

# 黄酒老大活力四射迎拐点 首次强烈推荐

## ——古越龙山（600059）2011年三季度报点评

2011年10月26日

强烈推荐/首次

古越龙山

财报点评

|          |   |   |
|----------|---|---|
| 刘家伟      | 食品饮料行业首席分析师 MSN: <a href="mailto:yynljw999@hotmail.com">yynljw999@hotmail.com</a> | 执业证书编号: S1480510120001  |
|          | 电话: 010-66554017  |   |
| 联系人: 李德宝 | 电话: 010-66554063  | Email: <a href="mailto:lidb@dxzq.net.cn">lidb@dxzq.net.cn</a> |

### 事件:

公司10月25日发布2011年三季度报:1-9月实现营业收入9.18亿元,净利润1.27亿元,分别同比增长30.28%和55.18%;其中,7-9月营业收入2.42亿元,净利润为0.43亿元,同比增长29.29%和43.67%,每股收益0.20元。

表1: 公司分季度财务指标

| 指标         | 10Q1   | 10Q2   | 10Q3    | 10Q4   | 11Q1   | 11Q2   | 11Q3   |
|------------|--------|--------|---------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入(百万元)  | 344.04 | 173.06 | 187.15  | 374.99 | 416.64 | 258.70 | 242.15 |
| 增长率(%)     | 44.51% | 62.91% | 52.39%  | 37.13% | 21.10% | 49.49% | 29.39% |
| 毛利率(%)     | 33.05% | 38.45% | 43.23%  | 35.53% | 35.99% | 44.96% | 39.42% |
| 期间费用率(%)   | 16.62% | 24.65% | 27.71%  | 19.63% | 15.92% | 22.04% | 26.51% |
| 营业利润率(%)   | 12.01% | 9.36%  | 13.06%  | 12.98% | 15.62% | 19.35% | 9.38%  |
| 净利润(百万元)   | 30.76  | 21.88  | 30.05   | 43.76  | 48.07  | 36.55  | 43.17  |
| 增长率(%)     | 31.47% | 32.58% | 354.71% | 39.57% | 56.26% | 67.07% | 43.67% |
| 每股盈利(季度,元) | 0.047  | 0.034  | 0.047   | 0.067  | 0.075  | 0.057  | 0.068  |
| 资产负债率(%)   | 31.16% | 24.39% | 22.88%  | 25.45% | 23.93% | 20.94% | 18.64% |
| 净资产收益率(%)  | 1.51%  | 1.07%  | 1.45%   | 2.07%  | 2.23%  | 1.67%  | 1.93%  |
| 总资产收益率(%)  | 1.04%  | 0.81%  | 1.12%   | 1.55%  | 1.69%  | 1.32%  | 1.57%  |

### 评论:

#### 积极因素:

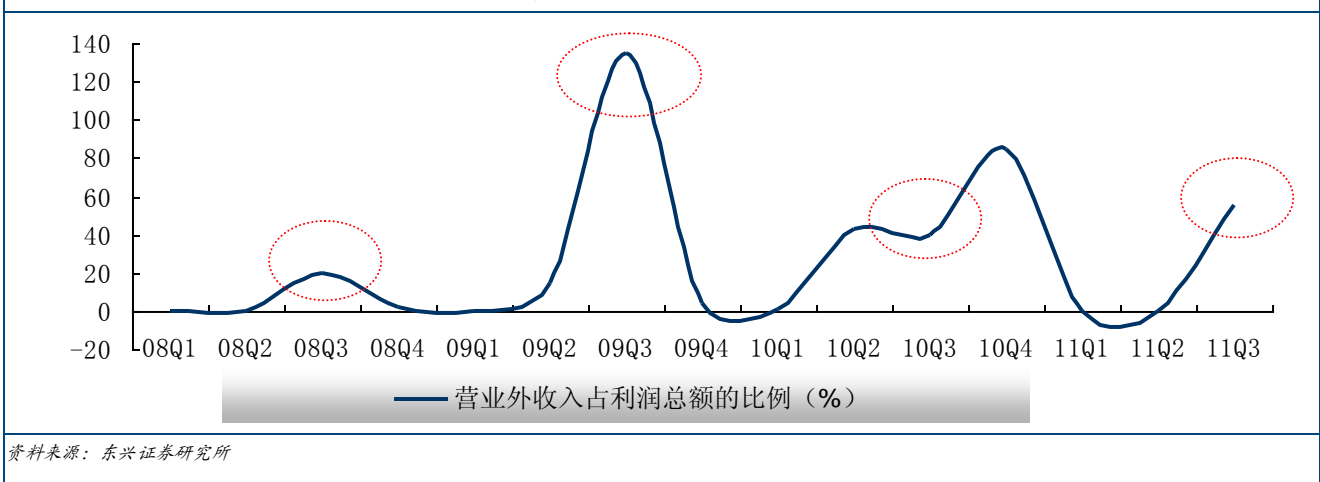
- **净利率小幅提升。**公司第三季度的净利率水平为17.83%，和去年同期同比增加1.78个百分点，环比第二季度增加3.7个百分点，表明公司的盈利能力在稳步提升。
- **期间费用率同比减少1.2个百分点。**第三季度的期间费用率为26.51%，同比减少1.2个百分点，费用控制较好。其中销售费用同比增长26.27%，管理费用同比增长26.37%，均低于主营收入增长幅度，说明公司销售费用控制和管理水平持续提升，收购女儿红之后的整合效应开始显现。财务费用同比减少35.31%，这主要是因为增发后账面现金较多，公司持续优化负债结构，积极还贷，大幅减少了利息支出。
- **通过提价开始理顺产品体系结构，涵盖高中低端和婚庆市场。**公司旗下有古越龙山、女儿红、状元红、

沈永和和鉴湖等子品牌，在08年以前，相比于金枫酒业和会稽山，公司的品牌结构过于冗杂，且子品牌间的价格没有形成梯度，产品档次区分不够清晰，导致消费者对公司产品的认识比较混乱。公司同样也意识到这个问题，所以从2008年开始分产品、分时段提价，逐步形成以古越龙山主打中高端，沈永和、鉴湖主打低端，女儿红、状元红主打婚庆市场的发展战略，构建一整套清晰的产品体系结构。

#### 消极因素：

- **双重因素导致第三季度毛利率同比下滑3.81个百分点，环比下滑5.53个百分点。**公司第三季度的毛利率为39.42%，与上半年总体毛利率水平持平，但与去年同期43.23%相比下滑3.81个百分点，也比第二季度毛利率水平低5.53个百分点。造成毛利率下滑的主要原因有两个：一是受CPI高企，糯米等原材料价格上涨影响，三季度公司的成本价格居高不下；二是今年的黄酒原酒在2011年8月5日之前就已经全部售罄，而去年同期原酒的销售量很大，由于原酒的毛利率在60%以上，所以导致今年第三季度的毛利率出现了下滑。
- **内生式增长能力有待提高。**从08年以来，公司在第三季度销售淡季时，总能获得一笔“不菲”的营业外收入，在09年第三季度，营业外收入创记录的占到利润总额135%。今年第三季度，公司营业外收入占利润总额的55.02%，如果不算营业外收入，单比较营业利润，第三季度的营业利润同比减少7.04%。虽然长期的营业外收入可以保证公司的利润增长速度，但同时也体现出公司在成本上升以及消费淡季的压力下，内生增长的能力稍显不足。

图 1：古越龙山 08Q1-11Q3 营业外收入占利润总额的比例情况



#### 业务展望：

- **黄酒作为中国酒中“国粹”，营养丰富，文化底蕴深厚，消费人群在不断扩大，公司具备优秀的行业背景。**查阅黄酒的发展历史和变迁，可以发现黄酒已有数千年，堪称我国最古老的酒种之一，被誉为“国粹”。根据测定，黄酒营养物质丰富，其无机盐达18种，蛋白质含量也为酒中之最，每升黄酒中蛋白质含量达16g，是啤酒的4倍，氨基酸达21种之多，其中8种是人体必需氨基酸，后者的含量是啤酒和葡萄酒的8倍左右，除此之外，黄酒中还含有丰富的功能性低聚糖。凭借极高的营养价值，黄酒享有“液体蛋糕”之称，其营养价值超过了有“液体面包”之称的啤酒和营养丰富的葡萄酒，是目前能被证明的真正意义上有益于健康的酒种，这与目前消费升级，健康消费和饮食养生的理念十分契合，也因此可以解释为何越来越多的人开始喜欢并消费黄酒，在社会转型变迁、消费随之转型变迁历史长河之中，黄酒也在

一定程度上代替了白酒成为情感和商务交流的工具和杠杆之一。黄酒的独特历史、地位、营养价值和最新消费趋势孕育着很高的市场前景，公司也因此具备相当可观的行业发展背景。

- **国家政策大力支持黄酒业行业发展，公司政策环境十分优越。** 作为中国的“国粹”酒，黄酒的发展一直受到国家各项政策规划鼓励，《全国食品工业“十五”发展规划》指出：酒类产业要重点发展葡萄酒、水果酒，积极发展黄酒，稳步发展啤酒，控制白酒总量，黄酒的产量计划从2000年的145万吨增加到2015年的250-280万吨。而且，政府还从具体的税收政策上加以扶持，相对来说，在白酒、黄酒和啤酒三者之中，黄酒的消费税负最轻。因此，国家宏观的酒业导向政策，十分有利于黄酒业发展。公司作为黄酒行业龙头，一直身处“幸福政策”之中，随着产品、营销、市场等的拓展与完善，政策扶持所带来的益处将会更多更好地显现出来。
- **公司搭建原酒电子交易平台，创新黄酒原酒销售模式，有助于实现原酒不断增长的价值并带来业绩的增长。** 公司2008年推出原酒交易，这种独特的销售模式使原酒的销售在这三年来一直呈上升趋势，今年的黄酒原酒在8月就已经售罄。但是因为原酒的销售主要集中在绍兴地区，对于普通投资者来说，因为流动性的制约，黄酒原酒交易也有众多不便。为此公司借鉴股票、期货、纸黄金等交易模式，以黄酒的时间价值为筹码，赋予黄酒原酒金融属性。同时与华夏银行合作，在B2B三方存管平台的基础上建立电子化商务模式，交易平台接受企业客户和个人客户的委托进行原酒投资，包括新酒认购、原酒交易、托管回购、实物交收以及相应的资金清算，这个平台将在今年11月正式的推出。我们认为这个交易平台对公司有三大利好：首先会极大的释放了原酒投资的潜力，拓宽原酒销售渠道，进一步激活黄酒原酒的销售；其次复制股市价格发现功能，使公司25万吨原酒的价值回归，从而提升公司的投资价值；最后通过原酒电子平台拉升品牌高度和知名度，巩固公司在黄酒行业龙头地位，同时为黄酒和公司产品的全国化奠定基础。
- **25万吨黄酒原酒赋予公司未来更多的想象空间，新推出中央库藏系列，强调库藏概念，产品销售增长也会是题中应有之意。** 目前公司的原酒存货大约是25万吨，保守估计，平均储藏时间在9年左右，按黄酒交易网公布的2002年黄酒原酒交易价格88.8/kg计算，公司库存原酒的价值在222亿元以上，是公司目前总市值的3倍多，未来随着原酒交易平台的开放，原酒交易会进一步的激活，原酒的价格也会进一步的攀升，有助于大力提升业绩增长空间。同时，在产品销售方面，公司的库藏酒定位高端，也能够形成新的销售亮点，提升吨酒价格和毛利率，形成公司业绩增长更多支撑。
- **毛利率会回升至正常水平。** 公司自年初起已陆续上调了五十年陈、三十年陈产品价格，提价幅度分别约42%、36%，有助于提升毛利率预期；第四季度CPI从高位回落，2012年总体通胀压力小于2011年，有利于公司从总体上控制成本，成本压力随之减缓；原酒电子交易平台将会在第四季度开放，届时原酒交易量会有进一步释放，原酒较高的毛利率会带动整体毛利率水平企稳并可能回升至正常水平。

#### 盈利预测和投资建议：

公司是被誉为“国酒”之一、集中国驰名商标、中国名牌和国宴专用黄酒于一身的黄酒第一品牌，也是国内最大的黄酒生产、经营和出口企业，目前拥有古越龙山和女儿红等著名品牌，产品体系趋于完善，营销创新行业领先，目前正在进入增长重大拐点期，综合考虑公司正在大力改善的基本面和即将发生的各种积极变化，从中性乐观角度，初步预计2011-2013年净利润增速可达58%、56.6%和54%，每股收益为0.32元、0.50元和0.77元；1997年上市以来PE均值高达49.79倍，给予六个月目标价15元预期，对应2011年动态PE46.87倍和29.87倍，较当前价位还有35%以上空间，故首次予以“强烈推荐”评级。

**风险提示：**

糯米等原材料成本大幅上升会吞噬较多利润；原酒交易量的增长未达预期会降低业绩增速等。

**表 2：公司 2011-2013 年盈利预测表**

| 主要指标            | 2009A   | 2010A    | 2011E   | 2012E   | 2013E   |
|-----------------|---------|----------|---------|---------|---------|
| 营业收入（百万元）       | 740.57  | 1,079.23 | 1510.93 | 2190.84 | 3067.18 |
| (+/-)           | -0.97%  | 45.73%   | 40.00%  | 45.00%  | 40.00%  |
| 经营利润（EBIT）（百万元） | 88.34   | 130.62   | 192.01  | 292.33  | 429.72  |
| (+/-)           | -27.88% | 47.86%   | 47.00%  | 52.25%  | 47.00%  |
| 净利润（百万元）        | 77.86   | 126.45   | 203.58  | 318.81  | 490.96  |
| (+/-)           | -22.03% | 62.51%   | 61.00%  | 56.60%  | 54.00%  |
| 每股净收益（元）        | 0.14    | 0.20     | 0.32    | 0.50    | 0.77    |
| 市盈率             | 69.64   | 68.25    | 34.68   | 22.14   | 14.38   |

资料来源：东兴证券研究所

**表 3：公司主要财务数据同比发生重大变化的情况及主要原因**

| 序号 | 指标变动情况         | 主要原因                |
|----|----------------|---------------------|
| 1  | 营业收入增长 30.28%  | 本期黄酒销售增长            |
| 2  | 净利润增长 55.18%   | 酒类销售增加，女儿红合并增加      |
| 3  | 财务费用减少 52.52%  | 公司银行借款减少所致          |
| 4  | 销售费用增长 33.23%  | 随着销售增长，销售费用相应增加     |
| 5  | 预收款项减少 98.53%  | 销售实现，期末预收款项减少       |
| 6  | 营业外支出增长 42.68% | 水利建设专项资金增加          |
| 7  | 应收票据增长 215.45% | 期末银行承兑票汇增加          |
| 8  | 应付账款减少 43.64%  | 本期支付应付材料款，期末应付账款项减少 |

资料来源：东兴证券研究所

**分析师简介****刘家伟**

经济学博士，食品饮料行业首席分析师，消费品及服务研究小组负责人，研究所所长助理，1993 年进入证券市场，2007 年加盟东兴证券研究所。

**联系人简介****李德宝**

食品科学硕士，2011 年加盟东兴证券研究所，从事食品饮料行业研究。

### 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。