

食品饮料行业

报告原因：季报点评

古越龙山 (600059)

中性

淡季销售不振，费用率高企挤压盈利

下调评级

2012年10月25日

公司研究/点评报告

市场数据：2012年10月24日

收盘价(元)	13.68
一年内最高/最低(元)	16.88/9.37
市净率	3.7
市盈率	40.2
流通A股市值(百万元)	8,263

基础数据：2012年9月30日

每股收益(元)	0.211
营业收入(百万元)	1,080.17
净利润(百万元)	133.70
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	50.7
2012E	1,473	18.3	182	7.2	0.29	12.5	7.5	47.6
2013E	1,718	16.6	216	18.6	0.34	12.7	8.1	40.1
2014E	2,023	17.7	261	20.5	0.41	13.0	8.9	33.3

注:“市盈率”是指目前股价除以各年业绩

投资要点:

● **业绩略低于预期。**2012年1-9月公司共实现营业收入108,017.02万元,同比增长17.73%;实现归属于公司股东的净利润13,369.84万元,同比增长5.11%;每股收益0.211元。其中7-9月实现营业收入26,524.16万元,同比增长9.54%;实现归属于公司股东的净利润3,235.12万元,同比减少24.70%。业绩略低于预期。

● **淡季销售不振,经济放缓影响仍在延续。**受宏观经济增速放缓及消费淡季因素影响,黄酒行业销售依然不振,公司三季度当季仍只取得个位数的收入增长,增速相比上年同期下降了19.85个百分点。未来,随冬季传统黄酒消费旺季到来,行业经济环境应有所改善。

● **提价效应影响有限,费用率高企挤压盈利。**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,提价效果三季影响依然有限,当季毛利率仅上升0.06个百分点。同时,随着营销力度加大,公司销售费用率大幅上升,相比上年同期增长4.31个百分点,管理费用率也比上年同期上升0.65个百分点,费用率的高企严重挤压公司盈利空间,成为三季度公司净利润下滑的重要原因。

● **持续优化产品结构,多渠道品牌拓展。**目前公司采取开发与淘汰并举策略,持续优化产品结构,一方面通过不同渠道产品梳理,淘汰部分低档产品,简化产品体系;另一方面通过开发新品与改版,提升产品结构。在品牌拓展方面,公司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。产品体系的优化以及多渠道的品牌拓展将利好公司长远。

● **投资建议:**我们预计公司2012-2014年EPS分别为0.29、0.34、0.41元,对应动态市盈率分别为47.6、40.1、33.3倍,下调至“中性”评级。

公司或其关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告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。本公司在知晓范围内履行披露义务。客户可索取有关披露资料 sxzqyjfb@i618.com.cn。客户应全面理解本报告结尾处的“免责声明”。

表 1：古越龙山单季利润表

单位：百万元	10Q4	11Q1	11Q2	11Q3	11Q4	12Q1	12Q2	12Q3	同比变化
一、营业总收入	375	417	259	242	328	532	283	265	9.54
营业收入	375	417	259	242	328	532	283	265	9.54
二、营业总成本	330	352	210	220	292	449	241	255	16.09
营业成本	242	267	142	147	214	331	168	161	9.43
营业税金及附加	15	19	9	9	10	22	12	11	22.07
销售费用	50	46	41	40	42	67	41	56	37.86
管理费用	22	17	15	21	25	25	16	25	17.59
财务费用	2	4	0	3	3	4	3	3	21.71
资产减值损失	-1	0	1	0	-2	0	1	0	
三、其他经营收益	3	0	2	0	4	0	2	0	
投资净收益	3	0	2	0	4	0	2	0	
四、营业利润	49	65	50	23	40	83	44	11	(53.44)
加：营业外收入	43	0	0	27	30	1	24	26	(1.18)
减：营业外支出	41	1	1	1	18	1	16	1	(50.67)
五、利润总额	51	64	50	48	53	82	52	36	(24.75)
减：所得税	7	16	13	5	9	19	13	4	(21.42)
六、净利润	44	48	37	43	44	63	39	32	(25.14)
减：少数股东损益	1	0	0	0	1	0	0	-0	
归属于母公司所有者净利润	42	48	36	43	43	63	39	32	(24.70)
七、每股收益：	0.07	0.08	0.06	0.07	0.07	0.10	0.06	0.05	(24.70)
收入增长率(%)	37.13	21.10	49.49	29.39	-12.51	27.73	9.30	9.54	(19.85)
毛利率(%)	35.53	35.99	44.96	39.42	34.87	37.73	40.53	39.48	0.06
营业利润率(%)	12.98	15.62	19.35	9.38	12.29	15.59	15.54	3.99	(5.40)
净利率(%)	11.67	11.54	14.13	17.83	13.29	11.83	13.74	12.18	(5.64)
销售费用率(%)	13.39	10.96	16.03	16.67	12.70	12.65	14.45	20.99	4.31
管理费用率(%)	5.84	4.11	5.86	8.79	7.51	4.78	5.65	9.44	0.65
归属于母公司净利润增长率(%)	38.35	59.10	66.27	43.18	1.67	30.85	6.42	-24.70	(67.88)

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	1,473.25	1,718.26	2,022.75
营业收入	1,245.55	1,473.25	1,718.26	2,022.75
二、营业总成本	1,073.25	1,279.61	1,482.35	1,731.60
营业成本	769.46	908.35	1,049.35	1,221.86
营业税金及附加	47.19	51.56	60.14	70.80
销售费用	169.16	213.62	249.15	293.30
管理费用	78.21	92.81	108.25	127.43
财务费用	9.67	13.26	15.46	18.20
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	200.00	242.77	298.58
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	230.00	272.77	328.58
减：所得税	43.37	46.46	55.10	66.37
六、净利润	171.38	183.54	217.67	262.20
减：少数股东损益	1.12	1.10	1.31	1.57
归属于母公司所有者的净利润	170.25	182.44	216.37	260.63
七、每股收益：	0.27	0.29	0.34	0.41
净利润增长率(%)	36.95	7.16	18.60	20.46

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。