

金枫酒业 (600616.sh)

未来发展存在较大的不确定性

汤玮亮 农业&食品行业研究员

电话: 020-87555888-634

eMail: twl@gf.com.cn

黄酒行业竞争十分激烈

行业竞争激烈, 市场容量受区域的限制。有可能出现白酒行业国窖 1573、水井坊那种横空出世的高档品牌, 但受消费观念的影响, 目前时机尚不成熟。

产能无忧, 未来看销售

华光酿酒并入公司之后, 金枫酒业完成了主业向黄酒业务的转变。此次整合能够带来明显的协同效应。华光并入金枫之后, 华光的基酒将逐步改由金枫酒业来提供, 现有的产能能够满足华光的需求。石库门今年总体销量基本上保持不变。依好是金枫酒业的中档酒类品种, 销量增速较快, 但由于其基数较小, 因此对公司利润贡献尚不明显。和酒销售上以商超为主, 定位为营养型的黄酒, 倾向于在全国范围内拓展销售区域。和酒并入之后, 光明集团和烟糖集团下众多的销售渠道也有利于公司在全国范围内的拓展。

盈利预测与投资评级

我们预测 2008、2009、2010 年公司实现每股收益分别为 0.58 元、0.69 元和 0.89 元。公司未来两年的利润的增长主要来自于产品结构的调整和和酒毛利率的提升。公司在上海地区市场已无太大的扩展空间, 江浙地区的拓展存在诸多变数, 尚未能够打造出真正的高端品牌, 而“和酒”毛利率提升的因素将于两年之后停止增加利润贡献, 因此我们给予金枫酒业“持有”的投资评级。

预测及评估

	2006A	2007A	2008E	2009E	2010E
主营收入(百万元)	4,684.95	5,372.38	4200.80	1692.57	1873.95
EBITDA(百万元)	433.38	347.70	322.02	425.57	577.01
净利润(百万元)	156.01	165.50	212.29	253.41	324.42
净利润增长率	-8.31%	6.08%	28.27%	19.37%	28.03%
每股收益(元)	0.430	0.450	0.58	0.69	0.89
市盈率	32.33	60.69	17.56	14.71	11.49
市净率	6.98	11.98	3.57	2.87	2.30
EV/EBITDA	14.66	34.87	14	11	8
每股红利(元)	0.17	0.00	0.10	0.15	0.20
股息率(%)	1.22	0.00	0.97	1.46	1.94

来源: 上海金枫酒业股份有限公司财务报表, 广发证券发展研究中心

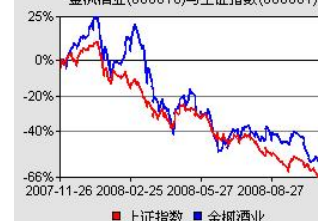
公司评级

持有

当前价格(元)	10.59
目标价格(元)	11.04
前次评级	无评级

股价走势

金枫酒业(600616)与上证指数(000001)



市场表现	1 个月	3 个月	12 个月
股价涨幅	-10.56%	-33.11%	-60.13%
上证综指	3.12%	-21.99%	-62.30%

股票数据

总股本(万股)	36,555.96
流通 A 股(万股)	36,555.96
主要股东:	
上海市糖业烟酒(集团)有限公司	
主要股东持股比例	31.73%
流通 A 股比例	100.00%

财务比率

ROE	19.87%
ROA	5.53%
资产负债率	59.70%
每股净资产(元)	2.28

2007 年报数据。

黄酒行业竞争十分激烈

行业要点：黄酒行业竞争十分激烈，市场容量受区域的限制。有可能出现白酒行业国窖1573、水井坊那种横空出世的高档品牌，但受消费观念的影响，目前时机尚不成熟。

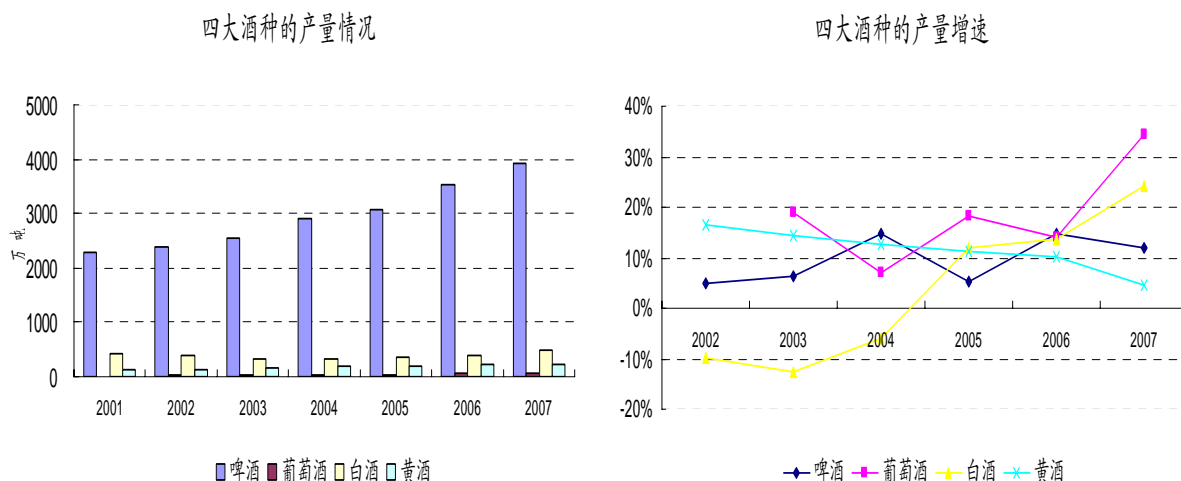
地域的限制对黄酒行业的影响很大

黄酒，世界最古老的酒种之一，营养价值较高，距今已有2500余年的历史。梁实秋的《饮酒》一文，记录民国初期的青岛，在国人的饮宴上消费的还不是啤酒，而是黄酒。“三日一小饮、五日一大宴”的八仙聚会，每次用以豁拳猜令的是三十斤的花雕一坛。

目前，黄酒生产和消费主要集中在江浙沪地区，三地合计所占比重超过70%。受消费区域限制，总体消费规模有限，从08年1-8月的数据来看，黄酒行业的销售收入仅为白酒行业的5%，啤酒行业的7%、葡萄酒行业38%。

近几年来随着消费者对健康重视程度日益提高，黄酒的消费市场开始逐步得到培育。同时，作为酒类产品中税负较轻的品种，国家酿酒行业政策对于发展黄酒来说是积极的，消费税黄酒按240元/吨征收。因此，在消费结构转型和国家政策的扶持之下，黄酒行业的产量与销售收入均有一定幅度的增长。2008年1-8月，全国规模以上黄酒企业实现销售收入51.3亿元，同比增长31%，继续呈现的增长态势。但从近几年发展态势看，相对于其他酒种，黄酒行业的产量增速有减缓的迹象。

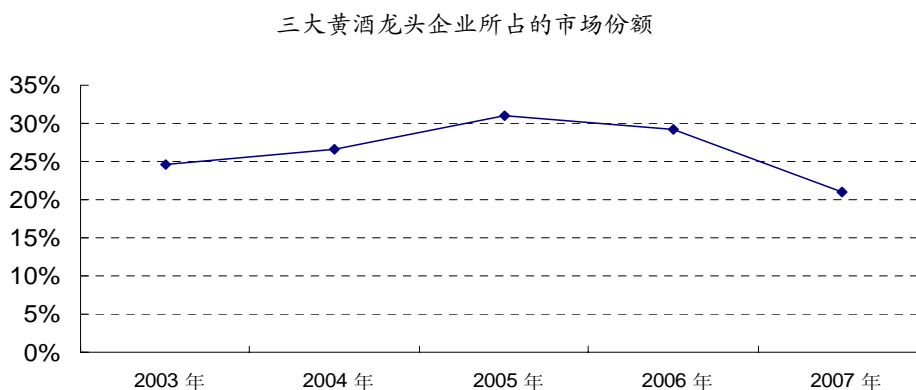
图1：黄酒与其他酒种的产量与增速情况



数据来源：Wind资讯、广发证券发展研究中心

总体上看，受消费地域的限制，黄酒龙头企业的扩张不易。当前的黄酒行业的市场集中度还很低，金枫酒业、古越龙山、会稽山等几家企业所占的市场份额还很小，05年之后市场集中度反而有降低的趋势，07年黄酒销售收入仅占规模以上企业收入的21%左右。这种现象的产生一方面与黄酒龙头企业短期内压缩低档酒的策略有关，另一方面也源于黄酒行业激烈的竞争。

图2：三大黄酒龙头企业所占的市场份额



数据来源：广发证券发展研究中心

从我们对上海本地商超的调研情况来看，黄酒品牌林立，尚难以出现明显的差异化。高端酒与中低档酒之间的价格差异并不明显，这与正好白酒行业形成鲜明的对比。

表1：白酒与黄酒的主打高端品牌与中低端品牌的价格对比 单位：元/瓶

高端酒	五粮液	泸州老窖	石库门红标	石库门黑标
	570	560	20	30
中档酒	五粮春	老窖特曲	依好陈年酒	金枫花雕五年陈
	150	150	8.5	8.4

数据来源：广发证券发展研究中心

黄酒行业未来将去向何方？

当前业内对黄酒业的发展存在两个思路。

一是各个黄酒龙头企业都在尝试打造高端黄酒。国窖1573、水井坊的横空出世让黄酒企业看到了未来的前进方向。目前，黄酒行业真正意义上的高端酒并不多。当前各大黄酒龙头企业都在积极培育自己的高端品牌，如金枫酒业现正在推锦绣12年。然而想要从激烈的竞争中脱颖而出难度巨大，特别是黄酒是否能够产生如国窖1573、水井坊之类横空出世的高端品牌还是未知数。最大的困难来自于多年累积而成的黄酒的形象定位。在江浙地区黄酒一直属于家用的酒类消费品种，浙江福建等地很多家庭都有自酿酒的习惯。而省外消费市场多将黄酒视为料酒。因此，短期内黄酒企业很难将说服消费者将黄酒与奢侈品相联系。

二是积极向江浙以外的地区扩张，实现全国布局，扩大市场容量。此举必然需要黄酒企业加大宣传力度和销售投入，然而加大投入的同时还需避免其他黄酒企业“搭便车”的行为，独享投入带来的成果。黄酒企业可以借鉴王老吉凉茶的发展模式。王老吉在宣传中突出其独一无二的品牌形象，淡化对凉茶的宣传。因此当凉茶的消费习惯从广东地区覆盖至全国时，其他凉茶企业并无法分享王老吉市场开拓带来的收益。有望成功打造王老吉模式的企业将值得我们重点关注，但目前我们还没发现这类型的黄酒企业。

因此，总体上看黄酒行业未来的发展仍存在较大的不确定性。

产能无忧，未来看销售

华光酿酒并入公司之后，金枫酒业完成了主业向黄酒业务的转变。此次整合能够带来明显的协同效应。金枫酒业总的产能大约12万吨左右，公司07年的产量大约为8万吨，尚富余4万吨的黄酒产能。华光并入金枫之后，华光的基酒将逐步改由金枫酒业来提供，华光的年产量大约3万吨左右，因此公司现有的产能能够满足华光的需求，短期内并不存在产能上的瓶颈。若为市场能够进一步打开，公司有可能新建10万吨的生产线来满足生产需要。华光的基酒由金枫来提供，也可以降低华光的采购成本。金枫酒业的酿酒技术先进，而华光的勾兑技术一流，因此两个酒种在技术上也能形成一定的互补。

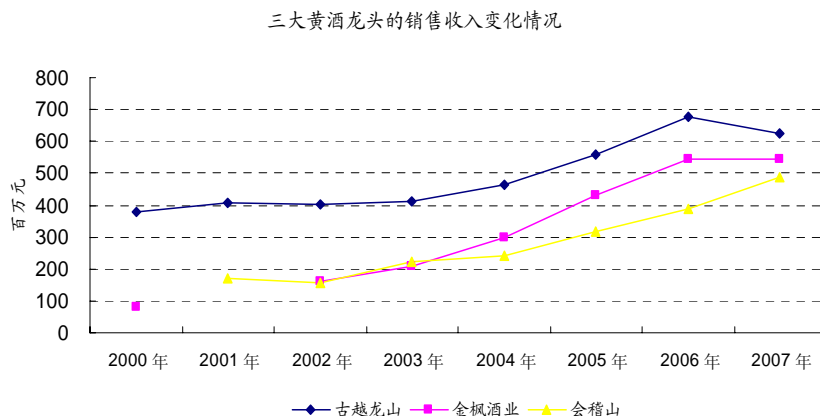
金枫酒业原有的高端黄酒品种以石库门为主，07年的销量大约为1.6万吨左右，今年总体销量基本上保持不变。产品以石库门黑标8年陈和红标5年陈。虽然销量仅占公司总体销量的19%，但却贡献了80%左右的利润。石库门在销售上以餐饮为主，辅以商超进行销售。销售区域以上海本地市场为主，尚无向外大规模扩张的计划。石库门系列中售价为100元左右的锦绣12年是公司整合后着力打造的高端黄酒品种，当前销量较小仅为几十吨，未来拓展还存在较大不确定性。

依好是金枫酒业的中档酒类品种，销量增速较快，预计今年可以实现50%的增长，但由于其基数较小，07年为2000吨左右，因此对公司利润贡献尚不明显。

和酒07年产量3万吨左右，产品以中档酒为主。和酒销售上以商超为主，定位为营养型的黄酒，倾向于在全国范围内拓展销售区域。和酒并入之后，光明集团和烟糖集团下众多的销售渠道也有利于公司在全国范围内的拓展。根据公司的测算，08年内华光（和酒）可以为公司贡献4.1亿元的净利润。

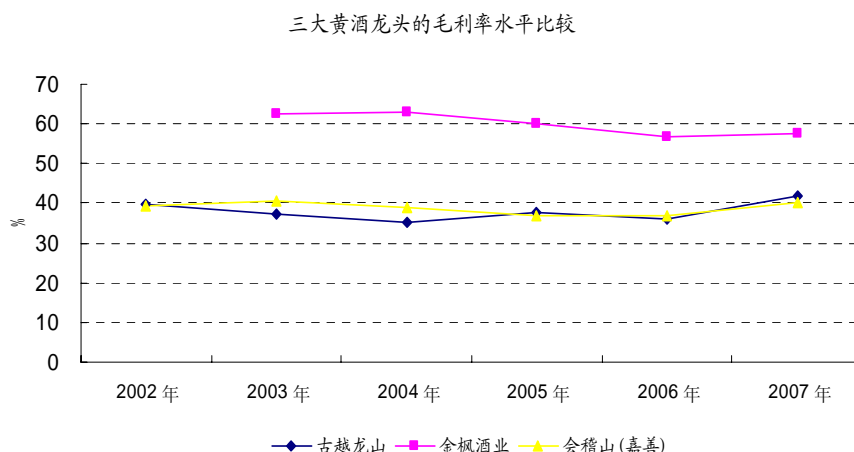
整合之后，公司的黄酒业务在上海本地可以达到70%的市场占有率，江苏占50%左右。但对于占据全国黄酒消费量一半以上的浙江市场，公司依然缺乏有效的市场进入手段。

图3：三大黄酒龙头的销售收入变化情况



数据来源：广发证券发展研究中心

图4: 三大黄酒龙头的黄酒业务毛利率水平比较



数据来源: 广发证券发展研究中心

渠道优势明显

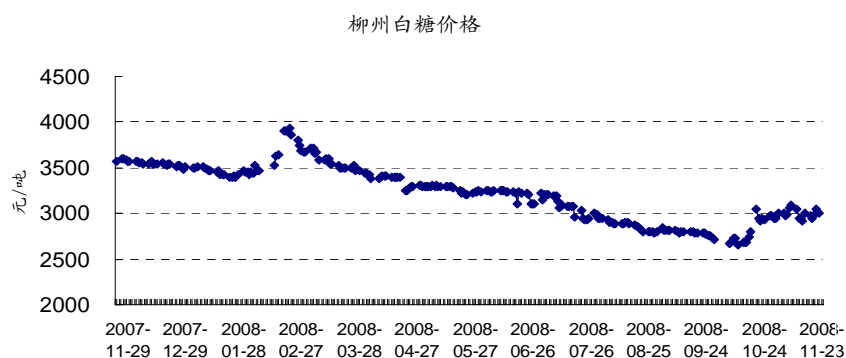
公司与百联商超的合作是未来发展的一大亮点。公司与百联集团于2008年8月29日签订战略合作框架协议书, 实现立足上海、服务全国的发展战略为目标建立战略合作关系。

公司石库门品牌在上海本地的成功打造就得益于光明集团和烟糖集团旗下3000多家销售终端。而百联集团旗下7000多家覆盖全国各地的销售终端也将为公司未来黄酒的市场拓展注入新的动力。

制糖业务未来很可能被剥离

受糖价低迷的影响, 三季度公司旗下的上上糖业亏损额高达1900万元。三季度白糖均价为2900元/吨, 10月、11月的白糖均价仍保持在2900元/吨左右, 因此预计四季度还将维持亏损的态势。该业务与金枫酒业未来的发展战略并不匹配, 虽然未列出明确的时间表, 但未来该业务被剥离出公司应无悬念。

图5: 白糖价格持续低迷



数据来源: 广发证券发展研究中心

盈利预测与投资评级

基本假设

1、销售情况。根据公司的销售情况，并参考国内黄酒行业的发展态势，我们假定公司的08-10年的石库门销售量保持不变，金枫系列的低端酒产量继续压缩，和酒产量略有提升。受产品结构调整的影响，金枫系列总体销售均价每年提升5%，和酒均价每年提升10%。

2、黄酒业务毛利率。金枫系列黄酒的毛利率保持不变。考虑到和酒所需基酒的外购比例将逐步缩减，和酒未来两年的毛利率每年提升10%。

3、不考虑未来剥离制糖业务的情况。未来两年制糖业务的毛利率将逐步回升。

4、假定未来三年公司所得税按20%征收，其他对利润影响不大的指标基本上与收入同比例增长。

表 2: 各项业务收入盈利预测 单位: 元/吨, 吨, 百万元

	2007A	2008E	2009E	2010E
石库门价格	15500.0	16275.0	17088.8	17943.2
石库门销量	16000	16000	16000	16000
石库门销售收入	248	260	273	287
石库门销售成本	60	62	66	69
毛利率	76%	76%	76%	76%
其它酒价格	5000.0	5250.0	5512.5	5788.1
其它酒销量	60000	59000	58000	58000
其它酒销售收入	300	310	320	336
其它销售成本	180	186	192	201
毛利率	40%	40%	40%	40%
和酒价格	NA	14000.0	15400.0	16940.0
和酒销量	NA	30000	30000	30600
和酒销售收入	NA	420	462	518
销售成本	NA	294	277	259
毛利率	NA	30%	40%	50%
黄酒业务销售收入	548.0	780.2	1055.1	1141.2
黄酒业务销售成本	239.5	395.3	534.7	529.5
黄酒毛利率	56%	49%	49%	54%
食糖业务销售收入	475.0	546.3	628.2	722.4
食糖业务销售成本	375	492	534	542
食糖毛利率	21%	10%	15%	25%

数据来源: 广发证券发展研究中心

投资评级

基于我们的假设，我们预测2008、2009、2010年公司实现营业收入42.01亿、16.93亿、18.74亿，实现净利润2.12亿、2.53亿和3.23亿，实现每股收益分别为0.58元、0.69元和0.89元。公司未来两年的利润的增长主要来自于产品结构的调整和和酒毛利率的提升。公司在上海地区市场已

无太大的扩展空间，江浙地区的拓展存在诸多变数，尚未能够打造出真正的高端品牌，而“和酒”毛利率提升的因素将于两年之后停止增加利润贡献。参考同行业的相关上市公司，我们给予金枫酒业09年16倍的市盈率，合理股价为11.04元，投资评级为“持有”。

表 3: 利润表预测

单位: 百万元

会计年度	2007	2008E	2009E	2010E
营业收入	5372	4201	1693	1874
营业成本	4454	3419	1074	1077
营业税金及附加	41	42	24	26
营业费用	398	357	169	187
管理费用	163	151	68	75
财务费用	46	41	41	45
资产减值损失	-14	-17	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	2	7	0	0
营业利润	287	214	317	463
营业外收入	14	19	0	0
营业外支出	7	5	0	0
利润总额	294	228	317	463
所得税	70	46	63	93
净利润	224	208	253	371
少数股东损益	58	-5	0	46
归属母公司净利润	165	212	253	324
EBITDA	405	322	426	577
EPS (元)	0.45	0.58	0.69	0.89

数据来源: 广发证券发展研究中心

风险提示

宏观经济波动对黄酒需求的影响。

市场过度竞争的风险。

广发证券—公司投资评级说明

买入 (Buy)	预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10% 以上。
持有 (Hold)	预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10% ~ +10%。
卖出 (Sell)	预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10% 以上。

金枫酒业(600616)行情走势



相关研究报告

	广州	上海
地址	广州天河北路 183 号大都会广场 36 楼	上海浦东南路 528 号证券大厦北塔 17 楼
邮政编码	510075	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn	
服务热线	020-87555888-390	

免责声明

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，不得更改或以任何方式传送、复印或印刷本报告。