

分析师： 乔洋 (8621)68751126 qiaoyang@cjsc.com.cn 执业证书编号： S0490210080002
联系人： 周密 (8621)68751219 zhoumi@cjsc.com.cn

黄酒销售增长 产品提价推动毛利率提升

事件描述

古越龙山（600059.SH）今日公告 2010 年第三季度业绩报告：

- 公司第三季度实现营业收入 1.87 亿元，同比增长 52.39%；归属于上市公司股东的净利润 3,001 万元，同比增长 376.22%；实现每股收益 0.047 元；扣除非经常性损益后的基本每股收益 0.029 元。
- 前三季度共实现营业收入 7.04 亿元，同比增长 50.76%；归属上市公司净利润 8,196 万元，同比增长 78.62%；实现每股收益 0.134 元，扣除非经常性损益后的基本每股收益 0.101 元。

事件评论

第一，黄酒销售增长及女儿红合并，使公司第三季度营业收入同比增长 52.39%

- 2010 年第三季度公司实现营业收入 1.87 亿元，同比增长 52.39%；前三季度公司累计实现营业收入 7.04 亿元，同比增长 50.76%。主要系公司黄酒销售增长，以及女儿红合并入报表。
- 公司今年以来三次提价对销量影响不大，有效提升销售收入的增长。主要原因是公司高端产品收入占比较高，09 年 5 年陈以上产品收入占比超过 60%，今年产品结构有进一步提升；同时高端产品消费者的价格敏感性不高。公司今年销售额增长目标为 25%，从前三季度情况推测公司今年有能力完成销售目标。
- 公司收购女儿红以后，品牌定位更加清晰。古越龙山作为公司的高端品牌，今后将逐步退出现有 3 年陈以下的低端产品；女儿红、状元红作为特色品牌，定位于婚庆喜宴市场；沈永和、鉴湖则定位为大众品牌。

表 1：公司提价情况

提价日期	提价产品	平均提价幅度
自 2010 年 6 月 1 日	清醇系列、普通瓶装酒产品	6-9%
自 2010 年 5 月 27 日	清醇系列、普通瓶装酒系列、坛酒系列	8-9%
自 2010 年 10 月 1 日	八年陈以上高档酒产品（非礼盒装）	10%

资料来源：公司公告，长江证券研究部

表 2：公司产品定位

品牌	产品定位
古越龙山	高端品牌

女儿红、状元红 特色品牌，定位于婚庆喜宴市场

沈永和、鉴湖 大众品牌

资料来源：公司公告，长江证券研究部

第二，产品提价提升毛利率水平，公司第三季度综合毛利率较去年同期增加 9.86%

- 今年第三季度公司综合毛利率水平为 43.23%，较去年同期增加 9.86%，主要是公司产品升级和提价带来的贡献。
- 今年 1-9 月份期间累计销售对应的综合毛利率为 37.08%，较去年同期小幅下降 0.28%；主要原因是女儿红产品毛利率略低于古越龙山，合并后综合毛利率略有下滑。
- 今年以来公司三次对产品提价，同时在上海市场率先对产品线集中简化，对拳头产品实行全面包装升级，打破以往黄酒产品过于传统、酒度太高、“酱油瓶包装”的观念。公司对产品结构的提升在综合毛利率上得到体现。

图 1：公司“古越龙山金 5 年”和“东方原酿”产品今年新包装



资料来源：购酒网、1 号店网站，长江证券研究部

第三，第三季度公司销售费用大幅提升，期间费用率略有下降，净利润增速略超预期

- 2010 年第三季度公司销售费用、管理费用和财务费用分别较去年同期增长 46.81%，26.32%和 23.81%。销售费用的大幅增长与公司加大销售网络建设和营销投入有关。
- 今年第三季度公司总体期间费用率为 27.71%，比去年同期下降 2.89%，主要系销售收入增速快于费用投放增速。其中第三季度销售费用率、管理费用率和财务费用率分别为 17.09%，8.55%和 2.07%，较去年同期分别下降 0.65%，1.76%和 0.48%。
- 第三季度公司实现归属于上市公司股东的净利润 3,001 万元，同比增长 376.22%。

第四，今年前三季度经营活动产生的净现金流同比下降，公司限售股份将于明年 3 月解禁

- 今年前三季度公司经营活动产生的现金流量净额同比下降 26.77%，主要系支付期初应付款及归还借款。公司应付账款余额从一季度末的 1.67 亿元和二季度末的 1.31 亿元，下降到三季度末的 1.16 亿元。
- 明年 3 月公司共有 1.07 亿股限售股份解禁上市流通，占公司总股本的 16.86%。其中 7,614 万股股权分置限售股份将于 2011 年 3 月 14 日解禁上市流通；3,087 万股定向增发机构配售股份将于 2011 年 3 月 17 日解禁上市流通。

第五，维持“谨慎推荐”评级

- 公司收购女儿红以后产品结构进一步完善，品牌定位清晰。今年以来产品三次提价体现了提升产品附加值带来的好处。我们期待公司逐步简化集中产品线，进一步提升品牌力和产品档次。公司激励机制仍旧是有待改进和提升的方面。
- 预计公司 10-12 年每股收益分别为 0.22 元、0.29 元、0.35 元，对应目前股价 PE 分别为 64 倍、48 倍、40 倍。维持“谨慎推荐”评级。

表 3: 公司分产品收入情况

(万元)	2008H	2008A	2009H	2009A	2010H
营业收入	48,358	74,781	34,431	74,057	51,710
酒类	45,764	72,465	32,607	72,746	50,506
玻璃瓶	368	586	297	444	177
其他	600	82	576	72	20
收入同比增速					
酒类	34.81%	16.33%	-28.75%	0.39%	54.89%
玻璃瓶	5.53%	0.59%	-19.12%	-24.25%	-40.47%
其他	-37.16%	1.00%	-4.04%	-11.73%	-96.55%
收入占比					
酒类	94.64%	96.90%	94.70%	98.23%	97.67%
玻璃瓶	0.76%	0.78%	0.86%	0.60%	0.34%
其他	1.24%	0.11%	1.67%	0.10%	0.04%
毛利率					
酒类	41.22%	41.05%	38.95%	37.40%	34.82%
玻璃瓶	9.78%	12.01%	18.74%	15.33%	17.28%
其他	9.71%	10.33%	17.90%	10.16%	10.00%

资料来源：公司公告，长江证券研究部

表 4: 单季度利润表主要指标

(万元)	2008Q1	2008Q2	2008Q3	2008Q4	2009Q1	2009Q2	2009Q3	2009Q4	2010Q1	2010Q2	2010Q3
营业总收入	30,109	18,249	13,002	13,422	23,808	10,623	12,281	27,345	34,404	17,306	18,715
% YOY					-20.93%	-41.79%	-5.54%	103.74%	44.51%	62.91%	52.39%
营业成本	18,744	10,465	8,604	6,451	15,793	5,284	8,182	17,054	23,033	10,652	10,624
% 综合毛利率	37.75%	42.65%	33.82%	51.94%	33.66%	50.26%	33.38%	37.63%	33.05%	38.45%	43.23%
销售费用	2,163	1,941	2,196	3,044	2,124	1,958	2,178	2,682	3,567	2,804	3,198
% 销售费用率	7.18%	10.63%	16.89%	22.68%	8.92%	18.43%	17.74%	9.81%	10.37%	16.20%	17.09%
管理费用	1,118	911	1,106	1,417	1,117	1,050	1,267	1,813	1,481	1,159	1,601
% 管理费用率	3.71%	4.99%	8.51%	10.56%	4.69%	9.89%	10.32%	6.63%	4.30%	6.70%	8.55%
财务费用	650	586	472	430	459	306	313	424	671	302	388
% 财务费用率	2.16%	3.21%	3.63%	3.20%	1.93%	2.88%	2.55%	1.55%	1.95%	1.75%	2.07%
营业利润	5,846	3,948	177	2,278	3,153	1,847	-201	4,035	4,130	1,619	2,444
营业外收支	19.11	-39.74	-2.02	-83.7	11.89	-2.56	-1.47	15.95	1.43	1,074	1,492
利润总额	5,816	3,942	189	2,329	3,128	2,123	670	4,172	4,079	2,747	3,936
所得税	1,447	708	42	61	788	474	10	1,037	1,002	559	932
% 实际所得税率	4.80%	3.88%	0.32%	0.45%	3.31%	4.46%	0.08%	3.79%	2.91%	3.23%	4.98%
净利润	4,370	3,233	147	2,269	2,340	1,650	661	3,136	3,076	2,188	3,001
少数股东权益	59	31	2	115	45	-14	31	75	65	3	4
% 少数股东权益占比	1.36%	0.95%	1.50%	5.09%	1.93%	-0.85%	4.65%	2.38%	2.10%	0.16%	0.14%

归属于母公司所有者的净利润	4,310	3,203	145	2,153	2,295	1,664	630	3,061	3,012	2,184	3,001
% 净利润率	14.32%	17.55%	1.11%	16.04%	9.64%	15.66%	5.13%	11.19%	8.75%	12.62%	16.03%
% 同比					-46.76%	-48.05%	335.05%	42.16%	31.24%	31.26%	376.22%
每股收益	0.185	0.086	0.004	0.058	0.062	0.030	0.011	0.055	0.047	0.040	0.05

资料来源：公司公告，长江证券研究部

表 5：资产负债表和现金流量表主要指标

(万元)	2008Q1	2008H	2008Q3	2008A	2009Q1	2009H	2009Q3	2009A	2010Q1	2010H	2010Q3
货币资金	18,802	12,697	7,026	17,414	16,436	12,540	11,283	18,841	76,384	48,441	36,276
应收账款	12,760	9,236	9,453	7,684	11,446	9,974	15,815	11,395	15,258	8,996	13,341
存货	83,882	84,943	86,255	90,447	84,914	88,372	101,727	107,290	100,784	104,976	108,763
营业总收入	30,109	48,358	61,360	74,781	23,808	34,431	46,712	74,057	34,404	51,710	70,425
% YOY					-20.93%	-28.80%	-23.87%	-0.97%	44.51%	50.18%	50.76%
销售商品、提供劳务收到的现金	36,284	62,244	79,015	88,293	26,888	54,620	75,473	87,317	73,946	64,948	78,201
购买商品、接受劳务支付的现金	13,218	26,438	39,393	33,527	14,500	34,003	52,987	46,187	59,900	41,809	47,450
支付/收到	36.43%	42.48%	49.86%	37.97%	53.93%	62.25%	70.21%	52.90%	81.01%	64.37%	60.68%
短期借款	30,000	26,000	26,000	26,000	26,000	20,000	44,711	43,600	45,600	34,300	31,000
应付账款	14,070	10,908	9,007	17,742	15,334	15,272	16,389	22,769	16,702	13,146	11,567
预收款项	2,111	114	171	2,535	350	109	518	2,216	590	456	1,739
长期借款				504	504	504	9,200	9,200	9,200	-	-
资本公积金	70,796	56,818	56,818	56,818	56,828	38,194	38,204	38,194	96,073	96,074	63,486

资料来源：公司公告，长江证券研究部

财务报表及指标预测

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2009A	2010E	2011E	2012E		2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	741	1073	1339	1672	货币资金	188	168	140	167
营业成本	463	656	806	998	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	277	417	533	673	应收账款	123	178	222	277
% 营业收入	37.5%	38.8%	39.8%	40.3%	存货	1073	1518	1862	2304
营业税金及附加	34	50	62	77	预付账款	29	41	50	62
% 营业收入	4.6%	4.6%	4.6%	4.6%	其他流动资产	0	0	0	0
销售费用	89	129	161	201	流动资产合计	1417	1910	2281	2818
% 营业收入	12.1%	12.0%	12.0%	12.0%	可供出售金融资产	0	0	0	0
管理费用	52	68	84	105	持有至到期投资	0	0	0	0
% 营业收入	7.1%	6.3%	6.3%	6.3%	长期股权投资	74	74	74	74
财务费用	15	12	-1	1	投资性房地产	2	2	2	2
% 营业收入	2.0%	1.1%	0.0%	0.1%	固定资产合计	689	669	647	616
资产减值损失	2	7	5	7	无形资产	161	153	146	138
公允价值变动收益	0	0	0	0	商誉	21	21	21	21
投资收益	4	0	0	0	递延所得税资产	5	1	1	1
营业利润	88	152	221	282	其他非流动资产	2	2	2	2
% 营业收入	11.9%	14.2%	16.5%	16.9%	资产总计	2372	2834	3175	3675
营业外收支	13	15	0	0	短期贷款	440	0	0	76
利润总额	101	167	221	282	应付款项	251	355	435	538
% 营业收入	13.6%	15.6%	16.5%	16.9%	预收账款	22	32	40	50
所得税费用	23	25	33	56	应付职工薪酬	17	24	30	37
净利润	78	142	188	226	应交税费	13	17	21	30
归属于母公司所有者的净利润	76.5	139.9	185.1	222.0	其他流动负债	166	234	288	357
少数股东损益	1	2	3	4	流动负债合计	909	662	815	1089
EPS (元/股)	0.12	0.22	0.29	0.35	长期借款	92	0	0	0
现金流量表 (百万元)					应付债券	0	0	0	0
	2009A	2010E	2011E	2012E	递延所得税负债	11	0	0	0
经营活动现金流净额	108	-126	-5	-31	其他非流动负债	1	1	1	1
取得投资收益	7	0	0	0	负债合计	1013	663	815	1089
收回现金					归属于母公司	1333	2143	2328	2550
长期股权投资	-96	0	0	0	所有者权益				
无形资产投资	0	0	0	0	少数股东权益	26	29	32	35
固定资产投资	-169	-21	-23	-17	股东权益	1359	2171	2359	2585
其他	94	0	0	0	负债及股东权益	2372	2834	3175	3675
投资活动现金流净额	-171	-21	-23	-17	基本指标				
债券融资	0	0	0	0		2009A	2010E	2011E	2012E
股权融资	0	670	0	0	EPS	0.120	0.220	0.292	0.350
银行贷款增加 (减少)	70	-532	0	76	BVPS	2.39	3.84	3.67	4.02
筹资成本	21	-12	1	-1	PE	95.61	52.26	39.51	32.94
其他	-21	0	0	0	PEG	2.24	1.23	0.93	0.77
筹资活动现金流净额	71	126	1	75	PB	4.83	3.00	3.14	2.87
现金净流量	8	-20	-28	27	EV/EBITDA	52.76	33.59	26.21	21.36
					ROE	5.7%	6.5%	8.0%	8.7%

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话	E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 68752398	13564079561 wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区总经理	(8621) 68751916	13701696936 ganlu@cjsc.com.cn
王 磊	华东区总经理助理	(8621) 68751003	13917628525 wanglei3@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区副总经理	(8621) 68751863	13817196202 julei@cjsc.com.cn
程 杨	华北区总经理助理	(8621) 68753198	13564638080 chengyang1@cjsc.com.cn
李劲雪	上海私募总经理	(8621) 68751926	13818973382 lijx@cjsc.com.cn
张 晖	深圳私募总经理	(0755) 82766999	13502836130 zhanghui1@cjsc.com.cn
沈方伟	深圳私募总经理助理	(0755) 82750396	15818552093 shenfw@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看 好： 相对表现优于市场 中 性： 相对表现与市场持平 看 淡： 相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推 荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5% ~ 10% 之间 中 性： 相对大盘涨幅在 -5% ~ 5% 之间 减 持： 相对大盘涨幅小于 -5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券系列报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不代表对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告中所评价或推荐的证券没有利害关系。本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，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。