

古越龙山 (600059): 主业盈利能力提升, 短期估值过高 中性 (下调)

食品行业/黄酒

当前股价: 9.30 元

报告日期: 2009 年 3 月 19 日

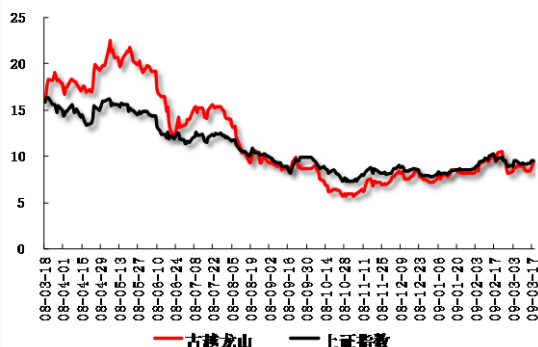
主要财务指标 (单位: 百万元)

	2007A	2008A	2009E	2010E
营业收入	815	748	830	930
(+/-)	10.4%	-8.2%	11.0%	12.0%
营业利润	117	122	139	160
(+/-)	131.6%	5.1%	13.8%	15.1%
归属于母公 司的净利润	89	98	110	126
(+/-)	182.1%	9.8%	12.3%	14.2%
每股收益(元)	0.24	0.26	0.30	0.34
市盈率(倍)	39	35	31	28

公司基本情况 (2008 年 12 月 31 日止)

总股本/已流通股 (万股)	37,248/22,146
流通市值 (亿元)	20.60
每股净资产 (元)	3.37
资产负债率 (%)	29.74

股价表现 (最近一年)



天相消费品组

联系人—施剑刚

021-58824282-8111 shijg@txsec.com

服务热线 010-66045555

- 2008 年, 公司实现营业收入 7.48 亿元, 同比下降 8.23%; 实现归属于母公司的净利润 9811 万元, 同比增长 9.85%, 实现每股收益 0.26 元, 资本公积金转增预案为: 每 10 股转增 5 股。
- 剥离氨纶业务, 黄酒营业收入同比增加16%。**公司主营业务收入同比有所下滑的原因主要是因为上年同期公司仍有 1.79 亿元的氨纶业务收入, 公司于 2007 年 10 月转让了控股子公司绍兴龙山氨纶有限公司 75% 的股权和绍兴龙盛氨纶有限公司 75% 的股权, 不再经营氨纶业务, 主营业务变为单一的黄酒业务。剥离氨纶业务后, 公司围绕黄酒主业展开营销, 黄酒业务销售稳步增长。报告期内, 公司黄酒收入达 7.25 亿元, 较上年同期增长 16.33%。在宏观经济放缓的背景下, 公司的黄酒业务的增速远高于其他同类公司。
- 窖藏资源变现, 原酒销售贡献收益1.06亿元。**公司拥有 24 万吨的原酒库存, 从 08 年 3 月份开始拍卖库存原酒, 销售情况良好。报告期内, 根据《原酒销售协议》和《原酒补充协议》, 公司向绍兴古越龙山原酒经营有限公司销售原酒 9700 万元, 并收取原酒保管费 138 万元。同时, 公司控股 100% 的子公司鉴湖酒厂也向绍兴古越龙山原酒经营有限公司销售原酒 753 万元。2008 年, 因原酒销售给公司带来的收益总计 1.06 亿元。
- 公司归属母公司净利润增速明显高于收入增速。**主要原因有: (1) 资产减值损失发生额大幅下降。报告期内, 公司收回浙江新道恩绍兴酒有限公司的贷款 572 万元, 冲回了坏账准备 380 万元, 同时, 减少了本期的坏账准备; (2) 少数股东损益大幅减少。报告期内, 公司剥离了两家控股 75% 的经营氨纶业务的子公司, 使得少数股东权益减少近 600 万元。剥离氨纶业务后, 公司营业收入虽然同比下降, 但净利润却不降反升, 说明公司主营业务的盈利能力在逐渐加强, 未来的成长可期。
- 加强上游建设, 应对原材料上涨压力。**公司生产的黄酒主要以糯米等为主要材料, 而目前市场粮食价格上涨的预计给公司成本带来潜在的压力。为保证原辅材料的供应及质量, 公司承诺将加强对国内粮食价格走势的跟踪分析, 采取培育和建立无公害粮食原料基地, 从源头上确保产品的品质。同时,

巩固和发展现有的原料供应渠道,通过采购招标等办法降低采购成本,化解成本上涨带来的压力。

- **盈利预测与评级。**黄酒集团承诺在适当的时机以适当的方式增加对公司的持股比例,在一定程度上表明了大股东对公司黄酒业务的看好,也体现出大股东的支持。预计公司09-10年的EPS分别为0.3元和0.34元,当前公司的股价为9.30元,对应的动态PE分别为29X和26X,维持公司“增持”的投资评级。目前公司的估值水平偏高,下调评级为“中性”。
- **风险提示。**(1)黄酒生产成本持续上升可能会压缩公司盈利水平;(2)未来经济增速放缓对黄酒消费产生不利影响;(3)大盘波动对公司股价的影响。

图表 古越龙山盈利预测 (万元)

单位: 万元	2007A	2008A	2009E	2010E
营业收入	81,492	74,781	83,007	92,968
增长率	10.44%	-8.23%	11.00%	12.00%
减:营业成本	48,612	44,264	48,690	54,046
综合毛利率	40.35%	40.81%	41.34%	41.87%
营业税金及附加	2,692	3,498	3,735	4,184
销售费用	11,017	9,343	10,293	11,528
管理费用	4,351	4,552	4,565	5,113
财务费用	4,698	2,138	2,283	2,557
期间费用率	24.62%	21.44%	20.65%	20.65%
投资收益	2,369	728	500	500
营业利润	11,660	12,249	13,941	16,040
增长率	131.59%	5.05%	13.81%	15.06%
加:营业外收入	215	102	208	205
减:营业外支出	120	74	83	186
利润总额	11,754	12,277	14,065	16,059
减:所得税费用	1,475	2,258	2,813	3,212
净利润	10,279	10,019	11,252	12,847
归属母公司所有者的净利润	8,932	9,811	11,014	12,575
增长率	182.14%	9.85%	12.26%	14.18%
少数股东损益	1,348	208	238	272
每股收益	0.24	0.26	0.30	0.34

资料来源:天相投资顾问有限公司

天相投资顾问有限公司投资评级说明

判断依据:

投资建议根据分析师对该股票在12个月内相对天相流通指数的预期涨幅为基准。

	投资建议	预期个股相对天相流通指数涨幅
1	买入	>15%
2	增持	5---15%
3	中性	(-) 5%--- (+) 5%
4	减持	(-) 5%--- (-) 15%
5	卖出	< (-) 15%

重要免责声明

报告所引用信息和数据均来源于公开资料，天相投顾分析师力求报告内容和引用资料和数据客观与公正，但不对所引用资料和数据本身的准确性和完整性作出保证。报告中的任何观点与建议仅代表报告当日的判断和建议，仅供阅读者参考，不构成对证券买卖的出价或询价，也不保证对作出的任何建议不会发生任何变更。阅读者根据本报告作出投资所引致的任何后果，概与天相投资顾问有限公司及分析师无关。

本报告版权归天相投顾所有，为非公开资料，仅供天相投资顾问有限公司客户使用。未经天相投顾书面授权，任何人不得以任何形式传送、发布、复制本报告。天相投顾保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

天相投资顾问有限公司

北京富凯	地址：北京市西城区金融大街 19 号富凯大厦 B 座 701 室 电话：010-66045566 传真：010-66573918 邮编：100140
北京新盛	地址：北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 4 层 电话：010-66045566; 66045577 传真：010-66045500 邮编：100140
北京德胜园	地址：北京市西城区新街口外大街 28 号 A 座五层 电话：010-66045566 传真：010-66045700 邮编：100088
上海天相	地址：上海浦东南路 379 号金穗大厦 12 楼 D 座 电话：021-58824282 传真：021-58824283 邮编：200120
深圳天相	地址：深圳市福田区振中路中航苑鼎诚国际大厦 2808 室 电话：0755-83234800 传真：0755-82709089 邮编：518041
山东天相	地址：济南市舜耕路 28 号舜华园小区朝 3C 电话：0531-82602582 传真：0531-82602622 邮编：250002