

# 古越龙山 (600059)

## 复苏态势确立+国改、并购预期

投资评级：买入（首次）

### 投资要点

■ **行业回暖，古越龙山复苏态势确立：（1）黄酒行业已回暖。**2015年黄酒行业收入、利润分别增14%、9%，环比14年出现明显改善。一方面15年白酒企稳复苏，对黄酒的挤压减小，另一方面，15年整风运动对黄酒的影响也接近尾声，中高端黄酒止跌企稳。2016年，随着茅台挺价带动白酒全行业价格上行，预计黄酒行业的成长空间也将被进一步打开，逻辑类似于我们近期重点推荐的小白酒。（2）**15年古越龙山营收企稳回升增3%，1Q16快速增18%，4-5月连发两次提价通知，复苏态势确立，预计16年营收增速超过10%。**13-15年，古越龙山营收增速落后于行业水平，一方面，国企体制下激励机制不充分，另一方面，古越龙山高端黄酒占比高，受经济下滑和整风运动的影响大，产品结构持续降级，13-15年毛利率同比降4.3%。2015年企稳回升，收入增3%，销量增8%，估计高端酒企稳，增长主要来自于中低档酒，特别是3-10年的中档酒。15年公司梳理了产品结构，量少的进行淘汰，提出要聚焦主打产品，打造大单品，要实现1-2亿的单品，以后要出现5亿的单品，我们认可这个思路，符合行业发展趋势。4-5月公司连发通知，占公司收入30%的产品提价，虽然有政府主导的因素，但也体现了行业复苏态势确立。2016年公司收入计划增长5-10%，1Q16收入同比增18%，虽有提价预期提前备货的因素，我们估计实际销售增速也超过10%，预计2016年全年收入增速可超过10%。

■ **15年多家白酒公司国企改革已有进展，黄酒行业复苏后高管参与风险减小，因此我们认为16-17年古越的国企改革可以期待。**古越龙山成长潜力很大：（1）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的成长空间十分可观，仅仅做好浙江大本营的市占率提升和产品消费升级，就可让现有收入规模翻倍，未来有望复制09-12年区域白酒的成长路径。（2）公司内部也有较大的挖潜空间，古越龙山黄酒销售均价与会稽山差不多，但毛利率低了10%，而公司15年净利率不到10%，因此通过内部挖潜盈利能力也有较大提升空间。但现阶段公司激励机制并未能充分调动高管的积极性，考虑到15年多家白酒上市公司在国企改革方面已有进展，必然会对地方政府有所触动，同时黄酒行业已经复苏，高管此时参与国企改革风险较小，因此我们判断2016-17年古越在国企改革方面可能实现突破。

■ **会稽山、金枫酒业15年均有关并购动作，我们判断古越只会迟到，不会缺席。**黄酒龙头企业现阶段正处于跑马圈地的阶段。2015年，会稽山拟定增收收购乌毡帽和唐宋酒业，金枫酒业以3亿现金收购了无锡振太。若古越龙山能够并购整合绍兴当地其它大型黄酒企业，则可以形成明显的协同效应，达到洋河并购双沟的效果，我们判断古越只会迟到，不会缺席。

■ **盈利预测与投资建议：**预计2016-2017年实现EPS分别为0.19、0.21元，同比增长12%、10%。短期估值虽然偏高，但我们看好公司未来的成长潜力，若能完成国企改革，则盈利预测有望大幅上调，类似于老白干酒，给予买入评级。

■ **风险提示：**白酒对黄酒行业的挤压超预期。

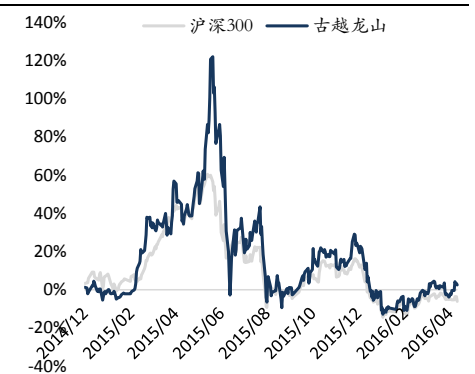
2016年5月9日

证券分析师 马浩博

执业资格证书号码：S0850513090003

[mahb@research.dwstock.com.cn](mailto:mahb@research.dwstock.com.cn)

### 股价走势



### 市场数据

收盘价(元)	9.15
一年最低价/最高价	7.89/20.09
市净率	1.93
流通市值(亿)	73.98

### 基础数据

每股净资产	4.61
资产负债率	9.68
总股本(百万股)	808.52
流通股A股(百万股)	808.52

图表 1: 三年预测财务报表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2015	2016E	2017E	2018E		2015	2016E	2017E	2018E
<b>流动资产</b>	<b>2851.1</b>	<b>3286.6</b>	<b>3447.3</b>	<b>3758.9</b>	<b>营业收入</b>	<b>1375.9</b>	<b>1551.1</b>	<b>1716.4</b>	<b>1886.7</b>
现金	335.9	441.6	300.0	300.0	营业成本	901.0	1020.2	1128.5	1240.2
应收款项	140.5	158.4	175.3	192.7	营业税金及附加	49.4	55.7	61.7	67.8
存货	1942.2	2199.1	2432.6	2673.3	营业费用	215.7	243.1	266.6	293.1
其他	432.5	487.5	539.4	593.0	管理费用	94.7	106.8	118.2	129.9
<b>非流动资产</b>	<b>1554.6</b>	<b>1575.1</b>	<b>1613.7</b>	<b>1653.9</b>	财务费用	-1.5	1.0	17.6	24.8
长期股权投资	51.5	53.5	55.6	57.7	投资净收益	26.6	26.6	26.6	26.6
固定资产	1302.0	1327.9	1371.9	1417.5	其他	-1.6	19.7	41.7	57.8
无形资产	149.0	141.6	134.1	126.7	<b>营业利润</b>	<b>141.6</b>	<b>170.6</b>	<b>192.0</b>	<b>215.4</b>
其他	52.1	52.1	52.1	52.1	营业外净收支	39.1	39.1	39.1	39.1
<b>资产总计</b>	<b>4405.7</b>	<b>4861.8</b>	<b>5061.1</b>	<b>5412.8</b>	<b>利润总额</b>	<b>180.8</b>	<b>209.7</b>	<b>231.2</b>	<b>254.5</b>
<b>流动负债</b>	<b>588.4</b>	<b>965.9</b>	<b>1078.6</b>	<b>1335.0</b>	所得税费用	47.1	54.7	60.2	66.3
短期借款	0.0	300.0	342.4	525.9	少数股东损益	0.3	5.4	6.0	6.6
应付账款	348.1	394.1	436.0	479.1	<b>归属母公司净利润</b>	<b>133.3</b>	<b>149.6</b>	<b>164.9</b>	<b>181.6</b>
其他	240.3	271.8	300.2	329.9	EBIT	164.6	181.0	203.1	223.6
<b>非流动负债</b>	<b>12.0</b>	<b>11.9</b>	<b>11.9</b>	<b>11.8</b>	EBITDA	256.4	272.9	309.0	341.6
长期借款	3.2	3.2	3.2	3.2	<b>重要财务与估值指标</b>	<b>2015</b>	<b>2016E</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>
其他	8.8	8.7	8.7	8.6	每股收益(元)	0.16	0.19	0.20	0.22
<b>负债总计</b>	<b>600.4</b>	<b>977.8</b>	<b>1090.5</b>	<b>1346.8</b>	每股净资产(元)	4.67	4.76	4.86	4.98
少数股东权益	33.4	36.2	39.2	42.5	发行在外股份(百万股)	808.5	808.5	808.5	808.5
归属母公司股东权益	3771.9	3847.8	3931.4	4023.5	ROIC(%)	2.3%	2.4%	2.5%	2.6%
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>4405.7</b>	<b>4861.8</b>	<b>5061.1</b>	<b>5412.8</b>	ROE(%)	3.5%	3.9%	4.2%	4.5%
<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2015</b>	<b>2016E</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	毛利率(%)	34.5%	34.2%	34.2%	34.3%
经营活动现金流	56.6	38.9	62.5	74.7	EBIT Margin(%)	12.0%	11.7%	11.8%	11.9%
投资活动现金流	-58.7	-159.4	-165.2	-168.7	销售净利率(%)	9.7%	9.6%	9.6%	9.6%
筹资活动现金流	-66.3	226.3	-38.9	94.0	资产负债率(%)	13.6%	20.1%	21.5%	24.9%
现金净增加额	-67.5	105.7	-141.6	0.0	收入增长率(%)	2.8%	12.7%	10.7%	9.9%
折旧和摊销	91.8	91.8	106.0	118.0	净利润增长率(%)	-27.9%	12.2%	10.2%	10.1%
资本开支	-99.8	-157.4	-163.2	-166.6	P/E	56.23	50.09	45.44	41.27
营运资本变动	-121.3	-241.3	-231.4	-238.3	P/B	1.99	1.95	1.91	1.86
企业自由现金流	29.4	-173.0	-138.5	-121.6	EV/EBITDA	31.57	31.05	27.78	25.89

资料来源: 东吴证券研究所

## 免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，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、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘在 5% 以上；

中性：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘介于-5% 与 5% 之间；

减持：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘在-5% 以下。

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5% 与 5% 之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15% 与-5% 之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15% 以下。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：(0512) 62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

