

27 June 2011 | 10 pages

古越龙山 (600059)

上升势头不减，业绩有望继续高增长

——古越龙山调研报告

程艳华

执业证书编号: S1230210030002



本报告导读:

- 基本面持续改善
- 业绩有望高增长

投资要点:

■ 公司迎来收获的秋天

(1) 持续的市场投入效果开始显现，公司连续第七年投放央视广告，今年新增凤凰卫视和内地卫视；新广告宣传片准备就绪；鬼才方文山已为古越龙山撰写歌词；(2) 销售管理体系不断变革，引入绩效考核，实行人员责任制；(3) 产品结构升级转型，陆续剔除低端产品，提升中高档产品比重，推广年份酒、低度淡爽酒，部分产品包装升级；(4) 产品价格进入上升通道。

■ 业绩快速提升，有望继续高增长

势在必行的提价行为和产品结构进一步升级转型快速提升公司业绩，并将保持高速增长。

■ 原酒交易兑现长期价值，释放公司潜能

市场给原酒资源予以定价，将来无论是直接原酒交易或是灌装成瓶酒出售逐渐变现的过程中，都具备了可参照的价值坐标，公司长期价值跃然纸上。

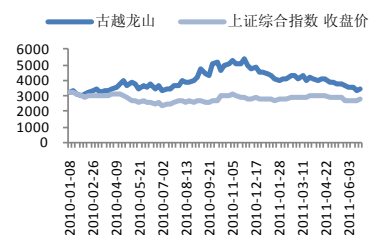
■ 投资建议和盈利预测

现阶段，公司正迈向一个收获的秋天，虽然这个果实还不是很大。我们预计2011年实现营收14.5亿元，同比增长35%，归属于上市公司股东净利润1.75亿元，每股收益0.28元，其中扣除非经常性损益后归属于上市公司股东净利润1.45亿元，对应每股收益0.23元，同比增长53%，继续保持快速增长。投资建议：买入

	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	740.6	1079.2	1457.0	1843.1	2226.4
收入增长率%	-0.97%	45.73%	35.00%	26.50%	20.80%
EBITDA(百万元)	143.2	187.0	305.3	398.4	504.9
净利润(百万元)	76.5	124.3	180.5	239.0	320.3
摊薄 EPS(元)	0.14	0.20	0.28	0.38	0.50
PE	74.2	51.9	36.9	27.8	20.8
EV/EBITDA(X)	42.2	33.9	21.0	15.6	11.6
PB	4.26	3.10	2.94	2.70	2.43
ROIC	4.1%	4.7%	6.6%	8.9%	11.6%
总资产周转率	0.35	0.42	0.50	0.59	0.67

评级:	买入
上次评级:	买入
当前价格:	10.48

单季度业绩	元/股
1Q/2011	0.08
4Q/2010	0.07
3Q/2010	0.05
2Q/2010	0.03



相关报告

《春种秋收》
《低点已过，成长可期-古越龙山年报点评》
《业绩超预期，期待省内整合、省外扩张》

报告撰写人: 程艳华
数据支持人: 葛越





正文目录

1. 公司迎来收获的秋天，业绩逐步释放.....	3
1.1 持续的市场投入效果开始显现	3
1.2 销售管理体系不断变革	4
2. 产品结构进一步转型升级.....	5
3. 价格进入上升通道，未来提价势在必行.....	6
3.1 古越龙山进入价格上升通道	6
3.2 未来提价势在必行	6
4. 原酒交易兑现长期价值，释放公司潜能.....	7
5. 投资建议	8
6. 风险提示	8

图表目录

图表 1: 05-10 年公司销售收入变化.....	3
图表 2: 方文山前往绍兴采风.....	4
图表 3: 新（左）老（右）“金五年”比较.....	5
表格 1: 古越龙山品牌定位.....	5
表格 2: 10 年以来公司提价情况.....	6
表格 3: 古越龙山原酒报价与价格涨幅.....	7



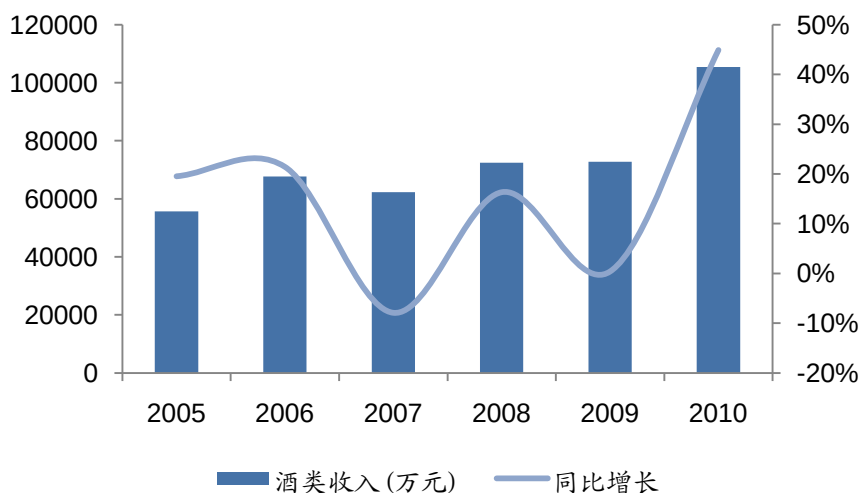


1. 公司迎来收获的秋天，业绩逐步释放

在坚定中高端品牌塑造，全国化路线的指引，销售管理体系的不断变革，持续的市场推广下，公司迎来了收获的秋天，10 年古越龙山业绩大幅增加，创造了历史最好水平：实现营收 10.79 亿元，同比增长 45.73%，归属于上市公司股东的净利润为 1.24 亿元，同比增长 62.51%，实现每股收益 0.20 元。

今年一季度公司上升势头不减，继续保持高增长：实现营业收入 4.17 亿元，同比增长 21.10%，归属于上市公司股东的净利润为 4,792 万元，同比增长 59.10%，实现每股收益 0.08 元。

图表 1：05-10 年公司销售收入变化



资料来源：公司年报 浙商证券研究所

未来公司战略布局很明确，坚持“中高端定位，全国化网络”，这也是黄酒行业的长期之路，需要各方不断努力和投入，从公司目前的发展趋势来看，正处于上升趋势中，预计今年销售收入有望超越 13 亿的目标。

1.1 持续的市场投入效果开始显现

2004 年底，古越龙山在央视黄金时段投放价值约 6000 万元的广告开启了黄酒全国化的大幕，今年元月，古越龙山亮相央视新闻频道“新闻 1+1”和“新闻调查”栏目，这已是公司连续第七年投放央视广告。在持续多年的市场推广下，黄酒健康的消费理念开始深入人心，消费氛围逐渐形成，低度、营养、健康的黄酒越来越受到人们的喜爱和追捧。





今年在央视广告投放力度不变的前提下，公司又增加了在凤凰卫视以及内地省级卫视的广告投放量，并制作了新的广告宣传片，下半年视销售情况有望与消费者见面。另外，《青花瓷》、《兰亭序》等歌曲的词作者方文山 5 月来到绍兴采风，他已经为绍兴黄酒以及绍兴古城文化撰写一篇歌词，接下来公司还将在新浪 show 中广泛征曲、海选 mv 女主角，mv 拍摄创意及素材等。

图表 2：方文山前往绍兴采风



资料来源：浙商证券研究所

1.2 销售管理体系不断变革

销售总公司下设 7 大分公司和 21 个分部，销售员工 218 人，全国经销商队伍有 2000 多人，其中一级经销商约 1300 多人，在全国市场仍然以传统经销模式为主，而在消费成熟市场传统与深度分销相结合，管理由粗放型向精细化转变。

近年来公司对销售管理体系进行了一系列变革：扩招销售人员，一些重要岗位通过公开答辩，竞聘上岗。改革考核体系，实行人员责任制，签订委任合同，销售业绩与人员薪酬直接挂钩。销售模式更加多样化，增加直营专卖店，品牌店中店或专柜。在全国市场，如北方市场，公司以省会为区域中心，聚焦重点市场，做精做透，同时向外辐射扩展；精选经销商，选择那些将经销重点放在古越龙山产品上的经销商，愿意花力气，花精力推介，同时在利益上保证经销商利润，维护好客情关系。在传统区域，如上海，细分为商超、餐饮、和流通渠道，并派出 30 多位销售人员深耕上海市场。





2、产品结构进一步转型升级

公司聚焦产品，简化产品线，剔除古越龙山产品系列中的低端产品，提高 5 年陈、15 元以上的高档产品销售比重，大力发展低度淡爽型黄酒，培养新的消费群体，推动消费低龄化。

表格 1：古越龙山品牌定位

品牌	品牌定位
古越龙山	中高端，面向全国
状元红+女儿红	婚宴、节庆等专业细分市场
沈永和	中低端，成熟市场大众消费
鉴湖	低端

资料来源：浙商证券研究所

古越龙山产品主张“让传统的更经典，让现代的更时尚”。以“库藏金五年”（新金五年）黄酒为例，产品选料、酿造、酒坛选择、陈化和调配，每个环节控制坚守传统工艺非常精细，但口味更加柔和，酒度更低，酒体浊度几乎为零。包装也全面升级，商标添加了“中央库藏酒”标志，突出公司大量库藏原酒的竞争优势，颜色更加鲜明，体现时尚的特点。

图表 3：新（左）老（右）“金五年”比较



资料来源：浙商证券研究所

年份酒“库藏金五年”的推出是古越龙山产品结构升级的典型，我们了解到，传统消费市场上 5 年陈产品已经被消费者所接受，进入成熟期，开始放量增长。由于年份酒在当年结转多年前的生产成本，毛利高，利润贡献作用明显，我们预计今年业绩有望得到释放。





3、价格进入上升通道，未来提价势在必行

3.1 古越龙山进入价格上升通道

因原材料价格上涨和市场提价的要求，公司产品自 10 年以来数次提价，古越龙山已进入价格上行通道。

表格 2：10 年以来公司提价情况

日期	提价产品	提价幅度
10 年 5 月 27 日	坛装酒	8-9%
10 年 6 月 1 日	清醇系列、普通瓶装酒	6-9%
10 年 10 月 1 日	八年陈以上高档酒产品（非礼盒装）	10%
10 年 10 月 9 日	2000 年—2009 年手工原酒	11%—17%
10 年 10 月 26 日	太雕坛装酒	6%
11 年 2 月	古越龙山旗下的中高端品种酒类	10-17%
11 年 3 月 19 日	白酒	7%

资料来源：公司公告 浙商证券研究所

3.2 未来提价势在必行

1、古越龙山要走高端化的路线，打造全国品牌，必须要提价来配合。从某种程度上，高价位意味着高品质，价格仍是目前消费者区别产品档次的主要方式，黄酒提价帮助消费者识别饮用酒和料酒的概念，改变黄酒以往在消费者心中粗制、低档的形象，提升单品价值。产品提升与古越龙山高端化的战略路线相契合。

2、通胀背景下，企业成本压力不断增大，提价也是理所当然。近年来糯米价格呈上升趋势，09 年糯米收购价是 3.0 元/公斤，10 年已涨到 4.8 元/公斤，11 年达 7 元左右，涨幅惊人。人力、物流和包装物材料价格伴随通胀一路上升。

3、原酒升值推动成品酒提价。黄酒率先提出年份酒并打造的概念，在各酒种中，黄酒发展年份酒业最具优势，推出陈年酒是目前黄酒企业产品结构升级的主要方式，根据生产标准，黄酒“年份酒”中该年的黄酒含量必须达到 50% 以上，最近两年，作为年份酒的主要原料，原酒升值速度很快，给成品酒涨价起到推波助澜的作用。根据黄酒交易网的原酒供应报价，09 年的 2008 年产原酒供应价格 9.8 元/公斤，到 2010 年初上涨为 14.2 元/公斤，而到了年底 2008 年产原酒供应价格再次上涨到 16.8 元/公斤。





表格 3: 古越龙山原酒报价与价格涨幅

年份	2009 年价格	2010 年初价格	2010 年末调整价格
2010			13.1
2009			14.2
2008	9.8	14.2	16.8
2007	10.6	16.8	20.2
2006	12.2	20.2	24.8
2005	14.2	24.8	31.6
2004	16.8	31.6	42.2
2003	20.2	42.2	59.8
2002	24.8	59.8	88.8
2001	31.6	88.8	136.2
2000	42.2	136.2	
1999	59.8	208.8	
1998	88.8	待定	
1997	136.2	待定	
1988		待定	
1978	378.8	待定	
1977	1098	待定	

资料来源: 黄酒交易网 浙商证券研究所

4. 原酒交易兑现长期价值, 释放公司潜能

公司目前拥有 25 万吨原酒, 平均酒龄 9 年左右, 其中最早生产年份为 1928 年。全国有黄酒企业 700 多家, 绍兴有 86 家, 年产量在 10 万吨以上的仅古越龙山一家, 年产量在 5 万吨以上的也仅 4—5 家, 小酒厂很多, 建厂时间短, 缺乏品牌基础, 因此古越龙山原酒的数量还是质量, 堪称行业乃至世界之最。雄厚的原酒资源也一直被认为是公司宽广的护城河所在。

自 08 年古越龙山推出原酒交易以来, 市场热销, 高年份的原酒已是一坛难求, 这里有多方面的原因, 一来酒是陈的香, 消费者对陈年黄酒价值的高度认可, 二是消费升级激发了大众对更高品质黄酒的追求, 三是通胀高企, 原酒投资成为抵抗通胀良好手段 (后附原酒投资细则, 年化收益率%), 等等。我们认为除此以外, 原酒交易本身的意义更为重要。当重置成本远大于净资产时, 长期而言, 是成长型潜力股的特征之一, 理由是重置资产日后变现会给企业带来大量稳定的现金流。古越龙山原酒交易帮助公司兑现市场价值, 让市场给公司的原酒资源予以定价。未来无论是在直接原酒交易或是灌装成瓶酒出售逐渐变现的过程中, 具备了可参照的价值坐标, 公司长期价值跃然纸上。





古越龙山原酒的账面价值约 8 亿元，如果根据平均 9 年酒龄的原酒交易价格重新估算，市价在 200 亿以上， 远超当前 60 亿的市值。

5. 投资建议

公司销售正在发生变革,未来提价行为和产品升级转型帮助公司业绩快速增长,通过原酒交易,公司价值逐渐兑现,公司正迈向一个收获的秋天,虽然这个果实还不是很大。我们预计 2011 年实现营收 14.5 亿元,同比增长 35%,归属于上市公司股东净利润 1.75 亿元,每股收益 0.28 元,其中扣除非经常性损益后归属于上市公司股东净利润 1.45 亿元,对应每股收益 0.23 元,同比增长 53%,继续保持快速增长。

6. 风险提示

行业发展受限阻碍企业持续高增长





附录：三大报表预测值

资产负债表	2009A	2010E	2011E	2012E	2013E	利润表（百万元）	2009A	2010E	2011E	2012E	2013E
货币资金	188.4	408.7	509.9	645.1	824.3	营业收入	740.6	1079.2	1457.0	1843.1	2226.4
应收票据	3.4	1.2	4.0	5.0	6.1	营业成本	463.1	684.9	903.3	1116.9	1318.0
应收账款	113.9	103.6	139.7	176.7	213.5	营业税金及附加	34.2	44.4	61.2	77.4	93.5
预付款项	29.0	22.4	31.4	42.6	55.8	销售费用	89.4	145.9	196.7	239.6	278.3
其他应收款	8.9	8.6	7.3	9.2	11.1	管理费用	52.5	64.3	87.4	110.6	133.6
存货	1072.9	1152.3	1237.4	1377.0	1444.4	财务费用	15.0	15.1	15.5	11.6	2.9
其他流动资产	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	资产减值损失	1.9	-0.8	0.0	0.0	0.0
长期股权投资	74.3	84.4	84.4	84.4	84.4	公允价值变动收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
固定资产	464.7	696.0	695.9	663.9	615.3	投资收益	4.0	5.2	6.8	7.1	7.5
在建工程	224.0	136.1	78.1	49.0	34.5	汇兑收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
工程物资	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	营业利润	88.3	130.6	199.6	294.1	407.5
无形资产	161.3	186.1	167.4	148.8	130.2	营业外收支净额	12.6	28.1	30.0	10.0	0.0
长期待摊费用	2.4	2.0	1.8	1.6	1.4	税前利润	100.9	158.7	229.6	304.1	407.5
资产总计	2371.7	2829.3	2985.4	3231.4	3449.1	减：所得税	23.1	32.3	45.9	60.8	81.5
短期借款	436.0	260.0	223.8	161.2	0.0	净利润	77.9	126.4	183.7	243.3	326.0
应付票据	23.0	0.0	0.0	0.0	0.0	归属于母公司的净利润	76.5	124.3	180.5	239.0	320.3
应付账款	227.7	250.6	334.1	413.1	487.5	少数股东损益	1.4	2.1	3.2	4.3	5.7
预收款项	22.2	39.9	54.4	72.9	95.1	基本每股收益	0.14	0.20	0.28	0.38	0.50
应付职工薪酬	17.2	22.5	14.9	15.1	15.2	稀释每股收益	0.14	0.20	0.28	0.38	0.50
应交税费	12.9	28.9	28.9	28.9	28.9	财务指标	2009A	2010E	2011E	2012E	2013E
其他应付款	165.4	105.8	20.0	20.0	20.0	成长性					
其他流动负债	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	营收增长率	-1.0%	45.7%	35.0%	26.5%	20.8%
长期借款	92.0	0.0	0.0	0.0	0.0	EBIT 增长率	-22.8%	37.9%	49.1%	43.3%	35.0%
预计负债	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	净利润增长率	-22.0%	62.5%	45.2%	32.5%	34.0%
负债合计	1012.6	720.0	692.3	731.2	670.7	盈利性					
股东权益合计	1359.1	2109.4	2293.0	2500.2	2778.4	销售毛利率	37.5%	36.5%	38.0%	39.4%	40.8%
现金流量表	2009A	2010E	2011E	2012E	2013E	销售净利率	10.3%	11.5%	12.4%	13.0%	14.4%
净利润	77.9	126.4	183.7	243.3	326.0	ROE	5.7%	6.0%	8.0%	9.7%	11.7%
折旧与摊销	41.9	47.2	96.9	99.9	101.9	ROIC	4.1%	4.7%	6.6%	8.9%	11.6%
经营活动现金流	107.9	146.8	166.2	258.3	403.7	估值倍数					
投资活动现金流	-170.9	-196.7	-13.2	-12.9	-12.5	PE	76.5	53.5	36.9	27.8	20.8
融资活动现金流	70.6	277.3	-51.8	-110.3	-211.9	P/S	7.9	6.2	4.6	3.6	3.0
现金净变动	7.6	227.5	101.2	135.1	179.3	P/B	4.4	3.2	2.9	2.7	2.4
期初现金余额	174.1	188.4	408.7	509.9	645.1	股息收益率	3.5%	4.1%	0.0%	0.5%	0.7%
期末现金余额	181.8	415.9	509.9	645.1	824.3	EV/EBITDA	43.5	34.9	21.0	15.6	11.6

资料来源：港澳资讯、浙商证券研究所





股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 +20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 +10% ~ +20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 +10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券有限责任公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券有限责任公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，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，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海市长乐路 1219 号长鑫大厦 18 层

邮政编码：200031

电话：(8621)64718888

传真：(8621)64713795

浙商证券研究所： <http://research.stocke.com.cn>

