

金枫酒业(600616)

公司研究/调研简报

谨慎推荐 维持评级

合理估值: 15.8—19.3 元

扩产整合，开拓市场

—金枫酒业调研简报

民生精品---调研简报/食品饮料行业

2010 年 9 月 14 日

一、事件概述

近日，与金枫酒业就公司的经营情况进行了交流，着重了解了公司内部整合情况、新产能建设进展、上海市场的竞争情况以及公司向外埠市场扩展的进展。

二、分析与判断

整合进展顺利，定位清晰明确

目前整合工作进展顺利。6 月下旬石库门公司已经吸收合并了华光酒业，华光酒业将注销。华光酒业的生产将整体迁至石库门公司。生产方面，现在和酒三年陈的原酒已经全部由石库门提供，和酒五年陈使用石库门原酒的比例也已经接近 80%。

金枫酒业的双品牌战略对石库门与和酒的定位有所不同。石库门主攻餐饮渠道，而和酒主要面向商超渠道。两者的品牌文化内涵不同，宣传的重点也不相同。

新建 4 万千升产能如期投产

石库门公司的新建的 4 万千升产能项目进展顺利，9 月可以如期投产。后续的二期工程目前还没有具体安排，要等到一期工程完成后再确定。

稳踞上海市场，重点布局长三角，部分地区已见成效

目前金枫酒业在上海中高端黄酒市场占有 60% 以上的份额，优势明显。但是上海的黄酒市场潜力已经比较有限。因此金枫酒业虽然立足于上海，但是其发展前景仍在于全国市场。金枫酒业认为走向全国市场的主要瓶颈就是消费者的消费观念，一旦消费者的消费观念改变，接受了海派黄酒，未来市场潜力巨大。

考虑到目前的实际情况，短期内金枫酒业的战略仍然以市场基础条件较好的长三角为主攻方向，在其他省市可能会在部分重点城市进行布局。上海以外市场主要在江苏，尤其是苏南地区，如昆山，做得比较好。今年福建市场的势头也很好。浙江市场仍然进展较慢。

三、盈利预测与投资建议

综合考虑金枫酒业的竞争力和市场地位，预计 10 年、11 年、12 年 EPS 分别为 0.35 元、0.41 元、0.47 元，对应 PE 水平分别为 43 倍、37 倍和 32 倍。合理的估值区间为 15.8 元-19.3 元，给予金枫酒业“谨慎推荐”评级。

四、风险提示：

公司的利润主要来自中高端产品，而中高端产品的消费容易受到宏观经济形势波动的影响。

民生证券研究所

分析师：王学谦

执业证书编号：S0100108100670

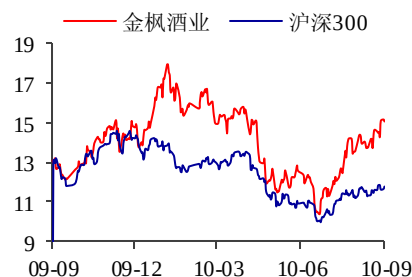
电话：(8610)8512 7656

Email: wangxueqian@mszq.com

地址：北京市东城区建国门内大街 28 号

民生金融中心 A 座 16 层 100005

一年该股与沪深 300 走势比较



交易数据 (2010-09-14)

收盘价(元)	15.04
近 12 个月最高/最低	18.64/10.01
总股本(百万股)	438.67
流通股本(百万股)	438.67
流通股比例%	100
总市值(亿元)	65.98
流通市值(亿元)	65.98

相关研究

盈利预测与财务指标

项目/年度	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入 (百万元)	944.53	1,057.87	1,163.66	1,280.03
增长率 (%)	-79.69%	12.00%	10.00%	10.00%
归属母公司股东净利润 (百万元)	145.77	153.84	178.26	206.07
增长率 (%)	-29.80%	5.54%	15.87%	15.60%
每股收益 (元)	0.40	0.35	0.41	0.47
毛利率 (%)	54.22%	55.00%	56.00%	57.00%
净资产收益率 ROE(%)	15.54%	14.15%	13.82%	13.90%
每股净资产 (元)	2.22	2.74	3.14	3.61
PE	37.85	43.17	37.26	32.23
PB	6.82	5.53	4.82	4.19
EV/EBITDA	38.27	28.27	24.19	20.61

资料来源：民生证券研究所

公司财务报表数据预测汇总

利润表				
项目 (百万元)	2009A	2010E	2011E	2012E
一、营业总收入	945	1,058	1,164	1,280
减：营业成本	432	476	512	550
营业税金及附加	37	41	45	50
销售费用	172	190	209	230
管理费用	131	146	161	177
财务费用	1	(1)	(1)	(2)
资产减值损失	(0)	0	0	0
加：投资收益	2	0	0	0
二、营业利润	174	205	238	275
加：营业外收支净额	10	0	0	0
三、利润总额	183	205	238	275
减：所得税费用	37	51	59	69
四、净利润	146	154	178	206
归属于母公司的利润	146	154	178	206
五、基本每股收益 (元)	0.40	0.35	0.41	0.47

主要财务指标

项目				
EV/EBITDA	38.27	28.27	24.19	20.61
成长能力:				
营业收入同比	-79.7%	12.0%	10.0%	10.0%
营业利润同比	-28.4%	18.2%	15.9%	15.6%
净利润同比	-25.7%	5.2%	15.9%	15.6%
营运能力:				
应收账款周转率	16.16	19.29	19.05	19.05
存货周转率	2.20	2.31	2.36	2.41
总资产周转率	0.80	0.88	0.85	0.82
盈利能力与收益质量:				
毛利率	54.2%	55.0%	56.0%	57.0%
净利率	15.4%	14.5%	15.3%	16.1%
总资产净利率 ROA	12.5%	12.8%	13.1%	13.2%
净资产收益率 ROE	15.5%	14.1%	13.8%	13.9%
资本结构与偿债能力:				
流动比率	4.48	6.57	7.52	8.47
资产负债率	14.4%	10.7%	10.1%	9.5%
长期借款/总负债	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
每股指标 (元)				
每股收益	0.40	0.35	0.41	0.47
每股经营现金流量	0.00	0.25	0.38	0.44
每股净资产	0.00	2.74	3.14	3.61

资料来源：民生证券研究所

资产负债表				
项目 (百万元)	2009A	2010E	2011E	2012E
货币资金	210	321	490	683
应收票据	0	0	0	0
应收账款	52	58	64	70
预付账款	29	32	35	38
其他应收款	6	6	7	8
存货	438	476	512	550
其他流动资产	0	0	0	0
流动资产合计	734	894	1,107	1,350
长期股权投资	27	27	27	27
固定资产	329	335	311	287
在建工程	31	1	1	1
无形资产	13	13	12	12
其他非流动资产	0	0	0	0
非流动资产合计	404	374	350	326
资产总计	1,138	1,268	1,458	1,676
短期借款	0	0	0	0
应付票据	0	0	0	0
应付账款	90	95	102	110
预收账款	4	4	4	4
其他应付款	29	0	0	0
应交税费	32	37	41	45
其他流动负债	0	0	0	0
流动负债合计	164	136	147	159
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	0	0	0	0
非流动负债合计	0	0	0	0
负债合计	164	136	147	159
股本	366	439	439	439
资本公积	29	29	29	29
留存收益	580	734	912	1,118
少数股东权益	0	0	0	0
所有者权益合计	974	1,201	1,379	1,585
负债和股东权益合计	1,138	1,337	1,526	1,745

项目 (百万元)				
经营活动现金流量	176	111	167	191
投资活动现金流量	48	0	0	0
筹资活动现金流量	(206)	1	1	2
现金及等价物净增加	19	112	168	193

分析师简介

王学谦，厦门大学经济学硕士，从业两年，服务于民生证券两年。对啤酒、番茄酱等行业有比较深入的研究。

分析师承诺

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，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供民生证券有限责任公司（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客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。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，在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、推测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

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。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司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参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司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。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，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。本公司版权所有并保留一切权利。

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，均为本公司的商标、服务标识及标记。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	推荐	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	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%之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	推荐	相对沪深 300 指数涨幅 5%以上
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于 -5% ~ 5%之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 5%以上

机构销售

	北京	上海	深圳
联系人	郭 明	孟 辉	韦珂嘉
电 话	010-85127661	021-64274383	010-85127650
手 机	13401098997	13916107040	13701050353
E-mail	guomingyjs@mszq.com	menghui@mszq.com	weikejia@mszq.com