

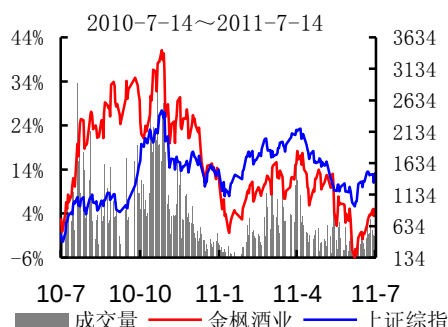
金枫酒业(600616): 稳健的创新者 等待业务突破 金枫酒业调研简报

研究员: 张芸
执业证书编号: S0570510120017
电话: 025-83290884
E-mail: zylt4463@sina.com
地址: 南京市中山东路 90 号

投资评级: 推荐(上调)

饮料制造 II
当前价格(元): 11.73
目标价格(元): 12.6

股价走势图



相关研究

1 《金枫酒业(600616): 业绩平稳 期待世博效应》2010.8

投资要点:

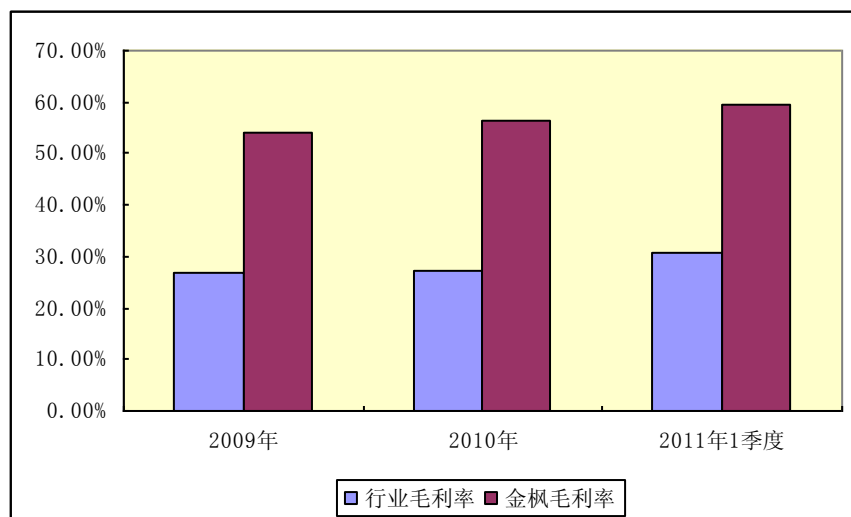
- 1、公司是黄酒行业中盈利能力最强的企业之一，公司产品毛利率一直远高于行业平均水平，2011 年一季度公司产品毛利率达到了 59.58%。
- 2、公司盈利能力强主要来自公司更为优化的产品结构，2011 年公司推出新品“石库门一号”，包括红、蓝两款，都属于特型半干黄酒，其中红色石库门一号基酒酒龄为 6 年，蓝色石库门一号基酒酒龄为 10 年，价格介于红黑标和锦绣系列之间，是石库门红、黑标的升级产品。石库门一号目前主要在餐饮渠道销售，尽管餐饮渠道铺货尚未全部完成，但今年推出市场以来仅一季度就形成了近 300 吨的销量，预计全年 500 吨的销量目标将有望完成。
- 3、2011 年一季度公司毛利率 59.58%，同比增加 0.58 个百分点，环比增加 1.28 个百分点，在原材料和包材都出现涨价期间，公司毛利率的稳中有升是公司整合，实现基酒完全自给效应的体现。
- 4、2011 年公司继续深耕外埠市场，在江苏、北京、福建和深圳等市场的销售增长都超过了 20%，公司还考虑根据各地区不同的特点，推出针对当地的产品，以更贴近消费者。
- 5、光明食品集团曾多次表示，在酒业领域拟通过并购巩固黄酒领先地位，同时战略性进入白酒、葡萄酒行业，加快构建白酒、葡萄酒经营体系，在新酒种上实现突破，公司作为光明食品集团旗下唯一的酒业上市公司无疑将成为集团多酒种运营的平台。公司对隆樽公司股权的收购对公司每股收益的贡献非常有限，但这次收购的完成或标志着公司开始进入新的酒种领域，谋求新发展的思路逐步落实。
- 6、金枫酒业是一家经营稳健，善于创新的黄酒企业，公司正在积极探索多种方式增大销售规模和增强盈利能力。我们初步预测公司 2011 年和 2012 年有望实现每股收益 0.35 元/股和 0.44 元/股，目前公司 2011 年动态市盈率为 33.5 倍。考虑到公司作为大股东的酒业发展平台，公司未来存在并购的可能，也将面临多酒种发展的机遇，给予 12.6 元目标价。

一、公司盈利能力强：

公司是黄酒行业中盈利能力最强的企业之一，公司产品毛利率一直远高于行业平均水平，2011 年一季度公司产品毛利率达到了 59.58%。

图表 1 公司产品毛利率与行业之比较

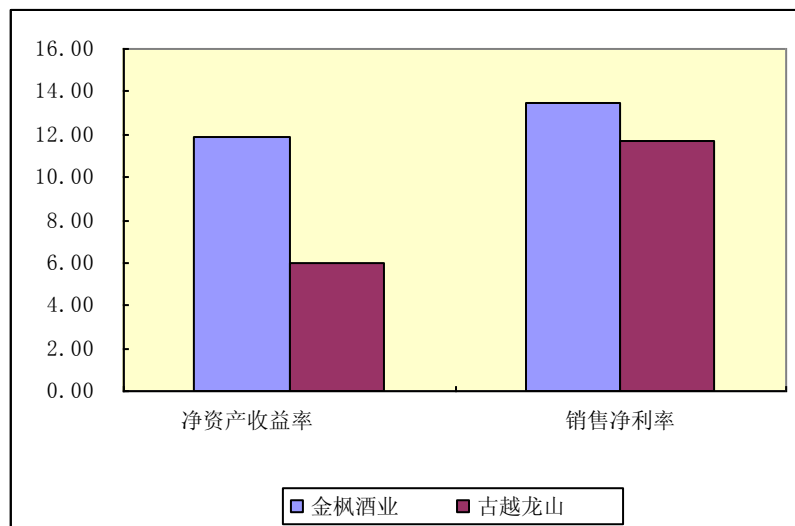
单位：%



资料来源：同花顺。

图表 2 2010 年公司销售净利润率和净资产收益率与古越龙山的比较

单位：%



资料来源：同花顺。

公司盈利能力强主要来自公司更为优化的产品结构，其中盈利能力较强的石库门系列以及和酒系列年销售约 2 万吨。2011 年公司推出新品“石库门一号”，包括红、蓝两款，都属于特型半干黄酒，其中红色石库门一号基酒酒龄为 6 年，蓝色石库门一号基酒酒龄为 10 年，价格介于红黑标和锦绣系列之间，是石库门红、黑标的升级产品。这是金枫酒业主打产

品石库门问世十年以来最具规模的一次产品升级换代，石库门一号目前主要在餐饮渠道销售，尽管餐饮渠道铺货尚未全部完成，但今年推出市场以来仅一季度就形成了近 300 吨的销量，预计全年 500 吨的销量目标将有望完成。公司通过持续的产品结构调整，适应了消费升级的需要，同时增强了公司产品的盈利能力。

图表 3 公司主要产品结构

单位：元/瓶

主要产品	终端价格
和酒三年陈	8
和酒五年陈	12
石库门红标	17
石库门黑标	25
金色年华五年陈	18
金色年华八年陈	27
石库门一号（红）	35
石库门一号（蓝）	48-55
大开福 1000ml	18
石库门锦绣 12	98
和酒十年陈（陶瓷）	98
石库门经典	290

资料来源：华泰证券研究所

图表 4 石库门一号两款产品



资料来源：华泰证券研究所。

公司 2010 年分季度毛利率分别为 59.0%、49.4%、53.6%和 58.3%，同比分别增加-0.1、1.6、9.1 和 1.0 个百分点，2011 年一季度公司毛利率 59.58%，同比增加 0.58 个百分点，环比增加 1.28 个百分点，在原材料和包材都出现涨价期间，公司毛利率的稳中有升是公司整合效应的体现。自收购和酒以来，公司通过自有基酒的酿造，逐步实现了对和酒外购基酒的替代，2010 年底公司基酒全部自给。通过这一改变，实现了成本的控制和资源更为有效的利用。

二、上海市场稳固 外埠市场仍需突破

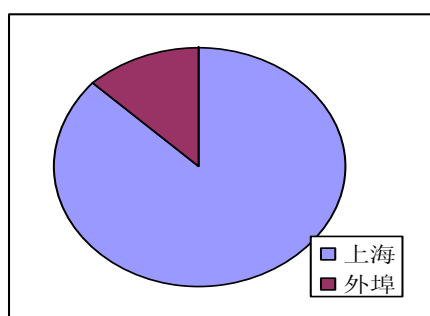
黄酒是我国的特有酒种，其风味独特而且颇具营养价值。黄酒内含 18 种氨基酸，总含

量每升在5.5克左右,其中含人体必需的,而又无法合成的8种氨基酸,还有以琥珀酸为主的有机酸近10种、维生素多种。黄酒中含有人体所必需的微量元素也非常丰富,经测定有18种之多,为生物活性物质,一旦进入人体,极易被吸收,因而黄酒被誉为“液体蛋糕”。但黄酒的地域性特征十分明显,近年来虽略有扩大,但难以形成突破效应。

黄酒行业的主要产区也是黄酒的主要销售地区,2010年浙江、安徽、上海、江苏占全国产量的比重为84%,较2009年的89%有所下降,其中浙江仍是全国黄酒最大的生产省,占全国黄酒产量的54.34%。

公司主力市场在上海,在上海市场稳定占有率为65%左右,上海市场实现的销售收入占公司销售收入的86%左右。从2010年的情况来看,公司通过世博效应,加强外埠市场网路建设,2010年公司整体销售收入同比增长3.23%,其中外埠市场销售收入同比增长16.24%,起到了非常积极的作用。

图表5 公司产品销售地区结构 单位: %



资料来源: WIND。

2011年公司继续深耕外埠市场,在江苏、北京、福建和深圳等市场的销售增长都超过了20%,公司还考虑根据各地区不同的特点,推出针对当地的产品,以更贴近消费者。在上海市场,公司也在通过一些创新的方式,如将市场销售较好的两斤装大开福调整为1斤装,专门做分销渠道等,努力实现销售的增长。

三、期待实现多酒种经营

光明食品集团曾多次表示,在酒业领域拟通过并购巩固黄酒领先地位,同时战略性进入白酒、葡萄酒行业,加快构建白酒、葡萄酒经营体系,在新酒种上实现突破,公司作为光明食品集团旗下唯一的酒业上市公司无疑将成为集团多酒种运营的平台。

2010年底光明食品集团旗下全资子公司上海市糖业烟酒(集团)有限公司收购了水井坊持有的四川全兴酒业有限公司40%的股权,进入白酒领域,全兴曾是中国酒类驰名商标,全兴的鼎盛时期销量曾经过万吨,但近10多年来,全兴销量萎缩非常厉害,糖业烟酒(集团)有限公司收购后的工作是非常艰巨的。不排除糖业烟酒(集团)经过一段时间的经营注入公司的可能。

2011年初公司收购受让控股股东上海市糖业烟酒（集团）有限公司所拥有的70%的上海隆樽酿酒有限公司的股权，金额为2376.20万元。上海隆樽酿酒有限公司成立于2003年，目前股权结构为上海市糖业烟酒（集团）有限公司持70%股份，国际快速消费品投资有限公司持30%股。隆樽公司主要生产销售配置型果酒系列和蒸馏酒系列产品，其中果酒系列产品90%销往俄罗斯及周边国家，洋酒95%以上市场集中在国内南方城市。

隆樽公司本身规模较小，2010年实现销售收入1935万元，但盈利能力较强，2010年实现净利润257万元，销售净利润率达到了13.28%。隆樽公司主打产品之一梅酒，开发至今已有30多年，产品种类多样，品质在同类酒中具有一定的优势，酒精度数低，符合现代人追求健康的要求，未来或有较好市场前景。

公司本次对隆樽公司股权的收购对公司每股收益的贡献非常有限，但这次收购的完成或标志着公司开始进入新的酒种领域，谋求新发展的思路逐步落实。

四、综合评价：

金枫酒业是一家经营稳健，善于创新的黄酒企业，公司正在积极探索多种方式增大销售规模和增强盈利能力。

我们初步预测公司2011年和2012年有望实现每股收益0.35元/股和0.44元/股，目前公司2011年动态市盈率为33.5倍，2012年动态市盈率为26.6倍。

考虑到公司作为大股东的酒业发展平台，公司未来存在并购的可能，也将面临多酒种发展的机遇，给予12.6元目标价。

华泰证券上市公司投资价值等级评判标准

一报告发布日后的 6 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入：相对强于市场表现20%以上；

推荐：相对强于市场表现5%~20%；

观望：市场表现-5%~+5%之间波动；

卖出：相对弱于市场表现5%以下。

免责条款：

本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、完整性或可靠性不作任何保证，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。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。

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“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：Z23032000。