

2011 年 5 月 23 日

金枫酒业

股东会以及投资者交流会

A
买入

600616.SS - 人民币 12.76

目标价格: 人民币 15.20 (▲17.28)

刘都*

(8621) 2032 8511

du.liu@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300207110254

股价相对指数表现



资料来源: 彭博及中银国际研究

股价表现

	今年至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对(%)	(2)	(4)	2	11
相对新华富时 A50 指数(%)	(4)	0	3	5

资料来源: 彭博及中银国际研究

重要数据

发行股数(百万)	439
流通股(%)	67
流通股市值(人民币 百万)	3,850
3 个月日均交易额(人民币 百万)	83
主要股东(%)	
上海烟糖集团	33

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究

* 苏斌为本报告重要贡献者

中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

公司于 2010 年底推出石库门升级产品石库门一号, 市场销售情况非常好, 一季度销量达 200 多吨, 全年销量有望超过 600 吨, 达到公司预期。集团在白酒领域已经有所突破, 年内有望在葡萄酒领域实现并购突破, 无论白酒或葡萄酒都会有整合培育过程, 但未来注入上市公司值得期待, 公司近期主要精力仍聚焦黄酒。

会议要点

- 光明集团“十二五”战略规划正在制订中, 酒业发展战略已经明确, 多酒种发展目标既定, 光明集团子公司、公司控股股东上海烟糖集团为核心承担者。
- 2011 年, 烟糖集团将继续加大多酒种布局力度, 力求抓住机遇, 提升在酒业领域的整体竞争力。
- 集团于白酒领域已有突破, 获得八大名酒之一全兴大曲的控股权, 预计年内还可实现葡萄酒领域的并购突破。
- 在最终资产注入之前, 公司经营班子仍集中精力做好黄酒主业, 适度参与集团的相关并购和运营。
- 新品石库门一号于一季度实现销量 200 多吨, 市场反应良好, 预计 6 月底能完成餐饮终端覆盖, 预计全年销量超过 600 吨, 达到公司预期。
- 公司年内还会推出其他新品, 新品不局限于中高端, 于低端中亦有挖潜提升的空间。

估值

- 不考虑资产注入因素, 预计 2011-2012 年每股收益分别 0.40 元和 0.48 元, 对应下调目标价至 15.20 元, 维持买入评级。

图表 1. 投资摘要

年结日: 12 月 31 日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
销售收入(人民币 百万)	945	978	1,129	1,338	1,538
变动(%)	(79.7)	3.5	15.4	18.5	15.0
净利润(人民币 百万)	146	131	176	209	246
全面摊薄每股收益(人民币)	0.40	0.30	0.40	0.48	0.56
变动(%)	(29.8)	(24.9)	33.7	19.0	17.8
先前预测每股收益(人民币)	-	-	0.48	0.56	-
调整幅度(%)	-	-	(16.6)	(14.9)	-
市盈率(倍)	32.0	42.6	31.9	26.8	22.7
每股现金流量(人民币)	0.48	0.39	0.35	0.36	0.45
价格/每股现金流量(倍)	26.5	33.1	36.9	35.1	28.5
企业价值/息税折旧前利润(倍)	20.3	23.2	20.4	17.0	14.3
净资产收益率(%)	15.0	11.9	14.1	14.8	15.3
每股股息(人民币)	0.00	0.15	0.08	0.10	0.11
股息率(%)	0.00	1.18	0.63	0.75	0.88

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

公司产品结构调整和市场开拓力度加大

内部整合一定程度影响了企业发展速度。由于 2008-2010 年是金枫酒业进行黄酒（“石库门”同“和酒”两大品牌）整合的时期，期间石库门系列新品开发相对放缓，石库门一号的推出略微有些晚，这反映出公司经营的谨慎稳健作风。

石库门一号的推出是基于市场和消费者需求，对市场做了充分调研基础上推出的升级新品，定价同现有产品有较为明显区隔，达到对石库门系列简介提价的效果。由于新品定价高，公司可给予经销商的利润空间也更大，有利于调动经销商积极性。

石库门一号现阶段主走餐饮渠道，同石库门推出时情况相仿，目前市场销售反应良好，一季度石库门一号销量达到 200 多吨，预计全年超过 600 吨，将能达到公司预期。

图表 2. 公司中高档系列及售价情况

产品名	终端售价	产品名	终端售价
和酒三年陈	8 元	石库门红标	17 元
和酒银标	9 元	石库门新红标	18 元
和酒五年陈	12 元	石库门新黑标	23 元
和酒金标	16 元	石库门黑标	25 元
金色年华五年陈	18 元	石库门一号（红）	30 元
金色年华八年陈	27 元	石库门一号（兰）	44 元
和酒十年陈（陶瓷）	98 元	石库门锦绣 12	92 元
和酒 20 年陈	598 元	石库门经典	290 元
大开福 1000ml	18 元		

资料来源：商超终端走访，中银国际研究

2011 年公司将落实以“石库门壹号”为核心的新品推广计划，同时高档酒开发速度不会减缓，努力实现产品结构的进一步升级优化，同时提升产品毛利空间。除石库门一号外，公司年内还将继续推出新品，新品将不局限于中高端；公司低端酒产量高，近年呈持续缩量态势，未来将调整策略，加强低档酒的挖潜提升。

配合石库门一号的上市，公司以知名主持人袁岳为代言人的广告已经陆续投放，市场投入力度明显加大。公司还将借助世博效应，加强市场网络建设，同时加强外埠市场的开发力度，优选江苏、北京、福建和深圳等市场，近耕远播，注重经销商资源的积累和互动，发挥渠道推力。

近期仍聚焦黄酒，未来资产注入可期

上海烟糖集团多酒种布局战略清晰，对于上市公司泛酒业经营平台的定位已经清晰。

目前，其他酒种的扩张仍以上海烟糖集团为主体。集团扩张主要方向是白酒和红酒，2010年以来明显加大了对外并购力度，新近获得传统八大名酒之一全兴大曲的控股权（预计为三分之二），年内有望实现葡萄酒并购突破。力求抓住我国酒类产业发展的大机遇，实现多酒种布局的突破，为未来中国白酒形成新的格局争取机会。

由于白酒刚刚完成收购，葡萄酒收购还未落地，而收购项目还需要一个整合过程，因此近期集团对上市公司的要求仍以聚焦黄酒为主。我们认为公司黄酒业务将不依靠并购发展。金枫酒业作为集团旗下最主要的酒业经营实体，有望成为集团大力扶持的泛酒业经营平台，资产整合存在很大想象空间，此前公司竞购集团持有的隆樽酿酒 70% 股权即是一个开端。

由于其他酒种存在收购、整合以及培育周期，我们预计相关资产注入最早于 2012 年上半年实施，届时大股东持股比例会有所提升。

维持评级

公司经营低调、稳健、务实。我们认为公司经营已经度过了最为困难的一段时期，2011 年将是十分关键的一年，我们关注公司蓄势新发展阶段的投资价值，同时也关注集团资产注入带来的投资机会。

不考虑资产注入，预计 2011-2013 年每股收益分别为 0.40 元、0.48 元、0.56 元，较此前预测略有下调，对应下调目标价至 15.20 元，维持 **买入** 评级。

损益表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
销售收入	945	978	1,129	1,338	1,538
销售成本	(432)	(427)	(488)	(574)	(656)
经营费用	(338)	(362)	(413)	(489)	(558)
息税折旧前利润	220	230	258	306	358
折旧及摊销	(45)	(41)	(29)	(32)	(34)
经营利润(息税前利润)	174	189	228	275	324
净利息收入/(费用)	(1)	1	3	4	5
其他收益/(损失)	10	(2)	0	0	0
税前利润	183	188	231	279	328
所得税	(37)	(56)	(55)	(70)	(82)
少数股东权益	(0)	0	0	0	0
净利润	146	131	176	209	246
核心净利润	146	131	176	209	246
每股收益(人民币)	0.40	0.30	0.40	0.48	0.56
核心每股收益(人民币)	0.40	0.30	0.40	0.48	0.56
每股股息(人民币)	0.00	0.15	0.08	0.10	0.11
收入增长(%)	(79.69)	3.55	15.41	18.53	14.95
息税前利润增长(%)	(38.12)	8.25	20.88	20.43	17.79
息税折旧前利润增长(%)	(39.46)	4.62	12.07	18.91	16.79
每股收益增长(%)	(29.80)	(9.86)	33.72	19.04	17.77
核心每股收益增长(%)	(29.80)	(9.86)	33.72	19.04	17.77

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
现金及现金等价物	210	262	334	403	503
应收帐款	52	53	62	74	85
库存	438	482	561	660	755
其他流动资产	35	17	32	52	71
流动资产总计	734	814	989	1,188	1,414
固定资产	329	507	505	531	543
无形资产	13	42	41	39	38
其他长期资产	62	32	54	53	62
长期资产总计	404	580	600	623	643
总资产	1,138	1,395	1,589	1,811	2,057
应付帐款	90	210	195	207	210
短期债务	0	0	0	0	0
其他流动负债	75	80	145	186	228
流动负债总计	164	289	340	393	438
长期借款	0	0	3	5	8
其他长期负债	0	0	0	0	0
股本	366	439	439	439	439
储备	608	667	807	975	1,172
股东权益	974	1,105	1,246	1,413	1,610
少数股东权益	0	0	0	0	0
总负债及权益	1,138	1,395	1,589	1,811	2,057
每股帐面价值(人民币)	2.66	2.52	2.84	3.22	3.67
每股有形资产(人民币)	2.63	2.42	2.75	3.13	3.58
每股净负债/(现金)(人民币)	(0.57)	(0.60)	(0.76)	(0.91)	(1.13)

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
税前利润	183	188	231	279	328
折旧与摊销	45	41	29	32	34
净利息费用	1	0	(3)	(4)	(5)
运营资本变动	(43)	80	174	200	225
税金	(37)	(56)	(55)	(70)	(82)
其他经营现金流	26	(83)	(225)	(277)	(304)
经营活动产生的现金流	176	169	152	159	197
购买固定资产净值	(65)	(127)	(50)	(55)	(55)
投资减少/增加	119	3	0	0	0
其他投资现金流	(5)	0	0	0	0
投资活动产生的现金流	48	(124)	(50)	(55)	(55)
净资产增加	0	0	0	0	0
净增债务	0	0	3	3	3
支付股息	0	(66)	(35)	(42)	(49)
其他融资现金流	(206)	66	3	4	5
融资活动产生的现金流	(206)	0	(30)	(35)	(42)
现金变动	24	52	72	69	100
期初现金	186	210	262	334	403
公司自由现金流	224	45	102	104	142
权益自由现金流	224	46	107	111	149

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

主要比率

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	23.26	23.50	22.82	22.90	23.26
息税前利润率(%)	18.46	19.30	20.22	20.54	21.05
税前利润率(%)	19.40	19.19	20.48	20.84	21.35
净利率(%)	15.43	13.43	15.56	15.63	16.01
流动性					
流动比率(倍)	4.48	2.82	2.91	3.03	3.23
利息覆盖率(倍)	217.2	(211.7)	(76.8)	(68.2)	(68.7)
净权益负债率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
速动比率(倍)	1.80	1.15	1.26	1.35	1.50
估值					
市盈率(倍)	32.0	42.6	31.9	26.8	22.7
核心业务市盈率(倍)	32.0	42.6	31.9	26.8	22.7
目标价对应核心业务					
市盈率(倍)	38.1	50.7	38.0	31.9	27.1
市净率(倍)	4.8	5.1	4.5	4.0	3.5
价格/现金流(倍)	26.5	33.1	36.9	35.1	28.5
企业价值/息税折旧前					
利润(倍)	20.3	23.2	20.4	17.0	14.3
周转率					
存货周转天数	169.4	180.0	181.3	180.0	179.1
应收帐款周转天数	19.9	19.7	20.1	20.1	20.1
应付帐款周转天数	75.6	179.0	146.0	131.4	116.8
回报率					
股息支付率(%)	0.00	50.08	20.00	20.00	20.00
净资产收益率(%)	14.97	11.89	14.10	14.80	15.30
资产收益率(%)	12.81	9.42	11.06	11.55	11.98
已运用资本收益率(%)	13.43	12.81	13.71	14.53	15.00

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

披露声明

本报告准确表述了分析员的个人观点。每位分析员声明，不论个人或他/她的有联系者都没有担任该分析员在本报告内评论的上市法团的高级人员，也不拥有与该上市法团有关的任何财务权益。本报告涉及的上市法团或其它第三方都没有或同意向分析员或中银国际集团提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。中银国际集团的成员个别及共同地确认：(i)他们不拥有相等于或高于上市法团市场资本值的 1%的财务权益；(ii)他们不涉及有关上市法团证券的做市活动；(iii)他们的雇员或其有联系的个人都没有担任有关上市法团的高级人员；及(iv) 他们与有关上市法团之间在过去 12 个月内不存在投资银行业务关系。

本披露声明是根据《香港证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则》第十六段的要求发出，资料已经按照 2009 年 9 月 3 日的情况更新。中银国际控股有限公司已经获得香港证券及期货事务监察委员会批准，豁免披露中国银行集团在本报告潜在的利益。

免责声明

本报告是机密的，只有收件人才能使用。

本报告并非针对或打算在违反任何法律或规则的情况，或导致中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司(统称“中银国际集团”)须要受制于任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域的注册或牌照规定，向任何在这些地方的公民或居民或存在的机构准备或发表。未经中银国际集团事先书面明文批准下，收件人不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予任何其它人。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际集团的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供給閣下作参考之用，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的邀请，亦并未考虑到任何特别的投資目的、財務狀況、特殊需要或個別人士。本報告中提及的投資產品未必適合所有投資者。任何人收到或閱讀本報告均須在承諾購買任何報告中所指之投資產品之前，就該投資產品的適合性，包括投資人的特殊投資目的、財務狀況及其特別需要尋求財務顧問的意見。本報告中發表看法、描述或提及的任何投資產品或策略，其可行性將取決於投資者的自身情況及目標。投資者須在採取或執行該投資(無論有否修改)之前諮詢獨立專業顧問。中银国际集团不一定采取任何行动，确保本报告涉及的证券适合个别投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，而收件人不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际集团从相信可靠的来源取得或达到，但中银国际集团不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。收件人不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。中银国际集团可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。这些报告反映分析员在编写报告时不同的设想、见解及分析方法。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接(包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接)的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

中银国际集团在法律许可的情况下，可参与或投资本报告涉及的股票的发行人的金融交易，向有关发行人提供或建议服务，及/或持有其证券或期权或进行证券或期权交易。中银国际集团在法律允许下，可于发报材料前使用于本报告中所载资料或意见或他们所根据的研究或分析。中银国际集团及编写本报告的分析员(“分析员”)可能与本报告涉及的任何或所有公司(“上市法团”)之间存在相关关系、财务权益或商务关系。详情请参阅《披露声明》部份。

本报告所载的资料、意见及推测只是反映中银国际集团在本报告所载日期的判断，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人咨询的建议。

本报告在中国境内由中银国际证券有限责任公司准备及发表；在中国境外由中银国际研究有限公司准备，分别由中银国际研究有限公司及中银国际证券有限公司在香港发送，由中银国际(新加坡)有限公司(BOC International (Singapore) Pte. Ltd.)在新加坡发送。

在沒有影響上述免責聲明的情況下，如果閣下是根據新加坡 Financial Advisers Act (FAA) 之 Financial Advisors Regulation (FAR) (第 110 章)之 Regulation 2 定義下的“合格投資人”或“專業投資人”，BOC International (Singapore) Pte. Ltd. 仍將(1)因為 FAR 之 Regulation 34 而獲豁免按 FAA 第 27 條之強制規定作出任何推薦須有合理基礎；(2)因為 FAR 之 Regulation 35 而獲豁免按 FAA 第 36 條之強制規定披露其在本報告中提及的任何證券(包括收購或出售)之利益，或其聯繫人或關聯人士之利益。

中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司 2009 版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构：

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 2867 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打：10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打：10800 1521065
新加坡客户请拨打：800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 2867 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
金融大街 28 号
盈泰中心 2 号楼 15 层
邮编: 100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

英国伦敦嘉能街 90 号
EC4N 6HA
电话: (4420) 7022 8888
传真: (4420) 7022 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371