

酒类行业

李辉

010-88092288-3612

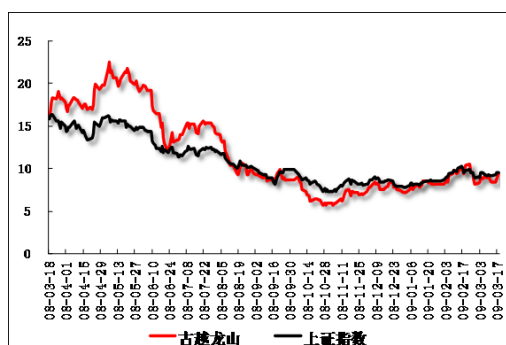
Beldayj@hotmail.com

古越龙山（600059）：地域之殇

2009 年 3 月 19 日

持有

相对指数表现



摘要：

- 古越龙山（600059）2008 年实现主营业务收入7.48 亿元，同比下降8.23%；利润总额1.23亿元，同比增长4.45%；归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润9811 万元，同比增长9.85%；实现基本每股收益EPS 0.26元。资本公积金转增预案为：每10股转增5股。
- 公司08年业绩受治于浙江地域经济调整，原酒拍卖的冻结直接导致了08下半年的微盈利，女儿红的收购计划尚存变数。
- 若公司09年能按预期完成销售目标；在不考虑非经常性损益的情况下，2009 年的EPS 可达0.29元，PE可达35倍。鉴于黄酒行业整体估值溢价偏高，目前其估值水平在黄酒行业偏高，与同类可比公司相比优势不明显。予以“持有”评级。

古越龙山（600059）2008 年实现主营业务收入7.48 亿元，同比下降 8.23%；利润总额1.23 亿元，同比增长4.45%；归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润9811 万元，同比增长9.85%；实现基本每股收益EPS 0.26元。

盈利预测

	08A	09E	10E
营业收入(百万元)	747	835	914
营业成本(百万元)	442	507	557
净利润(百万元)	100	108	117
总股本（百万股）	372	372	372
每股收益(元)	0.26	0.29	0.31
市盈率	38	35	32

注：股价为2009 年3月19日收盘价

受区域经济调整影响较大

我国黄酒消费具有很强的区域性特征，70%以上的消费量集中在浙江、上海、江苏等长三角地区。由于消费的区域性特征，与白酒、啤酒、葡萄酒等全国性消费的主流酒种相比，黄酒的销售收入及利润的规模相差较大。针对这个问题，古越龙山两年前就开始在全国市场拓展，与法国卡慕合作进入全球3000 多家免税店、与华泽集团合作推出超高端黄酒、推出屋里厢老酒系列主攻上海市场都为公司未来几年发展奠定坚实基础。公司连续几年通过央视这一全国性的优势广告平台，对产品和品牌做强势宣传。另外，公司自08年1月起，多次对内销产品和外销产品进行提价，调整优化产品结构，理顺产品价格体系，提升产品档次。但从目前来看，黄酒区域性的限制仍然还没有获得根本性的改变，黄酒的销售、利润仍将集中在浙江、上海、江苏三地。

在浙江本地市场拥有30%以上的市场份额的古越龙山，公司酒类销售收入的40%以上都来自浙江市场，08 年四季度浙江经济调整幅度较高，波及区域性品种的销售，直接影响到公司08年下半年的盈利。

原酒销售依赖过大

由于黄酒都是陈年酒，陈年越久质量越高，因此原酒的来源和质量保证是稳定生产的基础，尤其是对生产5年及以上的中高端陈年酒而言。古越龙山拥有全国规模最大，总量高达24 万吨的原酒库存，远高于会稽山12万吨及金枫酒业9万吨左右的原酒库存。其中，公司原酒库存中高质量、高价值的5年及以上的陈年酒总量达17万吨，占比超过70%，其中10年以上的高质量的陈年酒总量达到11万吨，占总库存量的45%，远高于会稽山及金枫酒业的库存量。公司开通原酒交易，推动库存原酒流通，2008年，因原酒销售给公司带来的收益总计1.06

亿元。但原酒交易的价格、规模、持续性有较大的不确定性，公司原酒拍卖的冻结直接导致了公司在下半年几乎是无盈利。

收购‘女儿红’尚存在不确定因素

08 年公司虽然剥离了氨纶业务，但是由于公司对女儿红的收购计划，管理费用和财务费用相对于单纯的黄酒业务大概有10%的增幅。公司收购女儿红后产品线将得到丰富，未来公司旗下将拥有“古越龙山”、“鉴湖”、“沈永和”、“状元红”和“女儿红”等多个知名黄酒品牌。但考虑到收购成本和整合时间，此项收购近2年对公司业绩贡献不会太大。而整个黄酒行业最大的壁垒就是市场开拓，因此公司如何运作才能发挥整合效应是值得关注的问题。08 年由于国资委对女儿红审批手续的拖延，导致资产注入仍未完成。若没有女儿红的资产注入，公司09 年净利润将出现同比下降2.6%。

同业竞争压力大

上海市场由于有良好的消费基础及消费能力，成为黄酒企业的兵家必争之地。金枫酒业以及被金枫酒业成功并购的“和酒”，由于在这一轮黄酒消费快速消费增长的过程中成功把握住机会，在产品创新及管道建设上更胜一筹，成功占领了上海市场超过60%的市场份额，尤其是在中高档产品消费为主的餐饮管道上，优势更为明显。在产品结构上，金枫酒业成功实现以中高档产品为主的销售结构，使整体销售的毛利率维持在60%左右的高水平，较目前古越龙山40%左右的毛利率高了近20个百分点。

古越龙山针对这一问题，对上海市场做了重点部署。在重点推广五年陈、八年陈及十年陈产品的同时，推出了具有时尚口味特色改良型的品种“东方原酿”系列。同时，与华泽集团合作，采用华泽集团惯用的贴牌模式，推出专门针对上海市场的品牌“屋里厢”，直接与金枫酒业的主打品牌“石库门”竞争。由于公司产品还是具有很强的品牌影响力，在多管齐下的强大的推动下，预计公司产品未来上海市场的增长能保持在25%以上，并持续扩大在上海的市场份额。同时，由于重点推广中高档的产品系列，在上海市场的销售毛利率也有望继续回升，并最终接近金枫酒业55%-60%的毛利率水平。

结论

若公司09年能按预期完成销售目标；在不考虑非经常性损益的情况下，2009 年的EPS 可达0.29元，PE可达35倍。鉴于黄酒行业整体估值溢价偏高，目前其估值水平在黄酒行业偏高，与同类可比公司相比优势不明显。予以“持有”评级。

西南证券投资评级说明

类别	级别	涵义
公司	强烈买入	股价明显低估，未来6月内有30%的涨幅
	增持	股价明显被低估，未来6月内有15%的涨幅
	持有	股价定位合理，未来6月内股价波动在-5%--10%之间
	谨慎持有	股价基本合理，未来6月内股价波动在5% -- -10%之间
	卖出	股价被高估，未来6月可能出现-15%以上的跌幅
	强烈卖出	股价明显高估，未来6月内有-30%的跌幅
行业	强于大市	行业基本面向好，未来6个月内，行业指数将跑赢综合指数
	跟随大市	行业基本面稳定，未来6个月内，行业指数将跟随综合指数
	弱于大市	行业基本面向淡，未来6个月内，行业指数将跑输综合指数

重要声明

本报告内容及观点仅供参考，不构成任何投资建议，报告中所引用信息均来自市场公开资料，我公司对所引用信息的准确性和完整性不作任何保证。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投资银行业务服务。本报告未经许可不得翻版、复制、刊登、发表或引用。

西南证券研究发展中心

北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 4 层

邮编：100032

电话：（010）88092288-3217、3507

邮箱：market@swsc.com.cn

网址：<http://yf.swsc.com.cn/>