有 17~18 万吨，库存成本较高，不适合存放过多基酒。公司销量如果在 10 万吨，一年产量在 11 万吨左右。华光酿酒 4 月份停产，之前一季度已经把今年全年所需的酒全部生产出来，不会影响今年的产销。

第六，首次给予“谨慎推荐”评级

我们认为公司目前处于调整发展的关键时期：首先，公司 08 年资产重组以后对石库门与华光酿酒进行资源整合，今年 9 月份公司生产整合已经完成，后续还需一段时期来调整和消化管理、人员、信息等方面的整合效果。其次，公

司提出制定 3 年规划为后一阶段制定发展战略和目标。公司计划加大投入开拓市外市场，以提升和调整产品结构作为配合与支撑，来配合不同区域市场的消费需求且提升盈利能力。

公司加大力度开拓区外市场在短期可能不利于业绩释放，而长期来看是一个好的信号。黄酒行业龙头企业共同做大区外市场蛋糕，有助于整个行业的破局发展。就行业整合角度来看，公司整合光华酿酒以及古越龙山收购女儿红都更接近于内部整合；目前行业内还没有十分成功的市场化整合案例。由于龙头黄酒企业并不稀缺产能资源和技术，理想的整合标的需要有较好品牌和市场才有吸引力。

我们预计公司 2010~2012 年公司业绩分别为 0.41 元，0.51 元和 0.60 元，首次给予“谨慎推荐”评级。

财务报表及指标预测

利润表（百万元）					资产负债表（百万元）				
	2009A	2010E	2011E	2012E		2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	945	1061	1164	1285	货币资金	210	540	562	745
营业成本	432	471	515	568	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	512	590	649	717	应收账款	57	27	29	32
% 营业收入	54.2%	55.6%	55.8%	55.8%	存货	438	476	520	574
营业税金及附加	37	42	46	51	预付账款	29	32	35	38
% 营业收入	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%	其他流动资产	0	0	0	0
销售费用	172	191	221	231	流动资产合计	734	1074	1146	1390
% 营业收入	18.2%	18.0%	19.0%	18.0%	可供出售金融资产	0	0	0	0
管理费用	131	133	146	154	持有至到期投资	1	1	1	1
% 营业收入	13.8%	12.5%	12.5%	12.0%	长期股权投资	27	27	27	27
财务费用	1	-1	-2	-2	投资性房地产	0	0	0	0
% 营业收入	0.1%	-0.1%	-0.2%	-0.2%	固定资产合计	753	994	1184	1221
资产减值损失	0	38	4	5	无形资产	13	12	12	11
公允价值变动收益	0	0	0	0	商誉	0	0	0	0
投资收益	2	0	0	0	递延所得税资产	2	8	1	1
营业利润	174	188	235	278	其他非流动资产	-392	-392	-392	-392
% 营业收入	18.4%	17.7%	20.1%	21.7%	资产总计	1138	1724	1978	2259
营业外收支	10	6	6	6	短期贷款	0	0	0	0
利润总额	183	194	241	284	应付款项	90	97	106	117
% 营业收入	19.4%	18.3%	20.7%	22.1%	预收账款	4	4	4	5
所得税费用	37	43	53	63	应付职工薪酬	9	10	10	11
净利润	146	151	188	222	应交税费	32	37	43	49
归属于母公司所有者					其他流动负债	30	452	501	542
的净利润	145.8	150.8	187.0	221.0	流动负债合计	164	599	666	725
少数股东损益	0	0	1	1	长期借款	0	0	0	0
EPS（元/股）	0.40	0.41	0.51	0.60	应付债券	0	0	0	0
现金流量表（百万元）					递延所得税负债	0	0	0	0
	2009A	2010E	2011E	2012E	其他非流动负债	0	0	0	0
经营活动现金流净额	176	739	432	494	负债合计	164	599	666	725
取得投资收益	0	0	0	0	归属于母公司	974	1125	1312	1533
收回现金					所有者权益				
长期股权投资	0	0	0	0	少数股东权益	0	0	1	2
无形资产投资	0	0	0	0	股东权益	974	1125	1313	1535
固定资产投资	-61	-411	-412	-313	负债及股东权益	1138	1724	1978	2259
其他	109	0	0	0	基本指标				
投资活动现金流净额	48	-411	-412	-313		2009A	2010E	2011E	2012E
债券融资	0	0	0	0	EPS	0.399	0.412	0.512	0.605
股权融资	0	0	0	0	BVPS	2.66	3.08	3.59	4.19
银行贷款增加（减少）	-130	0	0	0	PE	11.81	11.42	9.21	7.79
筹资成本	76	1	2	2	PEG	0.79	0.77	0.62	0.52
其他	-151	0	0	0	PB	1.77	1.53	1.31	1.12
筹资活动现金流净额	-206	1	2	2	EV/EBITDA	6.90	3.31	2.55	1.77
现金净流量	19	330	22	183	ROE	15.0%	13.4%	14.3%	14.4%

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话	E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 68752398	13564079561 wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区总经理	(8621) 68751916	13701696936 ganlu@cjsc.com.cn
王 磊	华东区总经理助理	(8621) 68751003	13917628525 wanglei3@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区副总经理	(8621) 68751863	13817196202 julei@cjsc.com.cn
程 杨	华北区总经理助理	(8621) 68753198	13564638080 chengyang1@cjsc.com.cn
李劲雪	上海私募总经理	(8621) 68751926	13818973382 lijx@cjsc.com.cn
张 晖	深圳私募总经理	(0755) 82766999	13502836130 zhanghui1@cjsc.com.cn
沈方伟	深圳私募总经理助理	(0755) 82750396	15818552093 shenfw@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看 好： 相对表现优于市场 中 性： 相对表现与市场持平 看 淡： 相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推 荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5% ~ 10% 之间 中 性： 相对大盘涨幅在 -5% ~ 5% 之间 减 持： 相对大盘涨幅小于 -5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券系列报告的信息均来源于公开资料，本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。本公司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，不代表对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。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。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告中所评价或推荐的证券没有利害关系。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、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。