

食品饮料行业

报告原因：公司调研

古越龙山 (600059)

多样化品牌拓展，多渠道营销发力

增持

首次评级

2012年9月14日

公司研究/调研报告

市场数据：2012年9月13日

收盘价(元)	12.94
一年内最高/最低(元)	16.88/9.37
市净率	3.5
市盈率	40.2
流通A股市值(百万元)	7,815

基础数据：2012年6月30日

每股收益(元)	0.16
营业收入(百万元)	814.92
净利润(百万元)	101.35
总股本/流通A股(百万)	634/604

公司近期市场表现(最近一年):



分析师:

罗胤

执业证书编号: S0760511010012

Tel: 010-82190301

Email: luoyin@sxzq.com

MSN: luo_yin@hotmail.com

联系人:

张小玲

Tel: 0351-8686990

010-82190365

Email: zhangxiaoling@sxzq.com

孟军

Tel: 010-82190365

Email: mengjun@sxzq.com

盈利预测:

单位:百万元、元、%、倍

	营业收入	增长率	净利润	增长率	每股收益	销售利润率	净资产收益率	市盈率
2011A	1,246	15.4	170	37.0	0.27	13.8	7.5	47.9
2012E	1,504	20.8	204	20.1	0.32	13.7	8.3	40.2
2013E	1,772	17.8	241	17.8	0.38	13.7	8.9	34.1
2014E	2,035	14.9	280	16.1	0.44	13.8	9.4	29.4

注:“市盈率”是指目前股价除以各年业绩

投资要点:

●持续建设百城千店，推进销售平台扁平化。公司持续推进百城千店计划，以通过开设专卖店实现资源的有效利用，提升产品的渗透力和认可度，将营销体系由金字塔型向扁平化推进。2012年公司目标增加专卖店50家，目前已完成38家(不包括女儿红)，累计建设专卖店近200家。在开店位置选择上，公司根据消费状况实施了南北差异化策略，在消费基础较好的黄河以南地区分布较多，以北地区分布较少，不过，对北京、贵阳等具有战略意义的地区公司也进行了重点布局。

●多销售渠道发力，网络平台或有突破。公司通过多渠道发力，持续加速市场拓展，在传统销售渠道上，公司通过酒楼树品牌形象，通过商超实现销量提升，当前已进驻北京、上海等地80%左右的A类酒楼以及50%左右B类酒楼，在香港地区酒楼的占有率更高达94%，高端酒楼渠道带动作用将得到逐步体现。此外，公司努力发展新兴渠道业务，与阿里巴巴合作开设淘宝官方旗舰店，目前由于人员配置等问题，相应网络渠道销售占比仍然较低，不过公司对此已给予一定支持，下半年或有突破，新兴渠道拓展或将助力黄酒产品实现区域突破。

●多样化品牌拓展，提升品牌影响力。在品牌推广上，公司实行了多样化的品牌推广策略，一方面继续保持央视广告投入，携手凤凰卫视进行战略合作，加大对软性广告的投入和黄酒功能文化传播力度；另一方面则在传统媒体广告投放基础上，尝试运用网络、手机、微电影等新型媒体手段，提高品牌推广的覆盖面与影响力。新传媒手段的运用将有助引入年轻消费群体，促进黄酒消费结构下移，为品牌长期发展奠定良好基础，且与传统媒体相比，其有望获得更好的投入产出回报。

●开发与淘汰并举，产品结构持续优化。针对产品线较长问题，公司采取

了开发与淘汰并举策略，一方面，通过对不同渠道产品进行梳理，淘汰部分低档产品，对产品体系进行一定简化；另一方面则通过开发新品与改版，提升产品结构。目前公司在黄河以北地区产品线已较为统一，黄河以南地区由于黄酒文化深入，经销商差异化需求较高，产品线仍较为繁杂。不过，总体来讲，公司已在产品体系优化上取得一定成效，未来也将对产品品类持续进行减法整理。

● **提价效果逐步显现，价格趋势长期上行。**今年5月15日起公司对旗下“女儿红”系列产品提价10%-12%，由于提价传导所需时日，商超需3个月才能完成提价，酒店也需1-2个月，相应提价效果应在三季度起逐步显现。事实上近些年来公司已多次上调产品价格，这一方面是黄酒产品价值回归的必然需求，另一方面也是通胀因素作用的结果，未来，公司产品价格长期仍将维持上行趋势，提价幅度将与通胀密切相关。

● **行业集中度有待提升，公司整合经验优势明显。**当前国内黄酒行业集中度较低，且中小企业众多，全国约900家黄酒生产企业中，规模以上企业占比不足10%，未来，行业整合应将持续推进。从公司角度来看，其先后收购了沈永和、女儿红等黄酒品牌，并分别采取了不同的管理方式，其中2010年收购女儿红后对其独立运作，整合管理成效显著，今年上半年女儿红销售收入已达1亿元，增速远超其他产品，女儿红的成功运作为公司积累整合经验，使其在未来进一步的行业整合过程中具有了更大优势。

● **投资建议：**我们预计公司2012-2014年EPS分别为0.32、0.38、0.44元，对应动态市盈率分别为40.2、34.1、29.4倍，给予“增持”评级。

● **风险提示：**宏观经济增速放缓将对高端产品销售形成压力。

表 1：贵州茅台单季利润表

单位：百万元	10Q3	10Q4	11Q1	11Q2	11Q3	11Q4	12Q1	12Q2	同比变化
一、营业总收入	187	375	417	259	242	328	532	283	9.30
营业收入	187	375	417	259	242	328	532	283	9.30
二、营业总成本	164	330	352	210	220	292	449	241	14.49
营业成本	106	242	267	142	147	214	331	168	18.09
营业税金及附加	6	15	19	9	9	10	22	12	28.41
销售费用	32	50	46	41	40	42	67	41	(1.51)
管理费用	16	22	17	15	21	25	25	16	5.46
财务费用	4	2	4	0	3	3	4	3	647.90
资产减值损失	0	-1	0	1	0	-2	0	1	
三、其他经营收益	1	3	0	2	0	4	0	2	
投资净收益	1	3	0	2	0	4	0	2	
四、营业利润	24	49	65	50	23	40	83	44	(12.24)
加：营业外收入	16	43	0	0	27	30	1	24	
减：营业外支出	1	41	1	1	1	18	1	16	
五、利润总额	39	51	64	50	48	53	82	52	4.33
减：所得税	9	7	16	13	5	9	19	13	(1.28)
六、净利润	30	44	48	37	43	44	63	39	6.33
减：少数股东损益	0	1	0	0	0	1	0	0	
归属于母公司所有者净利润	30	42	48	36	43	43	63	39	6.42
七、每股收益：	0.05	0.07	0.08	0.06	0.07	0.07	0.10	0.06	6.42
收入增长率(%)	52.39	37.13	21.10	49.49	29.39	-12.51	27.73	9.30	(40.19)
毛利率(%)	43.23	35.53	35.99	44.96	39.42	34.87	37.73	40.53	(4.42)
营业利润率(%)	13.06	12.98	15.62	19.35	9.38	12.29	15.59	15.54	(3.81)
净利率(%)	16.05	11.67	11.54	14.13	17.83	13.29	11.83	13.74	(0.38)
销售费用率(%)	17.09	13.39	10.96	16.03	16.67	12.70	12.65	14.45	(1.59)
管理费用率(%)	8.55	5.84	4.11	5.86	8.79	7.51	4.78	5.65	(0.21)
归属于母公司净利润增长率(%)	376.22	38.35	59.10	66.27	43.18	1.67	30.85	6.42	(59.85)

资料来源：公司公告 山西证券研究所



➤ 盈利预测

表 2：盈利预测表

单位：百万元	2011	2012E	2013E	2014E
一、营业总收入	1,245.55	1,504.43	1,772.00	2,035.20
营业收入	1,245.55	1,504.43	1,772.00	2,035.20
二、营业总成本	1,073.25	1,283.04	1,505.11	1,719.90
营业成本	769.46	924.98	1,079.83	1,229.42
营业税金及附加	47.19	52.66	62.02	71.23
销售费用	169.16	204.60	244.54	282.89
管理费用	78.21	90.27	106.32	122.11
财务费用	9.67	10.53	12.40	14.25
资产减值损失	-0.43	0.00	0.00	0.00
三、其他经营收益	5.89	6.36	6.87	7.42
投资净收益	5.89	6.36	6.87	7.42
四、营业利润	178.19	227.76	273.76	322.72
加：营业外收入	57.14	50.00	50.00	50.00
减：营业外支出	20.59	20.00	20.00	20.00
五、利润总额	214.74	257.76	303.76	352.72
减：所得税	43.37	52.07	61.36	71.25
六、净利润	171.38	205.69	242.40	281.47
减：少数股东损益	1.12	1.23	1.45	1.69
归属于母公司所有者的净利润	170.25	204.46	240.95	279.78
七、每股收益：	0.27	0.32	0.38	0.44
净利润增长率(%)	36.95	20.09	17.85	16.12

资料来源：山西证券研究所

投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20% 以上
增持： 相对强于市场表现 5~20%
中性： 相对市场表现在-5%~+5%之间波动
减持： 相对弱于市场表现 5% 以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现
中性： 行业与整体市场表现基本持平
看淡： 行业弱于整体市场表现

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“本公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。入市有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期，本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。