

再次提价平抑成本上涨

——会稽山（601579）事件点评

2016年12月28日

强烈推荐/维持
会稽山 | 事件点评

事件：

会稽山12月27日公布提价公告，其中：纯正五年系列提价6%，陈年酒系列提价11%。

主要观点：

1. 成本压力导致再次提价

会稽山公布提价公告，自2017年起，上调五年陈系列价格6%、陈年酒系列11%，公司此次公布提价的原因与二季度的提价相比，本次公司提价的主要原因为原材料和人工费用的上涨。

公司的主要原材料为粮食（糯米等）和包装物，其中年内包装物的价格上涨较快，公司的包装物以玻璃和纸箱为主，自年初以来玻璃的期货结算价格上涨近50%，国内主要区域的箱板纸价格也上涨了40%以上，近期因原材料价格进行提价的酒企较多，包括青青稞酒、伊力特、劲牌等酒企，包装物价格的上涨对公司的成本压力较大。

2. 两次提价基本覆盖成本上涨

公司为本轮黄酒行业中首家提价的上市公司，从成本细分来看，公司的成本中原材料占比约为80-90%，其中包装物占比约为40%，对比白酒企业，以2015年为例，国内高端白酒企业的原材料成本占比约为40-60%，对比其他黄酒企业，预计古越龙山的原材料占比约为60%，从对比数据来看，公司的原材料占比较高，受包装物价格上涨压力较大，但是从整体毛利率来看，由于公司机械化程度较高，公司在黄酒行业中的毛利率排名居前。

从公司年内两次提价和包装物上涨幅度对比来看，以纯正五年系列为例，两次提价累计较2015年提升10-15%，对比包装物价格的上涨，公司两次提价基本可以覆盖成本的上涨。

徐昊

010-66554017

xuhao@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480514070003

焦凯

010-66554144

jiaokai@dxzq.net.cn

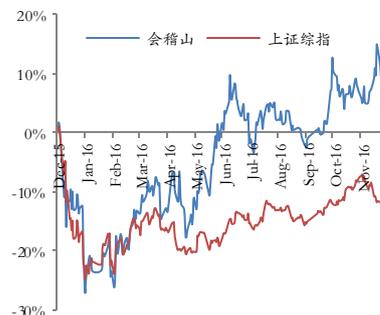
执业证书编号：

S1480512090001

交易数据

52周股价区间（元）	13.89-14.49
总市值（亿元）	72.07
流通市值（亿元）	35.94
总股本/流通A股（万股）	49736/24800
流通B股/H股（万股）	/
52周日均换手率	1.44

52周股价走势图



资料来源：wind，东兴证券研究所

相关研究报告

1、《黄酒行业专题报告：提价趋势已现，期待盈利逐步改善》2016-11-02

3、看好黄酒行业发展趋势

对于黄酒行业的提价，我们维持在 11 月初的黄酒专题报告观点，尤其从本次原材料价格上涨导致的提价来看，黄酒整体价格偏低是行业利润率低下的主要原因，改善行业的盈利环境是黄酒行业的共识；再从企业来看，黄酒上市公司近几年也作出较大的调整，以发展单品为主，且单品销售情况良好，如古越龙山上亿规模的单品有三年、五年系列，我们预计未来公司仍将围绕继续打造亿元级单品为目标，会稽山的纯正五年系列贡献超四成收入等；从行业趋势来看，随着古越龙山并购女儿红、会稽山并购唐宋和乌毡帽，黄酒行业集中度不断提升，未来随着盈利的好转，黄酒全国化的基础逐步夯实，并且随着消费者对健康的追求，黄酒将逐步受到消费者的关注，我们看好黄酒行业的发展。

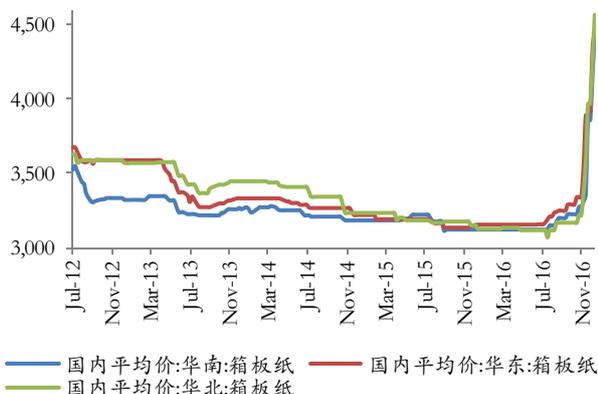
结论:

公司本次的提价能够基本平抑原材料上涨带来的不利因素，从短期来看有影响销量的风险，但是从长期来看有利于改变黄酒单价偏低的局面，我们看好公司通过内生和外延的规模增长，以及公司持续的单品战略。从公司公布的前三季度纯正五年系列收入 2.74 亿元来看，由于黄酒行业的一四季度为旺季，且从公司历史情况来看，第四季度占全年收入比重约为 35-40%，我们预计公司纯正五年系列 2016 年的收入约为 4.5 亿元，较 2015 年增长约为 12%。预计公司并表唐宋和乌毡帽之后 16-18 年 EPS0.38 元、0.43 元、0.45 元，对应 PE39 倍、34 倍、32 倍，维持强烈推荐评级。

风险提示:

食品安全风险；业绩不达预期风险。

图 1:国内主要区域箱板纸价格趋势 (元/吨)



资料来源: wind、东兴证券研究所

图 2:国内玻璃期货结算价趋势 (元/吨)



资料来源: wind、东兴证券研究所

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
流动资产合计	1097	1214	1663	1924	2081	营业收入	859	915	1333	1546	1674
货币资金	245	291	400	464	502	营业成本	470	511	734	850	920
应收账款	72	86	0	0	0	营业税金及附加	32	47	55	59	0
其他应收款	7	35	51	59	64	营业费用	116	105	160	195	222
预付款项	1	2	0	-1	-3	管理费用	81	88	133	155	167
存货	745	796	1206	1397	1512	财务费用	15	19	16	15	15
其他流动资产	5	4	4	4	4	资产减值损失	2.71	8.21	0.00	0.00	0.00
非流动资产合计	1084	1216	1263	1190	1083	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	0	0	150	150	150	投资净收益	0.00	0.34	0.00	0.00	0.00
固定资产	796	805	736	660	577	营业利润	143	152	242	276	291
无形资产	165	269	242	215	188	营业外收入	12.70	8.57	9.00	9.00	9.00
其他非流动资产	10	2	0	0	0	营业外支出	6.40	2.62	1.50	1.50	1.50
资产总计	2181	2430	2925	3115	3164	利润总额	150	158	250	284	298
流动负债合计	688	870	960	1055	1133	所得税	38	42	62	71	75
短期借款	184	394	394	393	392	净利润	112	116	187	213	224
应付账款	280	254	402	466	504	少数股东损益	2	2	0	0	0
预收款项	79	43	69	100	134	归属母公司净利润	110	114	187	213	224
一年内到期的非	0	0	0	0	0	EBITDA	213	254	354	394	415
非流动负债合计	36	34	0	0	0	EPS (元)	0.22	0.23	0.38	0.43	0.45
长期借款	0	0	0	0	0	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0		2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
负债合计	724	904	960	1055	1133	成长能力					
少数股东权益	24	23	23	23	23	营业收入增长	-8.00%	6.49%	45.66%	16.01%	8.25%
实收资本(或股	400	400	497	497	497	营业利润增长	-15.90%	5.96%	59.45%	14.21%	5.17%
资本公积	529	528	528	528	528	归属于母公司净利润	-11.37%	3.41%	64.65%	13.78%	5.03%
未分配利润	439	497	578	669	766	获利能力					
归属母公司股东	1434	1503	1694	1801	1912	毛利率(%)	-8%	6%	46%	16%	8%
负债和所有者权	2181	2430	2678	2879	3068	净利率(%)	13%	12%	14%	14%	13%
现金流量表						总资产净利润(%)					
						ROE(%)	8%	8%	11%	12%	12%
						偿债能力					
经营活动现金流	2171	1930	46	227	307	资产负债率(%)	33%	37%	33%	34%	36%
净利润	1208	1606	187	213	224	流动比率				1.82	1.84
折旧摊销	200	225	96	103	110	速动比率				0.50	0.50
财务费用	-12	-18	16	15	15	营运能力					
应付帐款的变化	-49	-26	148	64	38	总资产周转率	0.40	0.40	0.50	0.51	0.53
预收帐款的变化	28	-37	27	31	33	应收账款周转率	0	0	0	0	0
投资活动现金流	-614	-667	-148	0	0	应付账款周转率					
公允价值变动收			0	0	0	每股指标(元)					
长期股权投资减			-150	0	0	每股收益(最新摊薄)	0.33	0.28	0.38	0.43	0.45
投资收益			0	0	0	每股净现金流(最新	-0.12	0.12	-0.24	0.21	0.36
筹资活动现金流	-638	-1354	-15	-123	-128	每股净资产(最新摊	3.58	3.76	3.41	3.62	3.85
应付债券增加			0	0	0	估值比率					
长期借款增加			0	0	0	P/E	43.91	51.75	38.50	33.84	32.22
普通股增加			97	0	0	P/B	4.04	3.86	4.25	4.00	3.77
资本公积增加			0	0	0	EV/EBITDA	26.88	23.18	20.35	18.09	17.09
现金净增加额	919	-91	-117	104	179						

资料来源: 公司财报、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 年进入证券行业；2012 年加入东兴证券研究所，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。