



CICC

中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED

2009年01月13日

中性

食品饮料

中金公司研究部

分析员: 袁霏阳 yuanfy@cicc.com.cn

联系人: 孙轶佳 sunyj@cicc.com.cn

(8621) 5879 6226

古越龙山 (600059/7.93 元)

原酒销售停滞, 亮丽业绩难现

主要财务指标

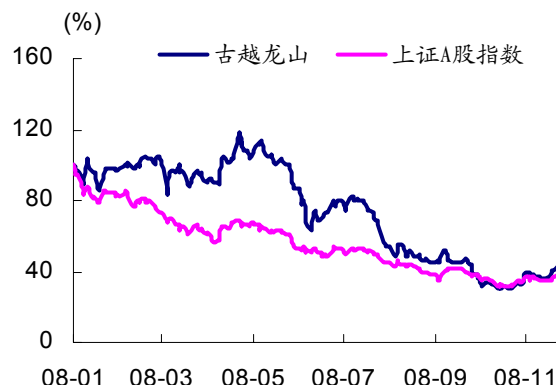
(单位: 人民币百万元)	2006 A	2007 A	2008E	2009E	2010E
主营业务收入	732	815	785	975	1,010
(+/-%)	20.2	11.3	-3.7	24.2	3.5
主营业务利润	217	302	285	333	341
(+/-%)	25.4	39.1	-5.5	16.7	2.5
净利润	32	89	97	113	114
(+/-%)	24.2	176.4	8.3	16.6	1.1
每股收益 (元)	0.14	0.38	0.26	0.30	0.31
(+/-%)	24.2	176.4	-32.3	16.6	1.1
每股经营现金流 (元)	0.45	0.30	0.30	0.24	0.24
市盈率 (倍)	57.1	20.7	30.5	26.2	25.9
市净率 (倍)	1.5	1.5	2.3	2.2	2.1
股价/经营现金	17.6	26.0	26.0	33.7	33.0
EV/EBITDA (倍)	15.2	11.2	12.6	11.2	11.0
净资产收益率 (%)	2.8	7.4	7.7	8.6	8.3
投入资本回报率 (%)	4.0	8.3	7.6	8.2	8.0
股息收益率 (%)	2.5	2.5	2.6	3.1	3.1

A股

股票代码	600059CH
当前股价	人民币 7.93
日成交量 (百万股)	7.46
52周最高价/最低价	人民币 23.75/5.5
总市值 (百万元)	2953,767
发行股数 (百万股)	372
其中: 流通股 (百万股)	221

主要股东 (持股比例) 中国绍兴黄酒集团有限公司 (40.55%)

近期股价表现



资料来源: 公司数据, 彭博资讯, 中金公司研究部

要点:

- ◆ **08年业绩难达预期, 源自下半年原酒销售的停滞。**公司全年记入上市公司收入 9960 万元, 低于我们此前预期的 1.42 亿元的原酒销售收入, 对应减少 1700 万元的净利润, 对应减少每股收益 0.046 元。
- ◆ **浙江黄酒企业景气度下滑, 瓶装酒销售压力初显。**浙江黄酒企业收入增速从 08 年 1-8 月份的同比增长 9%, 下滑至 9-11 月份的 -12.6%, 税前利润率同比下降 0.6 个百分点。主要源自行业产品结构提升速度的放缓。而古越龙山也将面临省内产品结构提升进程减缓、省外市场消费者忠诚度不高的压力。所以, 我们下调公司 08-09 年瓶装酒增速至 8.1%、5.1%。虽然近期黄酒销售由于季节性因素而环比回升, 但春节的提前以及需求的疲软, 09 年一季度同比增速难有大幅提升预期较低。
- ◆ **09 年原酒销售堪忧。**预计 09 年原酒实际销量将出现 50% 的同比下滑, 主要源自原酒的价格倒挂问题和市场投资意愿的降低。但由于公司推迟部分原酒收入记入, 使得 09 年原酒报表销售收入仅同比下降 16%。同时, 原酒在公司 08 年报表利润占比高达到 32%, 其记入与否成为影响公司业绩的重要因素。
- ◆ **女儿红资产注入仍存变数。**公司在 08 年公告的资产注入计划迟迟没有完成。基于公司的业绩增长需求, 我们仍假设女儿红资产在 09 年注入, 为上市公司贡献每股收益 0.032 元。
- ◆ **下调评级至“中性”。**我们下调公司 08-10 年每股收益的盈利预测至 0.26 元、和 0.3 元和 0.31 元, 应对 08-09 年市盈率分别为 30.5 倍和 26.2 倍, 高于可选消费品的平均估值水平, 加之公司 09 年女儿红资产注入的不确定性、原酒销售下滑的巨大风险, 我们下调投资评级至“中性”。
- ◆ **投资风险:** 若 09 年女儿红资产未能如期注入, 将使得公司 09 年至每股收益至 0.27 元, 低于预期 0.032 元。

08 年业绩难达预期

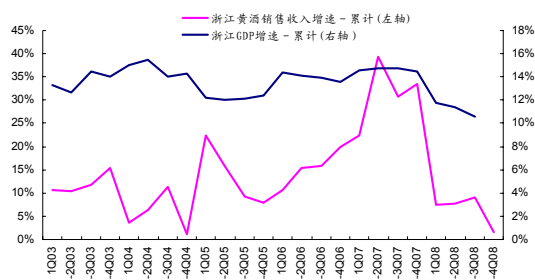
公司全年酒类业务收入增速将回落到 10% 以下的水平，主要源自原酒销售的停滞以及黄酒行业景气度的下滑。2008 年下半年，公司原酒销售基本停滞，我们预计公司 08 年全年原酒销售公司仅完成 1.35 亿元的原酒销售，计入上市公司收入 9960 万元，低于我们此前预期的 1.42 亿元的原酒销售收入。由于原酒销售对公司净利润的贡献较大，导致公司 08 年业绩难以达到预期。一般来说，公司的原酒毛利率率在 50% 以上，4240 万元的原酒销售收入减少对应减少 2120 万元的毛利润，剔除消费税和所得税，上市公司将减少 1700 万元的净利润，对应减少每股收益 0.046 元。

原酒销售在 08 年下半年的停滞主要源自公司释放利润意愿的降低以及下半年经济的调整压力。原酒销售是公司 08 年中期的主要利润贡献源，而下半年资本市场的低迷降低了公司释放业绩的动力，进而影响了原酒销售计入。2008 年上半年公司实现净利润 7513 万元，其中原酒销售净利润 3418 万元，占到上半年净利润的 45% 以及全部的净利润增长。也就是说，原酒销售的计入意愿将对公司业绩产生实质性影响。同时，原酒投资品的属性，使其在经济及资本市场的调整过程中，投资者大幅度减少。

浙江黄酒企业景气度下滑

根据国家统计局的数据，四季度浙江规模以上黄酒企业景气度大幅度下滑，收入增速从 08 年 1-8 月份的同比增长 9%，下滑至 9-11 月份的 -12.6%，主要源自浙江经济的调整。

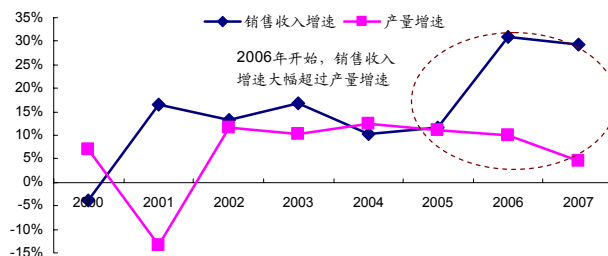
图 1: 浙江黄酒企业销售收入增速与浙江经济密切相关



资料来源: 国家统计局, 中金公司研究部

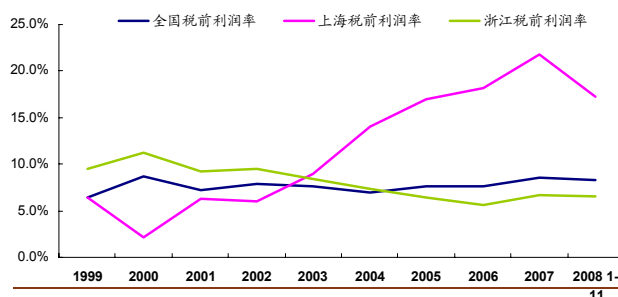
2002 年以来，黄酒行业收入一直保持快速增长，02-07 年复合增长率达到 21.4%，其主要源自经济高速增长的推动、海派黄酒营销发力以及浙江黄酒企业的省外拓展努力。2002 年至 2006 年，黄酒行业产量均保持 10% 以上的增长，一改前期销售不振的情况。同时，2005 年开始的高端化进程进一步推升行业利润率水平。在此期间，浙江黄酒企业积极拓展省外市场，并且通过年份酒、提价等手段提升利润率水平。

图 2: 05 年后黄酒高端化进程开始体现，单价持续提升



资料来源: 国家统计局, 中金公司研究部

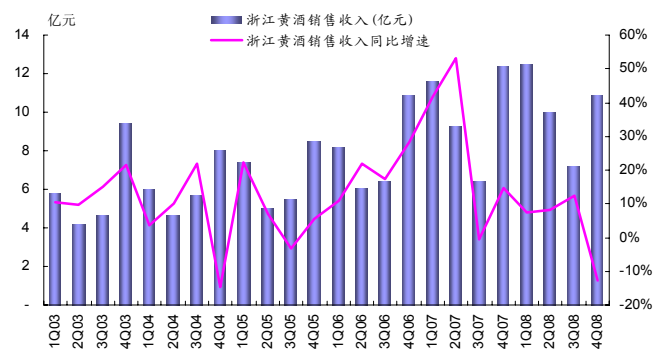
图 3: 2002 年以来黄酒税前利润率稳步提升



资料来源: 国家统计局, 中金公司研究部

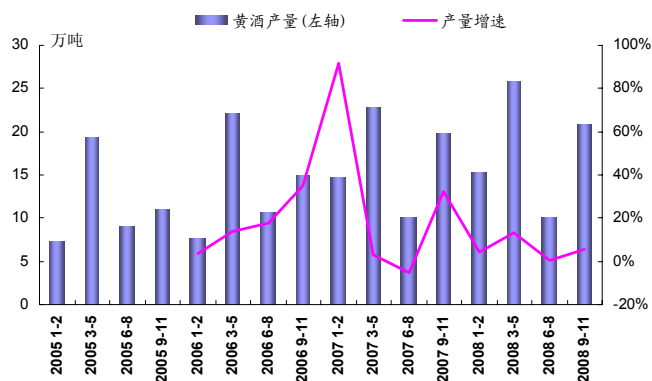
而在当前浙江经济调整的过程中，商业往来频次的降低也相应降低高端黄酒消费增速预期，加之黄酒提价预期的减弱，年份酒销售增速放缓，行业产品结构提升进程在逐步放缓。2008 年 9-11 月份黄酒单价同比下滑 -0.7%，全国黄酒税前利润率同比下滑 0.6 个百分点。而古越龙山，在江浙地区的销售也依然难以摆脱增速放缓预期。虽然近期行业销售由于季节性因素而环比回升，但春节的提前以及需求的疲软，09 年一季度同比增速难有大幅提升。

图 4: 08 年四季度浙江黄酒企业销售收入出现同比下滑



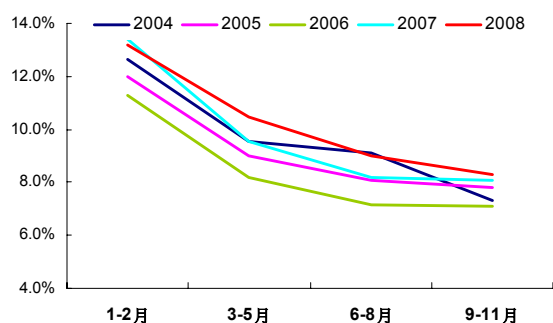
资料来源: 国家统计局, 中金公司研究部

图 5: 浙江黄酒企业产量增速放缓



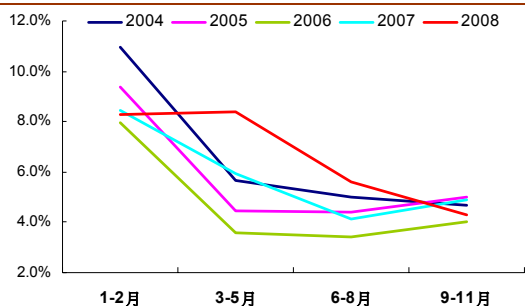
资料来源: 国家统计局, 中金公司研究部

图 6: 全国黄酒企业 08 年四季度税前利润率基本稳定



资料来源: 国家统计局, 中金公司研究部

图 7: 浙江黄酒企业 08 年四季度税前利润率同比下滑



资料来源: 国家统计局, 中金公司研究部

虽然古越龙山在全国拥有众多市场，但其在全国市场产品多为高端品，外地消费者对高端黄酒的忠诚度不高，在经济调整中消费转换的可能性较高。尽管我们相信古越龙山作为龙头黄酒企业，销售的抗风险能力更强，但是我们认为其销售收入也难以维持 10% 以上的增长。所以，我们下调公司 08-09 年瓶装酒增速至 8.1%、5.1%。

09 年原酒销售堪忧

我们在前期的报告中已经提到，公司原酒销售存在着价格倒挂的情况，加之原酒投资品的性质，使得 09 年原酒销售难以持续 08 年上半年的火爆场面，我们预计 09 年原酒实际销量将出现 50% 的下滑，但是由于公司将 08 年已售出的 1.35 亿元中的部分原酒销售收入计入 09 年，我们预计这一比例将达到 20%，扣除上市公司给予原酒销售公司 8% 的回购外，将为上市公司 09 年贡献 2490 万元的原酒销售收入，加上 09 年本身销售的 5880 万收入，09 年原酒销售收入总计 8370 万元，仅同比下降 16%。我们预计，09 年原酒销售仍将为公司贡献 0.073 元的每股收益。

女儿红资产注入仍存变数

公司在 08 年公告的资产注入计划迟迟没有完成。我们认为在销售压力较大的 09 年，公司可能通过女儿红资产的注入实现公司业绩的增长，我们仍假设女儿红资产在 09 年注入，为上市公司贡献每股收益 0.032 元。

下调投资评级至“中性”

由于行业景气度的大幅度下降及原酒销售的大幅度下滑，我们下调公司 08-10 年每股收益的盈利预测至 0.26 元、和 0.3 元和 0.31 元，应对 08-09 年市盈率分别为 30.5 倍和 26.2 倍，高于可选消费品的平均估值水平，加上公司 09 年女儿红资产注入的不确定性、原酒销售的巨大风险，我们下调评级至“中性”。

投资风险: 若 09 年女儿红资产未能如期注入，将使得公司 09 年至每股收益至 0.27 元，低于预期 0.032 元。

附表 1、盈利预测调整表

	2008E			2009E			2010E		
	调整前	调整后	同比变化	调整前	调整后	同比变化	调整前	调整后	同比变化
销售收入	894	785	-12.2%	1197	975	-18.5%	1284	1010	-21.4%
毛利率	40.1%	39.9%	-0.2%	39.9%	37.5%	-2.4%	42.5%	37.2%	-5.3%
主营业务税金	31	28	-10.5%	40	33	-16.9%	43	34	-20.3%
营销费用	96	93	-3.5%	135	111	-17.9%	148	114	-22.5%
营销费用/销售收入	10.8%	11.8%	1.1%	11.3%	11.3%	0.1%	11.5%	11.3%	-0.2%
管理费用	34	39	14.0%	44	47	6.9%	62	50	-19.7%
管理费用/销售收入	3.8%	5.0%	1.1%	3.7%	4.9%	1.2%	4.9%	5.0%	0.1%
息税前利润	197	153	-22.1%	258	175	-32.3%	292	177	-39.6%
息税前利润率	22.0%	19.5%	-2.5%	21.6%	17.9%	-3.7%	22.8%	17.5%	-5.3%
所得税率	24.1%	23.8%	-0.3%	24.4%	24.0%	-0.4%	24.4%	24.0%	-0.4%
净利润	129	97	-25.2%	175	113	-35.7%	201	114	-43.2%
净利润率	14.5%	12.3%	-2.1%	14.7%	11.6%	-3.1%	15.6%	11.3%	-4.3%
每股收益 (人民币元)	0.35	0.26	-25.2%	0.47	0.30	-35.7%	0.54	0.31	-43.2%

资料来源: 中金公司研究部

附表 2、盈利预测假设及未来盈利预测 (09-10 年资产负债表未加入女儿红资产)

	2005A	2006A	2007A	2008E	2009E	2010E	(单位: 人民币百万元)	2005 A	2006 A	2007 A	2008E	2009E	2010E	
销售收入							损益表							
黄酒销售							主营业务收入							
黄酒销量 (吨)	53000	65000	69000	72450	74623.5	77608.44		609	732	815	785	975	1,010	
(+/-%)		22.6%	6.2%	5.0%	3.0%	4.0%		173	217	302	285	333	341	
黄酒销售单价 (万元/吨)	1.05	1.04	0.90	0.93	0.95	0.98		67	88	110	93	111	114	
(+/-%)		-1.0%	-13.3%	3.0%	2.0%	3.0%		37	43	44	39	47	50	
黄酒销售收入 (百万元)	557.09	676.45	622.93	673.70	707.79	758.18		70	89	148	153	175	177	
(+/-%)		21.4%	-7.9%	8.1%	5.1%	7.1%		37	45	47	31	30	30	
女儿红-假设09年纳入							税前利润							
销量 (吨)			20000	21000	21630	22495.2		42	50	118	130	151	153	
(+/-%)				5.0%	3.0%	4.0%		26	32	89	97	113	114	
单位价格 (万元/吨)			0.75	0.78	0.80	0.82		0.11	0.14	0.38	0.26	0.30	0.31	
(+/-%)				4.0%	2.0%	3.0%		0.20	0.20	0.20	0.13	0.15	0.15	
女儿红收入 (百万元)			150.00	163.80	172.09	184.34	现金流量表							
(+/-%)				9.2%	5.1%	7.1%		经营活动现金流净额	136	105	71	114	88	90
原酒								投资活动现金流净额	-59	-33	183	-	-150	-50
原酒供应量 (吨)				1.63	1.63	1.63		融资活动现金流净额	-62	-95	-247	-78	-78	-85
(+/-%)					0.0%	0.0%		货币资金增加额	14	-23	7	36	-141	-46
单位价格 (万元/吨)				1.52	1.59	1.67		货币资金期初余额	216	229	205	212	248	107
(+/-%)					5.0%	5.0%		货币资金期末余额	230	205	212	248	107	62
原酒销售收入 (百万元)				135	64	60	资产负债表							
(+/-%)					-52.8%	-5.5%		货币资金	229	205	212	248	107	62
占公布供应的销售收入比重				54.7%	24.6%	22.2%		应收帐款	91	116	94	129	160	166
记入上市公司销售收入 (百万元)				100	84	56		存货	890	891	917	899	1,016	1,123
(+/-%)					-15.9%	-33.6%		长期投资合计	92	90	88	94	100	106
利润率								固定资产合计	823	1,011	420	396	423	477
黄酒销售	37.8%	36.0%	41.8%	38.4%	39.0%	39.0%		无形资产及其他资产	2	3	123	121	119	116
女儿红				26.6%	27.3%	27.3%		资产合计						
原酒				49.9%	46.0%	44.3%		2,432	2,408	1,901	1,943	2,081	2,165	
黄酒吨酒成本								短期借款	700	647	430	430	430	430
黄酒销售 (万元/吨)	0.65	0.67	0.53	0.57	0.58	0.60		应付帐款	110	142	146	142	183	191
(+/-%)				9.0%	1.0%	3.0%		应交税金	19	20	21	20	26	28
女儿红				0.57	0.58	0.60		长期借款	110	50	-	-	-	-
(+/-%)					1.0%	3.0%		股本	233	233	233	372	372	372
原酒				0.52	0.54	0.57		储备和未分配利润	946	930	972	881	937	995
(+/-%)					5.0%	5.0%		负债和所有者权益合计						
								2,432	2,408	1,901	1,943	2,081	2,165	

注: 上市公司的原酒交易以黄酒交易公司为平台进行, 上市公司给予交易公司拥有8%的折让
假设上市公司原酒不含包装物吨酒生产升本比上市瓶装酒吨酒生产高50%

资料来源: 公司年报, 中金公司研究部

附表 3、公司各项业务对公司利润贡献拆分

各项业务产分	净利润			每股收益		
	2008E	2009E	2010E	2008E	2009E	2010E
瓶装黄酒销售	62.51	73.86	83.92	0.168	0.198	0.225
原酒销售	34.18	27.08	17.05	0.092	0.073	0.046
女儿红资产注入		11.83	13.07		0.032	0.035
总计	96.69	112.77	114.03	0.26	0.30	0.31

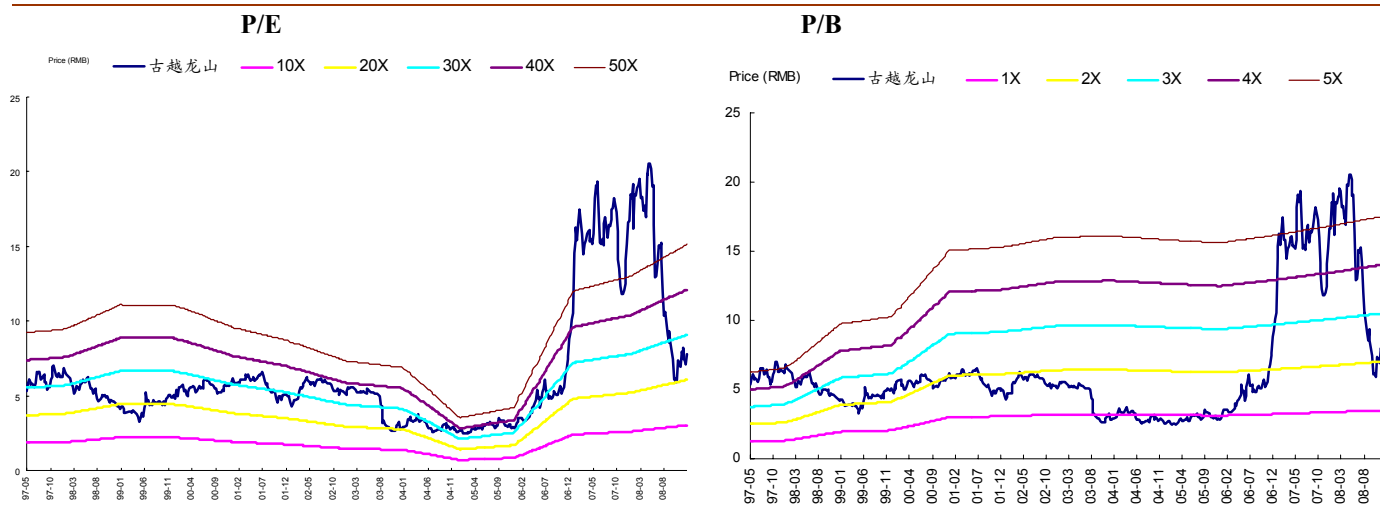
资料来源: 中金公司研究部

附表 4、行业可比公司估值表

公司 (收盘于 2009-1-12)	代码	投资评级	收入 复合增长率 (08-10 %)	每股收益 复合增长率 (08-10 %)	PEG 2008 PER/08-10 CAGR	市盈率			市净率			净资产收益率			股息收益率			EV/EBITDA		
						2008E	2009E	2010E	2008E	2009E	2010E	2008E (%)	2009E (%)	2010E (%)	2008E (%)	2009E (%)	2010E (%)	2008E	2009E	2010E
A股																				
可选消费类																				
贵州茅台	600519.SH	审慎推荐	12.3%	14.4%	1.39	20.1	17.0	15.4	7.8	5.7	4.4	40.0	34.8	29.9	0.8	1.4	1.6	13.2	11.3	10.3
五粮液	000858.SZ	审慎推荐	11.5%	38.3%	0.77	29.4	18.2	15.4	4.7	3.7	3.0	16.1	20.6	19.7	0.0	0.0	0.0	12.9	8.1	6.9
张裕A	000869.SZ	中性	13.5%	18.6%	1.30	24.2	19.9	17.2	8.9	8.0	7.3	36.9	40.4	42.5	3.8	4.6	5.3	16.9	13.8	12.0
金枫酒业	600616.SH	中性	n.m.	0.3%	n.m.	20.4	21.9	20.3	4.5	4.0	3.5	22.1	18.2	17.4	1.7	1.7	1.7	15.1	13.6	12.9
古越龙山	600059.SH	中性	13.4%	8.6%	3.55	30.5	26.2	25.9	2.3	2.2	2.1	7.7	8.6	8.3	2.6	3.1	3.1	12.4	10.9	10.7
可选消费类平均			12.7%	16.0%	1.55	24.9	20.6	18.8	5.7	4.7	4.1	24.6	24.5	23.5	1.8	2.1	2.3	14.1	11.5	10.5
低价快消类																				
三全食品	002216.SZ	中性	16.2%	18.8%	1.74	32.7	28.1	23.2	3.1	2.8	2.5	9.7	10.2	11.0	0.0	0.0	0.0	18.3	14.1	11.1
承德露露	000848.SZ	审慎推荐	7.6%	32.7%	0.75	24.5	18.6	13.9	4.8	4.3	3.8	20.9	24.8	29.2	2.6	3.2	4.3	13.4	10.8	8.5
青岛啤酒	600600.SH	中性	12.3%	28.3%	1.40	39.6	30.3	24.0	4.2	3.9	3.6	10.7	12.9	14.8	1.3	1.7	2.1	12.4	10.2	8.9
燕京啤酒	000729.SZ	中性	13.7%	18.7%	1.64	30.7	26.2	21.8	2.6	1.9	1.7	6.0	6.5	7.4	1.3	1.5	1.8	11.5	9.6	8.6
双汇发展	000895.SZ	中性	8.8%	19.0%	1.50	28.6	21.7	20.2	8.3	7.3	6.8	29.0	33.8	33.9	3.0	4.0	4.3	16.3	12.5	11.6
伊利股份	600887.SH	审慎推荐	7.5%	n.m.	n.m.	n.m.	18.8	14.7	2.8	2.5	2.2	n.m.	13.2	15.0	0.0	1.2	1.7	n.m.	6.8	5.6
光明乳业	600597.SH	回避	0.1%	n.m.	n.m.	n.m.	55.9	36.9	2.3	2.3	2.2	n.m.	4.1	5.9	0.0	0.4	1.1	n.m.	10.1	8.3
低价快消类平均			9.5%	23.5%	1.33	31.2	28.5	22.1	4.0	3.6	3.3	15.3	15.0	16.7	1.2	1.7	2.2	14.4	10.6	8.9
A股覆盖总体平均			10.6%	19.8%	1.42	28.1	25.2	20.7	4.7	4.1	3.6	19.9	19.0	19.6	1.4	1.9	2.3	14.2	11.0	9.6

资料来源: 万德资讯, 中金公司研究部

附图 1、历史价格市盈率、市净率区间



资料来源: 万德资讯, 中金公司研究部

北京

中国国际金融有限公司
中国 北京 100004
建国门外大街1号
国贸大厦2座28层
电话: (8610) 6505-1166
传真: (8610) 6505-1156

中国国际金融有限公司
北京建国门外大街证券营业部
中国 北京 100022
北京市朝阳区建国门外大街甲6号
SK大厦1层
电话: (8610) 8567-9238
传真: (8610) 8567-9169

上海

中国国际金融有限公司
上海分公司
中国 上海 200120
陆家嘴环路1233号
汇亚大厦32层
电话: (8621) 5879-6226
传真: (8621) 5879-7827

中国国际金融有限公司
上海淮海中路证券营业部
中国 上海 200020
淮海中路398号
世纪巴士大厦裙楼1-B、2-B
电话: (8621) 6386-1195
传真: (8621) 6386-1196

香港

中国国际金融(香港)有限公司
国际金融中心第一期29楼
中环港景街1号
香港
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

中国国际金融香港证券有限公司
国际金融中心第一期29楼
中环港景街1号
香港
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

中国国际金融香港资产管理有限公司
国际金融中心第一期29楼
中环港景街1号
香港
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

深圳

中国国际金融有限公司
深圳福华一路证券营业部
中国 深圳 518048
福田区福华一路6号
免税商务大厦裙楼107、201
电话: (86755) 8832-2388
传真: (86755) 8254-8243



本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告亦可由中国国际金融(香港)有限公司和/或中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。本报告的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、刊登、发表或引用。