

古越龙山（600059） 白酒与葡萄酒

—整合效应初步显现，业绩低于预期

2010 年 8 月 13 日

投资评级 中性 公司评级 A 收盘价 11.69 元**事件：公司公布了 2010 年半年报**

- **业绩增长31%。**2010 年1-6 月份，公司实现营业收入51,709.69 万元，同比增长 50.18%；实现净利润5,195.77 万元，同比增长31.25%（其中扣除非经常性损益后净利润为4311万元，同比增长14%），低于市场预期。实现EPS0.087元（上年同期为0.066元），同比减少 31.82%。
- **收入成本呈现双增趋势。**2010年上半年，公司实现收入同比增长 50%。原因有：一、本报告期女儿红纳入合并报表；二、公司加大营销力度，坚持营销创新，实现了销售收入的大幅增长。然而，在营业收入大幅增长的背景下，生产成本高企侵蚀了主营业务利润，导致主营业务毛利率下降3.66个百分点。
- **未来发展关键在于市场营销、产品升级和成本控制。**对于黄酒产业来说，消费区域性决定了市场开拓和营销是实现黄酒区域突破必经之路，也是决定黄酒业未来出路的必经之路。而产品升级是黄酒企业提升盈利能力主要途径，也是黄酒业发展必然趋势。另一方面，由于黄酒企业毛利一般较低，这就决定了企业之间的竞争主要聚焦在销量和成本上。由于黄酒业的经营特点，实现销量的大幅增长难度较大。因此，成本控制在企业的经营中作用至关重要，直接决定了利润水平。
- **盈利预测与投资评级：**预计 2010-2011 年 EPS 分别为 0.21 元和 0.27 元对应当期股价（11.69 元）的估值水平分别为 56x、43x。与其他酒类上市公司进行比较，公司估值偏高。因此给予公司“中性”投资评级。

联系方式

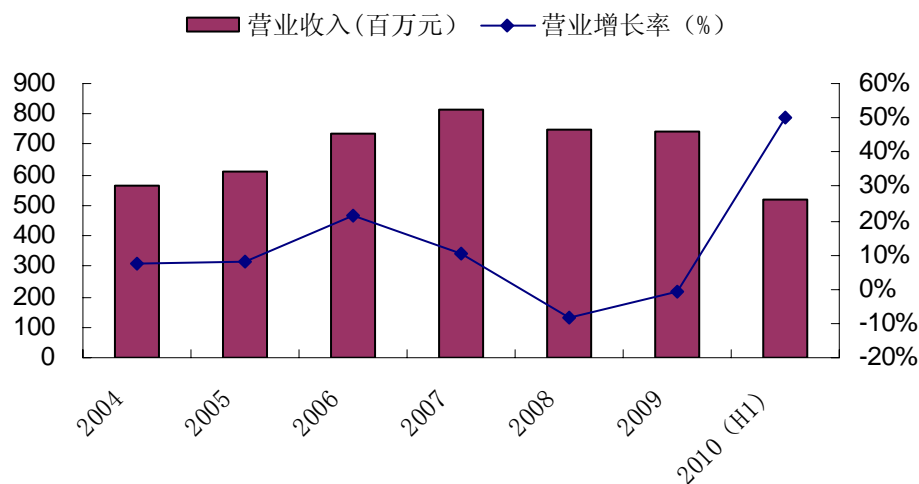
研究员：周家杏
执业证书编号：S0020108071135
电 话：021-51097188-1920
电 邮：zhoujiaxing@gyzq.com.cn
联系人：赵喜娟
电 话：（86-21）51097188-1952
电 邮：zhaoxijuan@gyzq.com.cn
地 址：中国安徽省合肥市寿春路
179 号（230001）

第 1 部分 上半年业绩增长 31%

2010 年1-6 月份，公司实现营业收入51,709.69 万元，同比增长 50.18%；实现净利润 5,195.77 万元，同比增长31.25%（其中扣除非经常性损益后净利润为4311万元，同比增长14%），低于市场预期。实现EPS0.087元（上年同期为0.066元），同比减少31.82%。

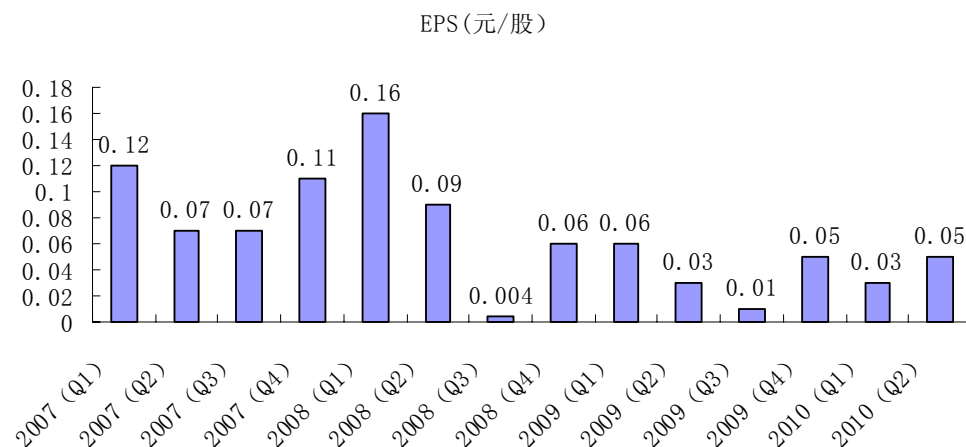
分业务类型来看，报告期内，公司酒类业务实现营业收入50506万元，同比增长55%，但成本的增长的幅度（65%）远大于收入的增长幅度，导致酒类业务毛利率减少4.13个百分点。鉴于国内粮食价格（其中包括黄酒的生产原料糯米、粟谷等）未来3-5年仍将呈现出上涨趋势（主要原因：国家今后几年对农业的扶持力度只会加大、增加农民收入的政策导向不会改变）。因此，我们认为，公司在今后几年成本控制压力较大。加强企业管理、优化产品结构是公司提升盈利能力的主要措施。

图 1：公司主营业务经营情况



资料来源：国元证券研究中心，wind

图 2：公司单季度 EPS 变化情况



资料来源：国元证券研究中心，wind

表1：公司毛利率、费用率情况

年份	2005	2006	2007	2008	2009	2010 (H1)
销售毛利率(%)	31.74%	33.26%	40.35%	40.81%	37.46%	34.86%
营业费用率(%)	11.08%	11.90%	13.52%	12.49%	12.07%	12.32%
管理费用率(%)	6.13%	5.91%	5.34%	6.09%	7.09%	5.10%
财务费用率(%)	6.11%	6.09%	5.76%	2.86%	2.03%	1.88%
三项费用率(%)	23.33%	23.89%	24.62%	21.44%	21.19%	19.31%

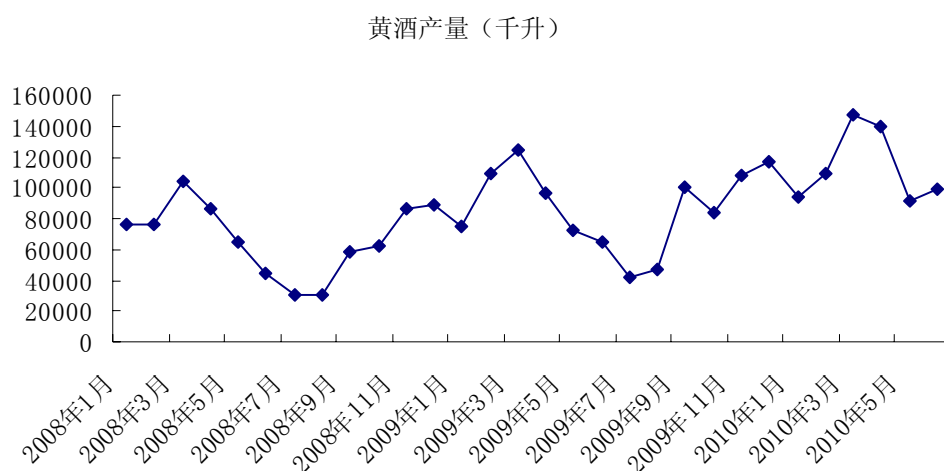
资料来源：国元证券研究中心、wind

第 2 部分 行业保持稳定增长

2010年上半年，黄酒上半年产量为67.9万千升，较去年同期增加25%（2009年上半年同期同比增加20%）。行业保持稳定增长。

另一方面，今年上半年我国白酒、黄酒和葡萄酒的产量均保持一定的增速。其中白酒上半年产量为410万千升，较去年同期增加27%（2009年上半年同期同比增加20%）；啤酒产量达2123万千升，同比增长0.95%，增速远低于去年同期的7.34%；葡萄酒上半年产量为49.1万千升，较去年同期增加22%（2009年上半年同期同比下降13%）。可以看出，在整个酒类产品中，2010年上半年增速都保持在20%以上，其中白酒增速最大，葡萄酒次之，啤酒增速最小。

图 3：我国黄酒行业月度产量数据统计



资料来源：国元证券研究中心、wind

表 2：近 3 年我国白酒、黄酒、葡萄酒月度产量统计

月份	白酒（万千升）	黄酒（千升）	葡萄酒（万千升）
2008-01	51.49	76,500.00	9.27
2008-02	43.50	76,000.00	5.93
2008-03	45.86	103,500.00	7.73
2008-04	41.28	86,800.00	6.96
2008-05	40.25	64,700.00	7.25
2008-06	47.54	44,600.00	8.90
2008-07	38.84	31,000.00	4.58
2008-08	40.00	30,500.00	4.55
2008-09	50.10	58,500.00	5.61
2008-10	51.29	61,700.00	5.85
2008-11	56.17	85,900.00	6.34
2008-12	68.75	89,000.00	6.66
2009-01	55.71	75,387.80	6.83
2009-02	48.07	109,198.40	5.68
2009-03	53.58	125,043.23	6.90
2009-04	53.32	96,158.35	6.39
2009-05	51.23	72,869.56	7.02
2009-06	60.97	65,059.48	7.31
2009-07	56.50	42,003.29	6.11
2009-08	51.38	46,509.18	7.15
2009-09	64.92	100,692.44	8.59
2009-10	64.96	83,414.33	8.55
2009-11	72.23	108,285.76	11.01
2009-12	84.43	117,057.33	13.24
2010-01	74.57	93,711.21	7.15
2010-02	64.78	108,638.64	7.18
2010-03	68.83	147,710.32	8.08
2010-04	61.90	139,388.28	7.51
2010-05	67.14	91,381.65	9.03
2010-06	73.70	98,545.13	10.12

资料来源：国元证券研究中心，wind

第 3 部分 可比公司估值对比

目前，在 A 股上市公司中，从事黄酒生产的上市公司仅有金枫酒业一家。考虑到古越龙山为黄酒企业龙头企业，我们选取白酒行业龙头企业贵州茅台、五粮液，葡萄酒行业龙头企业张裕 A 和啤酒行业龙头企业青岛啤酒作为参考依据。

从选取的可比公司估值角度来看，2010 年、2011 年可比公司平均估值分别为 29 倍和 23 倍。其中，金枫酒业 2010 年、2011 年估值分别为 30 倍和 24 倍。白酒企业的估值最低。

公司名称	现价	每股收益(元)			市盈率(x)		
		2009	2010E	2011E	2009	2010E	2011E
金枫酒业	13.56	0.40	0.44	0.56	33.90	30.82	24.21
贵州茅台	150.39	4.57	6.10	7.50	32.91	24.65	20.05
五粮液	30.19	0.85	1.19	1.43	35.52	25.37	21.11
张裕A	92.01	2.14	2.72	3.38	43.00	33.83	27.22
青岛啤酒	35.82	0.93	1.21	1.46	38.52	29.60	24.53
平均					36.77	28.85	23.43

资料来源: 国元证券研究中心, wind

第 4 部分 投资建议

预计 2010-2011 年 EPS 分别为 0.21 元和 0.27 元对应当期股价（11.69 元）的估值水平分别为 56x、43x。与其他酒类上市公司进行比较，公司估值偏高。因此给予公司“中性”投资评级。

国元证券投资评级体系：

(1) 公司评级定义

	二级市场评级		公司质地评级
强烈推荐	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 20%” 以上	A	公司长期竞争力高于行业平均水平
推荐	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 5-20%” 之间	B	公司长期竞争力与行业平均水平一致
中性	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅介于上证指数 ±5%” 之间	C	公司长期竞争力低于行业平均水平
回避	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅劣于上证指数 5%” 以上		

(2) 行业评级定义

推荐	行业基本面向好，预计未来 6 个月内，行业指数将跑赢上证指数 10%以上
中性	行业基本面稳定，预计未来 6 个月内，行业指数与上证指数持平在正负 10%以内
回避	行业基本面向淡，预计未来 6 个月内，行业指数将跑输上证指数 10%以上

免责条款：

本报告是为特定客户和其它专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究中心联系。 网址:www.gyzq.com.cn