

产品结构升级趋势明显，持续提价值得期待

投资要点

- **事件:** 公司发布 2016 年中报，上半年实现营收 8.7 亿元，同比+22%；归母净利润 8103 万元，同比+16%。其中 Q2 单季收入 2.9 亿元，同比+30%，归母净利润 1921 万元，同比+36%，较一季度增速明显加快 (15Q2 基数低)。上半年全资子公司女儿红实现收入 2.4 亿元，同比+23%；净利润 1546 万元，同比+13%。
- **行业回暖+聚焦资源，带动业绩增长:** 上半年收入快速增长主要得益于：1、黄酒行业经过近四年的调整，15 年开始逐步复苏，公司作为龙头率先复苏，同期销量增长较为乐观；2、聚焦产品，产品结构升级趋势明显：上半年淘汰低附加值老产品近百只，聚焦青瓷十年和金五年，主力产品增速较快，在贡献增量的同时，产品结构升级趋势明显；3、渠道方面持续扩充，继续加大铺货率提高产品知名度，同时第二期“百城千店”活动持续开展，全国布局能力进一步加强；4、电商渠道实现较大增幅。
- **营销发力，终端量价齐升:** 1、公司加大产品宣传推广力度，上半年销售费用达到 1.27 亿元 (广告和业务宣传费增量 600 万元；运费增加 700 万元)，同比增长 32%。公司开展“百县增亿”活动，针对不同的市场采取差异化的营销策略，扩大终端铺货率，提升产品知名度。同时，公司积极开拓互联网营销模式，旗下酒管家电子商务公司今年 5 月开始运营，电商销售业务实现快速发展。2、今年公司对部分产品提价，从市场表现上看，提价并没有对销量产生负面影响，终端量价齐升。目前，黄酒吨价和盈利能力依然偏低，未来产品结构升级和提价持续性较强。
- **“十三五”助力成长，G20 带来契机:** 1、今年 8 月初，浙江省印发黄酒产业“十三五”规划，规划中提到，到 2020 年，浙江省黄酒全产业链销售收入达到 100 亿元，全国市场占有率达到 40%；培育 5 家左右全国知名的黄酒龙头企业。政策打开了行业未来的发展空间，公司作为行业龙头企业将充分受益。2、G20 峰会今年 9 月将在杭州举行，届时全球焦点汇聚杭城，同时也为黄酒形象的树立和全国市场推广提供了契机；公司全国性布局，率先开拓江浙沪外市场，先发优势明显。
- **盈利预测与投资建议:** 基于行业回暖和产品结构升级提升盈利能力，上调公司 2016-2018 归母净利润至 1.75 亿元、2.04 亿元、2.37 亿元，EPS 分别为 0.22 元、0.25 元、0.29 元，对应动态 PE 分别为 48 倍、41 倍、35 倍，维持“买入”评级。
- **风险提示:** 黄酒行业或持续低迷；江浙沪外市场增长不达预期。

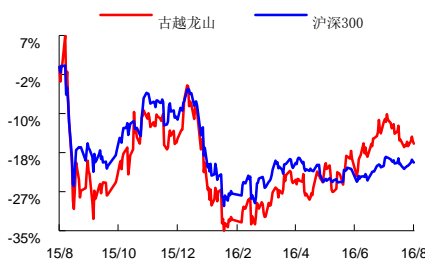
指标/年度	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入 (百万元)	1375.95	1661.77	1900.08	2161.84
增长率	2.84%	20.77%	14.34%	13.78%
归属母公司净利润 (百万元)	133.29	174.61	203.61	236.81
增长率	-27.89%	31.00%	16.61%	16.31%
每股收益 EPS (元)	0.16	0.22	0.25	0.29
净资产收益率 ROE	3.51%	4.45%	5.00%	5.59%
PE	62	48	41	35
PB	2.18	2.11	2.04	1.96

数据来源: Wind, 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: zhzh@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

股票家数	8.09
行业总市值 (亿元)	8.09
流通市值 (亿元)	7.89-12.98
行业市盈率 TTM	83.12
沪深 300 市盈率 TTM	42.70

相关研究

1. 古越龙山 (600059): 行业逐步复苏，国企改革值得期待 (2015-12-29)

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2015A	2016E	2017E	2018E	现金流量表 (百万元)	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	1375.95	1661.77	1900.08	2161.84	净利润	133.64	175.06	204.14	237.43
营业成本	901.01	1076.28	1221.80	1379.96	折旧与摊销	92.58	101.40	105.15	105.90
营业税金及附加	49.45	59.18	67.87	77.15	财务费用	-1.53	-6.82	-6.30	-7.40
销售费用	215.66	242.62	275.51	313.47	资产减值损失	1.61	0.00	0.00	0.00
管理费用	94.72	83.09	95.00	108.09	经营营运资本变动	-124.00	-348.05	-318.73	-342.09
财务费用	-1.53	-6.82	-6.30	-7.40	其他	-45.70	-26.00	-26.00	-26.00
资产减值损失	1.61	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	56.59	-104.40	-41.73	-32.16
投资收益	26.61	26.00	26.00	26.00	资本支出	-15.96	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-42.71	26.00	26.00	26.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-58.66	26.00	26.00	26.00
营业利润	141.63	233.42	272.19	316.57	短期借款	0.00	28.69	106.27	109.27
其他非经营损益	39.12	0.00	0.00	0.00	长期借款	-0.58	0.00	0.00	0.00
利润总额	180.75	233.42	272.19	316.57	股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
所得税	47.11	58.35	68.05	79.14	支付股利	-64.68	-46.64	-61.10	-71.25
净利润	133.64	175.06	204.14	237.43	其他	-1.02	9.68	6.30	7.40
少数股东损益	0.35	0.46	0.53	0.62	筹资活动现金流净额	-66.27	-8.27	51.47	45.42
归属母公司股东净利润	133.29	174.61	203.61	236.81	现金流量净额	-67.54	-86.67	35.75	39.26
资产负债表 (百万元)	2015A	2016E	2017E	2018E	财务分析指标	2015A	2016E	2017E	2018E
货币资金	335.94	249.27	285.01	324.28	成长能力				
应收和预付款项	196.57	217.17	253.29	288.85	销售收入增长率	2.84%	20.77%	14.34%	13.78%
存货	1942.24	2316.22	2630.83	2970.86	营业利润增长率	-41.17%	64.80%	16.61%	16.31%
其他流动资产	376.39	454.72	519.87	591.51	净利润增长率	-28.13%	31.00%	16.61%	16.31%
长期股权投资	51.47	51.47	51.47	51.47	EBITDA 增长率	-31.56%	40.97%	13.12%	11.87%
投资性房地产	1.97	1.97	1.97	1.97	获利能力				
固定资产和在建工程	1301.98	1207.67	1109.59	1010.77	毛利率	34.52%	35.23%	35.70%	36.17%
无形资产和开发支出	170.46	163.73	157.00	150.27	三费率	22.45%	19.19%	19.17%	19.16%
其他非流动资产	28.68	28.33	27.98	27.63	净利率	9.71%	10.53%	10.74%	10.98%
资产总计	4405.69	4690.53	5037.01	5417.60	ROE	3.51%	4.45%	5.00%	5.59%
短期借款	0.00	28.69	134.97	244.24	ROA	3.03%	3.73%	4.05%	4.38%
应付和预收款项	548.73	661.26	753.34	850.98	ROIC	2.93%	4.54%	4.97%	5.42%
长期借款	3.20	3.20	3.20	3.20	EBITDA/销售收入	16.91%	19.74%	19.53%	19.20%
其他负债	48.42	60.75	65.84	73.34	营运能力				
负债合计	600.35	753.91	957.35	1171.75	总资产周转率	0.32	0.37	0.39	0.41
股本	808.52	808.52	808.52	808.52	固定资产周转率	1.17	1.43	1.67	2.05
资本公积	1880.45	1880.45	1880.45	1880.45	应收账款周转率	10.94	12.10	11.63	11.65
留存收益	1085.82	1213.79	1356.30	1521.86	存货周转率	0.48	0.51	0.49	0.49
归属母公司股东权益	3771.93	3902.76	4045.27	4210.84	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	110.89%	—	—	—
少数股东权益	33.41	33.86	34.39	35.01	资本结构				
股东权益合计	3805.34	3936.62	4079.67	4245.85	资产负债率	13.63%	16.07%	19.01%	21.63%
负债和股东权益合计	4405.69	4690.53	5037.01	5417.60	带息债务/总负债	0.53%	4.23%	14.43%	21.12%
					流动比率	4.85	4.36	3.90	3.60
					速动比率	1.54	1.24	1.12	1.04
					股利支付率	48.53%	26.71%	30.01%	30.09%
					每股指标				
					每股收益	0.16	0.22	0.25	0.29
					每股净资产	4.71	4.87	5.05	5.25
					每股经营现金	0.07	-0.13	-0.05	-0.04
					每股股利	0.08	0.06	0.08	0.09
业绩和估值指标	2015A	2016E	2017E	2018E					
EBITDA	232.68	328.00	371.04	415.07					
PE	62.36	47.60	40.82	35.10					
PB	2.18	2.11	2.04	1.96					
PS	6.04	5.00	4.37	3.84					
EV/EBITDA	34.16	24.58	21.92	19.76					
股息率	0.78%	0.56%	0.74%	0.86%					

数据来源: Wind, 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

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

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	罗月江	机构销售	021-68413856	13632421656	lyj@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	沈怡蓉	机构销售	021-68415897	18351306226	syrong@swsc.com.cn
	郎珈艺	机构销售	021-68416921	18801762801	langjiayi@swsc.com.cn
	赵晨阳	机构销售	021-68416926	15821921712	zcy@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
北京	赵佳	地区销售总监	010-57631179	18611796242	zjia@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyheng@swsc.com.cn
广深	刘娟	地区销售总监	0755-26675724	18665815531	liuj@swsc.com.cn
	刘宁	机构销售	0755-26676257	18688956684	liun@swsc.com.cn
	张婷	机构销售	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	罗聪	机构销售	0755-26892557	15219509150	luoc@swsc.com.cn
	任骁	机构销售	0755-26820395	18682101747	rxiao@swsc.com.cn
	刘予鑫	机构销售	0755-26833581	13720220576	lyxin@swsc.com.cn