

2015年12月28日

证券研究报告·调研报告

古越龙山 (600059) 食品饮料

增持 (首次)

当前价: 11.18元

目标价: 13元



西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

行业逐步复苏，国企改革值得期待

投资要点:

- **经营回顾。**公司 2015 年前三季度实现收入 9.6 亿元，同比+4%；归母净利润 8500 万元，同比+18%。其中 15Q3 实现收入 2.5 亿元，同比-4%；归母净利润 1500 万元，同比+77%。产品结构来看，5-10 年的产品销售情况较为乐观，其中五年系列贡献收入的 10%左右，江浙沪地区贡献 65%收入。
- **投资看点。**1、**黄酒行业企稳回升，且大众消费占主流：**黄酒行业经历快速发展后，2012 年以来受经济增速放缓和限制三公消费的影响，无论是收入和利润增速均出现下滑，但与白酒相比依然相对较为乐观，主要是黄酒更多是大众化消费占主导（20-50 元/500ml）、黄酒主流消费区域在经济发展水平较高的江浙沪一带；自 2014 年四季度开始，黄酒行业也出现了明显的复苏，2015 年复苏劲头强劲，虽然与之前的高速增长无法相比，但依然有将近两位数的增长，主要是低基数，同时与黄酒主流消费区域江浙沪一带的经济结构较为合理有关。
2、**黄酒消费区域向外拓展，储存原酒丰富：**黄酒消费区域向江浙沪之外拓展是大势所趋：1) 加强渠道覆盖面和渗透率。增加渠道覆盖区域和经销商数量，同时渠道的精细化运作和下沉同步实施。2) 加大中高端产品的宣传力度，在此基础上结合特色文化推广女儿红和状元红。3) 结合文化产业宣传黄酒。收购女儿红品牌，拍摄连续剧《女儿红》，预计于明年上半年上映，广告植入等将成为宣传手段，助推女儿红类产品销售。4) 进入新的领域。成立花雕事业部，重点开发定制酒市场；厨用事业部，重点开拓料酒市场。5) 新的销售渠道——电商领域积极布局。同时公司原酒储存量 24-25 万吨，平均年份超过 10 年，按照 45 元/L 的价格计算，对应市值 108 亿元。
3、**国有企业改革。**
- **盈利预测与投资建议。**基于对黄酒行业逐步复苏的判断，同时消费升级持续+江浙沪之外市场的开拓，公司酒类业务保持个位数增速。预计公司 2015-2017 年 EPS 分别为 0.16 元、0.17 元、0.18 元，对应 PE 分别为 77 倍、66 倍和 61 倍，首次给予“增持”评级。
- **风险提示：**黄酒行业或持续低迷；国企改革或未达预期。

指标年度	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入 (百万元)	1337.95	1403.16	1485.33	1601.45
增长率	-8.85%	4.87%	5.86%	7.82%
归属母公司净利润 (百万元)	184.85	127.37	135.95	148.65
增长率	28.42%	-31.10%	6.74%	9.34%
每股收益 EPS (元)	0.23	0.16	0.17	0.18
净资产收益率 ROE	4.98%	3.38%	3.54%	3.78%
PE	49	71	66	61
PB	2.42	2.39	2.34	2.28

数据来源: WIND 资讯, 西南证券

西南证券研究发展中心

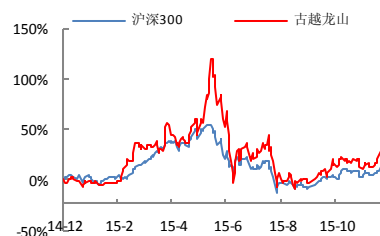
分析师: 朱会振

执业证号: S1250513110001

电话: 023-63786049

邮箱: zhz@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 西南证券

基础数据

总股本(亿股)	8.09
流通 A 股(亿股)	8.09
52 周内股价区间(元)	8-21.11
总市值(亿元)	90.39
总资产(亿元)	41.32
每股净资产(元)	4.61

相关研究

目 录

1. 经营状况回顾.....	1
2. 投资看点.....	3
2.1 黄酒行业企稳回升，且大众消费占主流.....	3
2.2 黄酒消费区域向外拓展，储存原酒丰富.....	4
2.3 国有企业改革值得期待.....	4
3. 盈利预测与投资建议.....	5

图 目 录

图 1: 2011 年以来收入及同比增速.....	1
图 2: 14 年 Q1 以来单季度收入及同比增速.....	1
图 3: 2011 年以来归母净利润及同比增速.....	1
图 4: 14 年 Q1 以来单季度归母净利润及同比增速.....	1
图 5: 2015 年中期分项收入概况.....	2
图 6: 2014 年分项毛利概况.....	2
图 7: 2011 年以来盈利能力较为稳定.....	2
图 8: 单季度盈利能力受季节性影响波动较大.....	2
图 9: 2011 年以来三费率有所下降.....	2
图 10: 单季度三费率波动较大.....	2
图 11: 黄酒行业 2004 年以来收入及增速.....	3
图 12: 黄酒行业 2004 年以来利润总额及增速.....	3

表 目 录

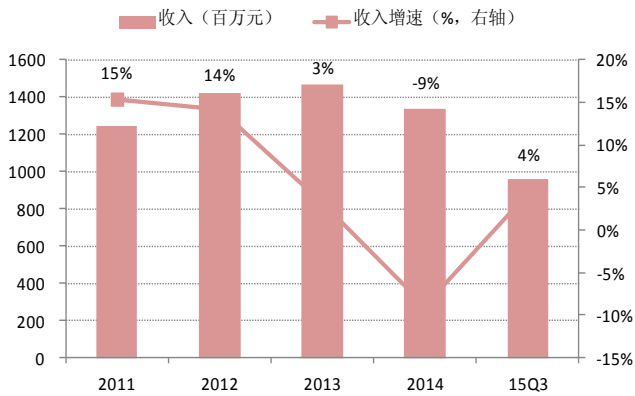
表 1: 三大黄酒公司畅销产品京东价格.....	3
表 2: 分项业务预测表.....	5
附表: 财务预测与估值.....	6

1. 经营状况回顾

公司 2015 年前三季度实现收入 9.6 亿元, 同比+4%; 归母净利润 8500 万元, 同比+18%。其中 15Q3 实现收入 2.5 亿元, 同比-4%; 归母净利润 1500 万元, 同比+77%。

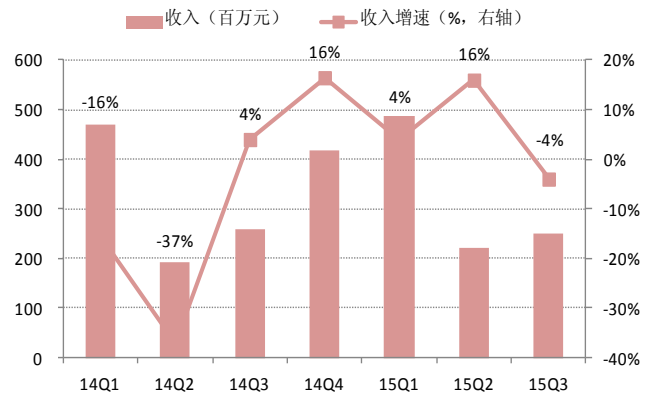
2012 年以来, 受制于“限制三公消费”及“反腐”的影响, 黄酒行业收入及利润增速有所下滑, 但黄酒更多是大众消费需求, 与白酒断崖式下跌相比, 下滑幅度并不太大; 同时 14 年下半年显示出复苏趋势。公司前三季度归母净利润大幅增长, 主要得益于费用率的下降。

图 1: 2011 年以来收入及同比增速



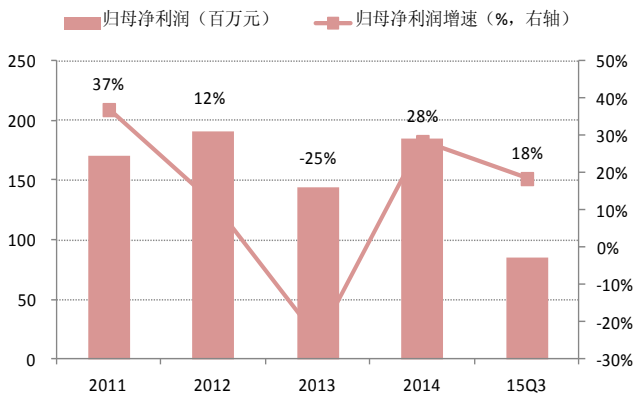
数据来源: 公司公告、西南证券

图 2: 14 年 Q1 以来单季度收入及同比增速



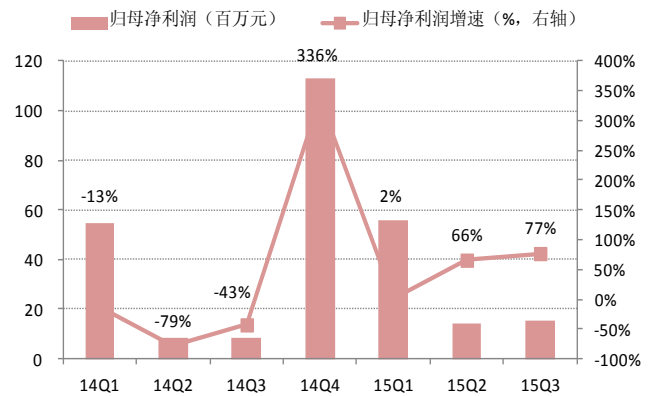
数据来源: 公司公告、西南证券

图 3: 2011 年以来归母净利润及同比增速



数据来源: 公司公告、西南证券

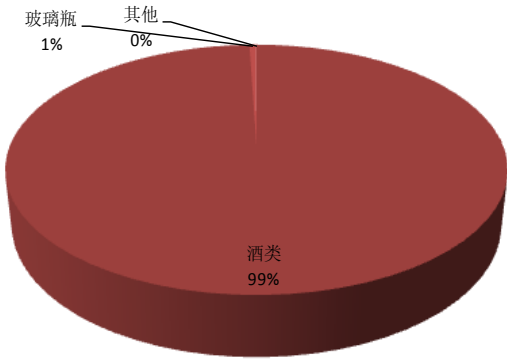
图 4: 14 年 Q1 以来单季度归母净利润及同比增速



数据来源: 公司公告、西南证券

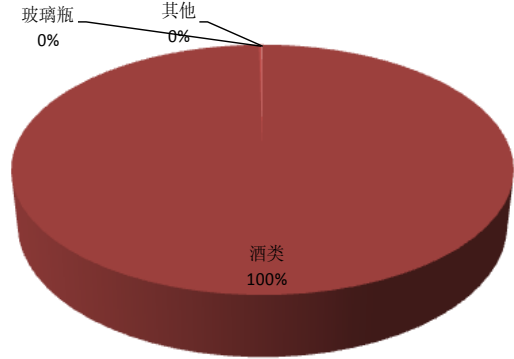
分项业务来看, 2015 年中期, 酒类销售贡献收入 99%, 毛利基本全来自于酒类销售。从地域性来看, 国内销售占比 98%; 其中江浙沪地区贡献收入的 65%, 浙江地区贡献收入的 40%, 江浙沪之外的北京、广东等经济发达地区贡献收入占比也比较大。而产品类型来看, 主导产品依然是 5-10 年的年份酒销售较好。

图 5: 2015 年中期分项收入概况



数据来源: 公司公告、西南证券

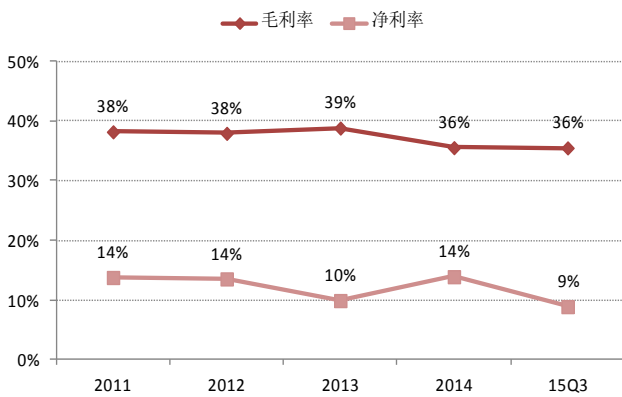
图 6: 2014 年分项毛利概况



数据来源: 公司公告、西南证券

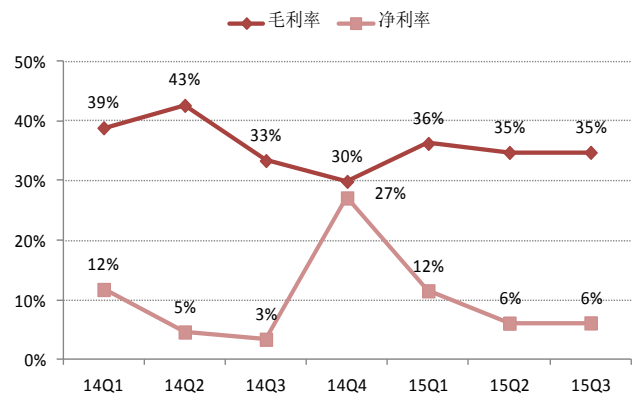
公司毛利率相对较为稳定, 14、15 年略有下降, 主要是 14 年之后原酒销售占比有所下降, 导致毛利率有所下降; 而费用率的下降提升了盈利能力。

图 7: 2011 年以来盈利能力较为稳定



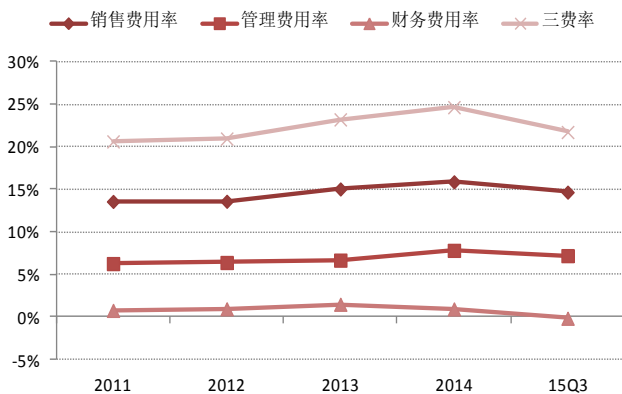
数据来源: 公司公告、西南证券

图 8: 单季度盈利能力受季节性影响波动较大



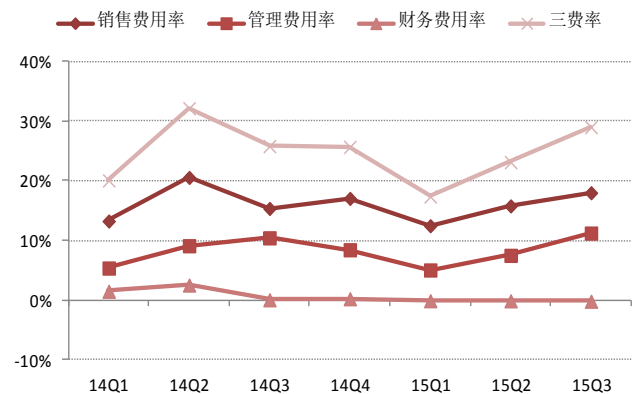
数据来源: 公司公告、西南证券

图 9: 2011 年以来三费率有所下降



数据来源: 公司公告、西南证券

图 10: 单季度三费率波动较大



数据来源: 公司公告、西南证券

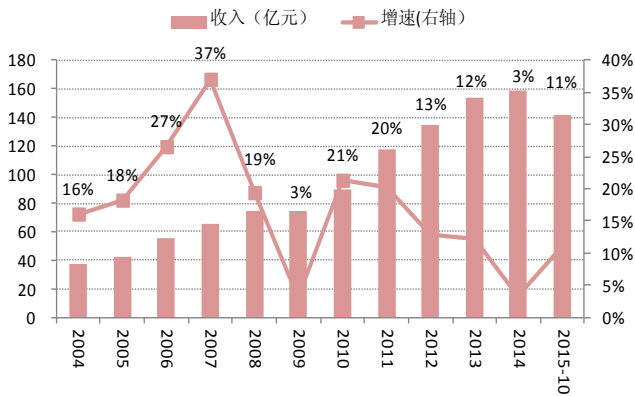
2. 投资看点

2.1 黄酒行业企稳回升，且大众消费占主流

黄酒行业经历快速发展后，2012 年以来受经济增速放缓和限制三公消费的影响，无论是收入和利润增速均出现下滑，但与白酒相比依然相对较为乐观，主要是黄酒更多是大众化需求占主导，而高端白酒集中于政务消费，受反腐的影响较大；同时，高端白酒定价较高，八项规定之后终端价格出现暴跌，出厂价也有所调整，而黄酒价格相对较低，更适合大众消费，且也未出现明显的价格下调，因此此轮调整下，受的影响并没有那么大。

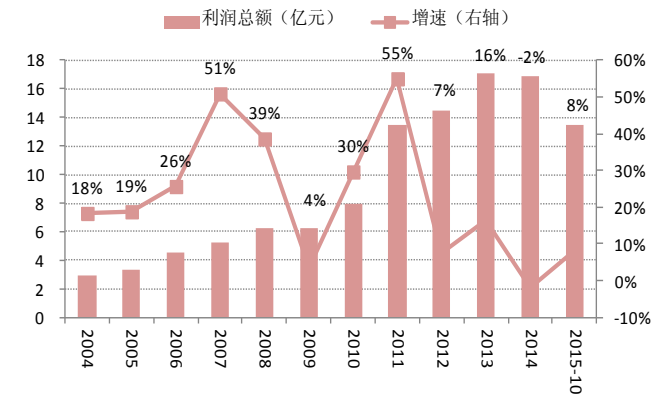
自 2014 年四季度开始，黄酒行业也出现了明显的复苏，2015 年复苏劲头强劲，虽然与之前的高速增长无法相比，但依然有将近两位数的增长，主要的低基数，同时与黄酒主流消费区域江浙沪一带的经济结构较为合理有关。

图 11: 黄酒行业 2004 年以来收入及增速



数据来源: WIND 资讯, 西南证券

图 12: 黄酒行业 2004 年以来利润总额及增速



数据来源: WIND 资讯, 西南证券

黄酒的主流消费区域位于江浙沪、长三角核心地带，经济发展水平较高，对于酒类的需求大，但黄酒的主流消费群体却是普通大众，主要是黄酒比较适合于家庭消费、同时主流消费品种，定价较低，并不适合于高端宴请等场合，三大黄酒公司畅销产品定价均不高：古越龙山五年陈系列、会稽山纯正五年系列、金枫酒业石库门系列及老酒系列定价基本位于 20-50 元，比较适合于大众消费。

表 1: 三大黄酒公司畅销产品京东价格

公司名称	产品名称	规格 (ml)	价格 (元)
古越龙山	花雕三年陈酿	600	10.9
	花雕五年陈	500	39
	八年花雕王	500	29.9
	木盒 10 年绍兴花雕	500	79
	青瓷五年	500	25
	喜愿黄酒	428	29
	清醇五年	500	19.9
会稽山	纯正五年	500	25

公司名称	产品名称	规格 (ml)	价格 (元)
	纯正八年	500	49
	十年花雕	500*2	139
	二十年陈花雕	500*2	269
金枫酒业	石库门1号六年陈(红牌)	500	26
	石库门1号十年陈(蓝牌)	500	36.6
	石库门上海老酒红标	500	20.8
	石库门上海老酒黑标	500	25

数据来源: 京东、西南证券

2.2 黄酒消费区域向外拓展, 储存原酒丰富

黄酒消费区域向江浙沪之外拓展

目前, 黄酒主流消费区域依然在江浙沪一带, 占据黄酒的半壁江山, 三家黄酒上市公司: 会稽山主要销售区域基本在江浙沪, 其中浙江地区贡献 80% 以上收入; 金枫酒业上海地区贡献将近 90% 的收入; 古越龙山作为黄酒行业规模最大的品牌, 兼具着把黄酒推向全国的责任。公司自 2003 年起开始规划, 2005 年逐步向全国推广, 江浙沪贡献收入占比从 90% 下降至 65% 左右, 最近几年维持在这一比例。

未来, 黄酒消费区域向江浙沪之外拓展依然是大势所趋, 公司将通过以下几种方式:

(1) 加强渠道覆盖面和渗透率。增加渠道覆盖区域和经销商数量, 公司 14 年配股募集资金 8000 万元用于第二期“百城千店”活动, 新增 100 家加盟店, 同时渠道的精细化运作和下沉同步实施。

(2) 发力中高端产品。产品线丰富, 古越龙山定位于中高端, 女儿红、状元红为文化特色及喜庆市场个性化品牌, 沈永和、鉴湖为大众品牌, 未来加大中高端产品的宣传力度, 在此基础上结合特色文化推广女儿红和状元红。

(3) 结合文化产业宣传黄酒。收购女儿红品牌, 拥有文化特色, 投资 6900 万元拍摄连续剧《女儿红》, 预计于明年上半年上映, 广告植入等将成为宣传手段, 助推女儿红类产品销售。

(4) 进入新的领域。成立花雕事业部, 重点开发定制酒市场; 厨用事业部, 重点开拓料酒市场。

(5) 新的销售渠道: 电商领域积极布局。

储存原酒丰富

公司原酒储存量 24-25 万吨, 平均年份超过 10 年, 按照 45 元/L 的价格计算, 对应市值 108 亿元。

2.3 国有企业改革值得期待

公司国有企业体制, 管理层不持有股份, 导致经营权和所有权不一致, 经营效率低, 未来有望实施股权方面的改革, 管理层持股值得期待。

3. 盈利预测与投资建议

基于对黄酒行业逐步复苏的判断，同时消费升级持续+江浙沪之外市场的开拓，公司酒类业务保持个位数增速。预计公司 2015-2017 年 EPS 分别为 0.16 元、0.17 元、0.18 元，对应 PE 分别为 77 倍、66 倍和 61 倍，首次给予“增持”评级。

表 2: 分项业务预测表

百万元	2012A	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
合计						
营业收入	1422	1468	1338	1403	1485	1601
yoy		3%	-9%	5%	6%	8%
营业成本	882	898	862	907	960	1033
毛利率	38%	39%	36%	35%	35%	36%
酒类收入						
收入	1389	1382	1304	1369	1452	1568
yoy		-1%	-6%	5%	6%	8%
成本	863	833	843	890	944	1016
毛利率	38%	40%	35%	35%	35%	35%
玻璃瓶收入						
收入	7	12	10	10	10	10
yoy		91%	-17%	0%	0%	0%
成本	6	11	9	9	9	9
毛利率	6%	9%	14%	14%	14%	14%
其他业务						
收入	25	25	22	22	22	22
yoy		-2%	-13%	0%	0%	0%
成本	12	4	8	6	6	6
毛利率	51%	82%	61%	70%	70%	70%

数据来源: 公司公告、西南证券

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2014A	2015E	2016E	2017E	现金流量表 (百万元)	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	1337.95	1403.16	1485.33	1601.45	净利润	185.94	128.12	136.75	149.53
营业成本	862.07	906.79	960.20	1032.55	折旧与摊销	86.51	92.02	98.27	103.70
营业税金及附加	46.79	49.07	51.94	56.01	财务费用	12.69	-7.76	-6.90	-5.42
销售费用	212.64	217.49	227.25	240.22	资产减值损失	0.83	0.00	0.00	0.00
管理费用	104.82	105.24	108.43	116.91	经营营运资本变动	-611.15	-73.19	-113.87	-155.76
财务费用	12.69	-7.76	-6.90	-5.42	其他	255.63	-30.00	-30.00	-30.00
资产减值损失	0.83	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	-69.56	109.18	84.25	62.05
投资收益	142.66	30.00	30.00	30.00	资本支出	-57.15	-100.00	-120.00	-130.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-303.43	30.00	30.00	30.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-360.58	-70.00	-90.00	-100.00
营业利润	240.77	162.33	174.40	191.20	短期借款	-447.85	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	6.23	6.23	6.23	6.23	长期借款	3.77	0.00	0.00	0.00
利润总额	247.00	168.56	180.63	197.43	股权融资	1093.40	0.00	0.00	0.00
所得税	61.06	40.45	43.87	47.90	支付股利	-63.49	-81.53	-56.18	-59.96
净利润	185.94	128.12	136.75	149.53	其他	-10.64	10.99	6.90	5.42
少数股东损益	1.09	0.75	0.80	0.88	筹资活动现金流净额	575.19	-70.54	-49.28	-54.54
归属母公司股东净利润	184.85	127.37	135.95	148.65	现金流量净额	144.54	-31.36	-55.02	-92.50
资产负债表 (百万元)	2014A	2015E	2016E	2017E	财务分析指标	2014A	2015E	2016E	2017E
货币资金	403.77	372.41	317.38	224.89	成长能力				
应收和预付款项	165.12	173.24	183.39	197.66	销售收入增长率	-8.85%	4.87%	5.86%	7.82%
存货	1849.08	1945.01	2059.57	2214.75	营业利润增长率	34.85%	-32.58%	7.43%	9.64%
其他流动资产	366.33	384.18	406.68	438.48	净利润增长率	28.18%	-31.10%	6.74%	9.34%
长期股权投资	49.41	49.41	49.41	49.41	EBITDA 增长率	21.33%	-27.47%	7.78%	8.92%
投资性房地产	2.05	2.05	2.05	2.05	获利能力				
固定资产和在建工程	1287.47	1302.49	1331.26	1364.60	毛利率	35.57%	35.38%	35.35%	35.52%
无形资产和开发支出	173.47	166.83	160.18	153.54	三费率	24.68%	22.45%	22.14%	21.96%
其他非流动资产	31.03	30.63	30.23	29.83	净利率	13.90%	9.13%	9.21%	9.34%
资产总计	4327.72	4426.25	4540.16	4675.20	ROE	4.98%	3.38%	3.54%	3.78%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	4.30%	2.89%	3.01%	3.20%
应付和预收款项	537.40	583.99	614.80	656.86	ROIC	6.22%	3.42%	3.57%	3.78%
长期借款	3.77	3.77	3.77	3.77	EBITDA/销售收入	25.41%	17.57%	17.89%	18.08%
其他负债	49.64	51.75	54.28	57.71	营运能力				
负债合计	590.81	639.52	672.85	718.34	总资产周转率	0.34	0.32	0.33	0.35
股本	808.52	808.52	808.52	808.52	固定资产周转率	1.12	1.14	1.16	1.22
资本公积	1880.45	1880.45	1880.45	1880.45	应收账款周转率	10.16	10.58	10.63	10.72
留存收益	1017.21	1063.05	1142.82	1231.51	存货周转率	0.49	0.48	0.48	0.48
归属母公司股东权益	3702.96	3752.02	3831.80	3920.49	销售毛利率/净利率/现金营业收入	110.43%	—	—	—
少数股东权益	33.95	34.70	35.50	36.38	资本结构				
股东权益合计	3736.91	3786.72	3867.30	3956.86	资产负债率	13.65%	14.45%	14.82%	15.36%
负债和股东权益合计	4327.72	4426.25	4540.16	4675.20	带息债务/总负债	0.64%	0.59%	0.56%	0.53%
					流动比率	4.82	4.59	4.49	4.36
					速动比率	1.62	1.48	1.37	1.22
					股利支付率	34.34%	64.01%	41.32%	40.34%
					每股指标				
					每股收益	0.23	0.16	0.17	0.18
					每股净资产	4.62	4.68	4.78	4.89
					每股经营现金	-0.09	0.14	0.10	0.08
					每股股利	0.08	0.10	0.07	0.07
业绩和估值指标	2014A	2015E	2016E	2017E					
EBITDA	339.97	246.59	265.77	289.48					
PE	48.90	70.97	66.49	60.81					
PB	2.42	2.39	2.34	2.28					
PS	6.76	6.44	6.09	5.64					
EV/EBITDA	25.31	35.03	32.71	30.35					
股息率	0.70%	0.90%	0.62%	0.66%					

数据来源: WIND 资讯, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司或关联机构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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 15 楼

邮编：200120

邮箱：research@swsc.com.cn

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

上海地区

蒋诗烽（地区销售总监）

021-68415309

18621310081

jsf@swsc.com.cn

罗月江

021-68413856

13632421656

lyj@swsc.com.cn

赵慧妍

021-68411030

13681828682

zhhy@swsc.com.cn

北京地区

赵佳（地区销售总监）

010-57631179

18611796242

zjia@swsc.com.cn

陆铂锡

010-57631175

13520109430

lbx@swsc.com.cn

曾毅

010-57631077

15810333856

zengyi@swsc.com.cn

广深地区

刘娟（地区销售总监）

0755-26675724

18665815531

liuj@swsc.com.cn

张婷

0755-26673231

13530267171

zhangt@swsc.com.cn

任骁

0755-26820395

18682101747

rxiao@swsc.com.cn

罗聪

0755-26892557

15219509150

luoc@swsc.com.cn

傅友

0755-26833581

13691651380

fuy@swsc.com.cn