

上调出厂价，利好明年毛利率

买入维持

事件：

公司发布提价公告，自2012年1月1日起将上调普通瓶装酒主导产品；清醇低度系列；3年陈、5年陈、6年陈全系列；8年陈、10年陈主销产品的出厂价，提价幅度在5-14%。

- **提价稍微滞后，主要是应对前期成本大幅走高的压力：**黄酒主要成本为糯米（占比约为55%），其余为包装成本、人工和折旧费用。此番提价主要是公司应对今年上半年糯米价格大幅走高对毛利率的压力。此外，根据浙江粮食批发交易中心发布的新闻看，11月初杭州粮油批发市场的糯米价格逐日下跌，相比去年同比跌幅超过两成。此番提价步骤稍慢，对明年毛利率起到积极作用。
- **正面提价进行产品档次升级，与公司近年来做的结构调整工作方向一致：**我们曾在《黄酒龙头，拐点显现》一文中指出，古越龙山产品结构相比较金枫酒业好很多，但是其毛利率却相比金枫要低15%，而从2010年度开始，公司意识到这一问题，在合并女儿红等同业竞争者后，即开始一系列产品结构调整工作，使得整体盈利水平一直处于回归途中（三季报已接近40%）。此番提价我们认为也是公司在延续产品结构调整工作，通过正面提价来提升产品档次，预计明年毛利率水平会比今年继续提升。
- **公司处于变革期，主业提升工作已经开展，黄酒交易平台将盘活大量库存优质原酒价值：**作为国内黄酒龙头企业，古越龙山拥有销售人员2000多人、经销商客户1300多家，是唯一一家网络覆盖到全国的黄酒厂商。近年来公司一直致力于管理、营销和渠道拓展的改革，收效显著，团购、广告、文化营销等工作也在有条不紊的展开。而随着黄酒电子交易平台于12-9开通，公司拥有的26万吨优质原酒库存价值也将得到重估的机会（第一天原酒价格被炒高15-20%）。我们保守估计光其库存价值可达230亿元，相比较目前二级市场70亿的市值水平，价值显著被低估。
- **上调盈利预测：**预计2011-2013年收入分别为14.1亿、17.6亿和22亿，YOY分别为30%、25%和25%；归属于母公司净利润分别为1.8亿、2.8亿和3.8亿，YOY分别为48%、50%和37%。对应EPS分别为0.29元、0.43元和0.59元。维持“买入”评级。

食品饮料行业

联系人：

苏青青

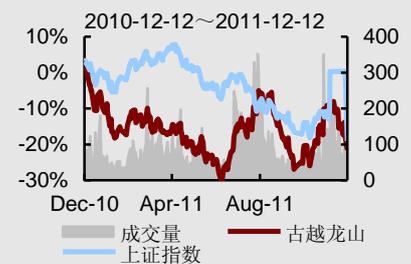
电话：021-51782237

Email: suqingqing@hysec.com

分析师：

郇彬 (S1180511050001)

市场表现



股东户数

报告日期	户均持股数变化	筹码集中度
20110930	8193	
20110630	7055	
20110331	7291	

数据来源：港澳资讯

机构持股汇总

报告日期	20100331	20091231
基金持股		
占流通A股比		
持股家数及进出情况		

数据来源：港澳资讯

相关研究

1 《古越龙山（600059）宏源证券-公司研究-古越龙山：黄酒龙头，拐点显现-600059-食品饮料-苏青青》，2011.8

图 1: 历年提价一览表

时间	提价品种	提价幅度
2008-3-8	白酒坛酒、桶装、瓶装	5%-13%
2008-3-16	绍兴酒、果酒、大灌酒	10%-14%
2008-4-21	沈永和	8%-14%
2008-5-1	青瓷廿年陈花雕、八年陈花雕、筒装花雕酒、彩包装加饭	5%-10%
2008-5-16	五十年陈经典花雕酒	11%
2008-7-1	三十年陈百福浮雕酒、三十年陈百寿浮雕酒	12%-13%
2020-5-27	坛装酒	8-9%
2010-6-1	清醇系列、普通瓶装酒	6-9%
2010-10-1	八年陈以上高档酒产品（非礼盒装）	10%
2010-10-9	2000 年—2009 年手工原酒	11%-17%
2010-10-26	专门酿制、由绍兴咸亨集团独家经销的太雕坛装酒	6%
2011-3-19	白酒	7%
2011-3-19	五十年陈	42%
2011-3-19	三十年陈	36%
2011-12-12	普通装、清醇低度、3/5/6/8/10	5-14%

资料来源：公司公告，宏源证券研究所

图 2: 分产品盈利预测拆分表

		2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
原酒销售	收入（百万元）		21	82	115	149	194
	YOY			295%	40%	30%	30%
	成本（百万元）		9	37	52	67	87
	YOY			295%	40%	30%	30%
	毛利率		55%	55%	55.0%	55.0%	55.0%
黄酒销售	收入（百万元）	725	707	972	1264	1580	1974
	YOY		-2%	38%	30%	25%	25%
	成本（百万元）	427	446	630	771	900	1086
	YOY		4%	41%	22%	17%	21%
	毛利率	41%	37%	35%	39.0%	43.0%	45.0%
其他业务	收入（百万元）	23	13	25	28	30	33
	YOY		-43%	92%	10%	10%	10%
	成本（百万元）	15	8	18	21	23	25
	YOY		-50%	136%	15%	10%	10%
	毛利率	33%	41%	28%	25.0%	25.0%	25.0%
酿酒行业	收入（百万元）	725	727	1054	1378	1729	2168
	YOY		0%	45%	31%	25%	25%
	成本（百万元）	427	455	667	822	967	1173
	YOY		7%	46%	23%	18%	21%
	毛利率	41%	37%	37%	40.3%	44.0%	45.9%

合计收入	收入 (百万元)	748	741	1079	1406	1759	2202
	YOY		-1%	46%	30%	25%	25%
	成本 (百万元)	443	463	685	843	990	1198
	YOY		5%	48%	23%	17%	21%
	毛利率	41%	37%	37%	40.0%	43.7%	45.6%

资料来源: 宏源证券研究所

图 3: 三张财务报表及分析

利润表					资产负债表				
	2010A	2011E	2012E	2013E		2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	1079	1406	1759	2202	货币资金	352	14	197	22
YOY	46%	30%	25%	25%	应收和预付款项	136	290	238	420
营业成本	685	843	990	1198	存货	1152	2070	1714	2864
毛利	394	563	769	1003	其他流动资产	0	0	0	0
% 营业收入	37%	40%	44%	46%	长期股权投资	84	84	84	84
营业税金及附加	44	56	70	88	投资性房地产	2	2	2	1
% 营业收入	4%	4%	4%	4%	固定资产和在建工程	832	833	823	791
销售费用	146	198	246	297	无形资产和开发支出	208	200	193	186
% 营业收入	14%	14%	14%	14%	其他非流动资产	2	1	0	0
管理费用	64	59	70	88	资产总计	2768	3495	3251	4370
% 营业收入	6%	4%	4%	4%	短期借款	260	574	0	435
财务费用	15	20	19	19	应付和预收款项	396	564	533	754
% 营业收入	1%	1%	1%	1%	长期借款	0	60	140	220
资产减值损失	-1	0	0	0	其他负债	3	1	1	1
公允价值变动收益	0	0	0	0	负债合计	659	1198	674	1410
投资收益	5	0	0	0	股本	635	635	635	635
营业利润	131	230	363	511	资本公积	961	961	961	961
% 营业收入	12%	16%	21%	23%	留存收益	484	668	944	1320
营业外收支	28	20	10	0	归属母公司股东权益	2080	2264	2539	2916
利润总额	159	250	373	511	少数股东权益	29	32	37	44
% 营业收入	15%	18%	21%	23%	股东权益合计	2109	2297	2576	2959
所得税费用	32	62	93	128	负债和股东权益合计	2768	3495	3251	4370
净利润	126	187	280	383					
归属于母公司所有者的净利润	124	184	275	377					
少数股东损益	2	3	5	6					
现金流量表					财务指标				
	2010A	2011E	2012E	2013E		2010A	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流净额	147	36	282	427	毛利率	37%	40%	44%	46%
取得投资收益收回现金	0	0	0	0	三费/销售收入	21%	20%	19%	18%
长期股权投资	0	0	0	0	EBIT/销售收入	16%	19%	22%	24%
无形资产投资	0	0	0	0	EBITDA/销售收入	20%	23%	25%	26%
固定资产投资	-48	-411	-416	-322	销售净利率	12%	13%	16%	17%
其他	-1921	0	0	0	ROE	6%	8%	11%	13%
投资活动现金流净额	-1969	-411	-416	-322	ROA	6%	8%	12%	12%
债券融资	0	0	0	0	ROIC	7%	9%	10%	16%
股权融资	1865	0	0	0	销售收入增长率	46%	30%	25%	25%
银行贷款增加(减少)	0	0	0	0	EBIT 增长率	72%	55%	46%	35%
筹资成本	0	-43	-59	-84	EBITDA 增长率	54%	44%	39%	31%
其他	-6	0	0	0	净利润增长率	62%	48%	50%	37%
筹资活动现金流净额	1859	-43	-59	-84	总资产增长率	19%	26%	-7%	34%
现金净流量	37	-417	-192	21	股东权益增长率	56%	9%	12%	15%
					经营营运资本增长率	14%	101%	-21%	78%
					流动比率	2.5	2.1	4.0	2.8
					速动比率	0.7	0.3	0.8	0.4
					应收账款周转率	10.3	6.0	9.3	6.5

资料来源: 宏源证券研究所

图 4: 宏源证券食品饮料组近期研究成果汇总

报告日期	报告类型	报告标题
2011-12-05	行业周报报告	十五期: 关注跌出来的酒鬼和汾酒
2011-11-28	行业周报报告	十四期: 明年春季行情具备爆发因素
2011-11-21	公司深度报告	酒鬼酒: 名酒估值洼地, 开启复兴之路
2011-10-31	公司动态报告	伊利股份: 三季报再超预期, 上调全年预测
2011-10-8	公司动态报告	汤臣倍健: 三季报业绩预增超预期
2011-10-8	公司简评报告	三季报业绩预增超预期
2011-8-17	公司中报简评	贝因美: 积极迎接行业反弹, 上调“买入”
2011-8-15	公司深度报告	汤臣倍健: “黄金”行业中的明星企业
2011-8-14	公司深度报告	古越龙山: 黄酒龙头, 拐点显现
2011-8-8	公司中报简评	好想你: 上半年成本压力拖累整体业绩
2011-8-7	公司中报简评	伊利股份: 中报业绩再超预期, 维持买入
2011-7-27	公司中报简评	汤臣倍健: 中报业绩略超预期, 维持买入
2011-7-22	公司动态报告	好想你: 业绩快报低于预期
2011-7-18	公司动态报告	好想你: 真金不怕火炼, 检验只待时日
2011-7-13	公司动态报告	伊利股份: 净利润同比大幅增长
2011-7-10	公司深度报告	汤臣倍健: 朝阳行业, 黑马现身
2011-6-14	公司动态报告	伊利股份: 伊利股价异动点评
2011-6-12	公司深度报告	伊利股份: 长期投资价值凸显
2011-11-21	行业周报报告	第十三期: 短期缺乏刺激, 正是布局时点
2011-11-17	行业月度报告	月报: 加仓好时机、坐等明年 1Q 收益
2011-11-17	行业月度报告	加仓好时机、坐等明年 1Q 收益
2011-10-17	行业周报报告	周报: 第十二期: 静待三季报行情启动
2011-10-12	行业深度报告	品牌食品饮料, 由少数人的奢侈品变为多数人的必需品
2011-10-8	行业周报报告	第十一期: 限价约谈影响有限
2011-9-21	行业月度报告	月报: 积极参与旺季+三季报行情
2011-9-19	行业周报报告	第九期: 节前白酒一批价上涨
2011-9-12	行业周报报告	第八期: 短期关注肉制品板块
2011-9-5	行业深度报告	中报业绩总结: 验证优异、继续优异
2011-9-5	行业周报报告	第七期: 在调整中贪婪
2011-8-29	行业周报报告	第六期: 调仓导致板块稍有调整
2011-8-21	行业周报报告	第五期: 板块向上仍有空间
2011-8-21	行业月度报告	月报: 7 月白酒产量增长 34%
2011-8-14	行业周报报告	第四期: 关注黄酒的投资价值

资料来源: 宏源证券研究所

分析师简介:

苏青青: 宏源证券研究所食品饮料行业分析师，上海交通大学材料学硕士，曾任职于国金证券，2010年新财富团队成员，2011年加盟宏源证券研究所。

推介成绩: 在2011年6月13日伊利股份大跌时指出若快速复牌则大跌即是买入机会，后股价最高绝对涨幅达40%；成功在57元时推荐汤臣倍健，截止到近日股价绝对涨幅达55%；在好想你上市时指出股价被低估，合理价值区间在58-64元，股价表现与分析结论一致；近期成功挖掘酒鬼酒的投资机会。

机构销售团队

	郭振举	牟晓凤	孙利群	
华北区域	010-88085798 guozhenju@hysec.com	010-88085111 muxiaofeng@hysec.com	010-88085756 sunliqun@hysec.com	
华东区域	张璐 010-88085978 zhangjun3@hysec.com	王俊伟 021-51782236 wangjunwei@hysec.com	赵佳 010-88085291 zhaojia@hysec.com	奚曦 021-51782067 xixi@hysec.com
华南区域	崔秀红 010-88085788 cuixiuhong@hysec.com	贾浩森 010-88085279 jiahaosen@hysec.com	雷增明 010-88085989 leizengming@hysec.com	罗云 010-88085760 luoyun@hysec.com
重点机构	曾利洁 010-88085991 zenglijie@hysec.com			

宏源证券评级说明:

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后6个月内的公司股价（或行业指数）涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来6个月内跑赢沪深300指数20%以上
	增持	未来6个月内跑赢沪深300指数5%~20%
	中性	未来6个月内与沪深300指数偏离-5%~+5%
	减持	未来6个月内跑输沪深300指数5%以上
行业投资评级	增持	未来6个月内跑赢沪深300指数5%以上
	中性	未来6个月内与沪深300指数偏离-5%~+5%
	减持	未来6个月内跑输沪深300指数5%以上

免责条款:

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。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，不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果，本公司概不负责。

本公司所隶属机构及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，也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有，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，需注明出处为宏源证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。