

增 持 维持

古越龙山 (600059)

2010 年 9 月 13 日

黄酒主业提价向好，基本面持续改善中

上调目标价：14-16 元

食品饮料行业分析师：赵勇
SAC 执业证书编号：S0850209090682
zhaoyong@htsec.com
021-23219460

事件：

近期公司公告“自 10 月 1 日起将上调八年陈以上高档酒产品（非礼盒装）的出厂价，提价幅度平均约为 10%”。同时，指出“公司产品自 2010 年初起陆续提高了出厂价，提价的主要产品为：清醇系列、普通瓶装酒系列、坛酒系列。自 5 月 27 日起上调了坛装酒产品出厂价，提价幅度平均约为 8-9%；自 6 月 1 日起上调了清醇系列、普通瓶装酒产品出厂价，提价幅度平均约为 6-9%”，公司此次提价主要“鉴于黄酒的市场状况和产品原辅材料价格上涨”。

事件点评：

我们曾在年初古越龙山调研报告《古越龙山黄酒主业趋势向好，基本面持续改善》中指出公司基本面正逐步向好，包括解决关联交易，改革整理营销渠道，提高销售队伍工作积极性以及加强对渠道的控制力度。

我们认为公司从今年 5 月份以来的提价，尤其是 10 月 1 日即将对主打产品即八年陈以上高档产品提价 10%（终端零售价约 30 多元/斤装），足以显示其内部改善的初步成效正在逐步显现。工业统计数据显示行业上半年总产量约 70 万千升，同比增长 13.35%。但公司上半年收入增长 50%，剔除提价因素和收购女儿红的效应，我们估计公司实际产销量仍是能超越行业增速。而这部分超速增长我们估计主要源动力来自企业正逐步整合内部资源，优化产品结构。除内生性挖潜外，公司还在积极利用募集资金推进女儿红扩建 2 万吨，以及自身黄酒 2 万吨的生产线产能，并为后续产销量增长做好准备。

我们仍旧维持年初调研简报中的收入预测判断：估计古越龙山系列酒销售额在 2010 年可达到 7.64 亿左右，同比 2009 年增长 20%左右。2010 年女儿红收入可以达到 2.5 亿左右。我们假设 2010 年公司原酒将实现收入约 2000 万。按照上述业绩测算，我们估计公司黄酒收入（包括古越龙山系列，女儿红系列和原酒交易）估计在 10-11 亿左右。

提价背景下维持之前盈利预测：上半年公司净利率为 10%，略低于去年同期 11.5%的水平，主要在于去年同期有原酒交易直接贡献业绩所致，但在公司上半年持续提价的背景下，尤其是 10 月 1 日公司即将提高主打产品 10%的情况下，我们认为下半年公司毛利率和净利率均将会有所提高。预计公司 2010 年 EPS 为 0.28-0.3 元，2011 年 EPS 为 0.4 元的水平，分别同比增长 104%和 42%。若给予公司 2011 年 40 倍 PE，我们上调年初目标价 12 元，给予其 16 元目标价的水平，给予“增持”评级。短期公司产品持续提价应是公司趋势性投资机会的良好开始。

基本面正在逐步转好：

1. 公司在 2009 年大量解决关联交易，公司在 2009 年 10 月 31 日承诺绍兴黄酒集团将停止酿酒实业及下属 11 家专卖店的经营，并将该业务由股份公司成立的专卖公司逐步接管。同时股份公司也将逐步接管集团公司在杭州古越龙山绍兴酒销售有限公司的相关业务，并承接其客户资源。
2. 公司在 2009 年 4 季度整合了女儿红之后，将形成“古越龙山”和“女儿红”双品牌运作，包括整合渠道资源、销售网络和增强对细分市场的占领。
3. 集团公司总经理和股份公司总经理的逐步到位之后将在生产经营管理上走上正途。目前，集团公司的总经理已经到岗，并在今年春节之后对股份公司的销售团队进行了整改。股份公司原先在全国拥有 11 个分公司，21 个分部。在 2010 年春节，公司为保障年初目标实施了竞聘上岗，要求有能力的销售团队肩负更多销售业绩。

4. 我们估计随着股份公司总经理岗位逐步到位之后，公司将开始着手对其产品体系重新梳理，并聚焦资源重力打造出古越龙山和女儿红的拳头单品出来。
5. 公司在 2010 年初的定向增发已成功实现，增发价格为 8.8 元，参与增发的主要有绍兴黄酒集团、江苏瑞华、冯志娟、沈振国及另外几家保险机构，均为现金增发。从参与增发的投资者属性来看，我们认为公司还是有较强动力做好业绩。主要逻辑在于解决关联交易之后，绍兴市在财政利税的要求直接落在了股份公司身上。我们估计绍兴市政府及地方国资委今后将把重要资源和精力放在股份公司的管理上，届时，中小投资者均可跟随获利。

主要风险：

公司古越龙山和女儿红年初制定的收入指标虽在上半年实现较好，但考虑到竞争压力，可能在后续时间低于指标，公司在 2010 年大幅铺货也有可能致使其在 2011 年动销失败，并对公司业绩带来波动影响，致使其业绩可能低于我们预期。但是考虑到公司定向增发股东的性质，我们认为公司在后续几年仍有强劲动力做好公司经营管理，并带动业绩增长。

信息披露

分析师负责的股票研究范围

赵勇：食品饮料行业

重点研究上市公司：古井贡酒、五粮液、贵州茅台、水井坊、洋河股份、山西汾酒、泸州老窖、青岛啤酒、燕京啤酒、重庆啤酒、张裕、金枫酒业、古越龙山、保龄宝

公司评级、行业评级及相关定义

我们的评级制度要求分析师将其研究范围中的公司或行业进行评级，这些评级代表分析师根据历史基本面及估值对研究对象的投资前景的看法。每一种评级的含义分别为：

公司评级

买入：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅在15%以上；

增持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于5%与15%之间；

中性：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与5%之间；

减持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅低于-15%。

行业评级

增持：我们预计未来6个月内，行业整体回报高于市场整体水平5%以上；

中性：我们预计未来6个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与5%之间；

减持：我们预计未来6个月内，行业整体回报低于市场整体水平5%以下。

免责声明

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，海通证券研究所力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。海通证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所授权许可，任何引用、转载以及向第三方传播的行为均可能承担法律责任。