

证券研究报告

食品饮料

推荐 (首次)

证券分析师

汤玮亮

投资咨询资格编号: S1060512040001
0755-2262571
tangweiliang978@pasc.com.cn

文 献

CFA 食品饮料首席研究员

投资咨询资格编号: S1060209040123
0755-22627143
wenxian@pasc.com.cn

丁芸洁

证券投资咨询资格编号: S1060110040054
0755-22625697
dingyunjie640@pingan.com.cn

研究助理

解睿

一般证券从业资格编号: S1060110070210
0755-22621631
xierui097@pingan.com.cn

请通过合法途径获取本公司研究报告, 如
经由未经许可的渠道获得研究报告, 请慎
重使用并注意阅读研究报告尾页的声明
内容。

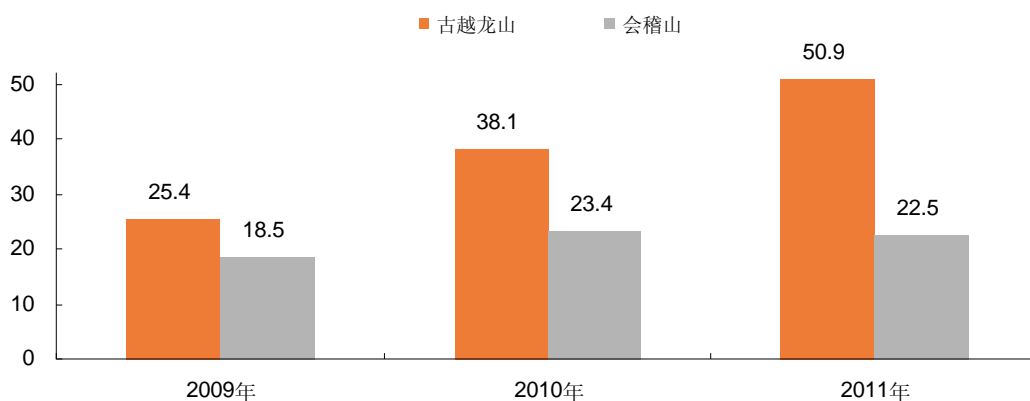
古越龙山 (600059)

产品结构升级空间大, 业绩拐点还需等

近期我们调研了古越龙山, 平安观点如下:

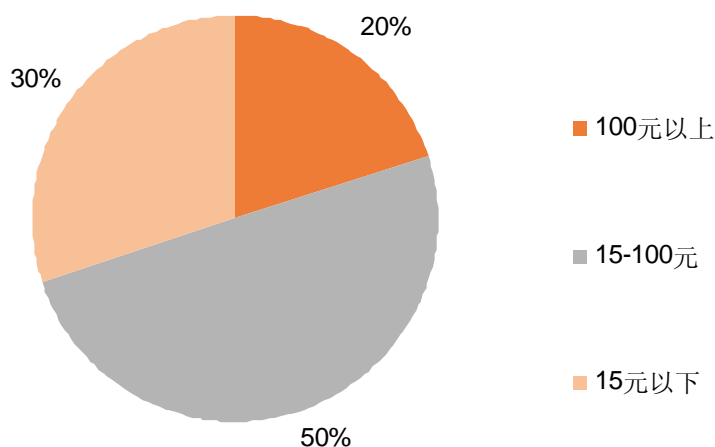
- **地方政府对公司的期望值较高。**绍兴市已提出了 2015 年黄酒集团实现 50 亿的收入目标, 预计古越龙山需达到 35-40 亿, 据此推算, 2011-2015 年古越龙山营收复合增速需超过 30%, 而过去 5 年古越龙山收入的复合增速仅为 11%。
- **持续加大营销投入, 广告宣传费投入水平远高于同为行业龙头的会稽山。**2011 年古越龙山广告宣传费达到 5100 万元, 远高于会稽山 2250 万的水平, 2008-2011 年均复合增速为 32%。2005 年古越龙山开始做全国市场、打央视广告, 虽然走出江浙沪成效不明显, 但高端媒体的广告投入促进了产品结构的调整升级。
- **产品结构升级, 中档酒占比在提升。**2011 年古越龙山出厂价 15-100 元的产品 (5-10 年陈为主) 营收占比约为 50%, 而 2010 年仅为 42%。
- **销售思路调整, 配合产品结构升级:** 1. 销售人员的考核机制今年发生变化, 原来以销售收入考核为主, 现在开始考核利润和产品结构, 鼓励中高档酒的销售; 2. 开始重视团购业务, 公司在 2010 年下半年成立了团购部, 2011 年团购部实现销售 4000-5000 万, 现阶段在这个渠道重点推广出厂价 100-200 元价位的高档产品。
- **古越龙山的销售区域以华东地区为主, 我们认为浙江市场仍有较大的成长空间。**2011 年浙江实现营收 4 亿, 上海接近 2 亿, 江苏 5000-6000 万, 销售区域主要集中在华东地区。市场普遍不看好黄酒行业一个重要原因是, 行业始终无法走出江浙沪, 似乎成长空间受到限制。但我们认为古越龙山仅仅做好浙江本地市场, 就有很大的成长空间, 原因: 1. 2011 年绍兴市场贡献收入 2 亿, 占了浙江市场的 50%, 因此除了绍兴之外, 浙江还有很多空白区域。相对于华东以外的市场, 浙江的这些空白区域对黄酒的认同度较高, 因此若浙江另外 10 个地级市每个能够实现 1 亿收入, 即可贡献 10 亿的收入。2. 浙江地处经济发达区域, 而当地缺乏地产白酒, 因此古越龙山若能在浙江当地进入高端的政商务消费领域, 则产品结构的升级空间很大。
- **首次给予“推荐”评级。**预计 2012-2013 年实现 EPS 0.35、0.45 元, 同比增长 31%、28%。虽然短期内还难以看到业绩向上的拐点, 但我们看好公司良好的资源禀赋和行业未来的消费升级空间, 给予“推荐”的投资评级, 值得长期关注。
- **风险提示。**原酒销售低于预期, 经济下滑对黄酒销售造成冲击。

图表 1 古越龙山与会稽山广告宣传费投入情况 单位：百万元



资料来源：平安证券研究所

图表 2 古越龙山产品结构构成情况（出厂价口径）



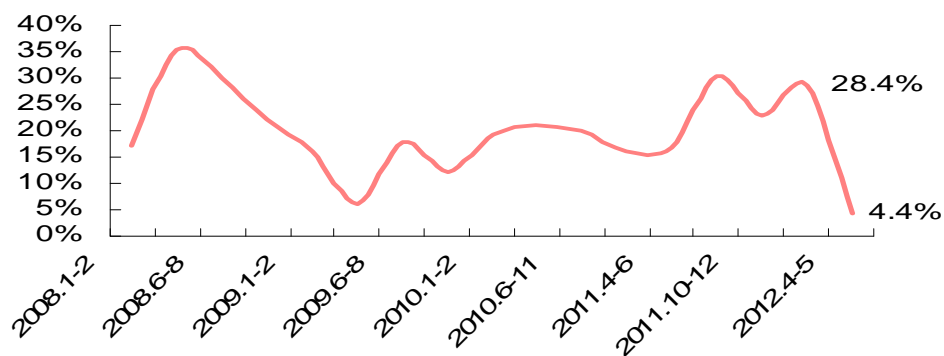
资料来源：平安证券研究所

图表 3 古越龙山2012年已公布的原酒销售计划 单位：千升、元/升

产品名称	总认购量	认购价格
2011年古越龙山原酒	4000	16
2011年女儿红原酒	2000	14
百年辛亥	70	152
壬辰“龙”坛原酒	18	242

资料来源：平安证券研究所

图表 4 2012年4-5月黄酒行业销售产值增速环比大幅降低



资料来源：平安证券研究所、Wind

图表 5 2012年4-5月上海黄酒销售产值下滑9.4%、浙江增速放缓至2.5%

	2012.1Q		2012.4-5	
	销售产值	同比	销售产值	同比
上海	306	7.0%	120	-9.4%
浙江	1418	17.1%	581	2.5%

资料来源：平安证券研究所、Wind 注：4-5月增幅数据来自于近似估算数

损益表 (百万元, 元/股)					现金流量表 (百万元)				
	2011A	2012E	2013E	2014E		2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	1,246	1,551	1,893	2,229	净利润	171	223	287	374
YoY	15.4%	24.5%	22.1%	17.8%	折旧摊销	59	59	64	68
营业成本	769	926	1,110	1,283	营运资金投资	-1	-235	61	49
毛利率	38.2%	40.3%	41.4%	42.5%	经营活动现金净流量	171	537	307	400
营业税金及附加	47	59	72	84	资本开支	-91	-347	-229	-336
股权激励费用	0	0	0	0	投资活动现金净流量	-145	-6	-30	-30
销售费用	169	202	246	279	债务融资	-67	86	-193	-87
管理费用	78	93	114	134	股权融资	0	-663	0	0
财务费用	10	16	12	1	支付红利	0	-32	-63	-95
投资净收益	6	0	0	0	融资活动现金净流量	-83	-614	-266	-180
营业利润	178	255	339	448	当年现金净流量	-58	-83	11	189
加: 营业外收入	57	25	20	20					
减: 营业外支出	21	0	0	0	资产负债表 (百万元)				
利润总额	215	280	359	468	货币资金	350	267	278	467
减: 所得税	43	57	73	95	应收款项	99	151	173	203
净利润	171	223	287	374	预付款项	17	33	46	50
减: 少数股东损益	1	0	0	1	存货	1,330	1,390	1,665	1,924
归属母公司所有者净利	170	223	286	373	其他流动资产	1	3	3	3
YoY	37.0%	31.0%	28.4%	30.3%	流动资产合计	1,804	1,855	2,177	2,663
销售净利润率	13.7%	14.4%	15.1%	16.7%	长期股权投资	86	86	86	86
EPS (当年股本)	0.27	0.35	0.45	0.59	固定资产	854	900	902	883
EPS (最新股本摊薄)	0.27	0.35	0.45	0.59	无形资产	173	173	173	173
					其他非流动资产	176	79	42	24
重要指标速览					非流动资产合计	1,290	1,239	1,204	1,166
估值					资产总计	3,094	3,094	3,381	3,829
PE	52.8	40.3	31.4	24.1	短期借款	193	280	87	0
PEG	1.7	1.4	1.0	1.0	应付款项	330	368	463	539
PB	4.0	5.0	4.5	3.9	预收款项	144	179	218	257
P/S	7.2	0.0	0.0	0.0	应付股利	0	11	14	17
EV/EBITDA	35.6	26.6	21.1	16.9	其他流动负债	284	631	793	972
股息收益率	3.2%	0.7%	1.1%	1.4%	流动负债合计	807	1,279	1,343	1,511
经营回报率					长期借款	0	0	0	0
ROE	7.6%	12.5%	14.3%	16.4%	应付债券	0	0	0	0
ROA	5.5%	7.2%	8.5%	9.7%	其他非流动负债	10	6	7	8
资本结构及偿债能力					非流动负债合计	10	6	7	8
资产负债率	26.4%	41.6%	39.9%	39.7%	负债合计	817	1,285	1,350	1,519
速动比率	0.6	0.4	0.4	0.5	归属母公司所有者权益	2,250	1,780	2,003	2,281
运营效率					其中: 实收资本	635	635	635	635
存货周转率	0.6	0.7	0.7	0.7	少数股东权益	28	28	28	29
流动资产周转率	0.7	0.8	0.9	0.9	股东权益合计	2,277	1,808	2,032	2,310
固定资产周转率	1.6	1.8	2.1	2.5	负债及股东权益总计	3,094	3,094	3,381	3,829

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在 $\pm 10\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 10%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%至 10%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在 $\pm 5\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品,为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考,双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户,并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的,本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能,也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识,认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险,投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券有限责任公司(以下简称“平安证券”)的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准,不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠,但平安证券不能担保其准确性或完整性,报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价,报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任,除非法律法规有明确规定。客户并不能尽依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断,可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问,此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司 2012 版权所有。保留一切权利。

中国平安 PINGAN

平安证券综合研究所

地址：深圳市福田区金田路大中华国际交易广场 4 层

邮编：518048

电话：4008866338

传真：(0755) 8244 9257