

2010年10月26日

金枫酒业

毛利率淡季保持高位，同比大幅提高



买入

600616.SS - 人民币 14.30

目标价格: 人民币 17.28

刘都*

(8621) 6860 4866 分机 8511

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(%)	(4)	2	19	5
相对新华富时A50指数(%)	7	(20)	0	13

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
流通市值(人民币 百万)	4,206
3个月日均交易额(人民币 百万)	153
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

*苏轼为本报告重要贡献者

中银国际证券有限责任公司

公司第三季度实现销售收入 1.68 亿元，同比增长 1.5%，1~9 月实现销售收入 6.43 亿元，同比增长 0.6%；三季度是黄酒销售淡季，小幅增长符合预期。整合效应继续发挥作用，在未提价的情况下，三季度毛利率为 53.6%，高出上年同期 9.1 个百分点，在销售费用大幅增长情况下，营业利润同比增长 7.2%。公司经营转好迹象延续，预计第 4 季度销售能够达到预期，维持买入评级。

支撑评级的要点

- 3 季度单季销售费用增长 128.9%，前三季度销售费用同比增长 10.5%。三季度销售费用增长较快，主要是为旺季多销做准备。
- 毛利率保持稳定，较上年同期大幅提高。
- 江苏以及福建等外埠市场销售表现较好，实现 2 位数的增长，由于比重仍低，对整体增长速度提升不是很明显，但中长期意义重大。
- 3 季度营业外支出大幅增长，营业外收支净额大幅下滑（酒厂税收返还同比减少）以及实际所得税率提升 3.3 个百分点，导致净利润同比下滑 295 万。营业外支出主要是世博费用。

评级面临的主要风险

- 宏观经济走势具有一定不确定性。
- 高档酒销售以及外埠市场开拓低于预期。

估值

- 我们预测 2010、2011 年业绩为 0.365 和 0.480 元，目前 14.30 元的价格分别相当于 39 倍和 29.8 倍市盈率。维持目标价格 17.28 元和买入评级不变。

图表 1. 投资摘要

年结日：12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
销售收入(人民币 百万)	4,651	945	1,001	1,180	1,356
变动(%)	(13)	(80)	6	18	15
净利润(人民币 百万)	208	146	160	210	246
全面摊薄每股收益(人民币)	0.473	0.332	0.365	0.480	0.562
变动(%)	25.5	(29.8)	9.9	31.3	17.1
市盈率(倍)	/	/	39.0	29.8	25.4
每股现金流量(人民币)	0.39	0.40	0.52	0.46	0.56
价格/每股现金流量(倍)	38.3	37.6	29.2	32.9	26.9
企业价值/息税折旧前利润(倍)	19.4	28.1	24.0	18.9	16.0
每股股息(人民币)	0.180	-	0.167	0.158	0.185
股息率(%)	1.2	-	1.1	1.0	1.2

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

中银国际研究可在彭博 BOCR <GO>, thomsonreuters.com 以及中银国际研究网站 (www.bociresearch.com) 上获取。
买入(BUY)指预计该行业(股份)在未来 6 个月中股价相对有关基准指数的涨幅多于 10%；卖出(SELL)指预计该行业(股份)在未来 6 个月中的股价相对上述指数的降幅多于 10%。未有评级(NR)。持有(HOLD)则指预计该行业(股份)在未来 6 个月中的股价相对上述指数在上下 10% 区间内波动。

整合效益+营销投入加大+市场复苏

第三季度毛利率同比大幅提高

公司三季报最大亮点是毛利率同比大幅提高，淡季不降。

第三季度毛利率达到 53.6%，同比增加 9.1 个百分点；1~9 月份毛利率 55.3%，同比增加 2.6 个百分点。毛利率的提高抵消了销售费用大幅增长的不利影响，3 季度营业利润同比增长 7.2%，累计同比增长 3.3%。

毛利率提高主要来自两个方面原因，一是整合效应，二是中高档酒销售回升，这两点我们已经在 9 月 14 日出版的《金枫酒业——内部整合接近收官，迎来新增长契机》报告当中已有分析，整合效益从生产和销售两个环节集约了资源，在人工成本和原料价格上涨不利背景下保持毛利率稳中有升，这在半年报当中已有体现，三季报更为突出。

营销投入大，销售费用增长快

今年以来公司销售投入明显高于去年。三季度销售费用 3136 万，同比增长 128.9%，销售费用率 18.6%，同比提高 1.6 个百分点，环比下降 11.5 个百分点。公司销售费用大幅增长在预期之内，而且也没有如近期某些媒体报道的由于公司三季度销售费用大幅增加而出现单季亏损的情况。

公司加大营销投入符合公司目前发展目标的要求，即借助世博契机增强营销投入，力求多层次和大范围的打开销路。

世博费用已消化大部分

公司世博赞助费用计入营业外支出。1~9 月份营业外支出合计 652 万，同比增长 513.7%，营业外支出的大幅增长导致净利润同比出现下滑。预计第四季度仍有 150 万~200 万的计提额，对公司业绩影响较小，明年将没有这方面的负担。

短期业绩影响最直接因素是中高档酒销售回升

公司对重点市场进行重点投入和维护。江苏以及福建等外埠市场销售表现较好，实现 2 位数的增长，由于比重仍低，对整体增长速度提升不很明显。我们认为世博营销的作用后续会逐步显现出来，对外埠销售增长形成较为有力的支持。

对于公司短期业绩来说，中高档酒销售回升影响最直接（这在前一报告的价格敏感性分析当中也有提及），我们认为，在主要酒种甚至主要同业竞争对手先后提价的背景下，公司中高档酒的销售也会有较为明显的提升，对业绩产生非常积极的作用。

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，我们关注公司蓄势发展阶段的投资价值。

第四季度迎来销售旺季，短期也有股价刺激机会，维持买入评级。

图表2. 公司第三季度单季利润表分析

(人民币, 万)	2009年 3季度	2010年 2季度	2010年 3季度	同比变动 %	环比变动 %
营业总收入	16,573	15,493	16,815	1.46	8.53
营业收入	16,573	15,493	16,815	1.46	8.53
营业成本	9,193	7,843	7,802	(15.13)	(0.52)
营业税金及附加	694	717	582	(16.12)	(18.90)
销售费用	1,370	4,659	3,136	128.91	(32.68)
管理费用	2,516	2,960	2,319	(7.82)	(21.63)
财务费用	(3)	(20)	(12)		(38.54)
投资净收益	10	31	26	166.85	(16.63)
营业利润	2,813	(634)	3,014	7.16	-
加：营业外收入	195	542	11	(94.20)	(97.92)
减：营业外支出	70	200	246	250.46	22.92
利润总额	2,937	(293)	2,779	(5.38)	-
减：所得税	395	87	532	34.65	510.40
净利润	2,542	(380)	2,247	(11.60)	-
属母公司所有者的净利润	2,542	(380)	2,247	(11.60)	-
基本每股收益(元)	0.058	(0.04)	0.05		-
盈利能力 (%)					
毛利率	44.5	49.4	53.6		
经营利润率	17.0	(4.10)	17.9		
税前利润率	17.7	(1.89)	16.5		
净利率	15.3	(2.45)	13.4		

资料来源：公司资料，中银国际研究

图表 3. 1~9 月份主要财务指标同比分析

(人民币, 万)	2009 年 1-9 月	2010 年 1-9 月	同比变动%
营业收入	63,957	64,320	0.6
营业收入	63,957	64,320	0.6
营业成本	30,225	28,781	(4.8)
营业税金及附加	2,507	2,491	(0.6)
销售费用	10,778	11,914	10.5
管理费用	8,070	8,530	5.7
财务费用	91	(61)	(167.2)
投资净收益	67	100	50.4
营业利润	12,358	12,766	3.3
加: 营业外收入	1,211	566	(53.2)
减: 营业外支出	106	652	513.7
利润总额	13,462	12,680	(5.8)
减: 所得税	2,772	3,028	9.2
净利润	10,691	9,653	(9.7)
属母公司所有者的净利润	10,691	9,653	(9.7)
基本每股收益(元)	0.24	0.22	
盈利能力(%)			
毛利率	52.7	55.3	
经营利润率	19.3	19.8	
税前利润率	21.0	19.7	
净利率	16.7	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	2008	2009	2010E	2011E	2012E
销售收入	4,651	945	1,001	1,180	1,356
销售成本	(3,828)	(470)	(487)	(562)	(651)
经营费用	(485)	(247)	(254)	(292)	(328)
息税折旧前利润	338	227	260	326	377
折旧及摊销	(91)	(55)	(58)	(62)	(67)
经营利润(息税前利润)	247	172	202	264	310
净利润收入/(费用)	(39)	(1)	2	2	3
其他收益/(损失)	47	12	5	8	7
税前利润	254	183	209	274	321
所得税	(57)	(37)	(48)	(63)	(74)
少数股东权益	11	0	(1)	0	0
净利润	208	146	160	210	246
核心净利润	210	148	161	212	247
每股收益(人民币)	0.473	0.332	0.365	0.480	0.562
核心每股收益(人民币)	0.479	0.337	0.367	0.482	0.564
每股股息(人民币)	0.18	0.000	0.167	0.158	0.185
收入增长(%)	(13)	(80)	6	18	15
息税前利润增长(%)	(25)	(30)	17	30	18
息税折旧前利润增长(%)	(32)	(33)	14	25	16
每股收益增长(%)	25	(30)	10	31	17
核心每股收益增长(%)	26	(30)	9	32	17

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	2008	2009	2010E	2011E	2012E
税前利润	254	183	209	274	321
折旧与摊销	91	55	58	62	67
净利息费用	39	1	(2)	(2)	(3)
运营资本变动	(863)	4	15	8	27
税金	(57)	(37)	(48)	(63)	(74)
其他经营现金流	709	(30)	(5)	(77)	(92)
经营活动产生的现金流	173	176	226	201	245
购买固定资产净值	(68)	(65)	(52)	(60)	(43)
投资减少/增加	(2)	0	2	3	3
其他投资现金流	(155)	113	0	0	0
投资活动产生的现金流	(225)	48	(50)	(58)	(40)
净增债务	(40)	(130)	20	(10)	0
支付股息	(73)	0	0	(69)	(81)
其他融资现金流	19	(76)	2	2	3
融资活动产生的现金流	(94)	(206)	22	(77)	(78)
现金变动	(146)	19	203	67	128
期初现金	330	186	205	408	474
公司自由现金流	(52)	224	181	144	205
权益自由现金流	(131)	94	203	136	209

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	2008	2009	2010E	2011E	2012E
现金及现金等价物	186	205	408	474	602
应收帐款	163	57	61	72	83
库存	422	438	427	492	570
其他流动资产	7	34	15	17	17
流动资产总计	777	734	911	1,055	1,272
固定资产	364	359	365	375	364
无形资产	18	17	15	14	13
其他长期资产	50	28	28	28	28
长期资产总计	432	404	409	417	405
总资产	1,209	1,138	1,320	1,473	1,677
应付帐款	141	134	140	161	199
短期债务	130	0	20	10	10
其他流动负债	31	30	25	25	25
流动负债总计	302	164	185	196	234
长期借款	0	0	0	0	0
其他长期负债	0	0	0	0	0
股本	366	366	439	439	439
储备	537	608	696	837	1,002
股东权益	902	974	1,134	1,275	1,441
少数股东权益	5	0	1	1	1
总负债及权益	1,209	1,138	1,320	1,473	1,677
每股帐面价值(人民币)	2.06	2.22	2.59	2.91	3.28
每股有形资产(人民币)	2.02	2.18	2.55	2.88	3.26
每股净负债/(现金)(人民币)	(0.13)	(0.48)	(0.87)	(1.05)	(1.34)

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	2008	2009	2010E	2011E	2012E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	7.3	24.1	26.0	27.6	27.8
息税前利润率(%)	5.3	18.2	20.2	22.4	22.9
税前利润率(%)	5.5	19.4	20.9	23.2	23.6
净利率(%)	4.5	15.4	16.0	17.8	18.2
流动性					
流动比率(倍)	2.6	4.5	4.9	5.4	5.4
利息覆盖率(倍)	6.3	214.7	n.a.	n.a.	n.a.
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)	1.2	1.8	2.6	2.9	3.0
估值					
市盈率(倍)	31.8	45.4	41.3	31.4	26.8
核心业务市盈率(倍)	31.4	44.8	41.1	31.2	26.7
目标价对应核心业务	33.4	47.5	43.6	33.2	28.4
市盈率(倍)	31.8	45.4	41.3	31.4	26.8
市净率(倍)	7.3	6.8	5.8	5.2	4.6
价格/现金流(倍)	38.3	37.6	29.2	32.9	26.9
企业价值/息税折旧前利润(倍)	19.4	28.1	24.0	18.9	16.0
周转率					
存货周转天数	74.7	334.1	324.6	298.3	297.5
应收帐款周转天数	29.9	42.5	21.6	20.6	20.9
应付帐款周转天数	36.1	53.2	50.0	46.6	48.5
回报率					
股息支付率(%)	31.7	0.0	44.2	38.5	35.0
净资产收益率(%)	23.9	15.5	15.2	17.5	18.1
资产收益率(%)	9.1	11.7	12.7	14.5	15.2

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 2010 年 10 月 22 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適合個別投資者。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 Advisers 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 2010 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