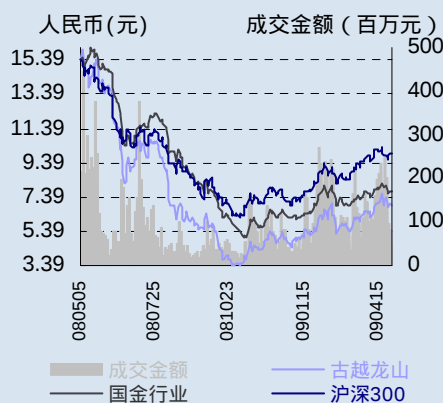


2009 年 05 月 01 日

市场数据(人民币)

市价(元)	6.88
已上市流通A股(百万股)	332.19
总市值(百万元)	3,843.99
年内股价最高最低(元)	16.01/3.39
沪深 300 指数	2622.93
上证指数	2477.57
2007 年股息率	0.65%


相关报告

- 1 《半年报符合预期 下半年会更好》，2008.7.23
- 2 《销售态势上升明显 值得投资者关注》，2008.6.16
- 3 《连续涨价背后蕴含深意》，2008.5.6

陈钢

 (8621)61038215
 cheng@gjzq.com.cn

联系人：朱莉

 (8621)61038271
 zhuli@gjzq.com.cn

中国上海黄浦区中山南路 969 号谷泰滨江大厦 15A 层 (200011)

古越龙山 (600059.SH)

——等待经济复苏

卖出

减持

持有

买入

强买

公司基本情况(人民币)

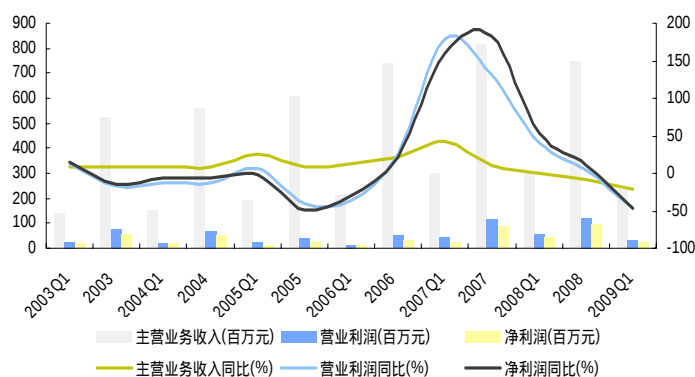
项 目	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
摊薄每股收益(元)	0.139	0.384	N/A	0.233	0.248	0.282
净利润增长率	24.18%	176.24%	N/A	32.56%	6.68%	13.68%
市场 EPS 预测均值(元)	N/A	N/A	N/A	0.185	0.196	N/A
市盈率(倍)	117.65	69.70	N/A	29.53	27.68	24.35
行业优化市盈率(倍)	75.88	91.28	69.19	69.19	N/A	N/A
市场优化市盈率(倍)	25.86	45.72	20.60	20.60	N/A	N/A
PE/G(倍)	4.87	0.40	N/A	0.91	4.14	1.78
已上市流通A股(百万股)	138.41	138.41	221.46	221.46	221.46	221.46
总股本(百万股)	232.80	232.80	372.48	559.00	559.00	559.00

来源：公司年报、国金证券研究所 注：“市场 EPS 预测均值”取自“朝阳永续一致预期数据”

基本结论

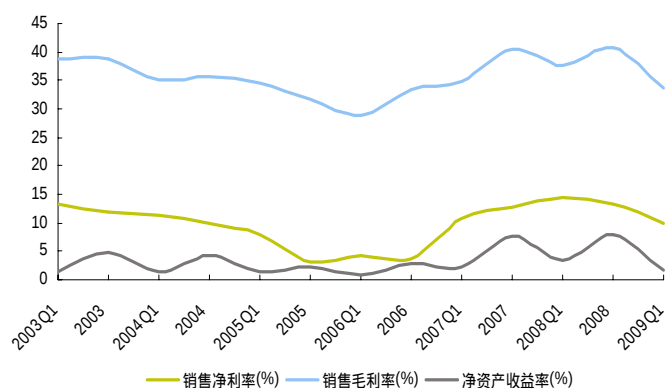
- 08 年公司实现销售收入 7.48 亿元，同比下滑 8.23%；实现净利润 9811 万元，同比增长 9.84%。09 年一季度公司实现销售收入 2.38 亿元，同比下滑 20.9%，实现净利润 2295 万元，同比下滑 46.8%。
 - ◆ 公司 08 年黄酒实现销售 7.25 亿元，同比增长 16.3%，其中下半年黄酒业务销售同比下滑 17.1%，四季度黄酒销售同比下滑 43.4%。
- 我们判断造成公司黄酒销售增长下滑原因有：
 - ◆ 全球经济危机特别是对浙江影响也较大，而公司产品主要集中在江浙沪。
 - ◆ 经济减速影响使得原本积极参与公司原酒交易的大客户变少。
 - ◆ 经济减速使得企业在业绩释放方面变得谨慎。
- 从我们跟踪的近一两年黄酒销售以及消费者行为来分析，黄酒区域性问題仍然没有得到有效解决。我们以前认为原酒交易，包括大量社会资金的参与将会使得黄酒能复制当年普洱茶成名之路，但金融危机使得此事中断。总体而言，我们认为黄酒目前最大的问题仍然是参与的产业资金太少，这几家企业的盈利不足以向全国人民宣传黄酒。当然，黄酒行业几家厂商之间的相互竞争也使得大家没有太多心思做全国性的市场。如果我们假设绍兴的几家黄酒企业联合起来，一起宣传原产地和黄酒文化，包括持续提价也将成为一种可能，这在一定程度将颠覆未来行业竞争力。
- 在 2008 年的销售收入 1.35 亿元中，约有 1 亿元计入到上半年，其余将放到 2009 年中，同时如果女儿红的 95%股权能顺利放进上市公司，有可能实现公司所披露的实现 09 年黄酒销售收入 8 亿元，同比增长 11%的目标。

图表1：公司近几年一季度主营经济指标

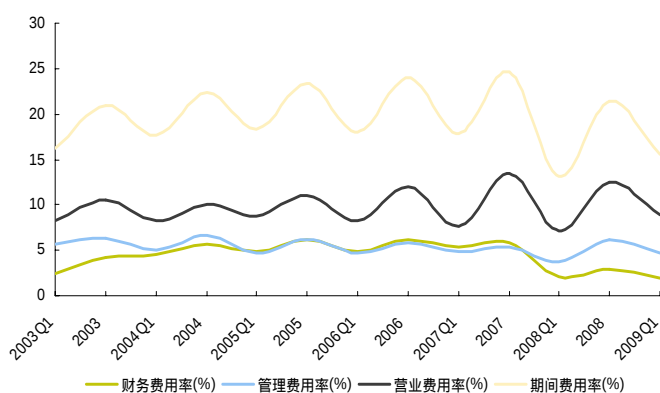


来源：国金证券研究所

图表2：公司近几年一季度主营盈利指标

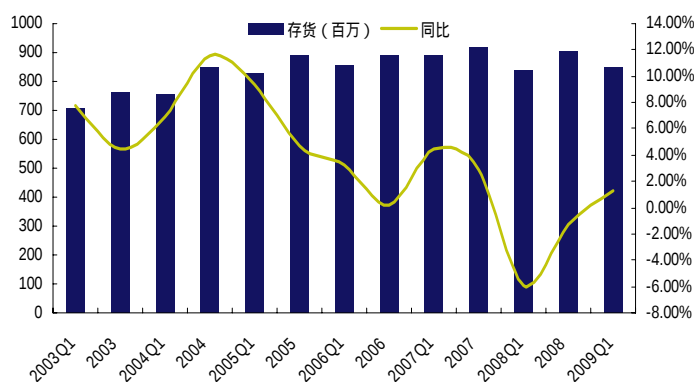


图表3：公司近几年一季度费用指标



来源：国金证券研究所

图表4：公司近几年一季度存货数据

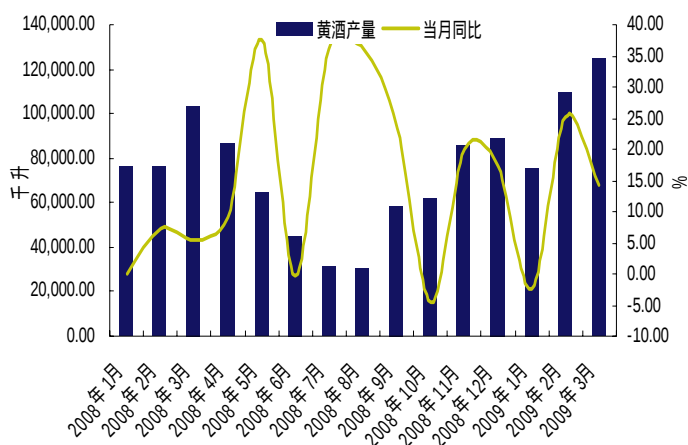


图表5：公司2008 和2009 年一季度利润简表

单位:百万元	2009Q1	2008Q1	同比变化
销售收入	238.08	301.09	-20.93%
毛利率	33.66	37.75	-10.82%
毛利	80.15	113.65	-29.48%
营业费用	21.24	21.63	-1.77%
营业费用率	8.92	7.18	24.23%
管理费用	11.17	11.18	-0.09%
管理费用率	4.69	3.71	26.35%
财务费用	4.59	6.50	-29.44%
财务费用率	1.93	2.16	-10.76%
营业利润	31.53	58.46	-46.07%
营业利润率	13.24	19.42	-31.79%
税前利润	31.28	58.16	-46.23%
税前利润率	13.14	19.32	-32.00%
所得税率	25.18	24.87	1.24%
净利润	22.95	43.10	-46.76%
净利率	9.83	14.51	-32.28%

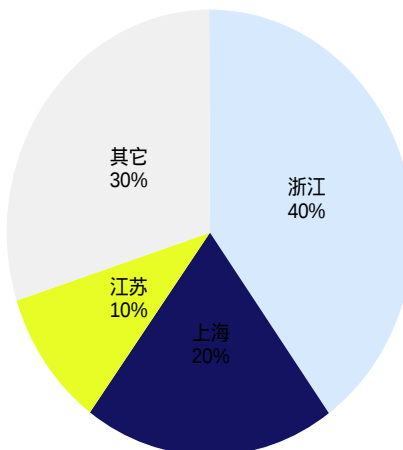
来源：国金证券研究所

图表6：黄酒月度产量数据

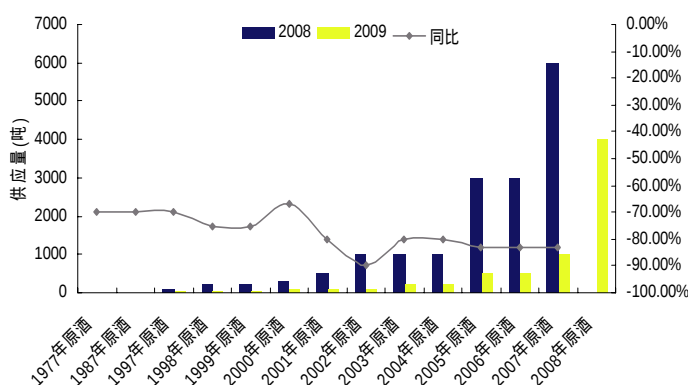


来源：国金证券研究所

图表7：公司产品销售区域

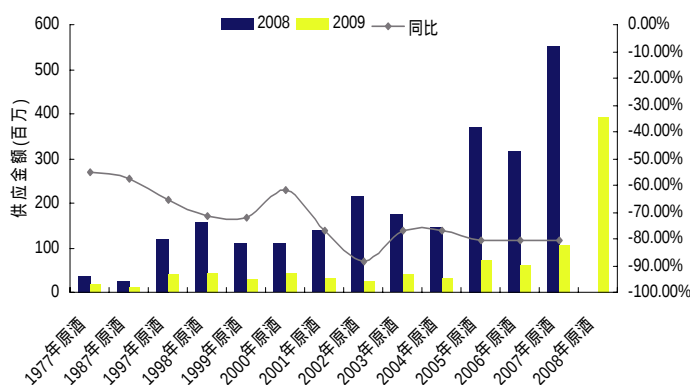


图表8：公司近两年原酒供应量



来源：国金证券研究所

图表9：公司近两年原酒供应额



图表10：公司产品在主要销售区域渠道分布

	餐饮	商超	其它渠道
上海	25%	55%	20%
浙江	20%	20%	60%

来源：国金证券研究所

- 08 年由于国资委对女儿红审批手续的拖延，使得此资产注入一直没得到解决，我们判断今年完成的可能性较大。
- 公司 09 年也计划投资年产五万吨轻量薄壁玻璃瓶项目，这主要为了保证生产旺季时女儿红和公司产品包装的及时供应。
- 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。公司 08 年分配方案为 10 股转增 5 股。这些因素叠加到一起，使得公司股票一度成为资金追逐的热点。
- 我们认为短期内公司销售经营将趋于稳定，不会出现较大波动，我们预测公司 2009、2010、2011 年的业绩为 0.233、0.248、0.282 元/股，对应市盈率为 29.53、27.68、24.35。尽管从估值角度来分析公司股票并无太大投资价值，但考虑到公司行业龙头地位以及未来仍然较大改善空间，我们仍然给予其买入评级。

附录：三张报表预测摘要

损益表（人民币百万元）

	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
主营业务收入	732	815	748	1,098	1,177	1,306
增长率		11.3%	-8.2%	46.9%	7.2%	11.0%
主营业务成本	-490	-486	-443	-664	-710	-784
% 销售收入	66.9%	59.7%	59.2%	60.5%	60.4%	60.0%
毛利	242	329	305	434	466	522
% 销售收入	33.1%	40.3%	40.8%	39.5%	39.6%	40.0%
营业税金及附加	-25	-27	-35	-37	-40	-44
% 销售收入	3.4%	3.3%	4.7%	3.4%	3.4%	3.4%
营业费用	-88	-110	-93	-141	-152	-169
% 销售收入	12.0%	13.5%	12.5%	12.8%	12.9%	13.0%
管理费用	-43	-44	-46	-68	-74	-83
% 销售收入	5.9%	5.3%	6.1%	6.2%	6.3%	6.4%
息税前利润（EBIT）	86	148	131	188	201	225
% 销售收入	11.8%	18.2%	17.6%	17.1%	17.0%	17.2%
财务费用	-45	-47	-21	-15	-17	-16
% 销售收入	6.1%	5.8%	2.9%	1.3%	1.4%	1.2%
资产减值损失	0	-8	5	-1	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	6	24	7	20	20	20
% 税前利润	12.1%	20.2%	5.9%	10.4%	9.8%	8.7%
营业利润	47	117	122	192	204	229
营业利润率	6.5%	14.3%	16.4%	17.5%	17.3%	17.5%
营业外收支	3	1	0	0	0	0
税前利润	50	118	123	192	204	229
利润率	6.8%	14.4%	16.4%	17.5%	17.3%	17.5%
所得税	-22	-15	-23	-48	-51	-57
所得税率	43.5%	12.5%	18.4%	25.0%	25.0%	25.0%
净利润	28	103	100	144	153	172
少数股东损益	-4	13	2	14	14	14
归属于母公司的净利	32	89	98	130	139	158
净利率	4.4%	11.0%	13.1%	11.8%	11.8%	12.1%

现金流量表（人民币百万元）

	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
净利润	32	103	100	144	153	172
少数股东损益	-4	0	0	0	0	0
非现金支出	68	74	35	63	61	61
非经营收益	39	15	14	3	3	2
营运资金变动	-30	-121	60	-114	-60	-96
经营活动现金净流	105	71	209	96	157	139
资本开支	-54	-19	-61	-28	-24	-25
投资	6	114	21	-1	0	0
其他	15	88	19	20	20	20
投资活动现金净流	-33	183	-21	-9	-4	-5
股权募资	0	0	7	0	-126	0
债权募资	-73	-121	-160	57	44	-63
其他	-23	-126	-72	-18	-71	-71
筹资活动现金净流	-96	-247	-224	39	-153	-134
现金净流量	-23	7	-36	126	0	0

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表（人民币百万元）

	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
货币资金	205	212	174	300	300	300
应收款项	155	123	93	174	186	206
存货	891	917	904	1,056	1,129	1,246
其他流动资产	10	3	24	6	6	7
流动资产	1,262	1,255	1,196	1,535	1,621	1,759
% 总资产	52.4%	66.0%	65.3%	72.0%	74.3%	77.0%
长期投资	90	103	96	97	96	96
固定资产	1,054	435	429	401	371	341
% 总资产	43.8%	22.9%	23.4%	18.8%	17.0%	14.9%
无形资产	3	104	106	98	92	86
非流动资产	1,147	646	635	598	561	526
% 总资产	47.6%	34.0%	34.7%	28.0%	25.7%	23.0%
资产总计	2,408	1,901	1,831	2,133	2,183	2,285
短期借款	707	430	265	322	366	302
应付款项	397	207	248	328	351	388
其他流动负债	41	35	26	95	98	104
流动负债	1,146	671	539	745	815	793
长期贷款	50	0	5	5	5	6
其他长期负债	0	2	1	0	0	0
负债	1,196	674	545	750	820	799
普通股股东权益	1,162	1,205	1,256	1,339	1,304	1,413
少数股东权益	50	22	30	44	58	72
负债股东权益合计	2,408	1,901	1,831	2,133	2,183	2,285

比率分析

	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
每股指标						
每股收益	0.139	0.384	0.263	0.233	0.248	0.282
每股净资产	4.993	5.176	3.373	3.596	3.501	3.795
每股经营现金净流	0.450	0.305	0.557	0.257	0.422	0.373
每股股利	0.200	0.200	0.200	0.130	0.130	0.130
回报率						
净资产收益率	2.78%	7.41%	7.81%	9.71%	10.64%	11.16%
总资产收益率	1.34%	4.70%	5.36%	6.10%	6.36%	6.90%
投入资本收益率	2.57%	7.81%	6.88%	8.24%	8.67%	9.42%
增长率						
主营业务收入增长率	20.25%	11.33%	-8.23%	46.87%	7.16%	10.95%
EBIT增长率	27.26%	65.66%	-11.43%	43.24%	6.65%	12.33%
净利润增长率	24.19%	176.24%	9.85%	32.56%	6.68%	13.68%
总资产增长率	-0.96%	-21.07%	-3.66%	16.51%	2.30%	4.69%
资产管理能力						
应收账款周转天数	51.7	47.1	41.7	45.0	45.0	45.0
存货周转天数	663.2	678.6	750.9	580.0	580.0	580.0
应付账款周转天数	93.9	108.0	133.3	108.0	108.0	108.0
固定资产周转天数	505.0	188.2	200.9	125.5	106.5	86.2
偿债能力						
净负债/股东权益	45.51%	17.78%	7.43%	1.97%	5.22%	0.53%
EBIT利息保障倍数	2.0	3.2	6.1	12.9	12.0	14.0
资产负债率	49.66%	35.45%	29.74%	35.14%	37.57%	34.97%

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
强买	0	0	0	0	0
买入	0	0	1	1	1
持有	0	3	7	7	10
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	1	1	1
评分	0	3.00	3.08	3.10	3.09

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

日期	评级	市价	目标价
1 2008-04-29	买入	13.65	23.54 ~ 26.72
2 2008-05-06	买入	16.01	N/A
3 2008-06-16	买入	11.41	N/A
4 2008-07-23	买入	10.53	N/A

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“强买”得1分，为“买入”得2分，为“持有”得3分，为“减持”得4分，为“卖出”得5分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 强买； 1.01~2.0 = 买入； 2.01~3.0 = 持有
3.01~4.0 = 减持； 4.01~5.0 = 卖出



投资评级的说明：

强买：预期未来6 - 12个月内上涨幅度在20%以上；
买入：预期未来6 - 12个月内上涨幅度在10% - 20%；
持有：预期未来6 - 12个月内变动幅度在-10% - 10%；
减持：预期未来6 - 12个月内下跌幅度在10% - 20%；
卖出：预期未来6 - 12个月内下跌幅度在20%以上。

首页五类投资建议图标中反色表示为本次建议，箭头方向表示从上次建议类型调整为本次的建议类型。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

市场优化市盈率中，在扣除沪深市场所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

特别声明：

本报告版权归“国金证券研究所”所有，未经事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“国金证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。本报告基于我公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但我公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。