

2011年8月23日

金枫酒业

增速缓慢，期待突破

买入

A

600616.SS - 人民币 11.22

目标价格: 人民币 13.00(▼15.20)

刘都*

(8621) 2032 8510

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(%)	(14)	(6)	(12)	(19)
相对新华富时 A50 指数(%)	(3)	3	0	(9)

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)	3,300
3个月日均交易额(人民币 百万)	64
净负债率%(2011E)	净现金
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

*苏铖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

1-6月份，金枫酒业实现营业收入4.92亿元，同比微增0.92%；实现利润总额9,688万元，同比下降4.82%；实现净利润7,364万元，同比下降2.87%。每股收益0.17元，较1-3月份增加0.007元，略低于市场预期。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，公司近期主要精力仍聚焦黄酒，但未来注入上市公司值得期待。基于行业估值水平变化，下调目标价至13.00元，维持买入评级。

支持评级的要点

- 量减价增，受成本上涨影响，毛利率仍出现微幅下跌。
- 市外市场增速中等，市内市场销售收入同比略下降，考虑春节提前因素，上海本地市场仍受到蚕食威胁。
- 新品石库门壹号于一季度实现销量200多吨，市场反应良好，6月底完成大部分C类以上餐饮终端覆盖，预计全年销量超过600吨，达到公司预期目标。
- 集团于白酒领域有所斩获，年内在葡萄酒领域预计也将有所收获，作为集团唯一的泛酒业平台，公司未来将受益资产注入。

评级面临的主要风险

- 市场竞争进一步加剧，本地市场以销量计份额继续下滑的风险。
- 成本上涨超预期，利润率水平持续下降风险。

估值

- 不考虑资产注入，预计2011-2012年每股收益分别0.40元和0.48元，以2012年27倍市盈率估值，目标价13.00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)	0.33	0.30	0.40	0.48	0.56
变动(%)	(29.8)	(9.9)	33.7	19.0	17.8
市盈率(倍)	33.8	37.5	28.0	23.5	20.0
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)	23.3	29.1	32.5	30.9	25.0
企业价值/息税折旧前利润(倍)	17.7	20.3	17.8	14.8	12.4
每股股息(人民币)	0.00	0.15	0.08	0.10	0.11
股息率(%)	0.00	1.34	0.71	0.85	1.00

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

半年报综述

1-6月份，金枫酒业实现营业总收入4.92亿元，同比微增0.92%；实现利润总额9,688万元，同比下降4.82%；实现净利润7,364万元，同比下降2.87%。每股收益0.17元，较1-3月份增加0.007元。略低于市场预期。

量减价增，结构调整明显

1-6月份，我们预计公司实现总销量4.3-4.6万吨，同比下降幅度在16%-20%之间，一季度春节提前是一个重要原因。另外，公司也确实面临一些不乐观的问题：外埠市场销售基数小，但销售收入增速仅中等，在20%以内（1-6月份，上海以外市场销售收入同比增长13.89%，销售收入7,609万元，收入占比约15.48%），另外公司于上海市场是高份额下的守势，市场有被蚕食的风险。

总销量下滑的同时，产品结构在继续调整，期间吨酒销售价格估计在10,100-10,700元/吨之间，同比增幅25%左右。我们认为，期间由于原材料成本、人工成本上涨促使公司进一步减弱低端酒的产销力度。同时高端酒如石库门壹号没有充分放量，导致毛利率同比微降。

毛利率同比微降，费用率上升

1-6月份，黄酒业务毛利率55.72%，同比减少0.29个百分点。我们判断主要是原料、人工成本上涨所致。

期间销售费用率19.0%，同比上升0.9个百分点，管理费用率14.8%，同比上升1.4个百分点。

期间销售费用增长6.08%，绝对增速不快，但快于收入增速。其中工资薪酬增长达20.45%，由于销量下滑较多，业务经营费用没有增长。

期间管理费用上升较快，同比增长11.27%。占比最高的职工薪酬同比增长1.90%，折旧和摊销同比增长69.90%，修理费、差旅费和污水处理费增幅较大，“其他费用”增长接近100%。

图表 2. 销售费用分解

项目	2011 上半年(元)	2010 上半年(元)	同比增长(%)	2011 上半年占比(%)	2010 上半年占比(%)
业务经营费用	56,676,325	58,762,659	(3.55)	60.64	66.70
工资薪酬相关费用	14,964,710	12,424,489	20.45	16.01	14.10
运杂费	9,317,354	9,339,295	(0.23)	9.97	10.60
租赁费	747,200	626,000	19.36	0.80	0.71
差旅费	1,507,681	1,416,936	6.40	1.61	1.61
折旧费	176,920	405,516	(56.37)	0.19	0.46
修理费	86,214	56,031	53.87	0.09	0.06
办公费用	68,922	79,122	(12.89)	0.07	0.09
其他	9,912,142	4,988,475	98.70	10.61	5.66
合计	93,457,469	88,098,523	6.08	100.00	100.00

资料来源：公司数据，中银国际研究

图表 3. 管理费用分解

项目	2011 上半年(元)	2010 上半年(元)	同比增长(%)	2011 上半年占比(%)	2010 上半年占比(%)
职工相关费用	30,306,180	29,740,071	1.90	41.76	45.60
折旧及摊销	10,002,017	5,887,007	69.90	13.78	9.03
租赁费	6,248,405	7,469,169	(16.34)	8.61	11.45
修理费	5,234,191	1,687,384	210.20	7.21	2.59
差旅费	1,009,626	422,767	138.81	1.39	0.65
费用性税金	206,789	1,333,721	(84.50)	0.28	2.04
办公费用	686,803	497,671	38.00	0.95	0.76
咨询及中介费	2,172,369	2,284,000	(4.89)	2.99	3.50
仓储相关费用	288,289	334,605	(13.84)	0.40	0.51
污水处理费	3,140,712	256,835	1122.85	4.33	0.39
水电费	1,447,715	865,426	67.28	1.99	1.33
其他	11,831,437	14,443,235	(18.08)	16.30	22.14
合计	72,574,533	65,221,890	11.27	100.00	100.00

资料来源：公司数据，中银国际研究

高端新品短期对利润贡献有限

高端新品石库门壹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，虽然新品推出较晚，但仍反映出公司力求主业突破的愿望。

石库门壹号定价同现有产品有较为明显区隔，达到对石库门系列间接提价的效果。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。

石库门壹号现阶段主走餐饮渠道，部分商超零售终端也逐步实现铺货。同石库门推出时情况相仿，目前市场销售反应良好，一季度石库门壹号销量达到 200 多吨，半年度预计在 300 吨左右，预计全年或超过 600 吨，达到公司预期目标。由于石库门壹号销量占中高端酒销量比重尚不到 5%，因此短期内对公司利润贡献有限。

图表 4. 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	石库门壹号(红)	30元
金色年华八年陈	27元	石库门壹号(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。除石库门壹号外，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，在缩量的同时，加强低档酒的挖潜提升。

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，公司于集团体系内战略地位突出。

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，目前已经获得传统八大名酒之一全兴大曲的控股权（67%），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。

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。

暂维持2011-2013年每股收益分别为0.40元、0.48元、0.56元的预测，由于估值水平变动，下调目标价至13.00元，相当于2011、12年32.5倍和27.3倍市盈率，维持买入评级。

图表5.公司利润表分析

(人民币，百万)	2010年1-6月	2011年1-6月	同比变动(%)
一、营业总收入	487.13	491.61	0.92
营业收入	487.13	491.61	0.92
二、营业总成本	387.58	401.10	3.49
营业成本	214.36	217.69	1.56
营业税金及附加	20.31	18.07	(11.03)
销售费用	88.10	93.46	6.08
管理费用	65.22	72.57	11.27
财务费用	(0.50)	(0.70)	39.02
资产减值损失	0.00	0.09	
三、其他经营收益			
公允价值变动净收益	0.00	0.00	
投资净收益	0.74	1.39	86.83
汇兑净收益	0.00	0.00	
四、营业利润	100.30	91.90	(8.37)
加：营业外收入	5.55	5.22	(5.92)
减：营业外支出	4.05	0.24	(93.97)
五、利润总额	101.79	96.88	(4.82)
减：所得税	25.22	23.19	(8.06)
	0.00	0.00	
六、净利润	76.58	73.70	(3.76)
减：少数股东损益	0.76	0.06	(92.62)
归属于母公司所有者的净利润	75.82	73.64	(2.87)
七、每股收益(元)：	0.173	0.168	
盈利能力(%)			
毛利率	56.0	55.7	
经营利润率	20.6	18.7	
税前利润率	20.9	19.7	
净利率	15.7	15.0	

资料来源：公司资料，中银国际研究

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
净利润收入/(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)	0.33	0.30	0.40	0.48	0.56
核心每股收益(人民币)	0.33	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

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

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

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)	33.8	37.5	28.0	23.5	20.0
核心业务市盈率(倍)	33.8	37.5	28.0	23.5	20.0
目标价对应核心业务					
市盈率(倍)	39.1	43.4	32.5	27.3	23.2
市净率(倍)	4.2	4.5	4.0	3.5	3.1
价格/现金流(倍)	23.3	29.1	32.5	30.9	25.0
企业价值/息税折旧前利润(倍)	17.7	20.3	17.8	14.8	12.4
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期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。

本報告及其所載的任何信息、材料或內容只提供給閣下作參考之用，不能成為或被視為出售或購買或認購證券或其它金融票據的邀請，亦並未考慮到任何特別的投資目的、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。中銀國際集團不一定採取任何行動，確保本報告涉及的證券适合个别投资者。本報告的內容不構成對任何人的投資建議，而收件人不會因為收到本報告而成為中銀國際集團的客戶。

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