

公司调研简报

2013年10月17日

证券研究报告

食品饮料

推荐 (维持)

证券分析师

汤玮亮

投资咨询资格编号: S1060512040001

0755-22624571

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

研究助理

张宇光

一般从业资格编号1060113090015

zhangyuguang467@pasc.com.cn

研究报告回顾

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)

2013 秋季糖酒会观察之古越龙山：女儿红增速较快，等待制度红利的释放

事项： 武汉秋季糖酒会期间我们参观了古越龙山展台。

平安观点：

- **高档酒承压，3Q13 业绩增长有压力。**受整风运动和经济下滑的影响，出厂价 70 元以上的高档黄酒销售出现明显下滑，而出厂价 15-70 元的中档黄酒今年收入仍有增长、占比继续提升。估计古越龙山 2013 年 1-9 月总体收入、利润同比基本持平。
- **重点打造女儿红系列产品，预计 2013 年女儿红收入可增长 20% 以上。**女儿红是古越龙山体系内定位在中档的特色品牌。武汉秋季糖酒会上，黄酒主要企业古越龙山、会稽山、塔牌均在主会场设置了产品展厅，古越龙山主要以女儿红品牌参展，显示了公司对该产品期望值较高。1H13 女儿红实现报表收入 2.2 亿，同比增长 20%，好于公司 5.5%、行业 6.7% 的水平，由于女儿红产品内部产品结构升级，利润同比增长 25%，快于收入，利润占比从 16% 提升至 22%。我们认为女儿红快速增长有三个原因：（1）女儿红产品档次定位低于古越龙山，因此受整风运动、餐饮下滑的影响相对较小。（2）公司对女儿红的投入力度加大，2013 年春糖酒会和秋糖会女儿红都是公司重点推荐的品种，9 月 10 日公司公告将投资 6900 万元，拍摄“女儿红”38 集电视连续剧，以更好地宣传好品牌。（3）定位准确，结合产品特点，主攻婚宴等市场。根据媒体报道，女儿红公司还计划投资 5 亿元，建设 5 万吨黄酒机械化车间及 5000 吨传统工艺黄酒，对应可实现 5 亿销售收入。
- 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，未来的成长可以关注两个方向：（1）**浙江省内的产品结构升级。**浙江民营经济发达，而当地缺乏地产白酒。古越龙山是国内黄酒品牌最好的企业，类似于白酒中的茅台，若能成功进入白酒消费的主流价格段位，则产品结构升级的空间很大。（2）**省内空白区域的填补。**古越龙山在绍兴的收入占了浙江市场的 50%，因此除了绍兴之外，省内还有很多空白区域可以开发，可以模仿白酒的招商模式。
- **古越龙山的激励机制有较大的改善空间，等待制度红利的释放。**我们认为公司成长潜力很大，但现阶段公司激励机制并未能充分调动高管的积极性。因此在当前国企改革背景下，公司若能得到政府支持、迎来激励机制的变革，则制度红利的释放有望为下一阶段公司的快速增长奠定基础。
- 考虑到中档黄酒占比提升，女儿红系列内部产品结构升级，公司总体毛利率水平好于我们原来的预期，我们上调 2013 年每股收益预测 17%，预计 2013-2015 年实现 EPS 0.30、0.37、0.43 元，同比增长 1.0%、21%、17%，对应 2013-2015PE 分别为 41、34、29 倍。受经济下滑和整风运动的影响，短期内还难以看到业绩向上的拐点，估值也偏高，但我们看好公司未来的成长潜力，维持“推荐”的投资评级，值得密切关注，等待制度红利的释放。
- **风险提示。**白酒对黄酒行业的挤压程度超出我们的预期。

损益表 (百万元, 元/股)	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入	1,422	1,449	1,701	1,961
YoY	14.1%	1.9%	17.4%	15.3%
营业成本	882	862	1,008	1,159
毛利率	38.0%	40.5%	40.7%	40.9%
营业税金及附加	63	64	75	87
股权激励费用	0	0	0	0
销售费用	193	201	236	269
管理费用	91	87	102	116
财务费用	14	16	2	3
投资净收益	6	4	4	4
营业利润	183	222	280	332
加: 营业外收入	101	30	25	25
减: 营业外支出	40	0	0	0
利润总额	244	252	305	357
减: 所得税	52	58	70	82
净利润	192	194	235	275
减: 少数股东损益	1	1	2	2
归属母公司所有者净利润	191	193	234	273
YoY	12.1%	1.0%	21.2%	16.8%
销售净利润率	13.4%	13.3%	13.7%	13.9%
EPS (当年股本)	0.30	0.30	0.37	0.43
EPS (最新股本摊薄)	0.30	0.30	0.37	0.43

重要指标速览	2012A	2013E	2014E	2015E
估值				
PE	41.3	40.9	33.7	28.9
PEG	42.4	1.9	2.0	1.2
PB	3.3	3.1	2.9	2.7
P/S	5.5	0.0	0.0	0.0
EV/EBITDA	29.8	25.8	22.3	19.3
股息收益率	3.6%	0.8%	1.2%	1.6%
经营回报率				
ROE	7.9%	7.6%	8.6%	9.4%
ROA	5.3%	5.7%	6.4%	6.9%
资本结构及偿债能力				
资产负债率	32.0%	23.8%	24.4%	25.7%
速动比率	0.5	0.9	0.9	0.9
运营效率				
存货周转率	0.6	0.6	0.7	0.7
流动资产周转率	0.7	0.7	0.8	0.8
固定资产周转率	1.5	1.3	1.6	1.9

现金流量表 (百万元)	2012A	2013E	2014E	2015E
净利润	192	194	235	275
折旧摊销	66	65	68	71
营运资金投资	195	-207	156	188
经营活动现金净流量	72	482	149	159
资本开支	-91	-347	-229	-336
投资活动现金净流量	-203	-2	-26	-26
债务融资	298	-342	-11	62
股权融资	0	0	0	0
支付红利	-32	-63	-63	-95
融资活动现金净流量	263	-411	-73	-33
当年现金净流量	131	69	50	100

资产负债表 (百万元)	2012A	2013E	2014E	2015E
货币资金	481	550	600	700
应收款项	122	124	144	166
预付款项	5	31	32	30
存货	1,534	1,293	1,513	1,739
其他流动资产	10	3	3	4
流动资产合计	2,159	2,009	2,301	2,650
长期股权投资	88	88	88	88
固定资产	1,088	1,083	1,060	1,027
无形资产	155	155	155	155
其他非流动资产	97	36	21	14
非流动资产合计	1,427	1,362	1,324	1,284
资产总计	3,586	3,371	3,625	3,934
短期借款	491	149	139	201
应付款项	386	366	433	484
预收款项	107	109	128	148
应付股利	0	11	14	17
其他流动负债	259	277	302	319
流动负债合计	1,136	793	874	1,003
长期借款	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0
其他非流动负债	13	8	9	9
非流动负债合计	13	8	9	9
负债合计	1,149	801	884	1,013
归属母公司所有者权益	2,408	2,540	2,710	2,888
其中: 实收资本	635	635	635	635
少数股东权益	29	30	32	34
股东权益合计	2,437	2,570	2,742	2,921
负债及股东权益总计	3,586	3,371	3,625	3,934

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。客户并不能仅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 2013 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