

古越龙山(600059.sh)

品牌价值突出，成长性还需观察

汤玮亮 食品饮料 研究员

电话: 020-87555888-634

eMail: twl@gf.com.cn

投资分析要点

(1) 公司未来发展的方向明确，就是构建全国化的网络，产品定位于中高端。今年计划销售收入超过 10 个亿。(2) 品牌价值十分突出。公司的好品牌很多，竞争对手都自叹不如，古越龙山、女儿红、状元红、沈永和、鉴湖都是黄酒行业的著名品牌。(3) 销售体系开始变革。今年对销售体系也进行了一些改革，如 2010 年初对新设立的分部实行竞聘上岗，分部负责人需要通过答辩、讨论，当场公布结果。(4) 产品结构持续升级，古越龙山品牌定位高端。如何取舍定位各个品牌十分考验管理层的智慧。根据公司规划，古越龙山定位高端，未来逐步取消低端酒，但需要时间。女儿红、状元红、沈永和定位中端。女儿红结合喜文化，拓展婚宴市场。状元红作为重点市场品种进行推广，拓展时尚人群的黄酒市场。沈永和在上海、武汉市场比较受欢迎。鉴湖定位在低端。(5) 原酒交易放大了黄酒的升值效应。酒是陈的香，黄酒升值保值潜力较大，而原酒交易则将黄酒升值潜力所带来的财富示范效应更好地表现出来。(6) 管理层层面还未开始改革，激励机制有待完善。浙江省国有企业还没有做股权激励的先例，因此公司激励机制的完善还需等待时机。

未来的成长方向

我们认为古越龙山未来的成长可以从以下几个方面努力：(1) 产品结构持续升级，特别是浙江本地市场的餐饮市场；(2) 拓展有黄酒消费习惯的江苏市场；(3) 上海市场的恢复性增长；(4) 江浙沪以外新市场的培养；(5) 加强的公司内部的成本控制。

盈利预测与投资评级

预计 2010-2012 年每股收益 0.20、0.22、0.28 元，公司品牌价值十分突出，但营销宣传投入的效果还需观察，业绩爆发式的增长还为时尚早，暂时给予“持有”的投资评级，值得长期关注。

风险提示

营销投入的效果还需观察。

公司评级

持有

当前价格(元)	15.27
目标价格(元)	15.00
前次评级	无评级

股价走势

古越龙山(600059)与沪深300(000300)



市场表现	1 个月	3 个月	12 个月
股价涨幅	9.44%	16.71%	53.73%
沪深 300	.26%	4.43%	-6.57%

股票数据

总股本(万股)	63,485.64
流通 A 股(万股)	33,218.64
主要股东:	

中国绍兴黄酒集团有限公司

主要股东持股比例	40.55%
流通 A 股比例	52.32%

财务比率

ROE	5.74%
ROA	5.52%
资产负债率	42.69%
每股净资产(元)	2.39

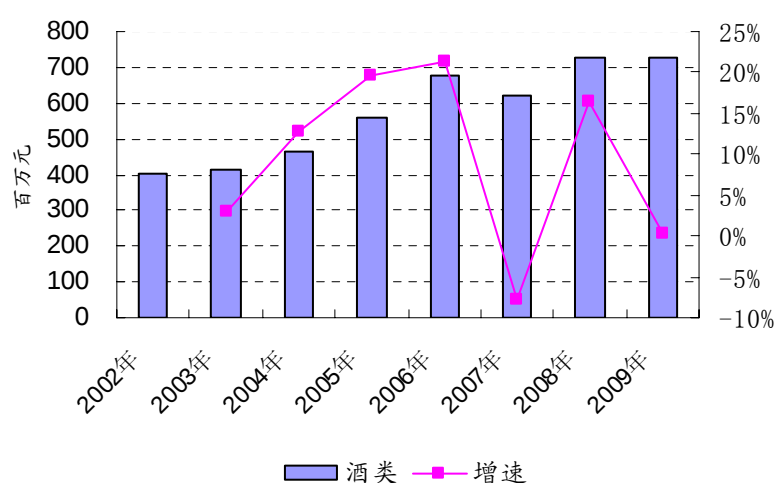
2009 年报数据。

发展战略-全国化网络、中高端定位

分析公司过去几年的发展历程, 04-06年古越龙山黄酒业务增速较快, 但07-09年波动较大。在其它酒种的挤压之下, 黄酒行业近两年发展态势不佳, 金枫酒业、古越龙山、会稽山08-09年总体销售收入都停滞不前。

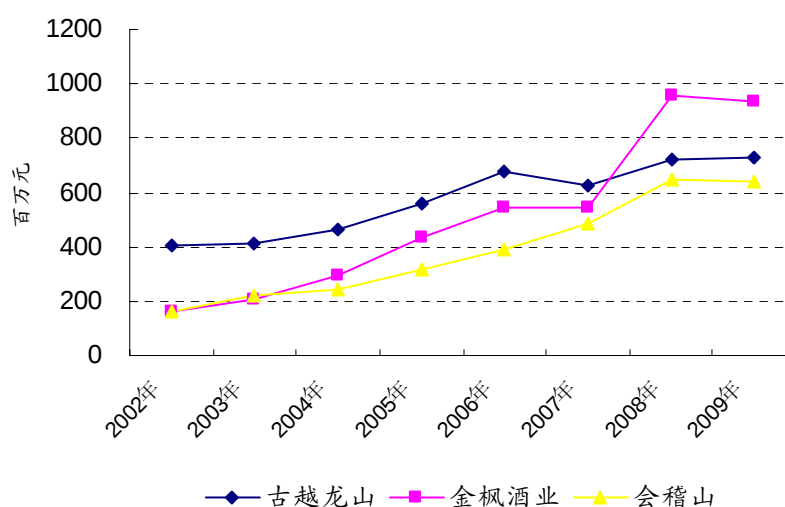
我们认为, 行业还处于打基础的阶段, 缺营销、缺传播, 企业不敢贸然投入。与其他酒种相比, 发展相对速度不快, 短期还难有改观。

图 1: 古越龙山酒类销售收入增速



数据来源: 公司资料

图 2: 金枫酒业、古越龙山、会稽山销售收入



数据来源: 广发证券发展研究中心

公司未来发展的方向明确，就是构建全国化的网络，产品定位于中高端，预计销售收入超过10个亿。

管理层层面还未开始改革，激励机制有待完善。浙江省国有企业还没有做股权激励的先例，因此公司激励机制的完善还需等待时机。

宣传理念有待改进，销售体系开始变革

根据公司计划，明年广告投入还将加大，但广告投入的效果还需观察。古越龙山05年开始在央视投广告，宣传理念主要是“养生保健，文化底蕴，中国最古老的黄酒”。因此，我们认为公司目前的宣传理念还需改进，现阶段很难将古越龙山的产品和其他公司的产品区分开。

销售总公司下辖7个公司，21个分部。公司今年对销售体系也进行了一些改革，如2010年初对新设立的分部实行竞聘上岗，分部负责人需要通过答辩、讨论，当场公布结果。

古越龙山销售渠道构成情况。产品销售以经销商为销售主，占80-85%。公司直供商超、酒楼（A、B类）占10%，团购、异地提货模式占5%。古越龙山也开展了一些渠道上的创新模式，如依托全国销售网络，可以实现“绍兴买单，全国提货”。

产品结构持续升级，古越龙山品牌定位高端

产能无忧，暂无扩产计划。公司现有黄酒产能16万吨、库存25万吨，未来随着黄酒工业园的完成，产能将扩张到25万吨，但短期内暂无新产能扩张计划。

古越龙山要走高端化路线，未来还需持续提价，提高产品档次。2010年销量变化不大，增长主要还是产品结构的调整。2009年古越龙山销量10万吨左右（含女儿红），2010年上半年黄酒共销售了5万多吨。

古越龙山品牌的问题在于好品牌太多，竞争对手都自叹不如，古越龙山、女儿红、状元红、沈永和、鉴湖都是黄酒行业的著名品牌，如何取舍定位十分考验管理层的智慧。根据公司规划，古越龙山定位高端，未来逐步取消低端酒，但需要时间，古越龙山占销售收入90%左右（不含女儿红）。女儿红、状元红、沈永和定位中端。女儿红结合喜文化，拓展婚宴市场。状元红作为重点市场品种进行推广，拓展时尚人群的黄酒市场。沈永和在上海、武汉市场比较受欢迎。鉴湖定位在低端。

对比金枫的产品。金枫酒业产品集中、生产集中、市场集中，因此金枫产品成本低，但优势也是劣势，没有细化的市场，产品太集中。而古越龙山是全国化阵线，产品链较长，因此成本也高。

公司现有200多种产品，产品线还要压缩。现在主打产品以5年陈-10年陈为主，未来逐步提升到10年陈以上。我们认为古越龙山的产品线还需继续压缩，洋河成功很重要的一个因素就是产品层次清晰，同一经销商就可以做全线产品。

女儿红整合之后，效果逐渐显现出来，是一个渐变的过程，很难出现

如资本市场期望的突变。女儿红09年销量2万吨左右。女儿红2009年销售收入1.5亿，2010年上半年8000多万，增长10%左右，净利润200多万，消费还主要集中在浙江。女儿红总体毛利率水平较低，只有20%左右。现有女儿红的销售体系还独立于古越龙山，因此还可继续整合、降低运营成本。

原酒交易放大了黄酒的升值效应

09年原酒销售收入2084万元，2010年上半年实现销售收入2330万。原酒盈利能力较强，毛利率水平大约有50%左右。

酒是陈的香，黄酒升值保值潜力较大，而原酒交易则将黄酒升值潜力所带来的财富示范效应更好地表现出来。根据公司的原酒供应计划，09年的2008年产原酒供应价格9.8元/KG，而到了2010年2008年产原酒供应价格14.2元/KG，升值速度快。

而公司还通过直接提价的方式来显现原酒的升值效应。公司近期公告了10月9日起将上调2000年-2009年手工原酒的出厂价，提价幅度为11%—17%。

表 1: 09、10 年原酒计划供应量及供应价格 单位: 元/KG, 吨

2009 年原酒计划供应量及供应价格			2010 年原酒供应价格表		
年份	供应价格	供应数量	年份	供应价格	供应量
			2009	12.2	3000
2008	9.8	4000	2008	14.2	1000
2007	10.6	1000	2007	16.8	500
2006	12.2	500	2006	20.2	500
2005	14.2	500	2005	24.8	300
2004	16.8	200	2004	31.6	200
2003	20.2	200	2003	42.2	200
2002	24.8	100	2002	59.8	100
2001	31.6	100	2001	88.8	100
2000	42.2	100	2000	136.2	100
1999	59.8	50	1999	208.8	50
1998	88.8	50	1998	待定	限量
1997	136.2	限量	1997	待定	限量
			1988	待定	限量
1987	378.8	限量	1978	待定	限量
1977	1098	限量			

数据来源: 黄酒交易网

各区域市场仍有较大的潜力

浙江市场仍是公司收入的主要来源，但比重低于会稽山。古越龙山分区域销售收入构成情况来看，浙江占40%，其中浙东8000多万、绍兴占15%，另外上海20%，江苏占5%，外围市场35%。而会稽山销售收入在浙江占60%的比重，其中绍兴就接近3个亿。

我们认为无论是浙江省内市场还是省外市场，古越龙山都有较大的拓展空间。

现阶段重点拓展江苏。江苏市场缺乏强势品牌，因此江苏市场是黄酒行业几个龙头企业古越龙山、会稽山、金枫酒业现阶段拓展的重点市场，而江苏省内的恒顺醋业也在积极培养黄酒品牌，抢占江苏省内市场。

上海市场销售最高曾接近2亿。09年恢复增长，上海市场黄酒消费有向传统黄酒回归的迹象，今年在上海市场5年陈销售情况不错。

黄酒虽然是浙江的传统酒种，但在餐饮渠道的占比很少。以绍兴为例，餐饮市场。50%是啤酒、20%红酒，10%白酒，10%-15%黄酒。而高档酒店如威亨酒店，高端喝的都是红酒。

江浙沪之外的全国市场，消费者对黄酒的认识并不多，往往还处于“料酒”的思维习惯。黄酒行业要突破当前的区域的局限性必须从两个方面着手：持续的营销宣传；能够给消费者带来新的消费体验，如推广“黄酒+大闸蟹”的消费模式。

古越龙山未来的成长来自哪里？

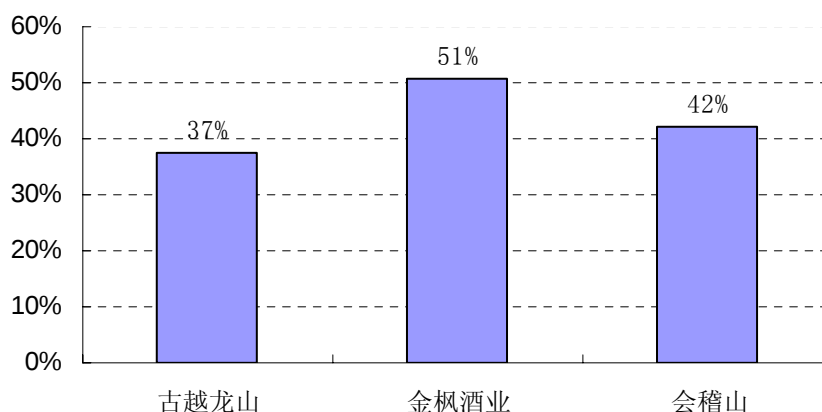
综上所述，我们认为古越龙山未来的成长可以从以下几个方面努力：

（1）产品结构持续升级，特别是浙江本地市场的餐饮市场；（2）拓展有黄酒消费习惯的江苏市场；（3）上海市场的恢复性增长；（4）江浙沪以外新市场的培养。

另外，公司内部成本控制能力的提高也很重要。对比古越龙山和会稽山的毛利率水平，古越龙山总体产品销售价格高于会稽山，而且会稽山很大一部分销售费用通过给经销商折扣的方式体现出来，会稽山黄酒业务的毛利率水平还高于古越龙山，09年会稽山毛利率为42%，而古越龙山仅为37%。

对比三大黄酒企业，金枫酒业毛利率水平最高。古越龙山并入女儿红之后，毛利率下滑幅度较大，在前3名黄酒中毛利率水平处于最低的位置。当然，换个角度看，古越龙山的利润提升空间也最大。

图 3：2009年黄酒业务毛利率对比



数据来源：广发证券发展研究中心

盈利预测与投资评级

关键假设：

表 2：盈利预测关键假设 单位：吨，万元/吨				
	2009A	2010E	2011E	2012E
黄酒				
销量	80000	84000	88200	92610
吨酒价格	0.80	0.96	1.11	1.27
销售收入	641	807	975	1177
毛利率	38%	37%	38%	39%
原酒				
销量	2000	6000	6600	7260
吨酒价格	1.04	1.15	1.26	1.39
销售收入	21	69	83	101
销售成本	10	34	37	40
毛利率	50%	50%	55%	60%
女儿红				
销量	8800	21000	22050	23153
吨酒价格	0.75	0.79	0.83	0.87
销售收入	66	165	182	201
毛利率	22%	22%	23%	24%
酒类				
销售收入	727	1041	1240	1479
销售成本	455	672	782	911
毛利率	37.4%	35.5%	36.9%	38.4%

数据来源：广发证券发展研究中心

预计2010-2012年每股收益0.20、0.22、0.28元，公司品牌价值十分突出，但营销宣传投入的效果还需观察，业绩爆发式的增长还为时尚早，暂时给予“持有”的投资评级，值得长期关注。

风险提示

营销投入的效果还需观察。

资产负债表		单位：百万元			
报表项目	2009	2010E	2011E	2012E	
货币资金	188	369	323	304	
应收账款	114	161	192	229	
预付款项	29	41	49	58	
应收利息	0	0	0	0	
应收股利	0	0	0	0	
其他应收款	9	13	15	18	
存货	1073	1256	1494	1781	
流动资产合计	1417	1839	2073	2389	
长期股权投资	74	74	74	74	
固定资产	465	733	747	742	
在建工程	224	224	224	224	
无形资产	161	228	271	323	
长期待摊费用	2	0	0	0	
递延所得税资产	5	5	5	5	
非流动资产合计	955	1264	1322	1369	
资产总计	2372	3103	3395	3757	
短期借款	436	209	249	297	
应付票据	23	31	37	45	
应付账款	228	324	386	460	
预收款项	22	31	37	45	
应付职工薪酬	17	21	25	30	
应交税费	13	21	25	30	
应付利息	1	0	0	0	
应付股利	0	0	0	0	
其他应付款	165	230	274	326	
流动负债合计	909	869	1034	1232	
长期借款	92	92	92	92	
应付债券	0	0	0	0	
长期应付款	0	0	0	0	
预计负债	0	0	0	0	
递延所得税负债	0	0	0	0	
非流动负债合计	104	92	92	92	
负债合计	1013	961	1126	1324	
股本	559	644	644	644	
资本公积	382	961	961	961	
盈余公积	130	130	130	130	
未分配利润	264	379	504	665	
少数股东权益	26	29	31	34	
负债股东权益总计	2372	3103	3395	3757	
每股净资产(元)	2.43	3.37	3.57	3.83	

数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

利润简表		单位：百万元			
报表项目	2009	2010E	2011E	2012E	
营业收入	741	1046	1245	1484	
营业成本	463	676	787	915	
营业税金及附加	34	48	57	68	
销售费用	89	115	137	163	
管理费用	52	63	75	89	
财务费用	15	16	19	22	
资产减值损失	2	0	0	0	
公允价值变动收益	0	0	0	0	
投资收益	4	2	2	2	
营业利润	88	131	173	228	
营业外收入	14	40	10	10	
营业外支出	1	1	1	1	
利润总额	101	170	182	237	
所得税费用	23	39	42	54	
净利润	78	131	141	183	
归属于母公司净利润	76	128	138	179	
少数股东损益	1	2	2	3	
EPS(元)	0.14	0.20	0.22	0.28	

数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

现金流量简表		单位：百万元			
报表项目	2009	2010E	2011E	2012E	
经营活动现金流量	108	-275	140	145	
投资活动现金流量	-171	270	17	-3	
筹资活动现金流量	71	437	40	48	
现金及现金等价物净增加额	7	-108	163	196	
期末现金余额	181	73	236	433	
每股经营活动现金流(元)	0.19	-0.43	0.22	0.23	

数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

主要财务指标					
指标项目	2009	2010E	2011E	2012E	
营业收入增长率	-1.0%	41.3%	19.0%	19.1%	
营业利润增长率	-27.9%	47.8%	32.7%	31.5%	
毛利率	37.5%	35.4%	36.8%	38.3%	
营业利润率	11.9%	12.5%	13.9%	15.4%	
净利率	10.3%	12.3%	11.1%	12.1%	
净资产收益率	5.6%	6.0%	6.1%	7.4%	
总资产收益率	3.2%	4.1%	4.1%	4.8%	
流动比率	1.6	2.1	2.0	1.9	
资产负债率	42.7%	31.0%	33.2%	35.2%	
所得税税率	22.9%	22.9%	22.9%	22.9%	

数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

广发证券—公司投资评级说明

买入 (Buy)	预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10% 以上。
持有 (Hold)	预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10% ~ +10%。
卖出 (Sell)	预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10% 以上。

古越龙山(600059)行情走势



相关研究报告

	广州	深圳	北京	上海
地址	广州市天河北路 183 号 大都会广场 36 楼	深圳市民田路华融大厦 2501 室	北京市月坛北街 2 号月坛 大厦 18 层 1808 室	上海市浦东南路 528 号证券大厦北塔 17 楼
邮政编码	510075	518026	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线	020-87555888-612			

注：本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

免责声明

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，不得更改或以任何方式传送、复印或印刷本报告。