



看好公司外延式扩张

——会稽山（601579）2015年财报点评

2016年03月29日

强烈推荐/维持

会稽山

财报点评

徐昊	分析师	执业证书编号: S1480514070003
	xuhao@dxzq.net.cn 010-66554017	
焦凯	分析师	执业证书编号: S1480512090001
	jiaokai@dxzq.net.cn 010-66554144	

事件:

公司2015年营业收入9.15亿元,同比增长6.49%,归属上市公司股东净利润1.14亿元,同比增长3.41%,扣非后归属上市公司股东净利润1.08亿元,同比增长3.15%,EPS0.28元,2015年利润分配预案为每10股派发1.1元(含税)现金股利。

公司分季度财务指标

指标	2014Q2	2014Q3	2014Q4	2015Q1	2015Q2	2015Q3	2015Q4
营业收入(百万元)	211.98	110.76	308.88	248.94	190.64	115.92	359.4
增长率(%)	3.99%	-4.53%	-9.48%	9.42%	-10.07%	4.66%	16.35%
毛利率(%)	40.80%	42.10%	42.49%	50.99%	37.48%	37.03%	45.33%
期间费用率(%)	21.63%	37.62%	26.49%	18.24%	20.95%	31.24%	25.23%
营业利润率(%)	13.72%	1.95%	14.24%	27.53%	13.62%	-0.60%	16.14%
净利润(百万元)	22.66	4.19	37.86	50.44	19.79	2.06	43.37
增长率(%)	18.03%	36.68%	-16.87%	6.67%	-12.69%	-50.93%	14.56%
每股盈利(季度,元)	0.07	0.01	0.09	0.13	0.05	0.00	0.11
资产负债率(%)	48.36%	33.33%	33.20%	30.51%	34.28%	36.79%	37.20%
净资产收益率(%)	2.20%	0.34%	2.57%	3.43%	1.32%	0.13%	2.86%
总资产收益率(%)	1.14%	0.20%	1.76%	2.32%	0.89%	0.09%	1.82%

观点:

- 公司2015年四季度营业收入3.59亿元,同比增长16.35%,归属上市公司股东净利润0.42亿元,同比增长16.01%,略低于全年净利润增速,2015年公司业绩基本符合我们的预期。
- 2015年,公司黄酒产量为9.3万千升,较同期增长17.1%,产量的增长护腰来自湖塘厂区4万千升黄酒产能的投产;销量为8.82万千升,较同期下降3.94%,从本期公司的收入和销量来看,公司千升均出厂价为9859.92元/千升,较同期增长3.11%;库存为16.83万千升,同比增长5.22%,由于黄酒酿造的特性,公司的库存量随着在湖塘产区投产增加。分地区来看,公司2015年内销收入同比增长6.71%,剔除包装物等其他产品收入下滑因素,公司黄酒在国内收入同比增长10.22%,较同期增加18.79个百分点,公司本期在黄酒收入方面实现大幅的提升。

- 2015年,公司整体毛利率为44.18%,较同期减少1.11个百分点,其中黄酒的毛利率为45.05%,较同期减少0.31个百分点,基本与同期持平。在费用方面,本期公司销售费用同比下降9.31%,销售费用率为11.45%,较同期减少2个百分点,主要为本期公司运费下降,管理费用同比增长9.1%,管理费用率为9.65%,较同期增加0.23个百分点,期间费用率为23.2%,由于销售费用率的下降,本期期间费用率较同期减少1.43个百分点。本期公司预收款0.43亿元,较同期下降46.1%,预收款主要是由于黄酒销售的特性,货物出库转为销售收入。
- 公司于2015年中期公布的非公开方案已于2016年2月底通过证监会审核,公司将以4亿元、0.82亿元收购乌毡帽100%股权、唐宋酒业100%股权,其中乌毡帽是黄酒行业中排名第七的企业,唐宋酒业是一家老牌绍兴本地黄酒企业,收购完成将大幅提升公司在黄酒行业中的竞争力。在收入方面,乌毡帽和唐宋酒业2014年收入合计1.82亿元,合并报表之后公司的收入将超过金枫酒业,跃居黄酒行业第二位置;在利润方面,收购标的企业中唐宋酒业处于亏损状态,但是两家企业均作出承诺,乌毡帽承诺未来3年净利润合计不低于6000万元,唐宋酒业承诺未来3年每年净利润不低于1000万元,两家企业年化年均贡献净利润3000万元,以公司2014年净利润计算,将有近30%的增长;在运营方面,两家公司均有原来管理层继续管理,将维持收购标的公司的运营稳定,公司也将多品牌运营,提升公司的整体品牌价值;在渠道方面,乌毡帽主销长三角地区,在苏南和上海市场占有率高达65%,唐宋酒业以江浙沪为中心,电商渠道运营较好,据阿里后台数据显示,唐宋酒业今年一季度销售额仅次于龙头企业的两个品牌位居第三,公司收购两家企业之后将形成渠道互补,增强公司在主销区和新渠道的竞争力;在产品方面,乌毡帽是清爽型黄酒的代表性企业,唐宋主打中高端黄酒,将与公司主流产品传统型黄酒进行互补;在原酒方面,收购标的中唐宋的原酒储备较多,以公司2013年原酒销售价格和收购标的的库存推测,两家标的企业的原酒储备约为1.5-1.8万千升,收购完成之后公司原酒储备将提升近15%。

结论:

预计公司2016年-2018年营业收入分别为12.37亿元、12.79亿元、13.22亿元,归属上市公司股东净利润分别为1.79亿元、1.84亿元、1.89亿元,对应目前总股本EPS0.45元、0.46元、0.47元,对应PE27X、26X、25X,我们预计公司将于本年度并表乌毡帽和唐宋酒业,在并表完成之后,我们预计公司2016年-2018年营业收入为14.42亿元、14.96亿元、15.52亿元,我们看好公司外延式扩张带来的规模增长,维持公司“强烈推荐”投资评级。

公司盈利预测表

资产负债表	单位:百万元					利润表	单位:百万元				
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E		2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
流动资产合计	1097	1214	556	573	591	营业收入	859	915	1237	1279	1322
货币资金	245	291	371	384	397	营业成本	470	511	686	710	735
应收账款	72	86	0	0	0	营业税金及附加	32	44	45	47	0
其他应收款	7	35	47	49	51	营业费用	116	105	142	148	154
预付款项	1	2	0	-1	-3	管理费用	81	88	118	121	126
存货	745	796	132	136	141	财务费用	15	19	16	16	16
其他流动资产	5	4	4	4	4	资产减值损失	2.71	8.21	0.00	0.00	0.00
非流动资产合计	1084	1216	1635	1906	1882	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	0	0	150	150	150	投资净收益	0.00	0.34	0.00	0.00	0.00
固定资产	796	805	1108	1376	1377	营业利润	143	152	231	238	245
无形资产	165	269	242	215	188	营业外收入	12.70	8.57	9.00	9.00	9.00
其他非流动资产	10	2	0	0	0	营业外支出	6.40	2.62	1.50	1.50	1.50
资产总计	2181	2430	2191	2480	2474	利润总额	150	158	238	245	252
流动负债合计	688	870	603	631	665	所得税	38	42	60	61	63
短期借款	184	394	394	393	392	净利润	112	116	179	184	189
应付账款	280	254	47	49	50	少数股东损益	2	2	0	0	0
预收款项	79	43	67	93	119	归属母公司净利润	110	114	179	184	189
一年内到期的非流	0	0	0	0	0	EBITDA	213	254	371	412	437
非流动负债合计	36	34	0	0	0	BPS (元)	0.27	0.28	0.45	0.46	0.47
长期借款	0	0	0	0	0	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0		2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
负债合计	724	904	603	631	665	成长能力					
少数股东权益	24	23	23	23	23	营业收入增长	-8.00%	6.49%	35.24%	3.34%	3.39%
实收资本(或股本)	400	400	400	400	400	营业利润增长	-15.90	5.96%	52.11%	3.02%	2.92%
资本公积	529	528	528	528	528	归属于母公司净利润	-11.37	3.41%	57.31%	2.92%	2.83%
未分配利润	439	497	574	653	735	获利能力					
归属母公司股东权	1434	1503	1592	1685	1779	毛利率(%)	-8%	6%	35%	3%	3%
负债和所有者权	2181	2430	2219	2338	2467	净利率(%)	13%	12%	14%	14%	14%
现金流量表						总资产净利润(%)					
	单位:百万元					ROE(%)					
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E	6.86%	199%	93%	-150%	127%	
经营活动现金流	2171	1930	787	380	409	偿债能力					
净利润	1208	1606	179	184	189	资产负债率(%)	33%	37%	28%	25%	27%
折旧摊销	200	225	124	159	176	流动比率				0.91	0.89
财务费用	-12	-18	16	16	16	速动比率				0.69	0.68
应收账款减少	-49	-26	-207	2	2	营运能力					
预收帐款增加	28	-37	25	26	26	总资产周转率	0.40	0.40	0.54	0.55	0.53
投资活动现金流	-614	-667	-548	-400	-150	应收账款周转率	0	0	0	0	0
公允价值变动收益			0	0	0	应付账款周转率					
长期股权投资减少			-150	0	0	每股指标(元)					
投资收益			0	0	0	每股收益(最新摊薄)	0.33	0.28	0.45	0.46	0.47
筹资活动现金流	-638	-1354	-108	-109	-111	每股净现金流(最新)	-0.12	0.12	0.33	-0.32	0.37
应付债券增加			0	0	0	每股净资产(最新摊)	3.58	3.76	3.98	4.21	4.45
长期借款增加			0	0	0	估值比率					
普通股增加			0	0	0	P/E	35.97	42.39	26.55	25.80	25.08
资本公积增加			0	0	0	P/B	3.31	3.16	2.98	2.82	2.67
现金净增加额	919	-91	130	-129	148	EV/EBITDA	21.97	19.06	12.86	11.54	10.86

资料来源: 东兴证券研究所

分析师简介

徐昊

会计学硕士，2008 年加入国都证券从事农业和食品饮料行业研究、2011 年加入安信证券从事食品饮料行业研究、2013 年加入东兴证券从事食品饮料行业研究，7 年食品饮料行业研究经验。

焦凯

2010 年进入天相投资顾问有限公司，从事煤炭行业研究；2012 年加盟东兴证券研究所，从事食品饮料行业研究，4 年食品饮料行业研究经验。

联系人简介

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、未来也将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。