

主业平稳，期待改革

⑤ 营收平稳增长

上半年公司主营业务收入同比增长7.42%，实现归属于母公司股东的净利润同比增长10.47%，扣非净利润同比增长5.57%。公司较大可能实现年初确立的营收和利润增长5%的全年目标。

⑤ 上半年继续加强营销

上半年公司通过推进创新营销，实现酒类业务的增长，腰部产品、清醇系列产品增长明显。传统营销方式上，公司主要是在两个方向上加强：一是继续加强终端餐饮铺货力度，二是通过百城增亿活动，推动渠道下沉，开拓新客户；另外，创新营销模式，积极开展与战略经销商合作，通过特定产品的开发成立营销运行公司，力争成为销售新增量。

⑤ 期待改革

重点关注公司三方面的进展：1、公司黄酒主业营销进展。通过改善公司组织架构，深化细分产品的推广；传统营销通过百城增亿活动，加强渠道下沉，加强创新营销。2、看好公司料酒业务。公司依托黄酒基酒品质，通过成立厨用酒事业部推动料酒的营销和品牌建立，实现该业务的较快增长。3、公司有望受益国企改革的东风，关注公司改革的动向。

⑤ 投资策略

我们预计公司2015年-2016年营业收入规模分别为14.45亿、15.6亿，归属于母公司净利润分别为1.65亿、2.04亿，对应EPS分别为0.2元、0.25元，对应PE分别为53X、43X，考虑到改革预期和营收恢复增长因素，给予公司“推荐”评级。

⑤ 风险提示

1、宏观经济出现大幅下滑。2、营收增长低于预期。3、公司改革滞后。

推荐（首次）

市场表现 截至2015.07.29



市场数据 2015-7-29

A股收盘价(元)	11.44
一年内最高价(元)	21.22
一年内最低价(元)	7.96
上证指数	3789.17
市净率	2.38
总股本(万股)	80852.42
实际流通A股(万股)	80852.42
限售流通A股(万股)	0
流通A股市值(亿元)	92.5

分析师：金春萍

执业证书号：S1490515070001

邮箱：jinchunping@hrsec.com.cn

电话：010-58565091

图表：盈利预测

会计年度	2013	2014	2015E	2016E	2017E
主营收入(百万元)	1,467.9	1,337.9	1,445.0	1,560.6	1,716.6
同比增长(+/-%)	3.2%	-8.9%	8.0%	8.0%	10.0%
归母净利润(百万元)	143.9	184.8	165.5	204.5	216.8
同比增长(+/-%)	-24.6%	28.4%	-10.4%	23.6%	6.0%
每股收益(元)	0.18	0.23	0.20	0.25	0.27
PE	61.17	47.63	53.19	43.05	40.61
PB	2.78	2.38	2.31	2.23	2.15

目 录

一、主营增长平稳.....	4
二、加码营销.....	5
三、期待改革.....	5
四、投资策略.....	6
五、风险提示.....	6

图表目录

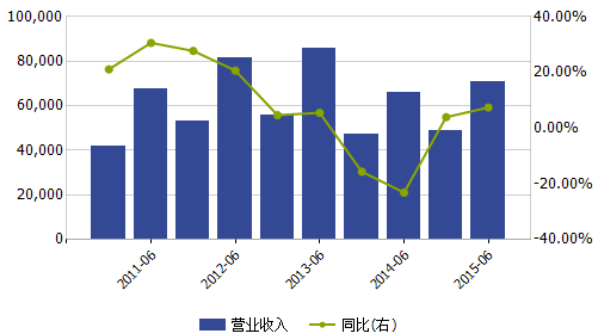
图表 1: 古越龙山营收及同比增长.....	4
图表 2: 古越龙山净利润及同比增长.....	4
图表 3: 古越龙山经营现金流及资本开支.....	5
图表 4: 古越龙山毛利率.....	5
图表 5: 毛利率同业比较.....	6
图表 6: 营收规模同业比较.....	6

一、主营增长平稳

公司发布 2015 年中报，上半年公司主营业务收入实现 70,993.80 万元，同比增长 7.42%，实现利润总额 9,499.51 万元，同比增长 11.46%，实现归属于母公司股东的净利润 6,994.48 万元，同比增加 10.47%，扣非净利润 6511.2 万元，同比增长 5.57%。公司 2014 年营业收入和利润双双同比下降，今年以来，营收和净利润均恢复增长。公司在 2014 年年报中提出，2015 年的经营目标是酒类业务营收和利润实现 5% 增长，按照目前公司业务情况来看，公司较大可能实现年初经营目标。

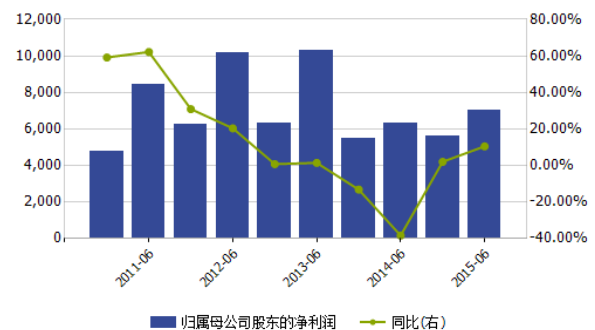
财务数据上看，随着营业收入恢复增长，公司经营现金流改善明显，公司经营活动现金流净额较去年同期增加 47.88%。毛利率方面，公司主营的酒类业务上半年毛利率为 35.13%，较去年同期减少 4.43%，也低于去年底水平，因营业成本增长速度快于营业收入增长速度。

图表 1：古越龙山营收及同比增长



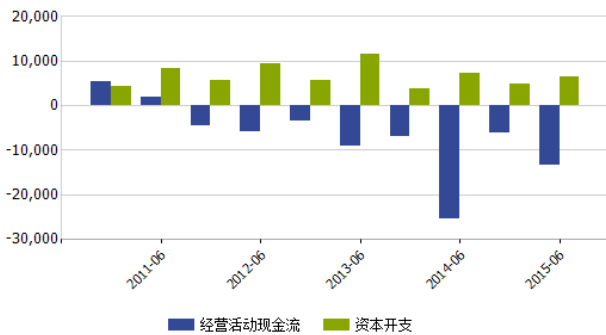
数据来源：wind，华融证券整理

图表 2：古越龙山净利润及同比增长



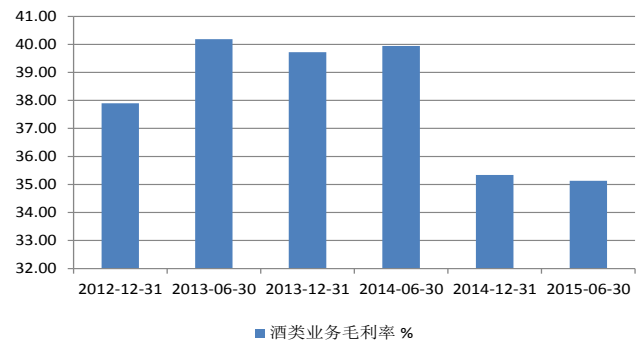
数据来源：wind，华融证券整理

图表 3: 古越龙山经营现金流及资本开支



数据来源: wind, 华融证券整理

图表 4: 古越龙山毛利率



数据来源: wind, 华融证券整理

二、加码营销

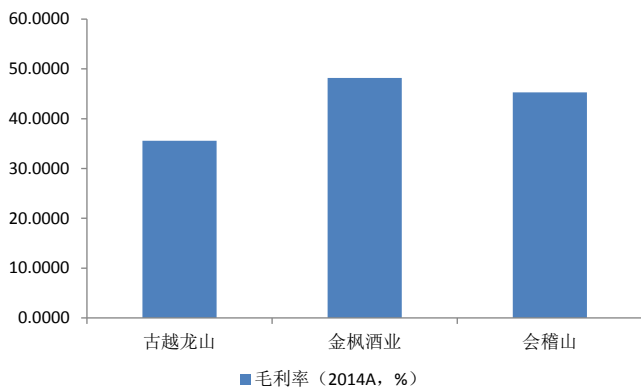
根据公司中报披露,公司通过推进创新营销,实现酒类业务的增长,其中,腰部产品、清醇系列产品增长明显。营销方面,传统营销方式上,公司主要是在两个方向上加强:一是继续加强终端餐饮铺货力度,二是通过百城增亿活动,推动渠道下沉,开拓新客户;另外,创新营销模式,积极开展与战略经销商合作,通过特定产品的开发成立营销运行公司,力争成为销售新增量。

三、期待改革

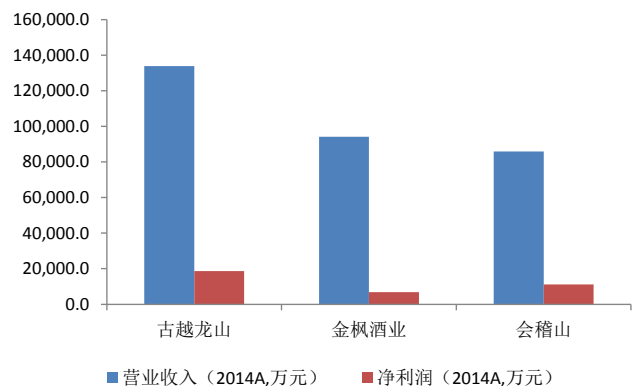
我们重点关注公司三方面的进展:1、公司黄酒主业营销进展。公司目前积极推进传统渠道营销拓展和创新营销。通过改善公司组织架构,深化细分产品的推广和营销,分别成立花雕酒事业部和厨用酒事业部,推进细分产品的营销工作;组建上海喜韵女儿红酒业有限公司,专攻喜庆酒市场。总体上,公司传统营销通过百城增亿活动,加强渠道下沉,创新营销方面,公司积极推进女儿红电视剧的拍摄,加强品牌建设,电商方面,建立官方旗舰店,与酒仙网、酒快到等开展合作,加强互联网营销;另外,公司积极推进“酒管家”营销模式,也取得较好的成效。

2、看好公司料酒业务。公司依托黄酒基酒品质,同时又拥有果酒、厨用酒等的生产经验,通过成立厨用酒事业部推动料酒的营销和品牌建立,实现该业务的较快增长。目前料酒市场尚没有出现强势的领导性和标杆性的品牌企业,在整个调味品细分领域整体带动下,料酒市场增长空间较大,部分调味品的龙头公司也在纷纷介入该领域,古越龙山的相对优势在于其黄酒基酒的品质支持,黄酒本身具有保健性特征,将给公司料酒的品牌带来较强支持。

3、期待公司的改革有所推进。古越龙山实际控制人是绍兴市国资委，古越龙山作为国资企业，缺乏有效的激励，营收规模和盈利水平始终难以有实质性突破。公司毛利率水平明显低于同行业的金枫酒业和会稽山，营收增长速度最近两年明显放缓，低于可比的金枫酒业和会稽山。但是公司的品牌优势和规模优势明显，给公司提供潜在价值支持。品牌方面，公司拥有古越龙山、女儿红、状元红、沈永和、鉴湖五大老字号品牌，营收规模和利润规模也处于行业第一的地位，但是因为公司的运营缺乏有效的激励，始终难以出现突破式的爆发性增长。期待未来公司通过改革，建立有效的激励体系，激发公司的创新能力，有望推动公司上新的台阶。浙江省政府于2014年9月份出台了“浙江省深化国企改革的指导意见”，明确了国有企业功能定位及改革方向，其中“公共服务类和功能类企业要在履行好特定职能的基础上，积极引入混合所有制，竞争类企业要按照市场规则有序进退、合理流动，国有股权比例不设下限”。在高层推进国企改革的背景下，古越龙山作为国资背景企业，改革的预期较强。

图表 5：毛利率同业比较


数据来源：wind，华融证券整理。

图表 6：营收规模同业比较


数据来源：wind，华融证券整理。

四、投资策略

我们预计公司2015年-2016年营业收入规模分别为14.45亿、15.6亿，归属于母公司净利润分别为1.65亿、2.04亿，对应EPS分别为0.2元、0.25元，对应PE分别为53X、43X，考虑到改革预期和营收恢复增长因素，给予公司“推荐”评级。

五、风险提示

1、宏观经济出现大幅下滑。

2、营收增长低于预期。

3、公司改革滞后。

附表：
利润表

单位：百万元	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入	1,467.9	1,337.9	1,445.0	1,560.6	1,716.6
营业成本	897.6	862.1	924.8	998.8	1,098.6
营业税金及附加	54.9	46.8	54.9	57.7	63.5
营业费用	220.9	212.6	199.1	215.0	236.6
管理费用	98.1	104.8	85.3	93.6	103.0
财务费用	22.0	12.7	-4.0	-4.2	-4.0
资产减值损失	2.1	0.8	1.1	-2.0	3.3
公允价值变动净收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
投资收益	6.3	142.7	6.2	40.4	48.9
营业利润	178.6	240.8	190.1	242.0	264.5
营业外收入	17.3	9.3	46.2	43.4	29.0
营业外支出	4.2	3.1	16.9	16.0	10.0
利润总额	191.7	247.0	219.3	269.4	283.5
所得税	46.6	61.1	52.6	63.5	65.2
净利润	145.1	185.9	166.7	206.0	218.3
少数股东权益	1.1	1.1	1.2	1.5	1.5
归属母公司所有者净利润	143.9	184.8	165.5	204.5	216.8
EPS (元)	0.18	0.23	0.20	0.25	0.27

主要财务比率

单位：百万元	2013	2014	2015E	2016E	2017E
同比增长率					
营业收入	3.2%	-8.9%	8.0%	8.0%	10.0%
营业利润	-2.3%	34.8%	-21.1%	27.3%	9.3%
净利润	-24.6%	28.2%	-10.3%	23.6%	6.0%
盈利能力					
毛利率	38.9%	35.6%	36.0%	36.0%	36.0%
净利率	9.9%	13.9%	11.5%	13.2%	12.7%
ROE	5.8%	5.0%	4.3%	5.2%	5.3%
ROIC	7.2%	6.9%	5.6%	6.6%	6.8%
偿债能力					
资产负债率	29.9%	13.7%	14.2%	14.9%	15.5%
流动比率	1.95	4.82	4.32	4.41	4.52

速动比率	0.39	0.98	0.99	0.90	0.86
营运能力					
资产周转率	0.41	0.31	0.32	0.33	0.35
存货周转率	0.55	0.47	0.54	0.53	0.52
应收账款周转率	10.72	10.08	12.95	9.86	9.92
每股资料 (元)					
每股收益	0.18	0.23	0.20	0.25	0.27
每股经营现金	0.11	-0.09	0.59	-0.02	0.05
每股净资产	3.92	4.58	4.72	4.89	5.06
每股股利	0.08	0.08	0.07	0.08	0.08
估值比率					
PE	61.17	47.63	53.19	43.05	40.61
PB	2.78	2.38	2.31	2.23	2.15

资产负债表

单位: 百万元	2013	2014	2015E	2016E	2017E
流动资产	17,218.0	16,191.3	20,311.2	25,143.5	30,637.6
现金	7,854.8	4,347.0	9,683.7	11,233.0	13,142.7
交易性投资	210.0	0.0	0.0	0.0	0.0
应收票据	119.7	76.9	161.4	187.2	219.0
应收款项	21.7	9.3	32.2	33.4	31.8
其他应收款	79.7	117.9	79.3	99.7	131.8
存货	8,779.3	10,097.0	7,870.3	10,080.0	12,680.9
其他	152.8	1,543.3	2,484.3	3,510.2	4,431.5
非流动资产	11,000.4	12,566.4	14,286.1	15,797.2	17,273.1
长期股权投资	970.2	19.8	19.8	19.8	19.8
固定资产	5,345.4	6,362.2	7,876.6	9,279.8	10,614.8
无形资产	1,658.8	1,692.9	1,971.4	2,106.0	2,239.6
其他	3,026.1	4,491.5	4,418.3	4,391.6	4,398.9
资产总计	28,218.4	28,757.7	34,597.3	40,940.7	47,910.7
流动负债	10,557.4	8,721.4	11,543.6	14,155.4	16,579.5
短期负债	951.0	0.0	2,345.3	2,805.8	3,010.7
应付账款	1,164.9	826.7	930.1	1,127.6	1,388.0
预收账款	893.2	899.6	1,129.8	1,404.1	1,642.8
其他	7,548.3	6,995.0	7,138.4	8,817.9	10,538.0
长期负债	264.3	235.3	227.7	217.5	201.7
长期借款	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
其他	264.0	235.1	227.5	217.2	201.5
负债合计	10,821.7	8,956.7	11,771.3	14,372.8	16,781.3
股本	1,080.0	1,076.4	1,076.4	1,076.4	1,076.4

资本公积金	1,326.5	1,172.3	1,172.3	1,172.3	1,172.3
留存收益	15,129.0	17,476.0	20,572.8	24,314.8	28,876.3
少数股东权益	7.7	4.4	4.4	4.4	4.4
母公司所有者权益	17,389.1	19,724.7	22,821.6	26,563.5	31,125.1
负债及权益合计	28,218.4	28,757.7	34,597.3	40,940.7	47,910.7

现金流量表

单位：百万元	2013	2014	2015E	2016E	2017E
经营活动现金流	70.6	-70.4	475.2	-19.7	37.9
净利润	145.1	185.9	166.7	206.0	218.3
折旧摊销	79.6	86.5	120.6	155.5	155.2
财务费用	22.4	13.7	-4.0	-4.2	-4.0
投资收益	-5.8	-143.2	-6.2	-40.4	-48.9
营运资金变动	-166.0	-211.6	201.4	-328.6	-280.4
其他	-4.7	-1.7	-3.4	-8.0	-2.4
投资活动现金流	-149.8	-360.6	-348.7	37.6	44.4
资本支出	-153.3	-531.5	-354.2	-4.0	-4.0
其他投资	3.5	170.9	5.5	41.6	48.4
筹资活动现金流	-85.0	601.0	-52.3	-61.2	-74.4
借款变动	-43.3	-444.1	0.0	0.0	0.0
普通股增加	0.0	173.7	0.0	0.0	0.0
资本公积增加	0.0	919.7	0.0	0.0	0.0
股利分配	-63.5	-63.5	-56.3	-66.0	-78.1
其他	21.7	15.1	4.0	4.8	3.6

投资评级定义

公司评级		行业评级	
强烈推荐	预期未来 6 个月内股价相对市场基准指数升幅在 15% 以上	看好	预期未来 6 个月内行业指数优于市场指数 5% 以上
推 荐	预期未来 6 个月内股价相对市场基准指数升幅在 5% 到 15%	中性	预期未来 6 个月内行业指数相对市场指数持平
中 性	预期未来 6 个月内股价相对市场基准指数变动在 -5% 到 5% 内	看淡	预期未来 6 个月内行业指数弱于市场指数 5% 以上
卖 出	预期未来 6 个月内股价相对市场基准指数跌幅在 15% 以上		

免责声明

金春萍，在此声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿等。华融证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）已在知晓范围内按照相关法律规定履行披露义务。华融证券股份有限公司（以下简称本公司）的资产管理和证券自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见和建议不一致的投资决策。本报告仅提供给本公司客户有偿使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司会授权相关媒体刊登研究报告，但相关媒体客户并不视为本公司客户。本报告版权归本公司所有。未获得本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制、传播，不得以任何形式侵害该报告版权及所有相关权利。本报告中的信息、建议等均仅供本公司客户参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告并未考虑到客户的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时可就研究报告相关问题咨询本公司的投资顾问。本公司市场研究部及其分析师认为本报告所载资料来源可靠，但本公司对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不承担任何投资者因使用本报告而产生的任何责任。本公司及其关联方可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务，敬请投资者注意可能存在的利益冲突及由此造成的对本报告客观性的影响。

华融证券股份有限公司市场研究部

地址：北京市西城区金融大街 8 号 A 座 5 层 (100033)

传真：010-58565091

网址：www.hrsec.com.cn