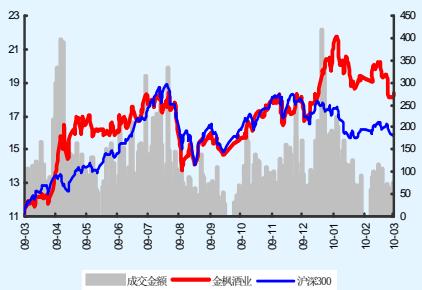


## 金枫酒业 (600616) 年报点评

### ——借世博会的契机，公司将迎来新一轮的快速发展

基本数据		2010-03-16
收盘价 (元)	18.14	
市盈率	31	
市净率	6.8	
股息率 (分红/股价)	-	
每股净资产 (元)	2.66	
资产负债率 %	14.42%	
总股本 (亿股)	3.66	
流通 A 股 (亿股)	3.66	
流通 A 股市值 (亿元)	66.39	

#### 一年内股价走势：



研究员：陈荣新  
电话：020-37865152  
EMAIL：chenrx@wlzq.com.cn  
报告日期：2010-03-16

**事件：**公司 3 月 16 日发布 2009 年度业绩报告。报告期公司实现营业收入 9.445 亿元，同比减少 79.69%，实现营业利润 1.736 亿元，同比减少 28.40%，实现净利润 1.457 亿元，同比减少 29.80%，实现每股收益 0.40 元。

#### 点评：

- 1. 业绩发生重大变化主要源于重大资产置换，主业发展与08年相比略增。公司09年主营业务收入同比减少79.43%，主要原因是公司主业定位、产业结构和资产规模发生了重大的变化。09年是公司完成酒业重组后的第一个完整会计年度，公司09年黄酒营业收入9.358亿元，与08年的9.3亿元相比略增。
- 2. 业绩低于市场预期，但主要是因为期间费用大幅度增长。公司09年每股收益0.40元，低于我们之前的预测，主要是09年的期间费用有较大幅度的增加，尤其是管理费用率超出我们的预测，但这种增加是短期因素，对今后业绩影响不大。
- 3. 借世博会的契机，公司将迎来新一轮的快速发展。借10年上海世博会召开的契机，今后公司将进入新一轮的高速发展。未来业绩主要驱动力来自于整合带来费用降低，毛利率提升，产能增加，销售增长，产品提价等因素。
- 盈利预测：随着世博会的进行，预计公司10年营销投入较大，此外公司在优化产品结构及扩大中高端后，产品还有提价空间。预测公司10-12年的每股收益分别为0.59元、0.98元和1.30元，对应PE为31X、19X和14X，当前估值不高，考虑到公司的成长性，给予“买入”评级。

表1: 2009年年报分析

单位: 百万元	季度比较			年度比较			万联点评
	4Q2008	4Q2009	YOY	2008A	2009A	YOY	
营业收入	398	305	-23.32%	4,651	945	-79.69%	业绩发生重大变化主要源于重大资产置换
营业成本	235	130	-44.62%	3,780	432	-88.56%	
毛利	163	175	7.45%	871	512	-41.23%	整合带来毛利率提升
营业税金及附加	13	12	-4.95%	49	37	-23.26%	
销售费用	61	64	5.44%	413	172	-58.44%	季度同比增加主要由于世博会相关支出增加
管理费用	40	50	26.26%	179	131	-26.77%	资产重组后, 石窟门及和酒经营整合带来费用增加
财务费用	-2	-0.10	-93.78%	39	1	-97.96%	偿还了银行贷款1.3亿元
资产减值损失	1	0.01	-99.32%	-16	-0.05	-99.71%	
营业利润	78	50	-36.11%	242	174	-28.40%	
营业外收入	2	1	-28.20%	21	14	-34.57%	政府补助减少
营业外支出	4	3	-27.73%	9	4	-55.68%	
利润总额	76	49	-36.34%	254	183	-27.95%	
所得税	21	9	-54.81%	57	37	-35.56%	黄酒消费税较低, 只为240元/吨
净利润	56	39	-29.55%	197	146	-25.73%	
净利率	14.03%	12.89%		4.23%	15.48%		
归属母公司所有者的	64	39	-39.04%	208	146	-29.80%	
总股本	366	366		366	366		
每股收益摊薄 (元)	0.17	0.11	-39.04%	0.57	0.40	-29.80%	

资料来源: 公司年报, 万联证券

### 点评:

#### 1. 业绩发生重大变化主要源于重大资产置换, 主业发展与08年相比略增。

公司09年主营业务收入同比减少79.43%, 主要原因是公司主业定位、产业结构和资产规模发生了重大的变化。公司在2008年7月31日实行重大资产置换关联交易后, 置出了食品零售及品牌代理相关资产, 出售糖业股权, 确立了以黄酒为主业的转型。09年是公司完成酒业重组后的第一个完整会计年度, 公司09年黄酒营业收入9.358亿元, 与08年的9.3亿元相比略增。

#### 2. 业绩低于市场预期, 但主要是因为期间费用大幅度增长。

公司09年每股收益0.40元, 低于我们之前的预测, 主要原因是09年的期间费用有较大幅度的增加, 尤其是管理费用率超出我们的预测, 但这种增加是短期因素, 对今后业绩影响不大。

公司销售费用大幅度增长主要是因为公司建厂70年庆和在成为上海世博会赞助商后, 营销费用支出增加, 预计在10年营销投入还将较大, 并有望在10年收获。

管理费用率较大主要公司在进行资产置换和整合中相关费用暂时居高不下, 今后在石窟门和和酒两大品牌生产、营销的进一步融合, 其管理费用有望改善。

财务费用大幅度下降是因为公司09年偿还了银行贷款1.3亿元。

表2：利润表季度比较

## 季度分析

单位：百万元	1Q2008	2Q2008	3Q2008	4Q2008	1Q2009	2Q2009	3Q2009	4Q2009
<b>营业收入</b>	1, 934	1, 364	955	398	329	145	166	305
YOY(%)	19. 53%	35. 31%	-28. 30%	-71. 87%	-83. 00%	-89. 37%	-82. 65%	-23. 32%
<b>营业成本</b>	1, 641	1, 163	740	235	135	76	92	130
YOY(%)	24. 40%	37. 08%	-34. 68%	-79. 60%	-91. 80%	-93. 49%	-87. 58%	-44. 62%
<b>毛利</b>	293	201	215	163	194	69	74	175
YOY(%)					-33. 69%	-65. 49%	-65. 69%	7. 45%
营业税金及附加	10	9	17	13	11	7	7	12
YOY(%)	6. 92%	-29. 60%	110. 51%	12. 67%	7. 09%	-18. 26%	-58. 66%	-4. 95%
%营业收入	0. 54%	0. 63%	1. 76%	3. 25%	3. 37%	4. 86%	4. 18%	4. 03%
<b>销售费用</b>	126	112	114	61	56	39	14	64
YOY(%)	17. 49%	14. 91%	40. 57%	-45. 69%	-56. 06%	-65. 62%	-87. 98%	5. 44%
%营业收入	6. 53%	8. 22%	11. 93%	15. 23%	16. 88%	26. 60%	8. 27%	20. 95%
<b>管理费用</b>	51	38	51	40	32	23	25	50
YOY(%)	-0. 18%	9. 42%	86. 62%	-21. 10%	-35. 90%	-38. 89%	-50. 19%	26. 26%
%营业收入	2. 62%	2. 77%	5. 29%	9. 97%	9. 86%	15. 94%	15. 18%	16. 42%
<b>财务费用</b>	17	15	9	-2	1	0	0	0
YOY(%)	81. 82%	28. 06%	-20. 75%	-112. 38%	-95. 76%	-98. 54%	-100. 28%	-93. 78%
%营业收入	0. 88%	1. 07%	0. 99%	-0. 42%	0. 22%	0. 15%	-0. 02%	-0. 03%
资产减值损失	-16	1	-2	1	0	0	0	0
<b>营业利润</b>	105	27	32	78	95	1	28	50
营业外收入	13	6	0	2	7	3	2	1
营业外支出	1	3	1	4	0	0	1	3
<b>利润总额</b>	117	30	31	76	102	4	29	49
所得税	26	3	8	21	22	2	4	9
<b>净利润</b>	92	26	23	56	80	2	25	39
<b>归属母公司所有者的</b>	85	23	36	64	80	2	25	39
总股本	366	366	366	366	366	366	366	366
<b>每股收益摊薄(元)</b>	0. 23	0. 06	0. 10	0. 17	0. 22	0. 00	0. 07	0. 11
<b>财务比率</b>								
毛利率	15. 15%	14. 71%	22. 52%	40. 91%	59. 07%	47. 77%	44. 53%	57. 32%
营业利润率	5. 43%	1. 99%	3. 34%	19. 68%	28. 77%	0. 57%	16. 97%	16. 40%
销售费用率	6. 53%	8. 22%	11. 93%	15. 23%	16. 88%	26. 60%	8. 27%	20. 95%
管理费用率	2. 62%	2. 77%	5. 29%	9. 97%	9. 86%	15. 94%	15. 18%	16. 42%
财务费用率	0. 88%	1. 07%	0. 99%	-0. 42%	0. 22%	0. 15%	-0. 02%	-0. 03%
净利率	4. 74%	1. 94%	2. 41%	14. 03%	24. 26%	1. 16%	15. 34%	12. 89%
有效所得税率	21. 82%	10. 50%	26. 30%	26. 87%	21. 56%	52. 05%	13. 45%	19. 07%

资料来源：公司年报，万联证券

表3：石库门和华光公司业绩比较

	单位：万元	08A	09A	YOY
石库门公司	主营业务收入	51, 240. 91	50, 255. 41	-1. 92%
	主营业务利润	22, 132. 54	18, 437. 00	-16. 70%
	净利润	8681. 2	5341. 68	-38. 47%
华光公司	主营业务收入	38797. 42	28960. 79	-25. 35%
	主营业务利润	18121. 03	11319. 16	-37. 54%
	净利润	2682. 68	3960. 8	47. 64%

资料来源：公司年报，万联证券

### 3. 借世博会的契机，公司将迎来新一轮的快速发展。

借 10 年上海世博会召开的契机，今后公司将进入新一轮的高速发展。未来业绩主要驱动力来自于整合带来费用降低，毛利率提升，产能增加，销售增长，产品提价等因素。

- ◆ **公司是上海黄酒业的龙头。**金枫酒业在 2008 年实施资产重组后，拥有上海石库门酿酒有限公司、上海华光酿酒药业有限公司两家专业黄酒生产企业，从多元化经营转变为黄酒业务专业化经营，公司旗下拥有“石库门”和“和酒”两大知名品牌，占据了利润率最高的上海市场 60%的市场份额。
- ◆ **整合带来成本降低，毛利率提升。**整合华光公司后，公司的产能、产品结构、成本控制、营销渠道等都有了很大的优化，拥有全行业首屈一指的工业化黄酒酿造能力。原来和酒基酒外购自浙江，由石库门提供后可大大节约运输税收等各种费用，提升利润率。09 年末，三年陈和酒自酿基酒比例达到 90%以上，五年陈产品基酒使用比例也达到了 60%-70%，表 3 可以看到，整合后华光公司利润提升效果初显。未来，随着基酒资源整合进度的加快以及统一采购运营、生产成本将得到有效的降低，产品质量也可以得到保证。
- ◆ **新建产能今年投产将大大提升公司的产能。**公司在建的新增 10 万吨黄酒的技改项目也在进行中，预计今年 8 月份建成，投产后产能可能翻番，达到 16 万吨以上，满足后续市场扩大需求。
- ◆ **后世博会下，市外市场销售有望得到突破。**随着世博会效应的扩散，上海市市外市场的销售也有望得到较大的突破。公司也表示将来一定要做好市外市场。市外市场的进展不大，一个因素是投入不大，支持较少。公司在 09 年将 90%以上的广告投放都集中在上海，在世博会闭幕后，这方面的投入将转向市外市场的开拓，从而带来销售的突破。
- ◆ **台湾市场有望产生销售贡献。**2009 年公司与台湾烟酒股份有限公司签署了战略合作意向，未来台湾市场将逐步产生销售贡献。台湾烟酒公司是全台湾最大的酒类生产企业，台湾酒类第一大品牌，拥有广泛的营销网络。
- ◆ **健康、绿色黄酒——从上海走向世界。**上海市场是我国经济发达程度最高的地区之一，也是消费升级的先行地区；上海还是黄酒消费的传统市场，与上海菜系和民风民俗更为贴近，有着广泛的消费群体。此外，黄酒在中国有着悠久的历史地位和独特的文化底蕴，黄酒是世界上最古老的酒类之一，源于中国，且唯中国有之，与啤酒、葡萄酒并称世界三大古酒；作为中国特产之一，黄酒在开放程度较高的上海更易为越来越多的外国人所接触、了解和接受，未来有机会成为世界级的中国特色消费品。且黄酒没有经过蒸馏，酒精含量低于 20%，符合当前健康饮酒的趋势。
- ◆ **借世博会的契机——从日本清酒到中国黄酒。**我们可以从日本清酒的发展看到中国黄酒发展巨大的前景。日本清酒是借鉴中国黄酒的酿造法而发展起来的日本国酒，借 1970 年大阪、1975 年冲绳、1985 年筑波、1990 年大阪等历届世博会及奥运会等其他在日召开的全世界盛会的契机得到了大力的推广，作为日本饮食文化的代表，日本清酒已随日本料理逐渐走向世界。09 年公司已成为上海世博会黄酒行业项目的独家赞助商，这对公司借助世博会平台，推广产业和品牌发展起到重大的推动作用。预计，2010 年上海世博会将吸引全球约 7000 万人次游客。公司将借此盛会为参观者提供绿色、安全、营养、健康的饮品，向世界传播黄酒这一中国最古老酒种的文化与内涵。

◆ **后续产品提价值得期待。**公司对核心品牌“石库门”、“和酒”已进行调性区隔，在高端产品方面，将继续强化管理，巩固石库门和金色年华在高端餐饮市场的优势地位。目前公司已经针对世博会开发了高档定制酒（国宾酒和礼品酒），在世博特许产品方面开发出了高中档的产品，如石库门·盛世珍藏·50年陈和石库门·世博珍藏·30年陈等。我们认为，随着市场对这些高中端产品形象的认同，当前公司产品线均为中低档产品，如能改变包装和定位，开发出类似“荣尊30”工商银行特供酒，则未来提价空间较大。

### 盈利预测：

随着世博会的进行，预计公司10年营销投入较大，此外公司在优化产品结构及扩大中高端后，产品还有提价空间。预测公司10-12年的每股收益分别为0.59元、0.98元和1.30元，对应PE为31X、19X和14X，当前估值不高，考虑到公司的成长性，给予“买入”评级。

表4：利润表预测

利润表预测							
(单位：百万元)	2006A	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
<b>营业收入</b>	4,756.72	5,372.38	4,651.23	944.53	1,214.67	1,428.45	1,666.18
营业成本	3,856.53	4,453.50	3,779.82	432.41	532.51	599.94	671.05
营业税金及附加	33.97	41.36	48.67	37.35	48.59	57.14	66.65
销售费用	344.56	397.76	413.03	171.66	194.35	157.13	166.62
管理费用	155.92	162.59	178.59	130.79	157.91	142.85	133.29
财务费用	37.77	46.06	39.37	0.80	1.21	1.43	1.67
<b>营业利润</b>	343.73	286.71	242.47	173.60	280.10	469.97	626.91
加：营业外收入	1.15	13.99	20.72	13.56	10.00	10.00	10.00
减：营业外支出	11.04	7.13	8.93	3.96	1.00	1.00	1.00
<b>利润总额</b>	333.83	293.57	254.26	183.20	289.10	478.97	635.91
减：所得税	91.73	70.05	57.39	36.98	72.28	119.74	158.98
<b>净利润</b>	242.10	223.52	196.87	146.22	216.83	359.23	476.93
减：少数股东损益	94.98	58.02	-10.77	0.45	1.00	1.00	1.00
归属于母公司的净利润	147.13	165.50	207.64	145.77	215.83	358.23	475.93
每股收益（元）	0.40	0.45	0.57	0.40	0.59	0.98	1.30

资料来源：wind, 万联证券

表5：盈利预测假设

盈利预测假设	2006A	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
酒业综合毛利率	56.68%	57.47%	51.50%	52.19%	56.16%	58.00%	59.73%
营业税金及附加	33.97	41.36	48.67	47.23	48.59	57.14	66.65
费用率	0.71%	0.77%	1.05%	5.00%	4.00%	4.00%	4.00%
销售费用	344.56	397.76	413.03	188.91	194.35	157.13	166.62
费用率	7.24%	7.40%	8.88%	20.00%	16.00%	11.00%	10.00%
管理费用	155.92	162.59	178.59	47.23	157.91	142.85	133.29
费用率	3.28%	3.03%	3.84%	5.00%	13.00%	10.00%	8.00%
财务费用	37.77	46.06	39.37	1.42	1.21	1.43	1.67
费用率	0.79%	0.86%	0.85%	0.15%	0.10%	0.10%	0.10%
净利润	147	165	208	146	216	358	476
净利润率	3.09%	3.08%	4.46%	15.43%	17.77%	25.08%	28.56%

资料来源：wind, 万联证券

### 股价催化剂：

光明集团旗下光明乳业股权激励已实行，同为光明集团下属企业，未来股权激励值得期待。

### 风险提示：

食品安全事件；严打酒后驾车措施。

### 投资评级说明：

公司投资评级：

买入	预计6个月内，股价表现优于市场指数20%以上
增持	预计6个月内，股价表现优于市场指数5%-20%之间
观望	预计6个月内，股价表现介于市场指数±5%之间
卖出	预计6个月内，股价表现弱于市场指数5%以上

行业投资评级：

看好	报告日后六个月内，行业超越整体市场表现
中性	报告日后六个月内，行业与整体市场表现基本持平
看淡	报告日后六个月内，行业弱于整体市场表现

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

基准指数：沪深300指数

### 免责条款：

本报告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。报告中的内容和意见

仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归万联证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。