

资产注入短期可能性较小 发展拐点仍需等待

——金枫酒业（600616）调研快报

2012 年 3 月 31 日

推荐/维持

金枫酒业

调研快报

刘家伟

食品饮料行业首席分析师 MSN: yynyljw999@hotmail.com

执业证书编号: S1480510120001

电话: 010-66554017

联系人: 李德宝

电话: 010-66554063

Email: lidb@dxzq.net.cn

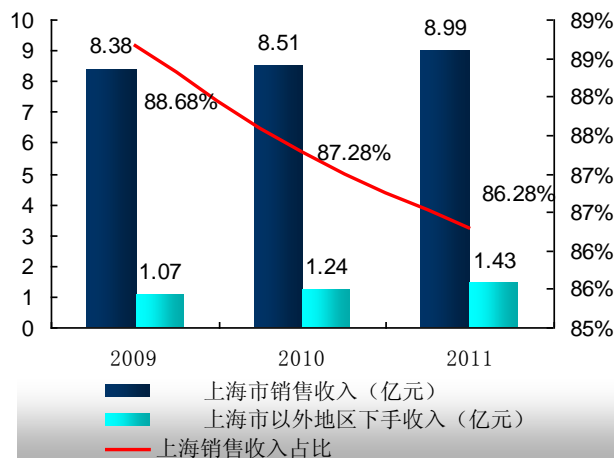
事件:

3 月 30 日我们调研了金枫酒业, 与公司领导就市场营销、产品和价格策略、兼并收购、大股东增持以及白酒资产注入等问题进行了交流, 认为公司目前发展较稳健, 还处在能量积蓄期和调整期, 发展拐点尚需等待。

主要观点:

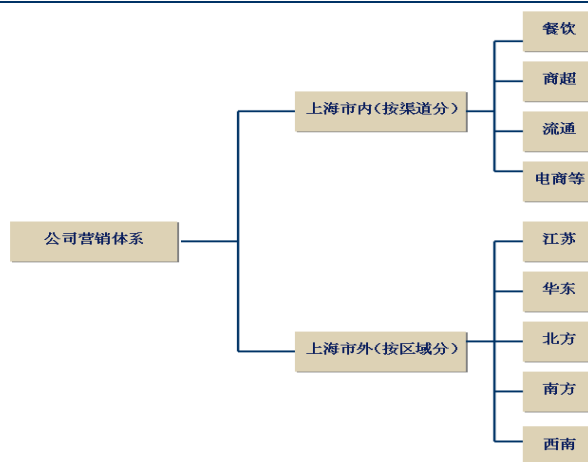
1. 市场开拓策略: 积极拓展上海以外市场。公司销售区域主要集中在上海, 根据 2011 年报披露, 上海市销售收入占公司黄酒收入的 86.28%, 同比虽不断下滑, 但占比仍较高, 随着古越龙山和会稽山等绍兴黄酒对上海市场的渗透, 公司在稳定上海市场的同时, 开发市外市场势在必行。目前江苏为公司上海市以外的主要销售区域, 销售收入占比沪外地区近 80%, 我们估计江苏市场 11 年销售收入大约为 1 亿元。除此之外, 2011 年公司还开发了福建和深圳市场, 其中福建本地也有黄酒生产企业, 具有一定的黄酒消费基础, 市场开拓相对容易些。这两个市场由于是刚刚开拓, 销售额还比较小。

图 1: 2009-2011 年公司区域销售情况变动情况



资料来源: 公司年报, 东兴证券研究所

图 2: 公司营销体系



资料来源: 公司年报, 东兴证券研究所

2. 营销体系: 上海市内按渠道分, 市外按区域分。公司目前销售团队分为两部分: 上海市内市场和上海市外市场。上海市场按渠道分为餐饮渠道、商超渠道以及流通渠道, 还有极少量的团购, 其中流通渠道主要是借助光明集团和烟糖集团旗下的上海捷强烟草糖酒集团配销中心、农工商超市 (集团) 有限公司、上海伍缘现代杂货有限公司等 (总共约有 3000 多家销售终端) 关联营销网络, 2011 年关联销售收入为 1.53 亿元, 约占黄酒收入的 14.86%, 关联交易额和占比均有所下降。上海市以外市场按区域分为江苏、华东、南方、北方、西南五大分区, 上海市外市场全部为餐饮渠道, 而且都是中高端产品。12 年公司还将会积极发展网购

渠道，目前正在跟淘宝谈进驻事宜。目前公司负责市场和销售的团队有 200 人，其中销售人员 160 人，基本上都集中在上海，驻外人员较少，人员数量也基本维持稳定。

3.产品价格策略：创新产品品类，拉升品牌高度。公司产品基本不提价，11 年只有低端酒价格提了几毛钱，而其目的是想通过提价逐渐控制低端产品销量。中高端产品不提价，所以公司每年收入和净利润增速其实是差不多的。公司不提价的主要原因是认为目前黄酒消费者（特别是家庭消费）对价格较敏感，提价后对销量影响很大。所以公司的产品策略是想通过不断推出新产品来提升品牌价值，新产品会有新的包装、新的推广方式以及新的定位，所以产品价格就能适度拔高，消费者接受程度也较高。11 年主要是推石库门一号，聘请袁岳（零点研究咨询集团董事长）作为产品代言人，并在上海市投入了一些广告。根据产品轮动的思路，12 年可能会创新和酒高端产品，并进行市场推广。

4.产品定位：深度挖掘石库门海派文化，全国化、高端化推广和酒。石库门（包括 1 号、红标和黑标）和金色年华（属于和酒）为公司核心品牌，主要走餐饮渠道，这两大品牌 11 年销售量为 2 万吨左右（公司 11 年总销量 10 万吨左右，其中高端产品（石库门和金色年华）2 万吨，中端产品（三年陈）销量为 3 万吨，低端产品（三年陈以下）为 5 万吨左右），其中商超和餐饮各占 50%。石库门主要在上海销售，体现的是海派文化，外地人不一定能理解其含义。未来公司会继续把石库门品牌所蕴含的上海味道和海派文化作深，根据时尚化的需求继续挖掘海派文化。和酒体现了中国的和谐文化，未来公司计划让石库门主攻上海市场，把和酒打造成全国性品牌，朝高端品牌去发展。之前华光酿造（和酒）没有基酒，经常去绍兴和安徽买基酒，虽每年有大约 3 万吨销量，但因为自己没有基酒，所以限制了其全国化发展。现在公司有 20 万吨基酒，有力支撑了和酒的全国化发展。因为黄酒的全国化过程可能跟白酒有所区别，在黄酒非核心消费区域，餐饮店是黄酒主流消费渠道，而且消费的大都是高端黄酒。

5.市场整合计划：华光酿酒已整合完毕，隆樽酿酒需重新定位。目前公司已经置换进了两家酒企，一是在 2009 年置换华光酿酒（和酒），二是在 11 年股权转让进了上海隆樽酿酒有限公司。经过两年的整合，公司和华光酿酒进行了很好的融合，生产基地也已整合在一起。上海隆樽酿酒有限公司以前主要生产果露酒，产品主要出口。由于是刚刚整合，其 11 年收入和利润都比较少。对于隆樽酿酒的定位，公司还在规划。除这两家外，公司希望能找到一个和公司市场形成互补的标的，这样开拓上海市以外市场则相对容易些，但目前还没有合适标的。

6.大股东白酒资产注入预期：短期可能性不大，长期看不排除注入可能性。目前大股东持有全兴酒业 67% 股份，旗下没有葡萄酒业务。12 年 3 月 16 日全兴酒业推出新品上市，一些投资者以为这是公司大股东要把白酒资产注入的信号，因此公司当日股价上涨 9.37%。短期看，大股东白酒资产注入的可能性不大，因为公司大股东去年年底已经增持过公司股份，大股东想注入白酒资产的话，那么在这之前增持公司股票就是不合规的。但从集团资产优化配置的角度来看，不排除白酒资产注入到股份公司的可能性。但我们认为，即使白酒资产要注入的话，公司大股东也会等全兴酒业运作成功之后才会考虑注入，我们也会给予积极关注。

盈利预测与评级：

公司作为上海市场黄酒第一品牌，近年来通过积极开拓上海市外市场、创新产品品类拉升品牌价值以及深挖海派文化等措施不断促进公司稳健增长。但公司目前收入主要还是集中在上海市场，市外扩张进程较缓慢，也没有比较好的营销措施，因此我们认为公司发展拐点还需等待。预计公司 12-14 年净利润增速分别为 8%、10%和 11%，EPS 分别为 0.35 元、0.38 元以及 0.42 元，12 年对应 PE 约为 34 倍，如果大股东今年不能把

白酒资产注入公司的话，目前估值则较高，但考虑到公司增长较稳健，且正处于发展的调整期，所以给予“推荐”评级。

风险提示：

新产品推广效果不理想、上海市外市场开拓受阻等都会导致公司业绩不达预期。

表 1：金枫酒业 2012-2014 年盈利预测表

主要指标	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入（百万元）	978.05	1,042.41	1,115.38	1,215.77	1,337.34
(+/-)	3.55%	4.63%	7.00%	9.00%	10.00%
经营利润（EBIT）（百万元）	189.68	170.67	184.44	203.06	225.59
(+/-)	9.26%	-11.37%	8.07%	10.09%	11.10%
净利润（百万元）	131.39	140.97	152.35	167.72	186.34
(+/-)	-9.86%	5.90%	8.08%	10.09%	11.10%
每股净收益（元）	0.30	0.32	0.35	0.38	0.42
市盈率（倍）	38.93	36.50	33.63	30.55	27.50

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

刘家伟

经济学博士，食品饮料行业首席分析师，消费品研究小组负责人，研究所所长助理，1993 年进入证券市场，2007 年加盟东兴证券研究所，2010 年获得今日投资最佳独立见解分析师入围奖。

联系人简介

李德宝

食品科学硕士，2011 年加盟东兴证券研究所，从事食品饮料行业研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用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本公司和作者无关。

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。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翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好： 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性： 相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡： 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。