

## 业绩扣非后增长17%，期待国企改革

——古越龙山（600059）2015年财报点评

2016年03月31日

强烈推荐/维持

古越龙山

财报点评

徐昊	分析师	执业证书编号：S1480514070003
	xuhao@dxzq.net.cn 010-66554017	
焦凯	分析师	执业证书编号：S1480512090001
	jiakai@dxzq.net.cn 010-66554144	

### 事件：

公司2015年营业收入13.76亿元，同比增长2.84%，归属上市公司股东净利润1.33亿元，同比下降27.89%，扣非后归属上市公司股东净利润0.86亿元，同比增长16.84%，EPS0.16元，2015年不进行利润分配。

### 公司分季度财务指标

指标	2014Q2	2014Q3	2014Q4	2015Q1	2015Q2	2015Q3	2015Q4
营业收入（百万元）	191.04	259.6	417.42	488.47	221.46	249.35	416.66
增长率（%）	-36.95%	4.00%	16.47%	3.96%	15.92%	-3.95%	-0.18%
毛利率（%）	42.68%	33.38%	29.91%	36.27%	34.74%	34.79%	32.18%
期间费用率（%）	32.17%	25.81%	25.70%	17.37%	23.17%	29.05%	24.06%
营业利润率（%）	5.85%	4.06%	34.87%	15.31%	8.76%	7.78%	6.73%
净利润（百万元）	8.78	8.79	113.21	56.26	13.53	15.34	48.51
增长率（%）	-77.99%	-41.26%	321.63%	1.99%	54.15%	74.44%	-57.15%
每股盈利（季度，元）	0.01	0.01	0.14	0.07	0.02	0.02	0.06
资产负债率（%）	8.67%	7.91%	13.65%	9.68%	8.79%	9.07%	13.63%
净资产收益率（%）	0.28%	0.24%	3.09%	1.50%	0.37%	0.41%	1.28%
总资产收益率（%）	0.24%	0.22%	2.74%	1.32%	0.32%	0.37%	1.14%

### 观点：

- ▶ 公司2015年四季度营业收入4.17亿元，同比下降0.18%，归属上市公司股东净利润0.49亿元，同比增长下降57.15%，略低于全年净利润增速。从公司全年经营情况来看，公司收入增速虽然仅有个位数的增幅，但是较同期增速仍有较大的增长，从各季度来看，公司的销售具有较强的季节性，其中一、四季度的收入和营业利润分别占全年的66%和73%。
- ▶ 从产品来看，公司本期黄酒产量为27.86万千升，较同期增长0.08%，由于黄酒自身特性，其中酿造14.16万千升，灌装13.71万千升，我们预计16年随着公司募投项目投产，公司的灌装能力将有所提升。本期公司黄酒销量为13.08万吨，较同期增长7.81%，收入为13.43亿元，较同期增长2.99%，公司的主业缓慢增长，经营压力较大，从目前黄酒市场情况来看，黄酒的主要消费区仍在江浙沪地区，虽然黄酒在部分地区实现突破，但是与白酒和啤酒的全国化相比，黄酒仍有较大差距，未来提升空间较大。从公司黄酒

收入和销售情况计算,本期公司出厂均价较同期降低9.82%,主要原因为在经济下滑和三公消费限制的背景下,公司积极调整产品结构,近两年公司采取发力腰部产品、优化低端产品的战略,我们预计公司目前中低端产品的占比在90%左右,其中中端产品的占比提升,高端和低端产品占比下降。本期公司库存为33.59万千升,较同期增长4.54%,黄酒库存是公司价值的体现,充足的原酒储备为公司未来发展提供铺垫。

- 2015年公司整体毛利率为34.52%,较同期减少1.05个百分点,其中黄酒的毛利率为34.1%,较同期减少1.24个百分点。在各项成本中,其中原材料成本较同期增长7.65%,我们预计主要来自包装物的成本增长;人工成本下降7.98%,未来随着公司机械化的提升,公司人工成本将会进一步的降低。
- 在费用方面,本期公司销售费用同比增长1.42%,销售费用率为15.67%,较同期减少0.22个百分点,基本与同期持平,管理费用同比下降9.63%,管理费用率为6.88%,较同期减少0.95个百分点,财务费用较同期下降112.08%,主要为公司本期银行贷款减少,期间费用率为22.45%,由于本期公司各项费用率的下降,本期期间费用率较同期减少2.23个百分点。本期公司预收款1.18亿元,较同期增长18.3%。

#### 结论:

公司是黄酒行业的龙头企业,也是国企改革的重点标的,我们期待未来公司改革带来的新增长、新活力,预计公司2016年-2018年营业收入分别为14.22亿元、15.07亿元、16.12亿元,归属上市公司股东净利润分别为1.27亿元、1.41亿元、1.53亿元,对应目前总股本EPS0.16元、0.17元、0.19元,对应PE93X、84X、77X,维持公司“推荐”投资评级。

**公司盈利预测表**

资产负债表	单位:百万元					利润表	单位:百万元				
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E		2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
<b>流动资产合计</b>	2784	2851	3994	4264	4545	<b>营业收入</b>	1338	1376	1422	1507	1612
货币资金	404	336	1413	1547	1663	<b>营业成本</b>	862	901	935	985	1048
应收账款	129	122	117	124	132	营业税金及附加	47	49	50	53	56
其他应收款	10	11	12	12	13	营业费用	213	216	220	234	250
预付款项	22	56	75	94	115	管理费用	105	95	92	98	105
存货	1849	1942	1998	2106	2240	财务费用	13	-2	-9	-15	-16
其他流动资产	366	376	376	376	376	资产减值损失	0.83	1.61	0.00	0.00	0.00
<b>非流动资产合计</b>	1543	1555	1367	1198	1028	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	49	51	51	51	51	投资净收益	142.66	26.61	20.00	20.00	20.00
固定资产	1200.8	1145.6	1147.1	992.37	837.57	<b>营业利润</b>	241	142	153	172	189
无形资产	152	149	134	119	104	营业外收入	9.29	41.98	20.00	20.00	20.00
其他非流动资产	2	0	0	0	0	营业外支出	3.06	2.86	2.00	2.00	2.00
<b>资产总计</b>	4328	4406	5362	5462	5573	<b>利润总额</b>	247	181	171	190	207
<b>流动负债合计</b>	578	588	607	636	670	所得税	61	47	44	48	53
短期借款	0	0	0	0	0	<b>净利润</b>	186	134	128	142	154
应付账款	350	348	359	378	402	少数股东损益	1	0	1	1	1
预收款项	100	118	127	136	145	归属母公司净利润	185	133	127	141	153
一年内到期的非流	0	0	0	0	0	EBITDA	486	375	314	327	342
<b>非流动负债合计</b>	13	12	3	4	4	<b>BPS (元)</b>	0.26	0.16	0.16	0.17	0.19
长期借款	4	3	3	4	4	<b>主要财务比率</b>					
应付债券	0	0	0	0	0	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E	
<b>负债合计</b>	591	600	611	640	674	<b>成长能力</b>					
少数股东权益	34	33	34	34	35	营业收入增长	-8.85%	2.84%	3.37%	5.96%	6.96%
实收资本(或股本)	809	809	809	809	809	营业利润增长	34.85%	-41.17	8.23%	12.23%	9.59%
资本公积	1880	1880	2758	2758	2758	归属于母公司净利润	28.42%	-27.89	-4.64%	10.98%	8.72%
未分配利润	817	875	811	741	664	<b>获利能力</b>					
归属母公司股东权	3703	3772	4716	4787	4863	毛利率(%)	35.57%	34.52%	68.91%	69.90%	70.43%
<b>负债和所有者权</b>	4328	4406	5361	5461	5572	净利率(%)	13.90%	9.71%	8.97%	9.39%	9.55%
<b>现金流量表</b>						<b>总资产净利润(%)</b>					
单位:百万元						ROE(%)					
2014A	2015A	2016E	2017E	2018E	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E		
<b>经营活动现金流</b>	-70	57	216	169	156	<b>偿债能力</b>					
净利润	186	134	128	142	154	资产负债率(%)	14%	14%	11%	12%	
折旧摊销	232.45	235.12	0.00	169.71	169.71	<b>营运能力</b>					
财务费用	13	-2	-9	-15	-16	总资产周转率	0.34	0.32	0.29	0.28	0.29
应收账款减少	0	0	5	-7	-9	应收账款周转率	10	11	12	13	13
预收帐款增加	0	0	9	9	10	应付账款周转率	3.61	3.94	4.03	4.09	4.13
<b>投资活动现金流</b>	-361	-59	37	20	20	<b>每股指标(元)</b>					
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	每股收益(最新摊薄)	0.26	0.16	0.16	0.17	0.19
长期股权投资减少	0	0	17	0	0	每股净现金流(最新)	0.18	-0.08	1.33	0.17	0.14
投资收益	143	27	20	20	20	每股净资产(最新摊)	4.58	4.67	5.83	5.92	6.02
<b>筹资活动现金流</b>	575	-66	823	-56	-60	<b>估值比率</b>					
应付债券增加	0	0	0	0	0	P/E	56.04	91.06	92.68	83.51	76.81
长期借款增加	0	0	0	0	0	P/B	3.18	3.12	2.50	2.46	2.42
普通股增加	174	0	0	0	0	EV/EBITDA	23.42	30.51	32.99	31.31	29.57
资本公积增加	920	0	878	0	0						
<b>现金净增加额</b>	145	-68	1077	134	116						

资料来源: 东兴证券研究所

## 分析师简介

---

### 徐昊

会计学硕士, 2008 年加入国都证券从事农业和食品饮料行业研究、2011 年加入安信证券从事食品饮料行业研究、2013 年加入东兴证券从事食品饮料行业研究, 7 年食品饮料行业研究经验。

### 焦凯

2010 年进入天相投资顾问有限公司, 从事煤炭行业研究; 2012 年加盟东兴证券研究所, 从事食品饮料行业研究, 4 年食品饮料行业研究经验。

## 联系人简介

---

## 分析师承诺

---

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 在此申明, 本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果, 引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源, 力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与, 未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写,东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料,我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证,也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正,但文中的观点、结论和建议仅供参考,报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价,投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易,也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有,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、刊发,需注明出处为东兴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用,未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导,本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

## 行业评级体系

公司投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内,公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

强烈推荐: 相对强于市场基准指数收益率 15% 以上;

推荐: 相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间;

回避: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内,行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

看好: 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间;

看淡: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。