



2009 年 4 月 22 日

食品饮料

业绩回顾

袁霏阳

分析员

yuanfy@cicc.com.cn

孙轶佳

联系人

sunyj@cicc.com.cn

中性

古越龙山(600059.CH)

原酒利润不在，亮丽业绩既逝

主要财务信息

(单位: 人民币百万元)	2006 A	2007 A	2008 A	2009E	2010E
主营业务收入	732	815	748	895	915
(+/-%)	20.2	11.3	-8.2	19.7	2.2
主营业务利润	217	302	270	307	300
(+/-%)	25.4	39.1	-10.5	13.6	-2.2
净利润	32	89	98	111	103
(+/-%)	24.2	176.4	9.8	13.2	-6.9
每股收益 (元)	0.14	0.38	0.26	0.30	0.28
(+/-%)	24.2	176.4	-31.3	13.2	-6.9
每股经营现金流 (元)	0.45	0.30	0.56	0.16	0.15
市盈率 (倍)	81.0	29.3	42.7	37.7	40.5
市净率 (倍)	2.2	2.1	3.3	3.1	3.0
股价/经营现金流	25.0	36.9	20.2	71.9	74.2
EV/EBITDA (倍)	27.1	20.0	24.9	21.9	22.7
净资产收益率 (%)	2.8	7.4	7.8	8.5	7.6
投入资本回报率 (%)	4.0	8.3	7.8	8.1	7.3
股息收益率 (%)	1.8	1.8	0.0	2.1	2.0

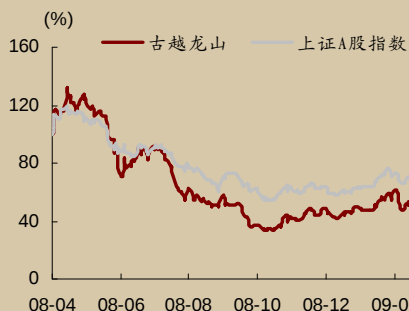
股票信息

A股	
股票代码	600059CH
当前股价	人民币 11.24
日成交量 (百万股)	15.64
52周最高价/最低价	人民币 23.75/5.5
总市值 (百万元)	4,187
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%)

最近估值走势

	1周内变化	1个月变化	3个月变化	年初至今
古越龙山	6.0%	20.7%	36.6%	58.1%
上证A股指数	1.3%	11.2%	27.7%	39.2%
中金食品饮料指数	3.2%	15.6%	29.2%	32.9%

52周估值走势



资料来源: 彭博资讯、公司信息、中金公司研究部

09 年一季度业绩符合预期

09 年一季度公司实现销售收入 2.38 亿元，同比下滑 20.9%，实现净利润 2295 万元，同比下滑 46.8%，对应每股收益 0.062 元，与我们预期一致。

业绩亮点:

- 短期解禁压力有限。公司第一大股东中国绍兴黄酒集团承诺将其持有的于 2009 年 3 月解禁的 15102.24 万股股权继续锁定两年，并承诺适时增加对上市公司的持股比例。

不足之处:

- 原酒销售停滞导致业绩大幅下滑。09 年一季度公司销售收入同比减少 6300 万元，以 50% 毛利率推算，公司减少原酒销售毛利润 3150 万元，与实际 3350 万元毛利润减少基本一致。公司销售和管理费用同比持平，显示公司收入和利润下滑基本来自原酒销售下滑。
- 预收帐款减少，公司平滑 09 年业绩。公司 09 年一季度公司经营性现金流同比减少 9645 万元，我们推测公司原酒的实际销售同比减少 9600 亿元，而预收帐款与年初相比减少 2185 万元，而往年公司一季度减少的预收帐款将不超过 600 万元，推测公司或将存在至少 1500 万元左右的原酒销售平滑，公司实际销售利润比报表利润减少 563 万元。(1500 万元*50%*75%=563 万元)
- 瓶装酒销售去年同期基本持平。公司一季度瓶装酒销售基本保持稳定，与去年同期未有所改观。通过公司 09 年一季度同比持平的销售费用和管理费用可以推测公司并未曾着力推广市场，瓶装酒销售基本稳定。

可预见趋势

- 原酒开售，销售清淡。09 年 3 月，公司已开始原酒销售，供应量均 58% 的下滑，与我们预期一致。在原酒价格倒挂、投资品炒作热情有限的情况下，公司原酒销售仍将保持同比下滑的清淡态势。
- 业绩增长仍需“女儿红”助力。虽然上市公司 09 年的收入增速目标为 11%，但是今年一季度瓶装酒销售持平，原酒销售停滞，我们认为若没有女儿红资产的注入，恐难完成收入增长目标。

估值与评级

当前股价下，公司今明两年市盈率分别为 37.7 倍和 40.5 倍，处于可选消费高端，同时公司原酒销售有低于预期的可能，我们维持“中性”的投资评级。

图表 1: 09 年一季度业绩分析

	1Q2008	1Q2009	同比变化	评论
营业收入	301.1	238.1	-20.9%	销售下滑主要原酒销售下滑
营业成本	187.4	157.9	-15.7%	
毛利润	113.7	80.1	-29.5%	销售下滑主要原酒销售下滑
毛利润率	37.7%	33.7%	-4.1%	原酒销售记入收入的减少影响公司毛利率水平
营业税金及附加	15.9	11.6	-26.9%	
销售费用	21.6	21.2	-1.8%	瓶装酒费用基本与去年同期一致
销售费用/销售收入	7.2%	8.9%	1.7%	原酒销售记入收入的减少影响公司毛利率水平
管理费用	11.2	11.2	-0.1%	瓶装酒费用基本与去年同期一致
管理费用/销售收入	3.7%	4.7%	1.0%	原酒销售记入收入的减少影响公司毛利率水平
财务费用	6.5	4.6	-29.4%	
营业利润	58.5	31.5	-46.1%	
营业利润率	19.4%	13.2%	-6.2%	
利润总额	58.2	31.3	-46.2%	
所得税	14.5	7.9	-45.6%	
所得税率	24.9%	25.2%	0.3%	
净利润	43.1	22.95	-46.8%	
净利润率	14.3%	9.6%	-4.7%	
总股本	233	372	-37.5%	
每股收益	0.185	0.062	-66.7%	

资料来源: 公司数据, 中金公司研究部

图表 2: 盈利预测及假设, 主要财务指标和盈利预测

	2005A	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E	(单位: 人民币百万元)	2005 A	2006 A	2007 A	2008 A	2009E	2010E
销售收入							损益表						
黄酒销售							主营业务收入	609	732	815	748	895	915
黄酒销量 (吨)	53000	65000	69000	69000	70380	73195.2	主营业务利润	173	217	302	270	307	300
(+/-%)		22.6%	6.2%	0.0%	2.0%	4.0%	营业费用	67	88	110	93	104	106
黄酒销售单价 (万元/吨)	1.05	1.04	0.90	0.91	0.91	0.92	管理费用	37	43	44	46	44	45
(+/-%)		-1.0%	-13.3%	0.3%	1.0%	1.0%	营业利润	70	89	148	131	159	149
黄酒销售收入 (百万元)	557.09	676.45	622.93	625.05	643.93	676.38	财务费用	37	45	47	21	16	16
(+/-%)		21.4%	-7.9%	0.3%	3.0%	5.0%	税前利润	42	50	118	123	149	139
女儿红-假设09年纳入							净利润	26	32	89	98	111	103
销量 (吨)			20000	21000	21630	22495.2	每股盈利 (元)	0.11	0.14	0.38	0.26	0.30	0.28
(+/-%)				5.0%	3.0%	4.0%	每股股利 (元)	0.20	0.20	0.20	-	0.15	0.14
单位价格 (万元/吨)			0.75	0.78	0.80	0.82	现金流量表						
(+/-%)				4.0%	2.0%	3.0%	经营活动现金流净额	136	105	71	207	58	56
女儿红收入 (百万元)		150.00	163.80	172.09	184.34		投资活动现金流净额	-59	-33	183	-21	-150	-50
(+/-%)				9.2%	5.1%	7.1%	融资活动现金流净额	-62	-95	-247	-224	-21	-70
原酒							货币资金增加额	14	-23	7	-38	-113	-64
原酒供应量 (吨)				1.63	0.68	0.68	货币资金期初余额	216	229	205	212	174	62
(+/-%)					-58.1%	0.0%	货币资金期末余额	230	205	212	174	62	-2
单位价格 (万元/吨)				1.52	1.38	1.38	资产负债表						
(+/-%)					-8.7%	0.0%	货币资金	229	205	212	174	62	-2
原酒销售收入 (百万元)				135	52	52	应收账款	91	116	94	77	92	94
(+/-%)					-61.8%	0.0%	存货	890	891	917	904	1,044	1,164
占公有的销售收入比重				54.7%	54.7%	54.7%	长期投资合计	92	90	88	82	88	94
记入上市公司销售收入 (百万元)				100	73	48	固定资产合计	823	1,011	420	410	451	509
(+/-%)					-27.2%	-34.3%	无形资产及其他资产	2	3	123	125	122	120
利润率							资产合计	2,432	2,408	1,901	1,831	2,003	2,079
黄酒销售	37.8%	36.0%	41.8%	39.3%	39.3%	38.1%	短期借款	700	647	430	260	260	260
女儿红				29.5%	30.2%	30.2%	应付账款	110	142	146	177	223	233
原酒				51.9%	47.1%	41.9%	应交税金	19	20	21	13	16	17
黄酒吨酒成本							长期借款	110	50	-	5	5	5
黄酒销售 (万元/吨)	0.65	0.67	0.53	0.55	0.56	0.57	股本	233	233	233	372	372	372
(+/-%)				4.7%	1.0%	3.0%	储备和未分配利润	946	930	972	884	939	992
女儿红				0.55	0.56	0.57	负债和所有者权益合计	2,432	2,408	1,901	1,831	2,003	2,079
(+/-%)					1.0%	3.0%							
原酒				0.49	0.52	0.55							
(+/-%)					5.0%	5.0%							

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%的让价
假设上市公司原酒不含包装物吨酒生产生比上市瓶装酒吨酒生产高50%

资料来源: 中国黄酒交易网, 中金公司研究部

图表 3: 古越龙山 09 年原酒供应量下降 58%

08年				09年			09年同比变化			备注
名称	销售价格 (元/KG)	供应量 (吨)	供应金额 (百万)	销售价格 (元/KG)	供应量 (吨)	供应金额 (百万)	销售价格 同比变化	供应量 同比变化	供应金额 变化	
1977年原酒	736	5	36.8	1977年原酒	1098	1.5	49.2%	-70.0%	-55.2%	09年供应方案：1977年、1987年和1997年的原酒限量供应，我们假设供应量同比减少70%。
1987年原酒	268	10	26.8	1987年原酒	378.8	3	41.3%	-70.0%	-57.6%	
1997年原酒	118.8	100	118.8	1997年原酒	136.2	30	14.6%	-70.0%	-65.6%	
1998年原酒	77.8	200	155.6	1998年原酒	88.8	50	14.1%	-75.0%	-71.5%	
1999年原酒	54	200	108	1999年原酒	59.8	50	10.7%	-75.0%	-72.3%	
2000年原酒	36.7	300	110.1	2000年原酒	42.2	100	15.0%	-66.7%	-61.7%	
2001年原酒	27.5	500	137.5	2001年原酒	31.6	100	14.9%	-80.0%	-77.0%	
2002年原酒	21.6	1000	216	2002年原酒	24.8	100	14.8%	-90.0%	-88.5%	
2003年原酒	17.5	1000	175	2003年原酒	20.2	200	15.4%	-80.0%	-76.9%	
2004年原酒	14.6	1000	146	2004年原酒	16.8	200	15.1%	-80.0%	-77.0%	
2005年原酒	12.4	3000	372	2005年原酒	14.2	500	14.5%	-83.3%	-80.9%	
2006年原酒	10.6	3000	318	2006年原酒	12.2	500	15.1%	-83.3%	-80.8%	
2007年原酒	9.2	6000	552	2007年原酒	10.6	1000	15.2%	-83.3%	-80.8%	
				2008年原酒	9.8	4000				
总计	151.6	16315	2472.6	总计	138.4	6835	-8.7%	-58.1%	-61.8%	
不含08年原酒	151.6	16315	2472.6	不含08年原酒	195.3	2835	28.9%	-82.6%	-77.6%	

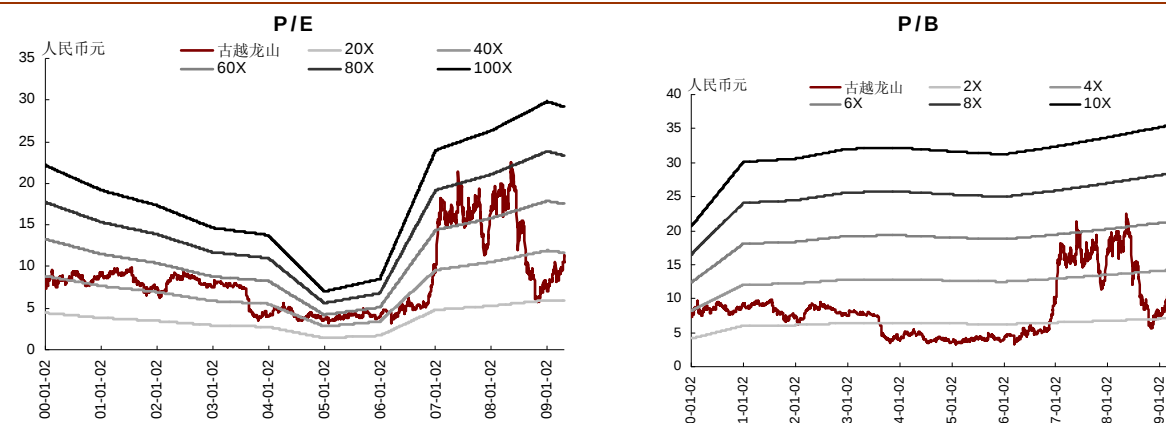
资料来源：中国黄酒交易网，中金公司研究部

图表 4: A 股覆盖食品饮料公司估值比较

公司 (收盘于2009-4-21)	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	中性	9.5%	12.3%	2.57	31.6	27.2	25.0	10.4	8.0	6.4	33.8	30.3	26.5	0.7	0.9	1.1	21.2	18.1	16.7
五粮液	000858.SZ	审慎推荐	11.1%	35.4%	0.99	35.1	22.8	19.1	5.5	4.5	3.7	15.9	19.9	19.5	0.3	0.5	0.5	16.3	10.4	8.7
张裕A	000869.SZ	中性	7.7%	8.8%	3.35	29.5	27.2	24.9	10.4	9.2	8.1	35.2	33.7	32.5	2.4	2.6	2.8	21.1	19.0	17.4
金枫酒业	600616.SH	中性	n.m.	1.6%	n.m.	27.3	28.5	26.5	6.3	5.5	4.9	23.0	19.4	18.3	1.3	1.3	1.3	19.9	20.0	18.3
古越龙山	600059.SH	中性	10.6%	2.7%	16.04	42.7	37.7	40.5	3.3	3.1	3.0	7.8	8.5	7.6	0.0	2.1	2.0	24.9	21.9	22.7
可选消费类平均			9.7%	12.1%	2.74	33.2	28.7	27.2	7.2	6.1	5.2	23.1	22.4	20.9	0.9	1.5	1.5	20.7	17.9	16.8
低价快消类																				
三全食品	002216.SZ	中性	16.2%	18.8%	2.00	37.6	32.3	26.7	3.6	3.2	2.9	9.7	10.2	11.0	0.0	0.0	0.0	21.0	16.2	12.8
承德露露	000848.SZ	审慎推荐	1.7%	24.1%	1.21	29.2	24.6	19.0	5.3	4.9	4.4	18.9	20.5	24.1	2.4	2.4	3.2	14.7	12.7	10.5
青岛啤酒	600600.SH	中性	11.9%	26.0%	1.81	47.1	36.3	29.6	5.4	4.9	4.5	11.5	13.6	15.1	1.0	1.3	1.6	18.6	12.5	11.1
燕京啤酒	000729.SZ	中性	13.7%	18.7%	1.81	33.8	28.8	24.0	2.8	2.0	1.9	6.0	6.5	7.4	1.2	1.4	1.7	12.5	10.5	9.4
珠江啤酒	000895.SZ	中性	10.1%	18.5%	1.69	31.3	24.0	22.3	9.1	7.4	6.3	29.2	31.0	28.5	1.7	2.2	2.3	17.6	13.8	12.5
伊利股份	600887.SH	审慎推荐	7.5%	n.m.	n.m.	n.m.	30.1	23.5	4.4	4.0	3.5	n.m.	13.2	15.0	0.0	0.7	1.1	n.m.	10.3	8.6
光明乳业	600597.SH	回避	5.8%	n.m.	n.m.	n.m.	52.0	38.7	3.7	3.4	3.2	n.m.	6.6	8.2	0.0	0.3	0.7	n.m.	13.2	11.1
低价快消类平均			9.5%	21.2%	1.69	35.8	32.6	26.3	4.9	4.3	3.8	15.1	14.5	15.6	0.9	1.2	1.5	16.9	12.7	10.8
A股覆盖总体平均			9.6%	16.7%	2.07	34.5	31.0	26.7	5.9	5.0	4.4	19.1	17.8	17.8	0.9	1.3	1.5	18.8	14.9	13.3

资料来源：彭博资讯，中金公司研究部

图表 5: 历史市盈率市净率区间



资料来源：彭博资讯，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。