

食品饮料行业



爱建证券有限责任公司
AJ SECURITIES CO., LTD.

黄酒行业两家上市公司 2009 年报比较研究

2010 年 4 月 12 日

投资要点:

●黄酒生产和消费具有明显的季节性特征,冬季是黄酒生产和消费的旺季,夏季是黄酒生产和消费的淡季。

●黄酒生产和消费具有明显地域特征。黄酒传统生产和消费区域是江浙沪地区,并向安徽、福建、江西、湖南等地区发展。

●2009 年 9 月,金枫酒业位于上海金山区枫泾镇的 10 万吨新型高品质黄酒技术改造项目正式奠基,预计 2010 年 8 月底竣工,届时金枫酒业的黄酒产能将由 12 万吨增至 18 万吨。

●2009 年 9 月,古越龙山收购绍兴女儿红酿酒有限公司 95% 股权,2010 年 2 月非公开发行股票,实际募集资金 6.5 亿元,用于扩大黄酒生产规模,黄酒年产能将由 13 万吨增至 16.05 万吨。

●2008 年下半年爆发的金融和经济危机对江浙沪地区外向型经济负面影响大,2009 年中高档黄酒销售受到影响。2010 年,金融和经济危机对黄酒销售的负面影响预计减轻,黄酒行业上市公司经营规模和盈利水平将恢复增长。

●2010 年金枫酒业营业收入增长不低于 10%,成本上升幅度不高于收入增长幅度。2009 年末,金枫酒业在产品和库存商品存货成本 3.74 亿元,为 2010 年营业收入和营业利润增长奠定了基础。

●2010 年古越龙山预计全年实现营业收入 9.25 亿元,同比增长 25% 左右,预计营业成本同比增长 20% 左右。2009 年末,古越龙山在产品和库存商品存货成本 8.62 亿元,为 2010 年营业收入和营业利润增长奠定了基础。

●给予黄酒行业“中性”评级;给予金枫酒业“推荐”评级,给予古越龙山“中性”评级。

黄酒行业评级 中性 (维持)

动态市盈率: 45.50

市净率: 6.14

行业表现



评价周期	1 个月	6 个月	12 个月
行业涨跌(%)	10.69%	29.42%	32.75%
大盘涨跌(%)	3.85%	8.12%	24.51%

资料来源: 爱建证券研发部

重点公司盈利预测及投资评价

股票名称	评级	08EPS	09EPS	10EPS
金枫酒业	推荐	0.57	0.40	0.56
古越龙山	中性	0.26	0.14	0.20

资料来源: 公司公告

吴正武 许春华

执业证书编号: S0820208030012

电话: 021-3222 9888-3509

邮箱: wuzhengwu@ajzq.com

相关报告

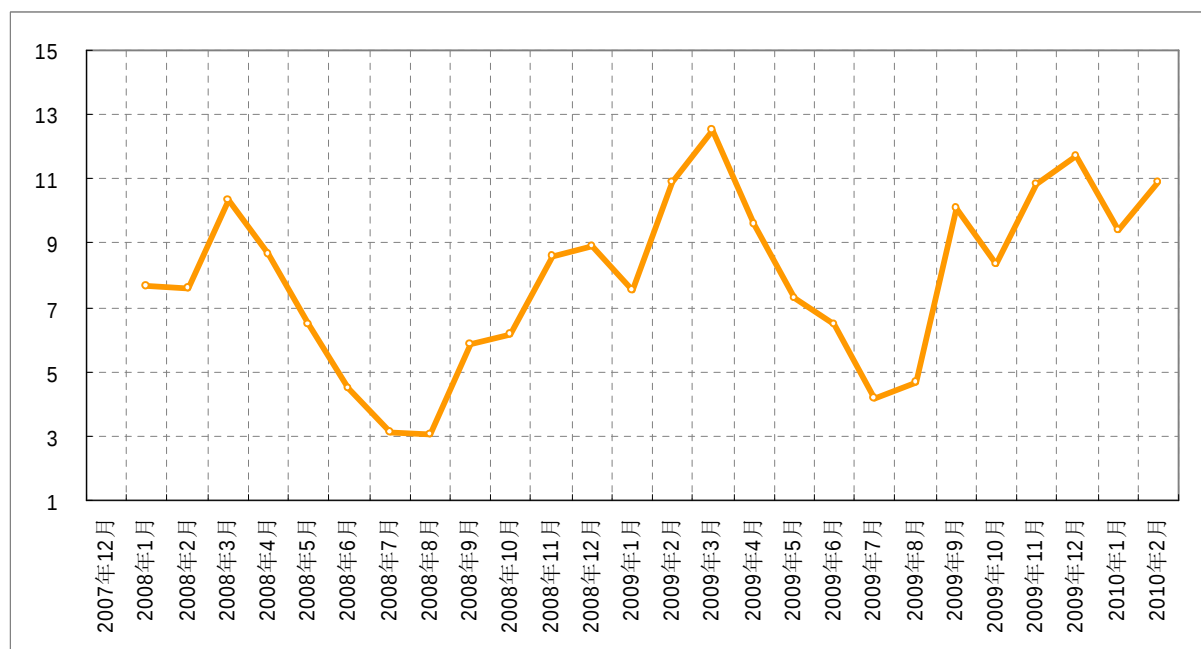
《扩内需背景下食品饮料行业 2010 年第二季度投资策略》

请务必阅读正文之后的重要声明

一、黄酒生产和消费具有明显的季节性特征，夏季是黄酒生产和消费的淡季

黄酒生产和消费具有明显的季节性特征，冬季是黄酒生产和消费的旺季，夏季是黄酒生产和消费的淡季。与啤酒和白酒相比，黄酒年产量小很多。

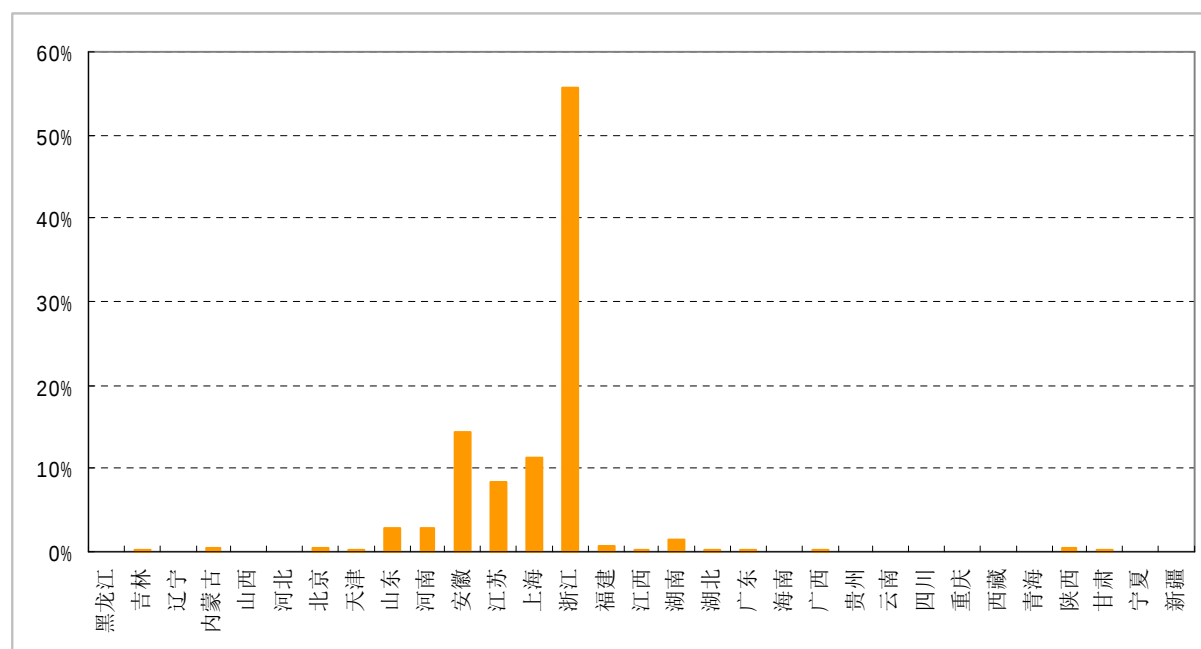
图 1：2008 年 1 月-2010 年 2 月我国黄酒月度产量（万千升）



资料来源：国家统计局

黄酒生产和消费具有明显地域特征。黄酒传统生产和消费区域是江浙沪地区，并向安徽、福建、江西、湖南等地区发展。2000 年以前，江浙沪地区黄酒生产和消费量占全国比例 90%以上，到 2009 年该比例缩小到 70%左右。

图 2：2009 年 1 月-2010 年 2 月各地黄酒累计产量占同期全国累计产量比例



资料来源：国家统计局

请务必阅读正文之后的重要声明

二、金枫酒业和古越龙山黄酒销售区域和黄酒生产能力

黄酒行业主要上市公司有金枫酒业和古越龙山两家。2009 年 9 月，金枫酒业位于上海金山区枫泾镇的 10 万吨新型高品质黄酒技术改造项目正式奠基，预计 2010 年 8 月底竣工，届时金枫酒业的黄酒产能将由 12 万吨增至 18 万吨。2009 年 9 月，古越龙山收购绍兴女儿红酿酒有限公司 95% 股权，2010 年 2 月非公开发行股票，实际募集资金 6.5 亿元，用于扩大黄酒生产规模，黄酒年产能将由 13 万吨增至 16.05 万吨。金枫酒业黄酒销售区域集中在上海市，在江苏省也有少量销售；古越龙山黄酒销售区域相对分散，40% 集中于浙江、30% 集中于上海和江苏、其他地区约占 30%，少部分出口国外。

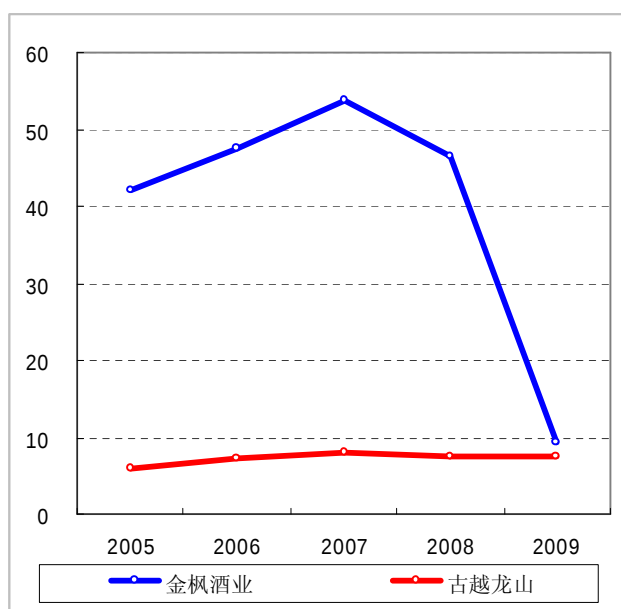
金枫酒业在重组完成后实施资源整合，通过组建销售分公司，对石库门和华光两家全资子公司实行统一销售运营和市场维护。公司明确“石库门”、“和酒”双品牌运作战略思路，优化产品结构。公司的核心品牌“石库门”与“和”酒均为中国名牌，“石库门”被认定为中国驰名商标。公司巩固石库门和金色年华在高端餐饮市场的优势地位，把握世博契机，成为 2010 年上海世博会黄酒行业项目赞助商和特许商品供应商，制定了世博媒介推广计划，为未来金枫酒业的品牌增值赢得了时机。上海是公司核心市场，公司将以巩固上海市场，渗透周边市场，开辟新兴市场为原则，实施区域布局。

古越龙山通过在央视黄金时段广告的投入，有效地提升了“古越龙山”品牌的知名度和影响力。2010 年将加大女儿红广告投放，女儿红与古越龙山同时亮相 2010 年中央电视台，实现“古越龙山”、“女儿红”两大黄酒品牌并驾齐驱，进一步增强公司的品牌效应和核心竞争力。

三、金枫酒业和古越龙山经营规模和盈利水平比较

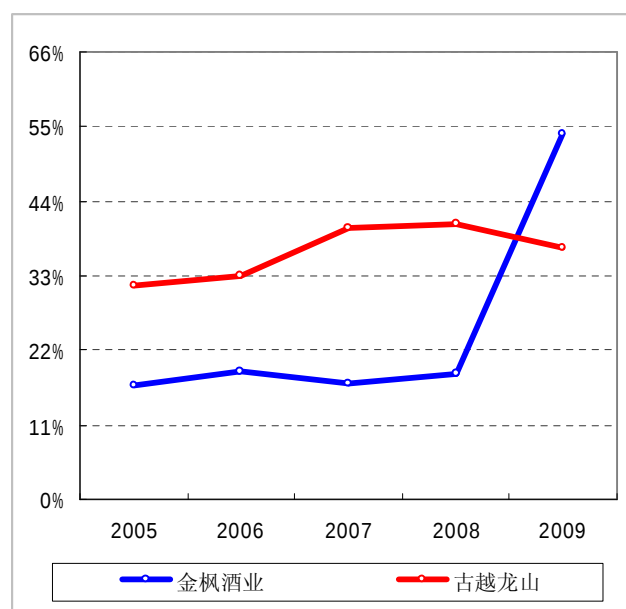
2008 年下半年爆发的金融和经济危机对江浙沪地区外向型经济负面影响大，2009 年中高档黄酒销售受到影响。金枫酒业比古越龙山产品档次高，盈利能力和抗风险能力强。

图 3：两家黄酒公司营业收入比较（亿元）



资料来源：公司公告

图 4：两家黄酒公司毛利率比较（%）



资料来源：公司公告

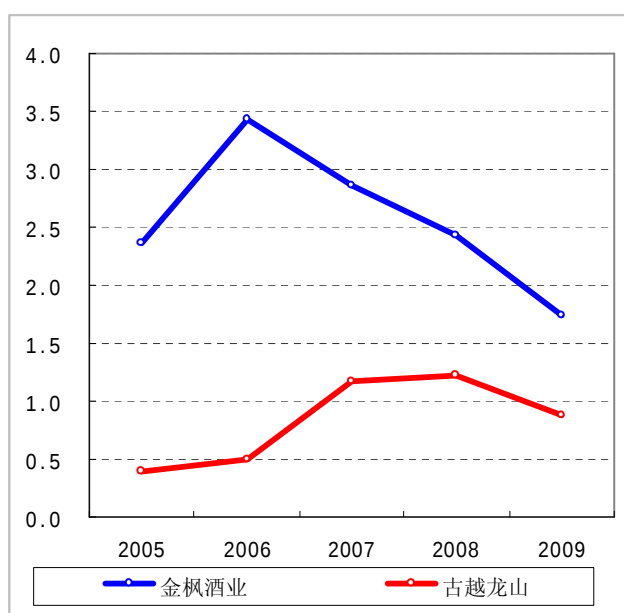
2009 年，金枫酒业营业收入同比下降将近 80%，原因是 2008 年公司实施资产置换和股权转让，

请务必阅读正文之后的重要声明

合并范围发生重大变化，减少了上海市南浦食品有限公司、上海第一食品连锁发展有限公司、上海鑫全顺食品有限公司、广西上上糖业有限公司 4 家合并单位，导致报告期营业收入发生重大变化。实施资产置换和股权转让以后，公司经营业务由多元化经营转变为专业从事黄酒生产经营。尽管这一转变导致当年营业收入同比大幅度下降，但是公司发展战略更加明确，资源更加集中，盈利能力大幅度增强。2008 年公司毛利率仅为 18.74%，2009 年公司毛利率达到 54.22%。

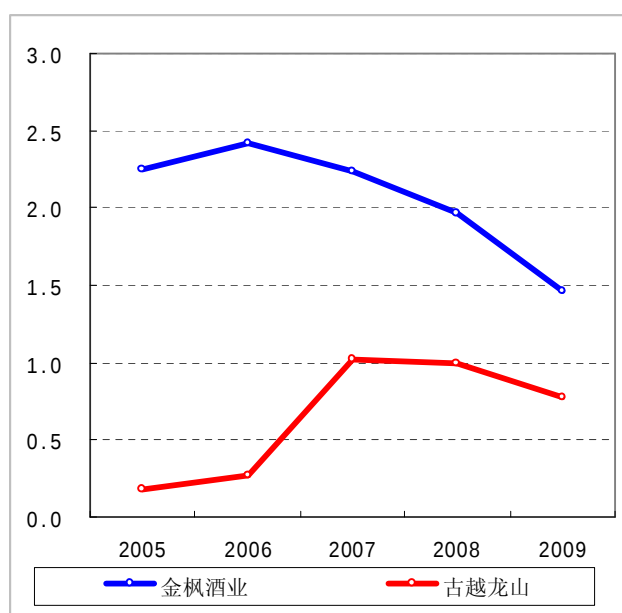
2009 年与 2008 年相比，古越龙山营业收入略有下降。2009 以前，公司毛利率逐年上升，2009 年与 2008 年相比，公司毛利率下降了 3.34 个百分点。营业收入和毛利率下降的主要原因是金融和经济危机对江浙沪地区中高档黄酒销售产生不利影响。比较 2009 年金枫酒业和古越龙山毛利率，可以看出金枫酒业比古越龙山产品档次高，盈利能力和抗风险能力强。

图 5：两家黄酒公司营业利润比较（亿元）



资料来源：公司公告

图 6：两家黄酒公司净利润比较（亿元）



资料来源：公司公告

2009 年，金枫酒业营业利润和净利润同比下降不到 30%，远低于同期营业收入同比下降幅度，说明公司通过实施资产置换和股权转让提高了公司的盈利能力。2009 年，古越龙山营业利润和净利润同比分别下降约 28%和 22%，说明公司盈利能力受金融和经济危机影响下降明显。2010 年，金融和经济危机对黄酒销售的负面影响预计减轻，黄酒行业上市公司经营规模和盈利水平将恢复增长。

四、金枫酒业和古越龙山 2010 年经营计划

金枫酒业在 2009 年报中称，2010 年公司营业收入增长不低于 10%，成本上升幅度不高于收入增长幅度。2009 年末，金枫酒业在产品和库存商品存货成本 3.74 亿元，为 2010 年营业收入和营业利润增长奠定了基础。

古越龙山在 2009 年报中称，2010 年，公司预计全年实现营业收入 9.25 亿元，同比增长 25%左右，预计营业成本同比增长 20%左右。2009 年末，古越龙山在产品和库存商品存货成本 8.62 亿元，为 2010 年营业收入和营业利润增长奠定了基础。

五、行业投资建议和评级

黄酒生产和消费具有明显的季节性特征，冬季是黄酒生产和消费的旺季，夏季是黄酒生产和消费的淡季。黄酒生产和消费具有明显地域特征，黄酒传统生产和消费区域是江浙沪地区，并向安徽、福建、江西、湖南等地区发展。黄酒行业主要上市公司有金枫酒业和古越龙山两家。2009 年金枫酒业通过实施资产置换和股权转让提高了公司的盈利能力，古越龙山通过非公开发行股票收购绍兴女儿红酿酒有限公司 95% 股权，扩大黄酒生产规模。2009 年黄酒行业盈利能力受金融和经济危机影响下降明显，2010 年该影响预计减轻，黄酒行业上市公司的经营规模和盈利水平将恢复增长。给予黄酒行业“中性”评级；给予金枫酒业“推荐”评级，给予古越龙山“中性”评级。

六、上市公司盈利预测和评级

表 1：上市公司盈利预测和评级

代码	名称	细分行业	4 月 12 日股价	EPS(元)			PE			最新评级
				2008	2009	2010E	2008	2009	2010E	
600616	金枫酒业	黄酒酿造	18.92	0.57	0.40	0.56	33	47	34	推荐
600059	古越龙山	黄酒酿造	11.43	0.26	0.14	0.20	44	82	57	中性

资料来源：历史数据来源于公司公告

投资评级说明

I 公司评级

强烈推荐：预期未来6个月内，个股相对大盘升幅20%以上

推 荐： 预期未来6个月内，个股相对大盘升幅5%~20%

中 性： 预期未来6个月内，个股相对大盘变动在±5%以内

回 避： 预期未来6个月内，个股相对大盘跌幅5%以上

I 行业评级：

强于大市：预期未来6个月内，行业指数相对大盘涨幅5%以上

中性： 预期未来6个月内，行业指数相对大盘涨幅介于-5%~5%之间

弱于大市：预期未来6个月内，行业指数相对大盘跌幅5%以上

重要声明

本报告的信息均来源于公开资料，我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。我们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，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我公司和研究员无关。我公司及研究员与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

我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服务或其他服务。

本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式发表、复制。如引用、刊发，需注明出处为爱建证券研究发展总部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。