黄酒龙头启动混改，迎来新一轮发展机遇

方正证券研究所证券研究报告

古越龙山(600059)　　公司研究

食品饮料行业　　公司事件点评报告

2020.02.24/推荐(首次)

首席分析师： 薛玉虎

执业证书编号： S1220514070004

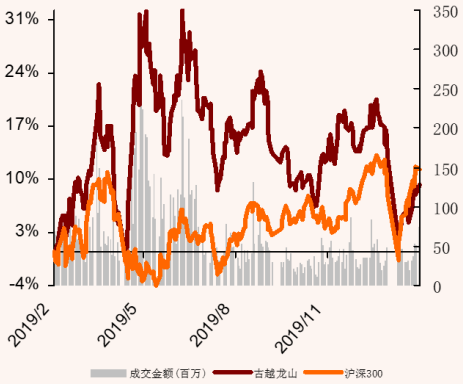
E-mail xueyuhu@foundersc.com

分析师： 刘洁铭

执业证书编号： S1220515070003

E-mail liujieming@foundersc.com

历史表现：



数据来源：wind 方正证券研究所

相关研究

《业绩低速增长 外围市场是未来发展空间》2013.11.14

《行业竞争加剧期待激励政策（测试）》2013.07.27

《行业竞争加剧期待激励政策》2013.03.28

事件：

公司发布非公开增发预案，修改公司章程等公告。

1、黄酒龙头公司启动混改，引入战略投资者：公司拟以 7.06 元/股向特定战略投资者非公开发行 1.62 亿股，募资 11.42 亿元，其中，前海富荣拟认购 7.91 亿元；盈家科技拟认购 3.51 元，锁定期 36 个月。发行后战略投资者前海富荣、盈家科技合计持有上市公司股份比例将超过 5%，前海富荣及盈家科技的实际控制人均为郭景文。本次非公开发行不会导致上市公司控制权发生变化。

2、公司作为龙头企业担当振兴黄酒行业的重任：黄酒与啤酒、葡萄酒并称世界三大发酵古酒，也是我国独有的酒种，但是目前我国黄酒的产量和行业规模远小于白酒和啤酒。依据中国酒业协会发布的《中国酒业“十三五”发展指导意见》，到 2020 年，全行业预计实现酿酒总产量 8,960 万千升，销售收入达到 1.29 万亿元。其中，黄酒行业规划产量为 240 万千升，销售收入为 288 亿元，仅占全行业 2.68%及 2.23%。长期以来，黄酒消费的产品多集中于中端和普通黄酒产品，主流产品价格相比较其他酒类产品价格偏低，低价同质化竞争明显，黄酒的产品结构和产品价格都有待提升。浙江省政府和绍兴市政府也高度重视黄酒产业的发展，出台各项政策全力打造绍兴市作为世界黄酒之都。公司是我国最大的黄酒生产、经营、出口企业，是中国乃至国际上知名黄酒品牌，实际控制人为绍兴市国资委，担当着振兴黄酒行业的重任。

3、兴建黄酒产业园，解决产能瓶颈，助力公司发展：本次净募集资金将全部用于公司黄酒产业园项目（一期）工程建设。公司近年来的每年黄酒酿造产量基本维持在 14 万千升左右，基本达到产能上限，上市公司产量未实现增长主要系因上市公司的生产厂区分别处于越城区、袍江开发区、上虞区和柯桥区，难以发挥产业的集聚优势，给精细化管理带来了较大难度。同时，分散的生产区域难以实现资源共享，无形中也提高了各类管理成本和物流成本，降低了企业的市场竞争力和抗风险能力。且老厂区的老工艺黄酒生产技术还相对落后，劳动强度相对较大。募投项目的建设，将形成一个汇聚机械黄酒、传统黄酒、料酒生产和配套黄酒产业研发、现代仓储物流、酒文化展示和酒文化旅游开发的黄酒产业园；黄酒产业园项目的建设，也将进一步提升古越龙山的产能产量，为销售增长创造巨大的空间，同时可以增强古越龙山的行业龙头地位，进一步拉开与其它黄酒企业的实力差距，是企业实现发展的必由之路。

请务必阅读最后特别声明与免责条款

4、引入战投将改善公司治理结构，充分发挥上市公司资源优势：本次引入战略投资者有助于公司改善股权结构，完善上市公司治理结构，为上市公司各项业务的持续发展提供资金保障、技术保障、管理经验保障，并充分调动社会各方优质资源支持公司发展。此外，公司章程也拟做修改，其中第二十四条，新增了公司可以在下列情况下可以收购公司股份：员工持股计划或者股权激励、将股份用于转换公司发行的可转换债券，上市公司为维护公司价值及股东权益所必需。并且这三种情况可以依照章程规定或者股东大会的授权，经三分之二以上董事出席的董事会会议决议通过，不需要召开股东大会。公司在员工激励，再融资，市值管理等方面获得了更大的灵活度。

5、盈利预测与评级：公司 18 年收入规模仅 17.2 亿，净利润 1.72 亿，目前市值仅为 64.6 亿元，与黄酒行业龙头地位不相匹配，需要一轮强有力的改革来推动公司发展。此次混改是一次良机，静待公司释放增长潜力。我们预计公司 2019-2021 年 EPS 分别为 0.22/0.23/0.24，首次覆盖，给予“推荐”评级。

6、风险提示：国改进度不及预期；产品结构升级不及预期；行业发生食品安全事件。

盈利预测：

单位/百万	2018	2019E	2020E	2021E
营业总收入	1717.03	1720.84	1764.42	1831.88
(+/-)(%)	4.87	0.22	2.53	3.82
净利润	172.05	174.02	182.17	193.21
(+/-)(%)	4.69	1.14	4.68	6.06
EPS(元)	0.21	0.22	0.23	0.24
P/E	37.55	37.12	35.46	33.44

数据来源：wind 方正证券研究所

图表1：公司收入拆分及业绩预测

（百万元）	2018	2019E	2020E	2021E
中高档白酒	1,156.18	1,179.30	1,226.48	1,287.80
yoy	12.0%	2.0%	4.0%	5.0%
普通白酒	526.17	505.12	500.07	505.07
yoy	-8.2%	-4.0%	-1.0%	1.0%

资料来源：Wind，方正证券研究所

图表2：可比公司估值分析

排名	代码	证券简称	总市值(亿元)	流通市值(亿元)	市盈率PE(TTM)	市净率PB(MRQ)	企业价值(亿元)	企业价值/收入(倍)	企业价值/EBITDA(倍)
	600059.SH	古越龙山	64.60	64.60	36.42	1.57	64.61	3.95	22.96
		中位值	88.64	88.38	29.56	2.80	97.49	4.19	21.06
1	600519.SH	贵州茅台	13,657.13	13,657.13	33.37	10.90	13,657.13	18.37	26.01
2	000858.SZ	五粮液	4,933.52	4,933.52	30.02	7.11	4,933.52	11.97	27.27
3	002304.SZ	洋河股份	1,532.61	1,532.61	18.64	4.23	1,532.61	7.27	14.51
		泸州老							

资料来源：Wind，方正证券研究所

附录：公司财务预测表

单位：百万元

资产负债表	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	3252.45	3366.40	3552.36	3770.18
现金	702.96	745.78	926.21	1085.16
应收账款	144.43	138.11	138.41	143.10
其它应收款	7.55	8.81	8.16	8.40
预付账款	2.68	2.28	2.29	2.53
存货	1940.57	2014.41	2021.83	2069.51
其他	454.26	457.02	455.46	461.47
非流动资产	1549.62	1595.40	1603.32	1609.63
长期投资	94.05	116.91	138.84	162.98
固定资产	1288.76	1321.83	1317.97	1309.51
无形资产	158.40	148.26	138.11	128.73
其他	8.41	8.41	8.41	8.41
资产总计	4802.07	4961.81	5155.69	5379.81
流动负债	699.19	684.98	696.37	726.98
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	415.63	394.12	403.98	416.37
其他	283.56	290.86	292.39	310.61
非流动负债	3.31	3.31	3.31	3.31
长期借款	1.24	1.24	1.24	1.24
其他	2.07	2.07	2.07	2.07
负债合计	702.50	688.29	699.69	730.29
少数股东权益	30.23	30.16	30.48	30.79
股本	808.52	808.52	808.52	808.52
资本公积	1880.90	1880.90	1880.90	1880.90
留存收益	1382.64	1556.67	1738.83	1932.04
归属母公司股东权益	4069.33	4243.36	4425.52	4618.73
负债和股东权益	4802.07	4961.81	5155.69	5379.81

现金流量表	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	**290.52**	**67.60**	**168.03**	**140.71**
净利润	172.50	173.95	182.49	193.52
折旧摊销	93.90	5.84	5.44	4.86
财务费用	-0.23	0.00	0.00	0.00
投资损失	-29.46	-22.86	-21.93	-24.14
营运资金变动	50.99	-85.35	5.86	-28.26
其他	2.81	-3.98	-3.83	-5.27
投资活动现金流	33.61	-24.78	12.40	18.25
资本支出	-64.87	-24.78	12.40	18.25
长期投资	70.60	0.00	0.00	0.00
其他	27.88	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	-82.00	0.00	0.00	0.00
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
普通股增加	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	0.00	4.66	4.54	4.51
其他	-82.00	-4.66	-4.54	-4.51
现金净增加额	242.12	42.82	180.43	158.95

利润表	2018	2019E	2020E	2021E
营业总收入	1717.03	1720.84	1764.42	1831.88
营业成本	1065.08	1084.13	1111.58	1135.76
营业税金及附加	70.77	69.10	72.68	77.39
营业费用	298.14	271.66	272.33	296.67
管理费用	86.92	91.51	91.99	95.22
财务费用	-5.39	0.00	0.00	0.00
资产减值损失	3.99	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	29.46	22.86	21.93	24.14
营业利润	222.45	229.47	240.65	253.89
营业外收入	10.54	0.00	0.00	0.00
营业外支出	2.52	0.00	0.00	0.00
利润总额	230.46	233.45	244.47	259.17
所得税	57.96	59.49	61.99	65.65
净利润	172.50	173.95	182.49	193.52
少数股东损益	0.45	-0.07	0.32	0.31
归属母公司净利润	172.05	174.02	182.17	193.21
EBITDA	281.73	210.28	221.27	231.69
EPS（元）	0.21	0.22	0.23	0.24

主要财务比率	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力				
营业收入	0.05	0.00	0.03	0.04
营业利润	0.01	0.03	0.05	0.06
归属母公司净利润	0.05	0.01	0.05	0.06
获利能力				
毛利率	0.38	0.37	0.37	0.38
净利率	0.10	0.10	0.10	0.11
ROE	0.04	0.04	0.04	0.04
ROIC	0.04	0.04	0.05	0.05
偿债能力				
资产负债率	0.15	0.14	0.14	0.14
净负债比率	0.00	0.00	0.00	0.00
流动比率	4.65	4.91	5.10	5.19
速动比率	1.88	1.97	2.20	2.34
营运能力				
总资产周转率	0.36	0.35	0.35	0.35
应收账款周转率	13.04	12.18	12.76	13.01
应付账款周转率	4.26	4.25	4.42	4.47
每股指标(元)				
每股收益	0.21	0.22	0.23	0.24
每股经营现金	0.36	0.08	0.21	0.17
每股净资产	5.03	5.25	5.47	5.71
估值比率				
P/E	37.55	37.12	35.46	33.44
P/B	1.59	1.52	1.46	1.40
EV/EBITDA	20.44	-3.54	-4.18	-4.68

数据来源：wind 方正证券研究所

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，保证报告所采用的数据和信息均来自公开合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。研究报告对所涉及的证券或发行人的评价是分析师本人通过财务分析预测、数量化方法、或行业比较分析所得出的结论，但使用以上信息和分析方法存在局限性。特此声明。

免责声明

方正证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司客户使用。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离制度控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，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或期权并进行证券或期权交易，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。在法律许可的情况下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。

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、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“方正证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

公司投资评级的说明：

强烈推荐：分析师预测未来半年公司股价有20%以上的涨幅；
推荐：分析师预测未来半年公司股价有10%以上的涨幅；
中性：分析师预测未来半年公司股价在-10%和10%之间波动；
减持：分析师预测未来半年公司股价有10%以上的跌幅。

行业投资评级的说明：

推荐：分析师预测未来半年行业表现强于沪深300指数；
中性：分析师预测未来半年行业表现与沪深300指数持平；
减持：分析师预测未来半年行业表现弱于沪深300指数。

	北京	上海	深圳	长沙
地址：	北京市西城区阜外大街甲34号方正证券大厦8楼(100037)	上海市浦东新区浦东南路360号新上海国际大厦36楼（200120）	深圳市福田区深南大道4013号兴业银行大厦201(418000)	长沙市芙蓉中路二段200号华侨国际大厦24楼(410015)
网址：	http://www.foundersc.com	http://www.foundersc.com	http://www.foundersc.com	http://www.foundersc.com
E-mail：	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com