

2012年8月20日

## 黄酒销售业内翘楚 旺季来临发力在即

强烈推荐/维持

古越龙山

财报点评

### ——古越龙山（600059）2012年中报点评

刘宏伟	食品饮料行业首席分析师 MSN: <a href="mailto:yynliw999@hotmail.com">yynliw999@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:

古越龙山 20 日公布中报: 实现营业收入 8.15 亿元, 同比增长 20.67%; 归属于母公司股东净利润 1.01 亿元, 同比增长 20.32%。EPS0.16 元。中期不分配。

#### 公司分季度财务指标

指标	10Q4	11Q1	11Q2	11Q3	11Q4	12Q1	12Q2
营业收入(百万元)	375	417	259	242	328	532	283
增长率(%)	37.1%	21.1%	49.5%	29.4%	-12.5%	27.7%	9.3%
毛利率(%)	35.5%	36.0%	45.0%	39.4%	34.9%	37.7%	40.5%
期间费用率(%)	19.6%	15.9%	22.0%	26.5%	21.2%	18.1%	21.1%
营业利润率(%)	13.0%	15.6%	19.4%	9.4%	12.3%	15.6%	15.5%
净利润(百万元)	44	48	37	43	44	63	39
增长率(%)	39.6%	56.3%	67.1%	43.7%	-0.4%	31.0%	6.3%
每股盈利(季度, 元)	0.07	0.08	0.06	0.07	0.07	0.10	0.06
资产负债率(%)	25.4%	23.9%	20.9%	18.6%	26.4%	21.0%	19.1%
净资产收益率(%)	2.1%	2.2%	1.7%	1.9%	1.9%	2.7%	1.7%
总资产收益率(%)	1.5%	1.7%	1.3%	1.6%	1.4%	2.1%	1.3%

#### 评论:

##### 积极因素:

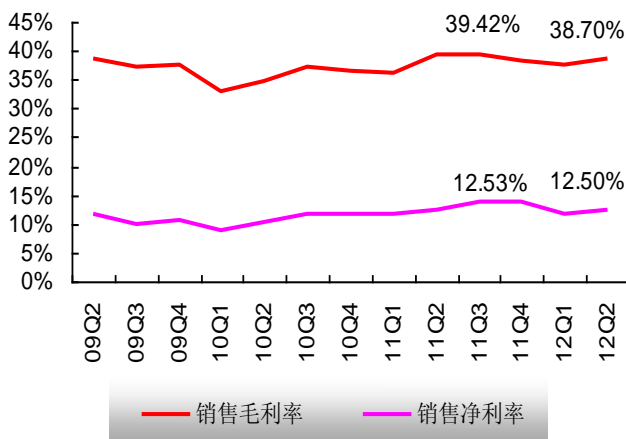
- 扣除原酒因素, 瓶装酒收入增速**30.98%**远远好于去年同期的**15.57%**, 也好于当期的黄酒行业整体增长情况; 现金收入增长近**30%**也远远高于去年同期的**14.64%**。公司报表显示上半年黄酒收入8.02亿元同比增长21.07%低于去年同期31.12%, 我们对此有如下观点: (1) 黄酒行业1-6月规模以上企业累计收入为64.05亿元, 同比增长18.36%, 低于公司近3个百分点, 不少品牌企业增长一般; (2) 据我们对公司部分重点市场的跟踪, 其终端销售情况在黄酒行业当属最好(之一); 许多市场好于去年同期, 特别是新开市场已经大幅度完成全年计划; (3) 公司总收入增速同比下降主要受原酒收入下滑影响。上半年公司原酒销售收入0.73亿元, 与去年同期的1.05亿元相比减少31.19%, 如果除去原酒影响, 上半年黄酒瓶装酒收入增速为30.98%, 大幅高于去年同期的15.57%的增速; (4) 上半年公司销售商品、提供劳务收到的现金为9.67亿元, 远高于公司总收入, 其同比增长29.97%, 远高于去年同期的14.64%, 这表明公司内涵增长逐渐好转, 终端销售情况比较理想。

- **从地区、产品结构分析，上海等核心市场稳定增长，浙江新辟市场超预期增长，北京等非核心市场部分经销商增长势头很好；中高端品牌贡献大于中低端，女儿红产品则爆发增长。**受经济不景气影响，上半年上海酒类市场很不景气，尤其是高端酒类的销售收入都在下滑，公司则通过产品聚焦以及营销深化等措施实现了收入的稳增长，收入增长在10%以上；浙江市场新辟取得突破，绍兴和温市场已经完成全年目标70%，诸暨市场完成全年目标；北京某经销商上半年销售额增长达到100%，全年超过2000万元概率较大。品牌产品方面，主要是中高端增长较好：以女儿红为代表的中高端品牌收入大幅增长50%以上，主要原因为上半年铺货情况不错，产品销售结构也进行了深度聚焦；古越龙山品牌力、美誉度得到大幅提升，成为北京等全国化重点区域的主力增长品种；状元红作为中高端品牌基本保持平稳增长，沈永和与鉴湖作为中低端产品，也是公司非主力产品，增长一般。
- **预收账款环比年初减少81.98%，但二季度预收款项有所增加。**上半年公司预收账款为0.26亿元，环比年初的1.44亿元减少1.18亿元或81.98%，如果除去预收款项的减少影响，公司上半年收入增速仅为8.16%。但二季度预收款项环比一季度增加0.12亿元或85.71%，表明公司终端销售逐步好转。
- **原酒销售收入减少31.19%的背后是营业收入增长质量的提升。**上半年公司原酒销售收入为0.73亿元，与去年同期的1.05亿元相比减少31.19%，原酒销售收入占比也由去年同期的15.62%减少至8.91%，因此原酒销售收入对总收入的贡献下降，凸显公司瓶装酒收入加速增长。

#### 消极因素：

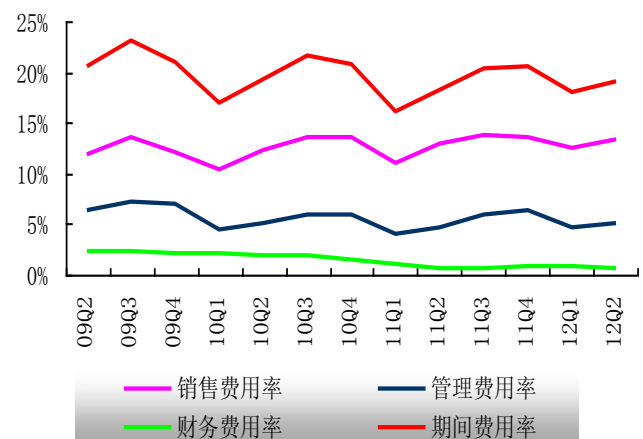
- **原酒收入占比下降导致毛利率同比下降1.12个百分点。**上半年公司毛利率为38.35%，小幅下滑1.12个百分点。上半年公司古越龙山和女儿红各提过一次价，在提价后毛利率仍出现下滑，我们认为有可能是由于原酒收入占比下降导致，因为原酒毛利率在55%以上，远高于公司整体毛利率。
- **EC事件提高公司期间费用率，也导致公司净利率同比小幅下降0.03个百分点。**期间费用率为19.15%，比去年同期的18.27%增加0.88个百分点，尤其是销售费用和管理费用大幅提升，主要原因为公司提升了对经销商的返利以及应对EC事件导致公司公关费用提升。期间费用率的提升导致公司净利率略微下滑了0.03个百分点至12.50%。

图 1：2009Q2-2012Q1 年公司毛利率和净利率变动情况



资料来源：东兴证券研究所

图 2：2009Q2-2012Q2 年公司三项费用率变动情况



资料来源：东兴证券研究所

### 业务展望:

- **近期看提前“备战”消费旺季。**中秋国庆是黄酒消费旺季,尤其是处于菊黄蟹肥之际,“温性的黄酒+良性的大闸蟹或海产品”已成为新消费潮流和趋势。目前,针对即将到来的国庆和中秋,公司将提前发力操作,重点投入,做好终端展示,以传递前期EC事件之后古越龙山作为黄酒行业第一品牌和龙头的信心、姿态、形象和声音,具体来说,宣传方面和分众传媒合作,加强产品宣传,市场操作方面提前铺货,加强产品在超市的堆头和陈列。**据了解,像今年这样提前周密布局消费旺季、力争以全新姿态打拼黄酒市场,对于公司来说尚属首次,这不仅反映出公司作为行业龙头的自信,也表明了公司管理层的态度十分积极,这是今年来公司管理层一个最大的变化。**
- **经销商存货实施标准化管理,在酒业堪称独树一帜。**据了解,公司对经销商的存货实施比较严格的标准控制:一段时间的存货不能高于全年销售的20%。这与一些白酒企业动辄强制性要求经销商接受货品、尽可能多提货(压货)的做法相比,明显是一种自信的表现,也暗含着公司产品提价能力、渠道管理能力、终端掌控能力的强大,也因此为增加动销、做好动销打下坚实基础。
- **机制变革正在酝酿,公司希望获得现金+股权激励双重激励。**目前绍兴市国资委正在和公司讨论机制变革事宜,在机制变革上走出了公司史上第一步,我们预计会在企业松绑(增加企业灵活性)和激励两方面下功夫,实行现金和股票双激励,以实现多赢。对于机制变革的进展我们将继续关注。

### 盈利预测与投资建议:

上半年多数酒类企业收入出现下滑,公司瓶装酒收入增速有所提升已实属不易,尤其是女儿红产品表现优异,收入增幅在50%以上。我们坚持认为2012年将是公司进入快速增长周期的大转折年,有望形成大拐点,特别是公司作为多层级的政府指定用酒之特殊地位和定位,机制变革带来的管理层态度进取和营销措施激进等重大变化,因此我们坚持看好公司今年以及未来若干年的较高速增长。预计2012年净利润增长约49%,EPS0.40元以上,最新PE33倍左右,继续建议对公司采取“PE+基酒价值+PS+品牌溢价+领袖酒预期”模式进行估值,给予2012年目标价20元,对应市值126亿元,与当前市值相比还有52%以上空间,故继续强烈推荐。

### 风险提示:

如果终端动销情况不达预期或机制改革方案不能如期推出都会影响公司业绩。

表 1: 2010-2014 年公司盈利预测

主要指标	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	1,079.23	1,245.55	1,569.40	2,040.22	2,652.28
(+/-)	45.73%	15.41%	26.00%	30.00%	30.00%
经营利润 (EBIT)	130.62	178.19	264.94	392.63	556.36
(+/-)	47.86%	36.42%	48.68%	48.20%	41.70%
净利润	124.31	170.25	254.80	380.93	569.49
(+/-)	62.51%	36.95%	49.66%	49.50%	49.50%
每股净收益 (元)	0.20	0.27	0.40	0.60	0.90
市盈率 (倍)	71.40	52.89	35.58	23.80	15.92

资料来源: 东兴证券研究所

表 2：公司主要经营项目变动情况

变动项目	变动幅度	变动原因说明
营业收入	20.67%	本期公司进一步加强市场营销力度，销售收入相应增加
营业成本	22.10%	销售增加所致
营业税金及附加	19.61%	销售收入增加所致
销售费用	24.14%	销售收入增加，销售费用相应增加
管理费用	28.31%	技术研发费及费用增加所致
财务费用	63.81%	本期无利息资本化
营业外收入	10167.59%	本期搬迁收入所致
归属于母公司股东的净利润	20.32%	销售收入增加所致
货币资金	-48.31%	本期支付货款及长期资产购建支付较多所致
应收票据	264.93%	期末银行承兑票汇增加
预付账款	-68.22%	预付款结转转入资产
其他应收款	72.21%	各子公司增加所致
在建工程	42.57%	项目增加
应付账款	-45.42%	支付货款及工程款导致未结算货款减少
预收款项	-81.98%	销售实现期末预收款项减少
应交税费	449.05%	期末留抵增值税减少所致
经营活动产生的现金流量净额	--	本期支付的货款增加
投资活动产生的现金流量净额	-47.76%	本期在建工程投入同比增加
筹资活动产生的现金流量净额	--	本期偿还银行借款减少

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，2010年获得今日投资最佳独立见解分析师入围奖。

## 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

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。

东兴证券

## 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。

