

古越龙山(600059.sh)

依托品牌和陈酒资源快速发展

汤玮亮 分析师
 电话: 020-87555888-634
 eMail: twl@gf.com.cn
 SAC执业证书编号: S0260511020009

胡鸿 分析师
 电话: 0755-82739763
 eMail: hh6@gf.com.cn
 SAC执业证书编号: S0260511010017

投资分析要点

1. 现阶段市场普遍不看好黄酒行业的发展, 我们认为有两个原因: (1) 行业始终无法走出江浙沪, 行业成长空间饱受质疑; (2) 海派黄酒龙头企业金枫酒业近几年发展速度不快。

2. 我们认为, 市场其实可以对黄酒行业更乐观, 基于以下理由: (1) 黄酒行业利润数据很好, 行业正处于快速的消费升级期; (2) 黄酒行业中有望找到类似于二线白酒成长路径的企业; (3) 会稽山若上市有利于形成板块效应。

3. 现有黄酒库存 24-26 万吨, 平均库存时间 8、9 年。古越龙山的优质存酒已经获得市场的公认, 因此可以基于现有存酒资源开发品牌或推行新的销售模式: (1) 新推出了中央库藏系列, 强调库藏概念; (2) 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, 2011 年原酒销售火爆, 原酒公司正在搭建原酒交易平台。

盈利预测与投资评级

预计 11-13 年公司实现每股收益 0.26、0.35、0.48 元, 我们看好公司良好的资源禀赋和行业未来的消费升级空间, 依托品牌和陈酒资源可获得快速的发展, 给予“买入”的投资评级, 值得长期关注。

风险提示

黄酒行业产品消费升级速度低于我们的预期。原酒的销量波动较大。

预测及评估

	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	740.57	1079.23	1393.44	1718.31	2124.17
增长率(%)	-0.97%	45.73%	29.11%	23.31%	23.62%
EBITDA(百万元)	143.25	186.96	263.14	356.34	472.75
净利润(百万元)	76.50	124.31	165.52	224.96	306.93
增长率(%)	-22.03%	62.51%	33.15%	35.91%	36.44%
每股收益(元)	0.14	0.20	0.26	0.35	0.48
市盈率	71.21	69.71	49.09	36.12	26.48
市净率	4.09	4.17	3.62	3.29	2.92
BV/EBITDA	40.43	45.55	29.96	21.98	16.32

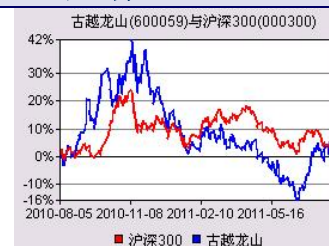
数据来源: 浙江古越龙山绍兴酒股份有限公司财务报表, 广发证券发展研究中心

公司评级



当前价格(元)	12.80
目标价格(元)	18.00
前次评级	持有

股价走势



市场表现	1 个月	3 个月	12 个月
股价涨幅	15.94%	10.06%	8.57%
沪深 300	-7.21%	-7.32%	1.63%

股票数据

总股本/流通 A 股(百万股)	634.86/603.99
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%

财务比率

ROE	5.98%
ROA	6.68%
资产负债率	25.45%
每股净资产(元)	3.28
2010 年报数据	

黄酒行业消费升级速度很快

现阶段市场对普遍不看好黄酒行业的发展，我们认为有两个原因：

1.行业始终无法走出江浙沪，行业成长空间饱受质疑

江浙沪黄酒企业中，古越龙山的全国化做得最好，江浙沪以外市场占比也仅为35%。会稽山浙江本地市场就占60%。全国黄酒行业产量数据中，2009年、2010年江浙沪以外区域黄酒产量占比仅为25%、27%。作为区域性的酒种，黄酒能否被江浙沪以外区域消费者接受仍有较大的不确定性，全国化难度较大，因此行业的成长空间饱受质疑。

图 1：2009年各地黄酒产量

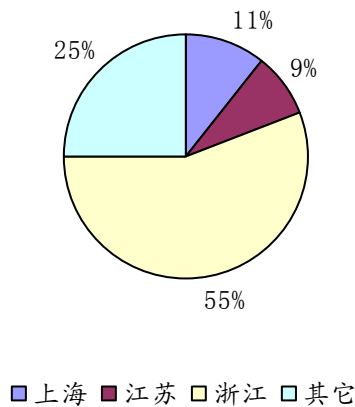
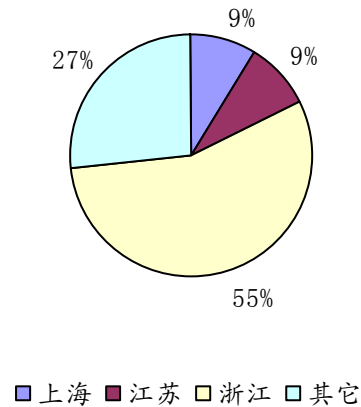


图 2：2010年各地黄酒产量



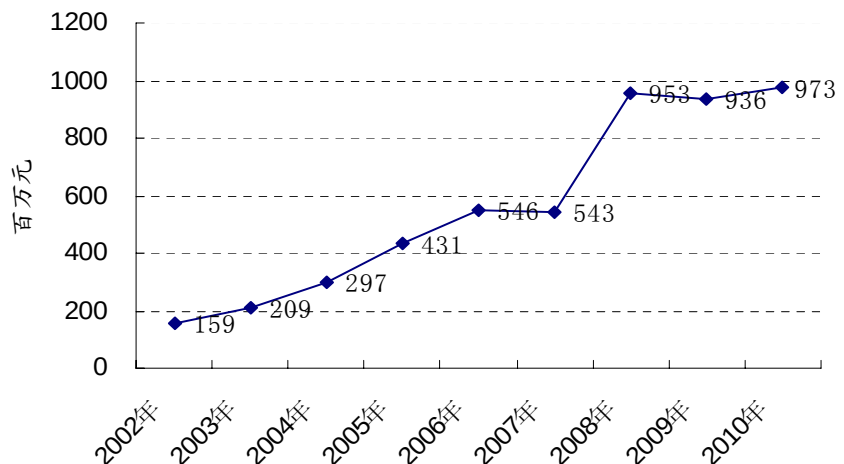
数据来源：广发证券发展研究中心

2010年黄酒行业产销量增速也低于其它白酒和葡萄酒。产销量数据显示，2010年全行业黄酒销量300万，2009年销售270万吨，增长11.1%。规模以上黄酒企业2010年产量增长10.9%。

2.海派黄酒龙头企业金枫酒业近几年发展速度不快

金枫酒业作为海派黄酒龙头，从07年开始销售收入规模就止步不前，成长乏力。

图 3：金枫酒业酒类业务销售收入



数据来源：广发证券发展研究中心

我们认为，市场其实可以对黄酒行业更乐观，基于以下理由：

1. 黄酒行业利润数据很好，行业正处于快速的消费升级期

黄酒行业利润数据很好，盈利能力提升速度很快：（1）2011年1-6月，行业利润总额同比增长42.6%，甚至高于白酒和葡萄酒。（2）2010年-2011年6月，黄酒行业虽然收入增幅低于白酒和葡萄酒，但利润增幅仅次于白酒和葡萄酒。（3）分区域看，2011年1-4月份浙江地区黄酒企业利润增速高达102.3%。

黄酒行业的利润增幅远高于收入增幅，2011年1-6月份行业收入仅增长15.6%，浙江地区行业收入增长，显示行业正处于快速的消费升级期。

表 1：酒类收入、利润增幅

	白酒		啤酒		葡萄酒		黄酒	
	收入	利润	收入	利润	收入	利润	收入	利润
2009.1-2	20.2%	29.7%	14.7%	-58.4%	0.7%	-11.1%	5.0%	-14.5%
2009.3-5	23.4%	-3.1%	7.3%	28.7%	12.1%	17.5%	4.3%	-4.9%
2009.6-8	30.6%	60.8%	12.7%	43.2%	27.2%	19.8%	6.2%	22.7%
2009.9-11	42.8%	32.6%	8.7%	34.8%	32.1%	53.4%	-1.4%	24.6%
2010.1-2	39.8%	42.0%	11.0%	258.6%	18.3%	17.3%	25.6%	13.4%
2010.3-5	43.6%	47.7%	7.0%	-0.4%	25.5%	28.1%	19.5%	25.1%
2010.6-8	24.2%	21.4%	12.0%	17.5%	30.1%	40.8%	38.7%	9.1%
2010.9-11	22.6%	27.5%	11.3%	76.7%	30.4%	10.3%	7.9%	60.5%
2011.1-3	36.8%	40.1%	18.8%	37.8%	27.4%	31.5%	15.4%	49.8%
2011.4-6	39.5%	44.3%	22.2%	43.1%	26.0%	55.5%	15.6%	42.6%

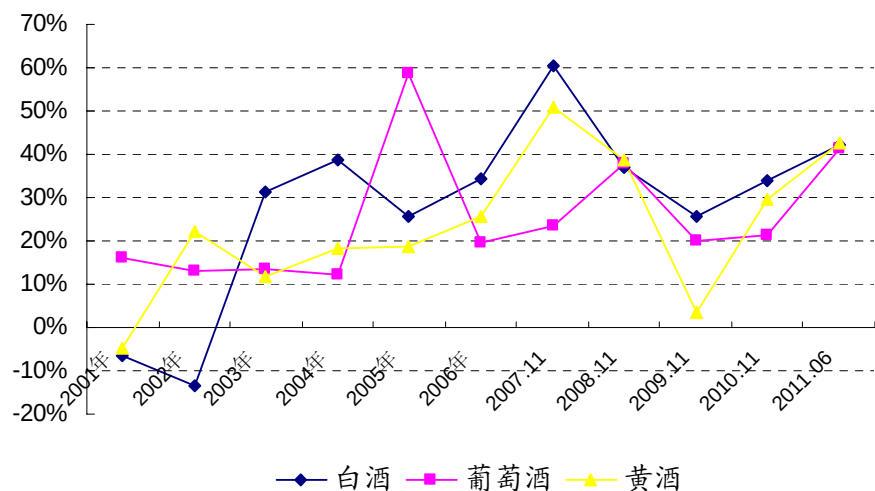
数据来源：广发证券发展研究中心

表 2：酒类 2010 年-2011.6 平均利润增幅

	白酒	葡萄酒	黄酒
收入	34.6%	26.8%	18.5%
利润	38.1%	31.1%	36.1%

数据来源：广发证券发展研究中心

图 4：各类酒种利润增速



数据来源：广发证券发展研究中心

表 3：分区域黄酒收入、利润增幅 2011.1-4

	2011.1-3	2011.1-3	2011.1-4	2011.1-4
	收入	同比	收入	同比
上海	260.74	51.5%	325.73	54.4%
浙江	1320.98	8.2%	1721.59	12.3%
	利润总额	同比	利润总额	同比
上海	58.11	62.6%	68.52	97.1%
浙江	151.31	99.9%	188.95	102.3%

数据来源：广发证券发展研究中心

2.黄酒行业中有望找到类似于二线白酒成长路径的企业

作为中国的传统酒种，黄酒历史文化底蕴雄厚，具备类似于白酒消费升级的潜力。

古井贡酒、山西汾酒等二线白酒过去2年高速增长主要来自于省内或周边区域，并未向全国市场覆盖。因此，除了全国化的故事之外，区域消费升级也可以成为黄酒行业重要的成长方向。

分析过去三年古井贡酒、山西汾酒省内收入情况，古井贡酒08-10年省内收入比重持续上升，山西汾酒08-10年省内收入占比基本持平，高速增长的增量部分主要来自于省内收入的增长。

据此分析，古越龙山仅仅做好江浙沪地区的消费升级，就有很大的市场空间，可以复制二线白酒的成长模式。

表 4：二线白酒企业销售区域构成比例

		2008 年	2009 年	2010 年
古井贡酒	省内	45.5%	53.0%	53.7%
	省外	54.5%	47.0%	46.3%
山西汾酒	省内	63.5%	65.7%	64.2%
	省外	35.3%	34.3%	35.8%
洋河股份	省内	74.5%	72.5%	66.9%
	省外	25.5%	27.5%	32.2%

数据来源：广发证券发展研究中心

3.会稽山若上市有利于形成板块效应

2009年洋河股份上市，很好地推动了市场对二线白酒看法的转变。我们认为，从2006-2010年，市场对白酒行业的认识分为三个阶段：（1）2006-2008年，市场一致看好一线白酒，二线白酒并不受关注；（2）2009年，经济危机到来，高档白酒销售受影响，一线白酒利润增速放缓，洋河股份上市，部分二线白酒如古井贡酒、金种子酒、山西汾酒崭露头角，市场对白酒行业的看法出现分歧；（3）2010年，市场认识完全转向，一致看好二线白酒。

根据媒体报道，会稽山已进入上市辅导期。我们认为，会稽山若上市有利于形成黄酒板块效应，吸引市场的关注。

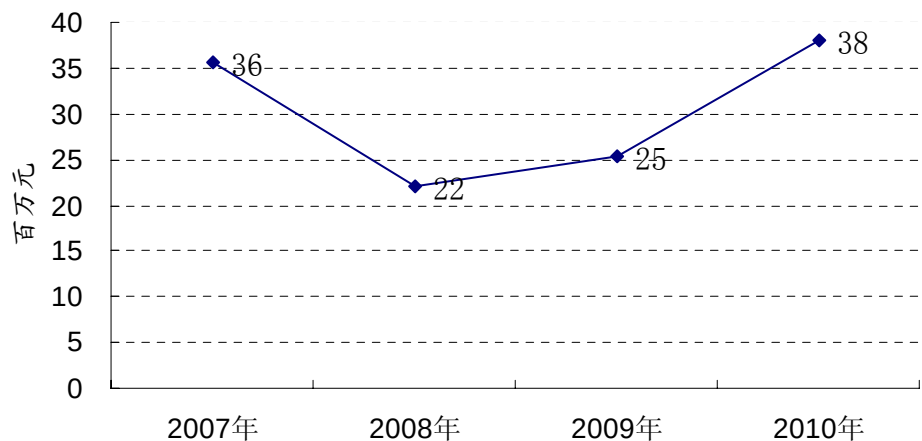
依托陈酒资源、新品重点推中央库藏

古越龙山近两年总体销量增幅不快，收入增长主要来自于产品结构的调整。2009-2011年黄酒销售10-11万吨之间，我们预计2011年上半年黄酒收入增长30%。公司黄酒高端中端低端划分标准，100元以上、15-100元、15元以下。产品升级速度很快，出厂价100元以上产品2010年占20%，09年占16%。

我们认为，经过了多年的广告投入和培育之后，古越龙山已经进入产品结构的快速调整期。05年开始做全国市场、打央视广告，虽然走出江浙沪成效不明显，但产品结构的调整则受益于高端媒体的广告投入。

广告宣传费用05-07年投入比较多，08、09年投入减少，2010年重新加大投入。空中广告投入有央视新闻调查1+1、凤凰卫视等。根据公司计划，销售费用占收入比重15%。

图 5：广告宣传费用投入 2007-2010年



数据来源：广发证券发展研究中心

不同品牌的定位。古越龙山定位高端，女儿红、状元红定位特色，鉴湖定位低端。古越龙山销售覆盖全国。鉴湖销售以本地、福建为主。沈永和在上海。

新品计划重点推广中央库藏。公司在90年代首先推出年份酒，但现在行业的年份酒的概念比较乱，没有标准确定。新推出了中央库藏系列，强调库藏概念，老的年份酒系列产品同时也保留。从金5年到库藏5年做了两个改变：（1）包装从500ml改为370ml；（2）淡化年份酒，强调中央库藏、保真年份。

黄酒库存巨大，现有黄酒库存24-26万吨，平均库存时间8、9年。古越龙山的优质存酒已经获得市场的公认，因此可以基于现有存酒资源开发品牌或推行新的销售模式。

事件营销重点宣传陈酒资源。结合建厂60周年、沈永和347年，正在制作歌曲、方文山写词，推广库藏中国风、国酿6000年，重点宣传陈酒资源。

2010年3月开始公司对销售体系做了调整：（1）设立了7个分公司和23个分部，经理竞聘上岗，其中分公司包括绍兴、杭州、浙东、江苏、上海、深圳、北方。（2）现有销售人员200多人，销售人员分为15级，收入差距拉大。

产品销售区域仍以江浙沪为主，其中浙江40%，上海20%，江苏5%。

搭建原酒交易平台

2011年原酒销售火爆。2010年原酒销售 6050吨。预计2011年上半年原酒销售 5000-6000吨，实现5000-6000万收入。现阶段追加了500吨01年的原酒正在销售，价格13.6万元/吨。原酒盈利能力较强，毛利率可达到50%。

原酒公司正在和华夏银行的电子交易部合作建立电子交易平台，在这个平台上投资者相互之间可以转让。原酒销售交易平台预计11月份可以上线。

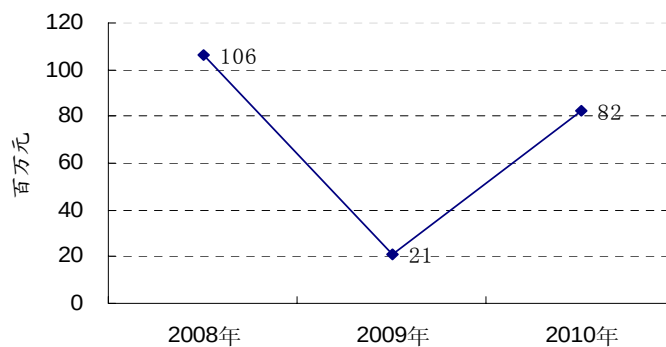
酒是陈的香，黄酒升值保值潜力较大，而原酒交易则将黄酒升值潜力所带来的财富示范效应更好地表现出来。根据公司的原酒供应计划，09年的2008年产原酒供应价格9.8元/KG，而到了2011年2008年产原酒供应价格16.8元/KG，升值速度快。

表 5：09-11 年原酒计划供应量及供应价格 单位：元/KG，吨

2009 年原酒计划量及供应价格			2010 年原酒供应价格表			2011 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	年份	供应价格	供应量
			2009	12.2	3000	2010	13.1	4000
2008	9.8	4000	2008	14.2	1000	2009	14.2	待定
2007	10.6	1000	2007	16.8	500	2008	16.8	待定
2006	12.2	500	2006	20.2	500	2007	20.2	待定
2005	14.2	500	2005	24.8	300	2006	24.8	待定
2004	16.8	200	2004	31.6	200	2005	31.6	待定
2003	20.2	200	2003	42.2	200	2004	42.2	待定
2002	24.8	100	2002	59.8	100	2003	59.8	待定
2001	31.6	100	2001	88.8	100	2002	88.8	待定
2000	42.2	100	2000	136.2	100	2001	136.2	待定
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

图 6：原酒销售收入



数据来源：广发证券发展研究中心

盈利预测与投资评级

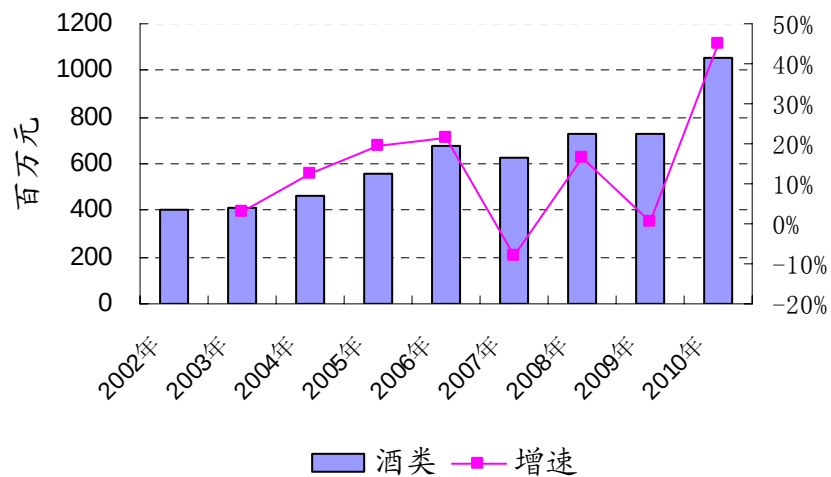
预计11-13年公司实现每股收益0.26、0.35、0.48元，我们看好公司良好的资源禀赋和行业未来的消费升级空间，给予“买入”的投资评级，值得长期关注。

风险提示

黄酒行业产品消费升级速度低于我们的预期。
原酒业务的销量波动较大。

附：公司简介

图 7：古越龙山酒类销售收入增速



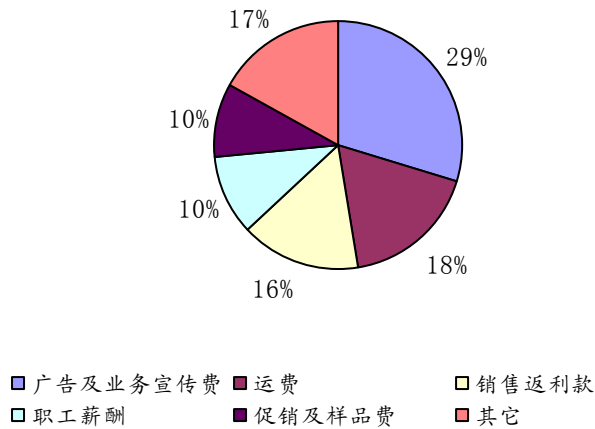
数据来源：公司资料

表 6：专业人员构成类别

	2008 年	2009 年	2010 年
生产人员	1,132	1,402	1,497
销售人员	188	198	218
财务人员	51	56	60
行政人员	95	100	111
技术人员	398	485	496

数据来源：公司资料

图 8：销售费用构成



数据来源：公司资料

古越龙山各品牌介绍

古越龙山：

古越龙山商标，取材于2500多年前的吴越春秋的故事，商标图案也是越王句（gou）践兴师伐吴时的点将台城门和卧薪尝胆的龙山背景。古越是绍兴的发祥地，也是绍兴酒的发祥地，龙山即现在的府山，是古越政治文化的中心，也体现中国人对龙的崇拜。

在目前中国所有黄酒品牌中，惟有古越龙山被评为中国驰名商标、中国名牌产品。古越龙山绍兴酒一方面体现黄酒的历史源远流长，另一方面体现其品质日臻完美。

沈永和：

沈永和酒厂创业于清代康熙三年（1664年），是绍兴黄酒行业中历史最悠久的著名酒厂，很早就拥有“行销中外，驰名遐迩”的金字招牌，“永远和气生财”是沈永和的经营宗旨。沈永和历经六代人的努力于1910年代表绍兴黄酒在“南洋劝业会”上，为绍兴酒争得第一枚国际金牌。

状元红：

黄酒有数千年的历史，与江南吴越文化早已融为一体。春秋战国时期，越王句践欲与吴国争霸，以黄酒奖励生育，“生丈夫，二壶酒，一犬；生女子，二壶酒，一豚”。状元红酒即源于绍兴一带的民间风俗。

当生子之年，酿酒数坛，请师傅在坛上刻字彩绘，然后泥封窖藏，以兆吉祥，期盼儿子将来成为“状元之材”，故此酒谓之“状元红”。

鉴湖：

绍兴酒之所以晶莹澄澈，馥郁芬芳，成为酒中珍品，除了用料讲究和工艺精湛外，重要的还因为它是用得天独厚的鉴湖水酿制的。

“汲取门前鉴湖水，酿得绍酒万里香”。位于鉴湖源头的鉴湖酿酒厂始建于1951年9月，有着50多年专业生产、经营绍兴酒的经验，生产的鉴湖牌绍兴酒是浙江省著名商标，国家免检产品，畅销全国各大城市，远销日本等国家，深受消费者青睐。

女儿红：

绍兴女儿红是业内著名的黄酒品牌，主要产于浙江绍兴一带，是绍兴女儿红酿酒有限公司的当家产品。早在宋代，绍兴就是有名的酒产地，绍兴人家里生了女儿，等到孩子满月时，就会选酒数坛，泥封坛口，埋于地下或藏于地窖内，待到女儿出嫁时取出招

待亲朋客人，名曰“女儿红”，因坛上一般都绘有一些吉祥的图画，故也称花雕酒。中国晋代上虞人嵇含《南方草木状》记载：“女儿酒为旧时富家生女、嫁女必备之物。”

资产负债表

单位：百万元

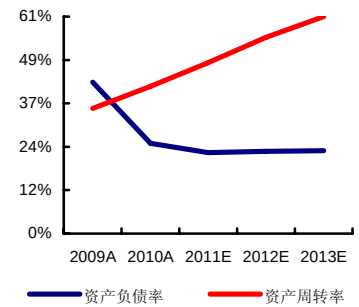
至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
流动资产	1,417	1,697	1,688	1,975	2,371
货币资金	188	409	501	555	669
应收及预付	155	136	152	187	229
存货	1,073	1,152	1,034	1,233	1,472
其他流动资产	0	0	0	0	0
非流动资产	955	1,133	1,264	1,290	1,309
长期股权投资	74	84	80	80	80
固定资产	465	696	870	902	927
在建工程	224	136	136	136	136
无形资产	185	210	175	169	163
其他长期资产	7	6	2	2	2
资产总计	2,372	2,829	2,952	3,266	3,681
流动负债	909	708	673	757	860
短期借款	436	260	260	260	260
应付及预收	468	448	413	497	600
其他流动负债	5	0	0	0	0
非流动负债	104	12	0	0	0
长期借款	92	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	12	12	0	0	0
负债合计	1,013	720	673	757	860
股本	559	635	635	635	635
资本公积	382	961	961	961	961
留存收益	393	486	652	877	1,183
归属母公司股东权益	1,333	2,080	2,247	2,472	2,779
少数股东权益	26	29	32	36	41
负债和股东权益	2,372	2,829	2,952	3,266	3,681

利润表

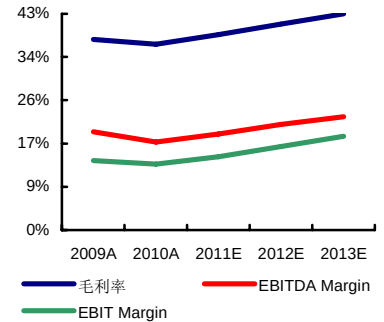
单位：百万元

至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	741	1079	1393	1718	2124
营业成本	463	685	858	1022	1221
营业税金及附加	34	44	57	71	88
销售费用	89	146	195	241	297
管理费用	52	64	83	102	127
财务费用	15	15	9	5	10
资产减值损失	2	-1	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	4	5	0	0	0
营业利润	88	131	191	277	382
营业外收入	14	71	20	10	10
营业外支出	1	43	0	0	0
利润总额	101	159	211	287	392
所得税	23	32	43	58	80
净利润	78	126	168	229	312
少数股东损益	1	2	3	4	5
归属母公司净利润	76	124	166	225	307
EBITDA	143	187	263	356	473
EPS (元)	0.14	0.20	0.26	0.35	0.48

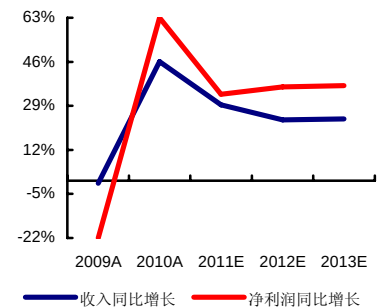
资产负债率趋势



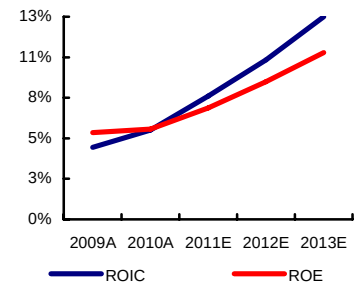
经营利润率趋势



收入与利润增长趋势



投资回报率趋势

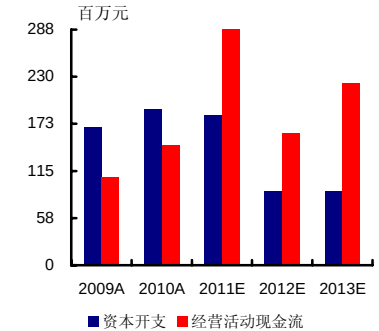


现金流量表

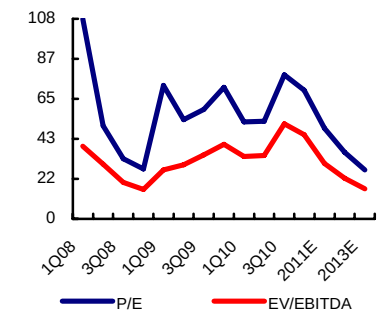
单位：百万元

至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	108	147	285	157	216
净利润	78	126	168	229	312
折旧摊销	42	47	63	74	81
营运资金变动	-19	-11	66	-149	-179
其它	7	-15	-13	2	2
投资活动现金流	-171	-197	-179	-90	-90
资本支出	-169	-191	-183	-90	-90
投资变动	-88	-5	4	0	0
其他	86	-1	0	0	0
筹资活动现金流	70	277	-14	-12	-12
银行借款	470	480	0	0	0
债券融资	-400	-752	-3	0	0
股权融资	0	661	0	0	0
其他	0	-112	-11	-12	-12
现金净增加额	7	227	92	54	114
期初现金余额	174	188	409	501	555
期末现金余额	182	416	501	555	669

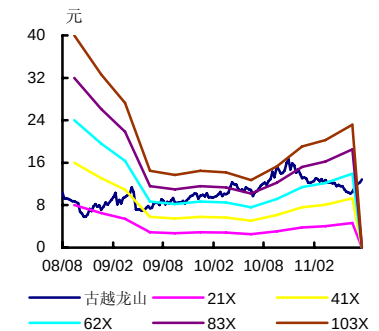
资本支出与经营活动现金流



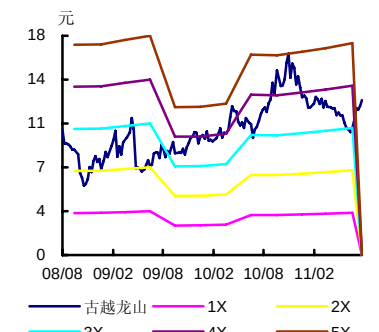
相对估值



PE BAND



PB BAND



主要财务比率

单位：%

至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
成长能力					
营业收入	-1.0%	45.7%	29.1%	23.3%	23.6%
营业利润	-27.9%	47.9%	46.5%	44.9%	37.8%
归属于母公司净利润	-22.0%	62.5%	33.2%	35.9%	36.4%
获利能力					
毛利率	37.5%	36.5%	38.5%	40.5%	42.5%
净利率	10.5%	11.7%	12.1%	13.3%	14.7%
ROE	5.7%	6.0%	7.4%	9.1%	11.0%
ROIC	4.8%	5.9%	8.2%	10.6%	13.4%
偿债能力					
资产负债率	42.7%	25.4%	22.8%	23.2%	23.4%
净负债比率	25.3%	-7.1%	-10.6%	-11.8%	-14.5%
流动比率	1.56	2.40	2.51	2.61	2.76
速动比率	0.35	0.74	0.93	0.94	1.00
营运能力					
总资产周转率	0.35	0.42	0.48	0.55	0.61
应收账款周转率	7.76	9.92	12.50	12.50	12.50
存货周转率	0.47	0.62	0.83	0.83	0.83
每股指标 (元)					
每股收益	0.14	0.20	0.26	0.35	0.48
每股经营现金流	0.19	0.23	0.45	0.25	0.34
每股净资产	2.39	3.28	3.54	3.89	4.38
估值比率					
P/E	71.2	69.7	49.1	36.1	26.5
P/B	4.1	4.2	3.6	3.3	2.9
EV/EBITDA	40.4	45.6	30.0	22.0	16.3

广发食品饮料行业研究小组

汤伟亮，分析师，华南理工大学管理学硕士，2007 年进入广发证券发展研究中心。

胡鸿，分析师，中山大学金融学硕士，2009 年进入广发证券发展研究中心。

相关研究报告

古越龙山(600059.sh)_公司调研简报

汤伟亮

2010-09-30

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。

	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：广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。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。