

2010年12月9日

金枫酒业

创新龙头，业绩释放动力强

买入

A

600616.SS - 人民币 14.22

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(%)	(5)	(11)	(2)	0
相对新华富时A50指数(%)	17	0	(4)	22

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)	4,183
3个月日均交易额 (人民币 百万)	190
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

公司是创新型黄酒的龙头企业，后来者均未跳出其创新的思路框架。基于上海本地市场的高占有率，公司加强外埠市场的开拓力度，外埠市场销售收入实现两位数增长。集团将其定位为酒业发展核心平台，我们推测集团近期在国际一流投资顾问的辅助下，频繁接触境内外保健品食品及饮料公司，也包含葡萄酒企业，并购事件发生概率非常高，将会对上市公司构成直接利好。

支撑评级的要点

- 胜景山河等中小型创新黄酒的发展并未对公司构成直接威胁，相反会对创新性黄酒的普及做出贡献，外埠市场的培育对龙头企业是中长期利好。
- 公司提价预期始终存在，预计会以推出新品或升级产品来间接提价，公司业绩对提价敏感。
- 公司仍然是行业最赚钱企业，但今年合并报表收入及利润会被古越龙山超越，公司2011年业绩释放动力强。
- 我们预计集团并购葡萄酒资产的可能性非常高，存较大想象空间——相关资产最终出路可能仍是注入上市公司，对上市公司构成实质性利好。

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14.22元的价格分别相当于38.9倍和29.6倍市盈率；公司2011年业绩超预期的可能性非常大，可能的范围在0.55-0.62元间。维持目标价格17.28元和买入评级不变。

图表1. 投资摘要

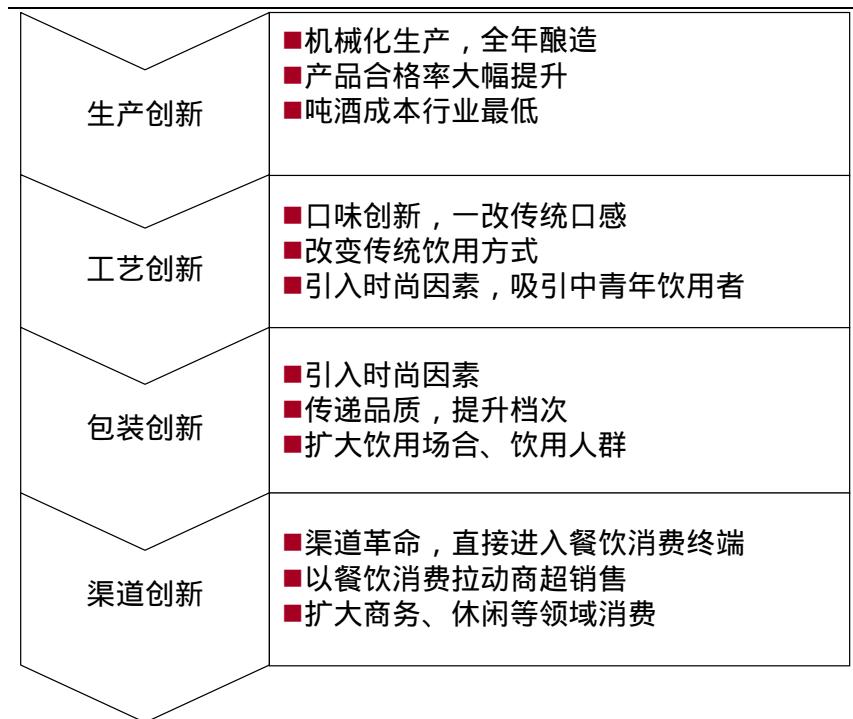
年结日：12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
销售收入 (人民币 百万)	4,651	945	1,001	1,180	1,356
变动 (%)	(13)	(80)	6	18	15
净利润 (人民币 百万)	208	146	160	210	246
变动 (%)	25.5	(29.8)	9.9	31.3	17.1
全面摊薄每股收益 (人民币)	0.473	0.332	0.365	0.480	0.562
变动 (%)	25.5	(29.8)	9.9	31.3	17.1
市盈率 (倍)	30.1	42.8	38.9	29.6	25.3
每股现金流量 (人民币)	0.39	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

金枫酒业引领黄酒创新

金枫酒业创新是全方位的，对行业的影响是深远的。通过生产工艺、产品口味、产品包装和营销渠道的创新，金枫有效提升了黄酒产品档次，重新定义了黄酒概念，也有效扩大了消费群体。金枫将生产型管理和营销型管理做到了成功的结合，使得企业进入一个良性发展阶段，竞争力提升迅速，金枫自身也从传统黄酒生产领域的追随者变成新型黄酒的集大成者。

图表 2.金枫创新示意



资料来源：中银国际研究整理

金枫以及华光酿酒是创新型营养型黄酒的领头羊，后来者都没有突破其创新的思路框架，以新近上市的胜景山河为例，其创新型黄酒主要是清爽型黄酒，模仿的迹象非常明显，其他诸如“富硒黄酒”、“GABA 黄酒”以及“多肽多酚黄酒”目前还处研制状态。

外埠黃酒增速快得益于产品结构调整空间相对大

由创新带来的产品升级和结构调整，金枫领先于行业两年左右。这导致公司近两年来产品结构调整空间相对低于外埠省市的黃酒企业。金枫 2009 年高档酒比例为 22%（如果仅以石库门系列和金色年华系列为高档计算，其销量占比约为 18%），中档为 25%左右；主营创新型黃酒的胜景山河 2009 年高档酒销量 244.64 吨，占比为 5.0%，中高端销量合计占比为 10.4%。

金枫产品结构调整仍有空间，例如推出中高档新品，例如在占比 50%左右的低档酒中对加饭、花雕等系列进行深度细分，公司低档酒整体体量大，也说明低档酒消费基础好，对低档酒的细分会有一定效果。

图表 3. 吨酒价格测算及比较

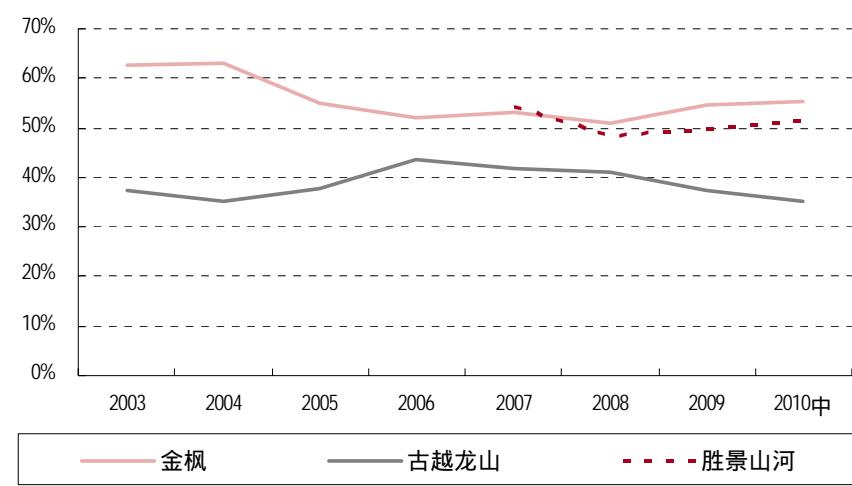
		(万元/吨)	2010 年中	2009 年
金枫	高端	>15	>15	
胜景山河		8.5	10.6	
金枫	中端	3-6	3-6	
胜景山河		4.4	5.3	
金枫	低端	0.8-1.5	0.8-1.5	
胜景山河		1.5	1.5	

资料来源：公司资料，中银国际研究

注：金枫的高档酒以锦绣系列为主

由于创新较早，基本实现全机械化生产以及中高档酒具备一定比重，金枫毛利率水平一直处于行业前列。

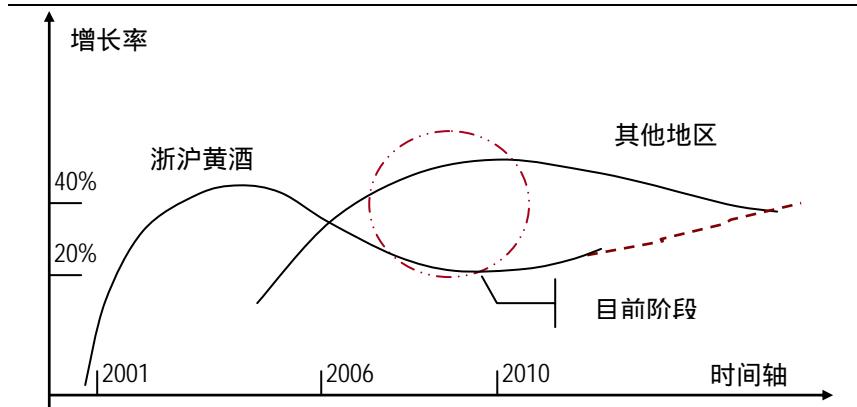
图表 4. 毛利率比较



资料来源：中银证券研究

外埠省市的黄酒产品周期滞后于浙沪黄酒 2 年时间左右，这能够解释尤其是 2008 年以来外埠部分省市黄酒销售的增长远远超出浙沪地区。

图表 5. 浙沪黄酒同外埠黄酒的收入增长周期示意图



资料来源：中银证券研究

图表 6. 2010 年 1-10 月主要地区黄酒产量及增速

(千升)	上海	江苏	浙江	安徽	福建	湖南	广东
2009 年 1-10 月	86,268	69,574	467,304	119,249	5,410	14,183	2,661
2010 年 1-10 月	87,758	92,917	567,740	135,946	21,436	25,870	2,686
同比增长(%)	1.73	33.55	21.49	14.00	296.23	82.40	0.95

资料来源：统计局，中银国际研究；据我们了解，上海地区黄酒产量的统计口径基本就是金枫一家

从中长期看，外埠黄酒产销量的增长对整个行业来说是好事，龙头企业凭借品牌优势，将能在逐步培育起来的“新兴”市场分一杯羹。

加大营销力度，谋求外埠突破

今年以来公司销售投入明显高于去年。三季度销售费用率 18.6%，同比提高 1.6 个百分点，1-9 月份销售费用 1.19 亿元，同比增长 10.54%。公司销售费用较大幅度增长在预期之内，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，力求多层次大范围打开销路。

公司在外埠重点市场如江苏、福建和华南地区销售增速较好，上半年上海以外地区销售收入增速达 17.23%。由于比重仍低（不到 20%），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。

提价预期始终存在

在主要白酒企业以及黄酒企业先后多次提价的背景下，金枫酒业没有传出提价消息。金枫毛利率水平居行业高位，抵御成本上涨压力的能力较强，提价相对不紧迫。

公司拥有两项中国驰名商标，品牌知名度高，在上海市场提价能力强。我们认为公司可能不会简单跟风涨价（年内对“和酒”部分产品进行了小幅价格调整），但会着眼石库门主品牌的老化问题针对性推出升级产品或其他新产品，这也能达到提价的效果，公司业绩对提价敏感，多种提价举措对业绩贡献积极。

集团层面相关支持

光明集团和上海烟糖集团近期海外并购动作不断，并购范围看似分散，实际仍是围绕食品主业做大这一核心目标。金枫酒业作为集团五大核心主业之一，是集团酒业发展的核心平台，有很大机会受益集团并购支持。

根据公开有关信息以及集团的主业发展战略，我们推测集团目前洽购保健品企业(美国 GNC)的同时也正在接触葡萄酒并购标的的可能性非常大，根据其“澳新”项目寻找经验以及同新南威尔士州政府相关合作备忘，集团可能会洽购澳洲葡萄酒企业，依据集团并购当地领先企业的选择标准，我们推测其可能的标的可能是澳洲最大的葡萄酒企业，曾经随团接触光明集团的 Brokenwood 公司亦是澳洲最大的葡萄酒厂之一，也有可能是集团深度接触的目标。另外集团也有可能并购在境内已经设立的外资葡萄酒进口代理企业，毕竟集团在品牌代理方面有丰富的经验和可用渠道资源。集团洽购葡萄酒资产，最终仍会落实到其酒业平台上，即金枫酒业。

由金枫托管的隆樽酒业是上海本地的洋酒和果露酒制造企业，主营出口，体量较小，我们推测其也有同外资合作的机会和空间，如果其展开国际合作，借用集团渠道资源和金枫酒业现有的优秀营销团队，也能在进口洋酒市场分一杯羹。

我们认为集团在酒业板块的任何运作都对公司构成直接利好，也不排除公司直接并购有关酒业资产的可能性。

业绩释放动力强，维持买入评级

经历了 2007-2010 年的低增长，我们认为随着 2010 年公司内部整合收官以及世博营销的开展，2011 年公司业绩释放的动力会很强，公司业绩超预期的可能性会很大，2011 年的业绩可能在本财务预测的基础上有 0.07 元-0.11 元的提升，即达到 0.55-0.62 元，目前 14.22 元股价，相当于 23-26 倍市盈率，维持买入评级。

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
净利息收入/(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
每股面值(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)	30.1	42.8	38.9	29.6	25.3
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)	30.1	42.8	38.9	29.6	25.3
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 2010 年 12 月 7 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据的邀請，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 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