

日期: 2011年8月10日
行业: 食品饮料行业



食品饮料行业研究小组 滕文飞

☎ 021-53519888-1969

✉ terencelss@hotmail.com

执业证书编号: S0870510120025

业绩保持快速增长

基本数据 (Y11H1)

报告日股价 (元)	13.09
12mth A 股价格区间 (元)	9.80/17.30
总股本 (百万股)	634.87
无限售 A 股/总股本	95.14%
流通市值 (百万元)	7,906.20
每股净资产 (元)	3.41
PBR (X)	3.84
DPS (Y10, 元)	0

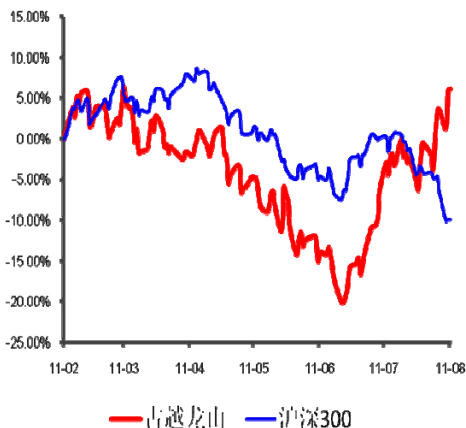
主要股东 (Y11H1)

中国绍兴黄酒集团有限公司	40.55%
--------------	--------

收入结构 (Y11H1)

酒类	98.05%
----	--------

最近 6 个月股价与沪深 300 指数比较



相关编号: 11TWF-CT07

首次报告日期: 2008年7月23日

■ 动态事件:

公司披露 2011 年半年报显示, 2011 年上半年公司实现销售收入 6.75 亿元, 同比增长 30.60%; 营业利润 1.15 亿元, 同比增长 100.27%; 归属于上市公司股东的净利润 8,423 万元, 同比增长 62.12%; 基本每股收益 0.133 元。

■ 主要观点:

上半年业绩增长领先于行业

上半年, 公司共实现酒类销售收入 66,223.62 万元, 同比增加 15,717.42 万元, 增长 31.12%。酒类销售毛利率为 39.55%, 同比提升 4.73 个百分点, 充分说明了公司产品结构优化调整效应、品牌广告效应逐步显现。

公司上半年业绩增长领先于黄酒行业。上半年我国黄酒行业营业收入同比增长 15.59%, 行业利润总额同比增长 42.83%。黄酒的传统消费市场中, 上海地区的增速最快。公司上半年的营业收入增速达到 30.60%, 远高于行业平均水平。公司通过开发、淘汰、提价、改版升级等方法逐步调整优化产品结构, 应对市场变化。在有效实施成本控制的同时, 进一步明晰产品层次, 理顺产品价格体系, 提升产品档次, 实现了酒类销售收入和利润较大幅度的增长。

产品结构优化 毛利率进一步提升

公司进一步明确品牌定位, 实施多品牌发展战略。公司继续坚持古越龙山高端品牌路线, 女儿红中高端品牌路线, 同时, 充分利用女儿红、状元红个性鲜明的黄酒品牌特点, 开拓独特的中国喜文化路线, 发挥细分市场功能, 通过古越龙山现有的网络优势, 积极开拓新市场, 实施多品牌运作。公司以“品质”为诉求重心, 通过加大媒体宣传力度, 打造公司“国粹黄酒”的品质概念。从上半年的情况来看, 公司这一策略已初见成效。公司二季度单季毛利率水平达到 44.96%, 较去年同期大幅增长, 体现了公司产品价格的提升及中高档产品的占比得到进一步提高。

原酒储备丰富 价值有望重估

公司拥有行业内最大的原酒储备，若存在有效的定价及交易流通机制，则公司原酒库存价值将得到重估。公司在7月15日已与华夏银行签署了战略合作协议，将于年内联手推出黄酒电子交易平台。黄酒原酒交易平台的建立将激发黄酒原酒的投资和消费需求，同时将完善对原酒的市场化定价机制，原酒的快速流转得以实现。我们较看好这一新兴的模式，公司可以投入较少费用就销售掉毛利率较高的原酒，同时原酒交易也将进一步提升公司的品牌影响力。

■ 投资建议：

未来六个月内，维持“跑赢大市”评级

预计公司11、12、13年EPS分别为0.27元、0.34元、0.42元；对应的动态市盈率为48.50倍，38.28倍、31.30倍。公司上半年经营发展情况好于行业水平，黄酒毛利率进一步提高。作为国内黄酒行业龙头企业，公司继续保持了高于行业的发展速度。目前公司估值水平处于合理区间。考虑到即将推出的原酒电子交易平台，我们认为公司原酒库存估值有望大幅提升，公司中长期发展前景较好，故继续维持公司“跑赢大市”评级。

■ 数据预测与估值：

至12月31日(¥.百万元)	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	1079	1425	1852	2371
年增长率(%)	45.7	32.0	30.0	28.0
归属于母公司的净利润	124	171	217	265
年增长率(%)	62.5	37.8	26.7	22.3
每股收益(元)	0.20	0.27	0.34	0.42
PER(X)	66.85	48.50	38.28	31.30

注：有关指标按最新总股本为634.87百万股计算

附表 1: 古越龙山业绩预测 (百万元)

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	1697	2451	3041	3970	营业收入	1079	1425	1852	2371
现金	409	446	602	782	营业成本	685	869	1111	1422
应收账款	104	251	205	352	营业税金及附加	44	59	76	98
其他应收款	9	15	18	23	营业费用	146	181	236	308
预付账款	22	28	36	47	管理费用	64	71	102	128
存货	1152	1708	2176	2761	财务费用	15	31	54	80
其他流动资产	1	3	3	5	资产减值损失	-1	0	0	0
非流动资产	1133	1100	1067	1028	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	84	79	82	81	投资净收益	5	5	5	5
固定资产	696	706	677	629	营业利润	131	219	277	339
无形资产	186	217	244	272	营业外收入	71	0	0	0
其他非流动资产	166	98	64	47	营业外支出	43	0	0	0
资产总计	2829	3551	4107	4998	利润总额	159	219	277	339
流动负债	708	1255	1618	2269	所得税	32	44	56	69
短期借款	260	677	932	1444	净利润	126	174	221	270
应付账款	251	359	456	575	少数股东损益	2	3	4	5
其他流动负债	197	219	229	249	归属母公司净利润	124	171	217	265
非流动负债	12	13	12	12	EBITDA	193	312	398	489
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.20	0.27	0.34	0.42
其他非流动负债	12	13	12	12					
负债合计	720	1267	1631	2281					
少数股东权益	29	32	36	41	主要财务比率				
股本	635	635	635	635	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
资本公积	961	961	961	961	成长能力				
留存收益	486	657	847	1082	营业收入	45.7%	32.0%	30.0%	28.0%
归属母公司股东权益	2080	2251	2441	2676	营业利润	47.9%	67.5%	26.7%	22.3%
负债和股东权益	2829	3551	4107	4998	归属于母公司净利润	62.5%	37.8%	26.7%	22.3%
					获利能力				
					毛利率(%)	36.5%	39.0%	40.0%	40.0%
					净利率(%)	11.5%	12.0%	11.7%	11.2%
					ROE(%)	6.0%	7.6%	8.9%	9.9%
					ROIC(%)	6.2%	8.2%	9.7%	10.1%
					偿债能力				
					资产负债率(%)	25.4%	35.7%	39.7%	45.6%
					净负债比率(%)	36.11%	53.40%	57.19%	63.32%
					流动比率	2.40	1.95	1.88	1.75
					速动比率	0.77	0.59	0.53	0.53
					营运能力				
					总资产周转率	0.42	0.45	0.48	0.52
					应收账款周转率	9	8	8	9
					应付账款周转率	2.86	2.85	2.72	2.76
					每股指标(元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.20	0.27	0.34	0.42
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.23	-0.51	0.02	-0.31
					每股净资产(最新摊薄)	3.28	3.55	3.84	4.22
					估值比率				
					P/E	66.85	48.50	38.28	31.30
					P/B	4.00	3.69	3.40	3.11
					EV/EBITDA	42	26	20	17

数据来源: 公司定期报告 上海证券研究所整理

分析师承诺

分析师 滕文飞

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，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意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级		定义
超强大市	Superperform	股价表现将强于基准指数 20%以上
跑赢大市	Outperform	股价表现将强于基准指数 10%以上
大市同步	In-Line	股价表现将介于基准指数±10%之间
落后大市	Underperform	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级		定义
有吸引力	Attractive	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	Neutral	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数±5%
谨慎	Cautious	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责声明

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

在法律允许的情况下，我公司或其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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责声明具有修改权和最终解释权。