

原酒交易平台引发营销模式变革，经营拐点临近

—古越龙山（600059）深度报告

民生精品---深度研究报告/食品饮料行业

2011 年 09 月 13 日

报告摘要

● 提价是解决所有问题的核心

1、提价成为核心战略。目前提价已成为公司改善经营的核心战略，通过提价可以达到树高端品牌、调产品结构、理顺价格体系、增加渠道利润等目的，最终达到“产量小幅增加、收入稳步增加、利润大幅增加”的战略目标。**2、高档酒大幅增长。**10 年 5 月以来，公司通过提价调整产品线，产品结构不断上移。11 年 5 月中旬以来，公司高档酒生产车间每晚加班到 9 点，在传统的生产淡季高端产品销售出现了大幅增长。**3、关键时刻要提价。**品牌消费品的价格必须符合品牌消费者的身份，黄酒影响力衰落最主要是关键时刻没有把产品价格提上去。

● 原酒交易平台是一种重要的营销手段，其开通将带来公司营销模式的深刻变革

1、营销模式的深刻变革。（1）创新的营销模式。通过原酒交易平台可以让人们认识到原酒增值空间巨大，同时通过意见领袖传输输出老酒越陈越香、越陈越贵、越陈越有品位的信息，是一种极好的营销模式，是绍兴黄酒继产能革命、市场革命后的第三次革命。**（2）原酒金融衍生品。**通过原酒抵押贷款和期酒交易，可以放大投资效率和投资倍数，原酒交易可以覆盖产业、银行、保险、现货、期货等，原酒交易空间被大幅扩宽。**（3）通过提升价格、拉动销量增加公司业绩。**公司主要通过原酒交易平台提升古越龙山品牌知名度，进而提升产品销售价格。古越龙山的原酒销售和瓶装酒销售相互关联，随着古越龙山知名度提升将带动瓶装酒销售，公司瓶装酒销售有望更上一层楼。**（4）公司向 150 亿-220 亿市值回归。**公司共拥有原酒 25 万吨，原酒价值达 150-222 亿元，从原酒价值角度看市值被低估 50%以上。原酒电子平台开通后，原酒去银行抵押有了估值依据，公司 150-222 亿元库存原酒价值终将回归。**2、原酒价格提升空间巨大。**2008-2010 年原酒销售价格复合增速达 38.23%，在原酒交易平台准备开通以及通货膨胀的大背景下，未来几年原酒价格年均增幅有望保持在 30%以上。

● 只为“女儿红”：中国情感第一酒

“女儿红”品牌在我国拥有很高的知名度，在经历了品牌梳理和品种优化之后，资源整合效果开始显现。2011 年一季度销售收入较上年同期增长 47%，个别产品至今仍出现脱销现象，预计 2011 年下半年销售情况将获得更大突破。

● 盈利预测及估值

我们预计公司 11/12/13 年 EPS 分别为 0.30 元、0.44 元、0.65 元，同比分别增长 51%、50%、45%，未来三年复合增速达 49%，维持公司强烈推荐评级，目标价 17.6 元。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入（百万元）	1079	1495	1997	2664
增长率（%）	45.73%	38.57%	33.53%	33.40%
归属母公司股东净利润（百万元）	124	188	282	410
增长率（%）	62.51%	51.19%	50.15%	45.30%
每股收益（元）	0.20	0.30	0.44	0.65
PE	60	41	27	19

资料来源：民生证券研究所

强烈推荐

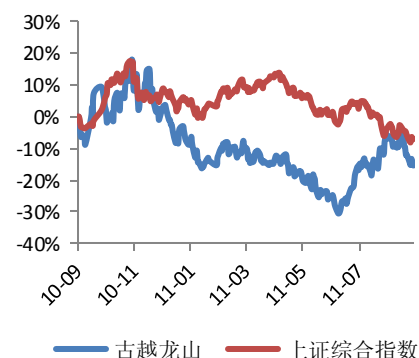
维持评级

合理估值：17.6 元

交易数据（2011-09-09）

收盘价（元）	12.04
近 12 个月最高/最低	17.30/9.80
总股本（百万股）	634.86
流通股本（百万股）	603.99
流通股比例%	95.14%
总市值（亿元）	76.44
流通市值（亿元）	72.72

该股与上证综指走势比较



分析师

分析师：王永锋

执业证号：S0100511070004

电话：010-85127831

邮箱：wangyongfeng@mszq.com

相关研究

《古越龙山中报点评：经营情况超预期，原酒价值被低估》2011/08/09

目 录

一、提价是解决所有问题的核心.....	3
二、原酒交易平台开通将带来公司营销模式的深刻变革.....	5
1、公司原酒价值达 150-222 亿元，从原酒价值角度看公司被低估 50%以上	5
2、原酒价格提升空间巨大，未来几年原酒价格年均增幅有望保持在 30%以上	6
3、原酒交易平台是一种重要的营销手段，其开通将带来公司营销模式深刻变革	7
三、只为“女儿红”：中国情感第一酒	10
四、黄酒成为养生酒首选，正迎来黄金成长期.....	11
1、黄酒正在成为养生酒首选，国家领导人对黄酒钟爱有加	11
2、黄酒，正迎来黄金成长期.....	12
五、公司面对的三个核心问题有望逐步改善	14
1、国有体制是公司发展的最大牵绊，股权激励改革是未来发展的重要突破点	14
2、产品结构混乱、价格体系定位不清晰，通过提价可逐步解决	14
3、营销渠道较差，将在发展中逐步解决	15
六、盈利预测及投资建议	17
1、盈利预测前提和假设	17
2、营业收入预测	17
3、利润表预测	18
4、估值及投资建议	18
七、风险提示	19
附录一 古越龙山 词/ 方文山	20
附录二 《投资者的未来》中表现最佳的标准普尔 500 “幸存者”	21
附录三 《投资丛林》——一位投资大师跨越 50 年的私人手记	22
插图目录	23
表格目录	23

一、提价是解决所有问题的核心

公司通过提价可以达到树立高端品牌、调整产品结构、理顺价格体系、增加渠道利润等目的。公司目前拥有“古越龙山”、“女儿红”、“状元红”、“沈永和”、“鉴湖”共5个知名子品牌，这5个品牌均为不可多得的老字号。老字号品牌能够持续热销的秘诀是：产品在关键时刻要提价！我们认为黄酒的影响力逐步衰落，最主要原因在于关键时刻没有把产品价格提上去。

可喜的是目前提价已经成为公司改善经营情况的核心战略，公司通过提价达到树高端品牌、调产品结构、削减低端产品的目的，最终达到“产量小幅增加、销售收入一定幅度增加、利润大幅增加”的战略目标。毕竟社会留给公司的资源不多，公司将利用有限的资源发挥更大的效应，对社会做最大的贡献，提价成为必然选择。

表 1：古越龙山 2008 年提价情况

提价时间	提价品种	提价幅度
2008.01.10	高档礼盒酒	约 10%
2008.01.20	部分箱酒（1 年陈、3 年陈、5 年陈、8 年陈）	约 10%
2008 年 3 月	外贸出口绍兴酒、果酒、大灌酒等	10-14%
2008.03.08-2008.03.16	白酒坛酒、桶装、瓶装系列产品	5%-13%
2008.04.21	部分沈永和坛酒	8-14%
2008.05.01	部分青瓷廿年陈花雕和青瓷八年陈花雕、简装花雕酒等	5-10%
2008.05.16	五十年陈经典花雕酒	11%
2008.07.01	三十年陈百福浮雕酒	13%
2008.07.01	三十年陈百寿浮雕酒	12%

资料来源：公司公告，民生证券研究所

当提价成为公司的一种既定战略时，公司所面临的产品结构混乱、价格体系定位不清晰等核心问题均会迎刃而解。2008 年以来，公司对旗下酒类产品进行了数次提价，提价原因主要包括：（1）国内黄酒的市场供需状况。（2）生产经营成本的大幅提高。（3）企业发展战略需要。

表 2：古越龙山 2010 年以来提价情况

提价时间	提价品种	提价幅度
2010.05.27	坛装酒产品	8-9%
2010.06.01	清醇系列、普通瓶装酒	6-9%
2010.10.01	八年陈以上高档酒产品（非礼盒装）	约 10%
2010.10.09	2000 年—2009 年手工原酒	11%—17%
2010.10.26	太雕坛装酒	约 12%
2010.10.26	太雕瓶装酒（包括礼盒酒）	约 6%
2011 年初	五十年陈	约 42%
2011 年初	三十年陈	约 36%
2011.03.19	白酒	约 7%

资料来源：公司公告，民生证券研究所

中国酒类消费归根结底是文化和面子的综合体，请人喝酒喝的就是身份和脸面，当古越龙山、女儿红等品牌定位高端，但我们在消费终端时常可以看到 5-10 元产品时，不能

不说是古越龙山公司品牌运营的一种失败。当年山西汾酒没落除了假酒案之外，另一个核心原因就是做老百姓都喝得起的酒，结果品牌力被大幅度稀释，在茅台、五粮液提价时掉队，幸好这几年汾酒猛然领悟，提价、提价、再提价，从而逐步回归白酒一线阵营。

在我国人民财富不断增长的今天，我们实在不愿看到古越龙山和女儿红等老祖宗留下的知名品牌卖的太便宜，毕竟品牌消费的价格一定要符合品牌消费者的身份。提价可能会造成暂时产量的降低，但迎来的将是品牌力提升，这才是重中之重。另外，古越龙山和女儿红提价留下的价格空间可由沈永和和鉴湖等子品牌来填补。

图 1：酒类销售收入 2010 年以来同比增幅超过 30%

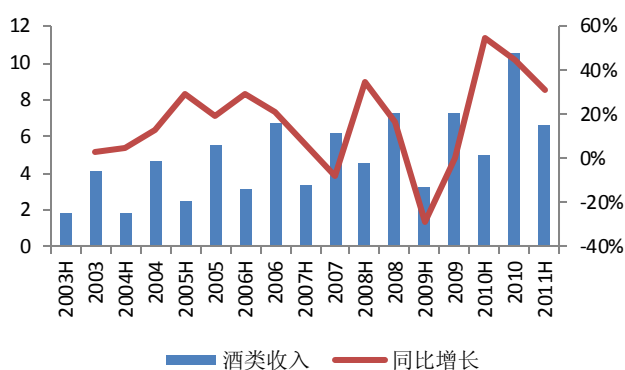
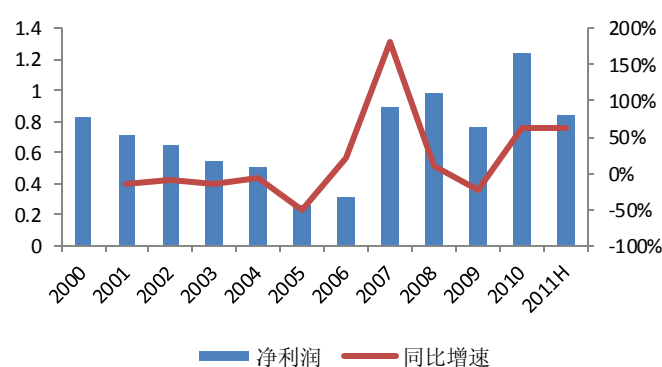


图 2：净利润增速 2010 年以来超过 60%



资料来源：公司年报，民生证券研究所

受 2008 年金融危机影响，公司 2009 年提价计划被暂时打乱，但黄酒行业和古越龙山进入价格上行通道势在必行。2010 年以来，公司产品又开始进入提价通道，但目前市场上十年、二十年、五十年陈古越龙山的价格，远远低于同等年份的茅台价格，黄酒企业有必要通过调价释放产品发展空间，实现规模和利润的同步提升。

图 3：5-10 年、10 年以上产品占比 11 年提升为 50% 和 22%

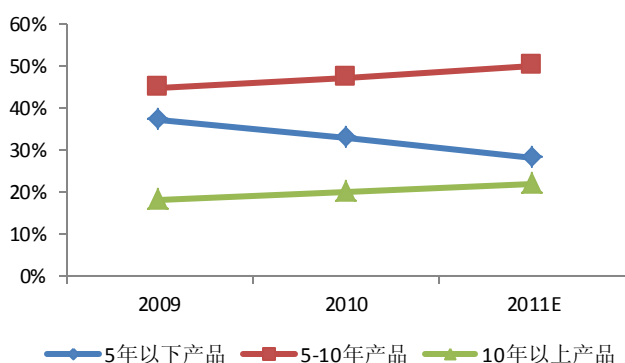
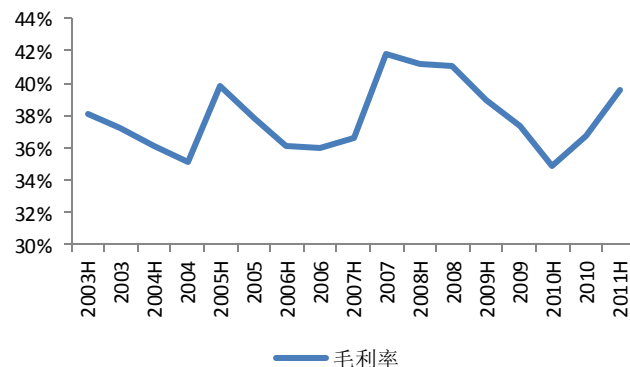


图 4：产品结构升级，毛利率由 2010H34.8% 提升为 39.6%



资料来源：公司年报，民生证券研究所

2011 年 5 月中旬以来，古越龙山高档酒的生产车间每天要加班到晚上 9 点。在传统的生产淡季，古越龙山的加班让我们感到惊讶，公司高端产品销售出现了大幅增长。事实上，2010 年 12 月和 2011 年 1 月，古越龙山先后两次大力整顿自己的产品线，削减低端产品生产，着力发展中高档产品。通过不断提价，古越龙山将产品结构不断上移，从而提

高了公司的利润水平。公司董事长傅建伟一直努力让古越龙山转型升级，这种非常坚决的高端思路，让我们看到了中国黄酒行业未来的希望。

图 5：2011 年生产淡季，繁忙的高档酒灌装车间



资料来源：公司网站，民生证券研究所

图 6：2011 年生产淡季，灌装完毕后热杀菌处理



二、原酒交易平台开通将带来公司营销模式的深刻变革

1、公司原酒价值达 150-222 亿元，从原酒价值角度看公司被低估 50%以上

古越龙山一共拥有原酒 25 万吨，其中中央库藏 10 万吨。25 万吨原酒中年份为 10 年以下的占多数，平均年份为 8-9 年。

现在市场上面对公司原酒价值的估算有多种版本，我们认为：按照 25 万吨原酒，原酒平均年限按照 8-9 年估算（2010 年交割价格为 59.80-88.80 元/公斤），公司库存原酒价值达到 150-222 亿元。仅从原酒价值角度来看，按照公司目前的 77 个亿的市值，古越龙山的真实价值被大幅度低估了 50%以上。

图 7：古越龙山中央酒库



资料来源：公司网站，民生证券研究所

图 8：古越龙山中央酒库原酒展示



如果再加上原酒交易价格逐年提升、原酒电子交易平台上市所带来的原酒价值提升，公司估值更是被大幅低估。另一方面，从现金流折现角度来看，公司营销体系一直较差，原酒没有销售出去不会产生现金流，公司估值处于合理水平。仅有当公司销售好转，原酒销售产生现金流，从原酒价值角度进行的估值才具备合理性。

2、原酒价格提升空间巨大，未来几年原酒价格年均增幅有望保持在 30%以上

从投资者角度来看，2008 年投资购买的 1999-2007 年原酒，一年之后（2009 年）价格平均涨幅为 14.53%；2009 年购买的 2001-2008 年原酒，一年之后（2010 年）价格平均涨幅达 165.52%，投资者投资收益丰厚。

表 3：古越龙山同一年原酒价格对比

名称	2008 年供应价格	2009 年供应价格	2010 年供应价格	2009 年价格同比	2010 年价格同比
2008 年原酒	-	9.80	16.80	-	71.43%
2007 年原酒	9.20	10.60	20.20	15.22%	90.57%
2006 年原酒	10.60	12.20	24.80	15.09%	103.28%
2005 年原酒	12.40	14.20	31.60	14.52%	122.54%
2004 年原酒	14.60	16.80	42.20	15.07%	151.19%
2003 年原酒	17.50	20.20	59.80	15.43%	196.04%
2002 年原酒	21.60	24.80	88.80	14.81%	258.06%
2001 年原酒	27.50	31.60	136.20	14.91%	331.01%
2000 年原酒	36.70	42.20	-	14.99%	-
1999 年原酒	54.00	59.80	-	10.74%	-
平均	-	-	-	14.53%	165.52%

资料来源：中国黄酒交易网，民生证券研究所

从生产厂商角度来看，2009 年生产的 2-10 年原酒，价格平均较 2008 年同比提升-5.99%，主要是受 2008 年金融危机影响，投资需求下滑所致；2010 年生产的 2-10 年原酒，价格平均较 2009 年同比大幅提升 109.50%，生产厂商原酒交易价格大幅提升，相比于贵州茅台 15 年年份酒 3000 余元的出厂价，古越龙山 10 年原酒每斤仅为 68.10 元，黄酒价格被严重低估，未来价格提升空间巨大。

表 4：古越龙山相同年份原酒价格对比

名称	2008 年供应价格	2009 年供应价格	2010 年供应价格	2009 年价格同比	2010 年价格同比
1 年原酒	-	-	13.10	-	-
2 年原酒	9.20	9.80	14.20	6.52%	44.90%
3 年原酒	10.60	10.60	16.80	0.00%	58.49%
4 年原酒	12.40	12.20	20.20	-1.61%	65.57%
5 年原酒	14.60	14.20	24.80	-2.74%	74.65%
6 年原酒	17.50	16.80	31.60	-4.00%	88.10%
7 年原酒	21.60	20.20	42.20	-6.48%	108.91%
8 年原酒	27.50	24.80	59.80	-9.82%	141.13%
9 年原酒	36.70	31.60	88.80	-13.90%	181.01%
10 年原酒	54.00	42.20	136.20	-21.85%	222.75%
平均	-	-	-	-5.99%	109.50%

资料来源：中国黄酒交易网，民生证券研究所

原酒是指储存在仓库里的大坛酒，与市场销售的瓶酒最大区别是未经勾兑、灌装，保持黄酒的原汁原味。绍兴黄酒成品年份酒必须用原酒勾兑而成。同为行业龙头，“古越龙山”年份酒价格远远低于贵州茅台，我们认为这种价格差异将成就年份黄酒的增值空间。

表 5：古越龙山原酒历年销售收入、供应量

	2008	2009	2010	2011H
原酒销售收入（亿元）	1.05	0.21	0.82	1.05
收入占比	14.36%	2.81%	7.62%	15.62%
供应数量（吨）	16315	6835	6050	-

资料来源：公司公告，中国黄酒交易网，民生证券研究所

公司目前每年向市场供应 6000-7000 吨的原酒，在供应量不发生大幅变动的情况下，2008-2010 年原酒销售价格平均复合增速达 38.23%。在原酒交易平台准备开通以及通货膨胀的大背景下，我们预计未来几年公司原酒销售价格将继续保持 30%以上的年均增幅。

3、原酒交易平台是一种重要的营销手段，其开通将带来公司营销模式深刻变革

（1）为投资者快速变现推出原酒交易平台

购买原酒的客户主要分为两类：**1、消费者**。这部分原酒购买者自行消化原酒，主要作为送礼、让公司为其提供个性化的定制服务，这部分人不在少数。**2、投资者**。这部分客户主要是投资赚钱。

对于第二类原酒购买客户即投资者来说，由于他们没有相应的渠道消化原酒，主要关注原酒投资收益能否变现，如何变现？原酒交易电子交易平台的开通解决了上述问题，在这个平台上原酒可以自由买卖，快速变现。

（2）原酒交易平台是一种创新的营销模式，原酒交易力推绍兴黄酒崛起

原酒交易平台是一种创新的营销模式，它不仅为投资者开辟了新的投资渠道，也为黄酒原酒资源的调配和价格杠杆平衡起到积极地作用，是绍兴黄酒继产能革命、市场革命后的第三次革命。

图 9：原酒交易平台战略合作协议签约仪式



资料来源：公司网站，民生证券研究所

图 10：原酒交易的诞生



公司通过对拥有 10 万元资产以上、100 万元资产以上、1000 万元资产甚至亿元以上的几种投资者分别进行了市场调查,从他们对投资的理念、消费的习惯中,公司得出一个结论:这类投资者是古越龙山中高档酒的主要消费群体,他们会通过原酒交易、通过财富增值,向他们的亲朋好友传达古越龙山投资原酒的情况。

通过原酒交易,可以让交易的人们知道随着时间的推移,原酒增值空间巨大。再加上投资者的财富效应及其通过这些意见领袖的口口相传,传输出老酒越陈越香、越陈越贵、越陈越有品位的信息,不失为一种极好的营销模式。

(3) 期酒交易是未来发展方向

目前原酒交易仅限于现货交易,实际上其发展空间远非止此,合作双方可以通过银企之间的联合,推出金融衍生产品,接着就可以放大原酒投资者的投资效能和倍数。

原酒抵押贷款

投资者购买原酒之后,当投资者需要用钱的时候,可以用酒来做抵押担保向银行贷款,由古越龙山进行实物保管,在投资者还完款之前,古越龙山确保这批原酒的安全性即可。以原酒做抵押贷款,投资者又可以进行其他投资,同时酒的优先产权仍不丧失,也就是说投资者用一笔钱进行了二次投资,放大了投资者的财富效益。

期酒交易

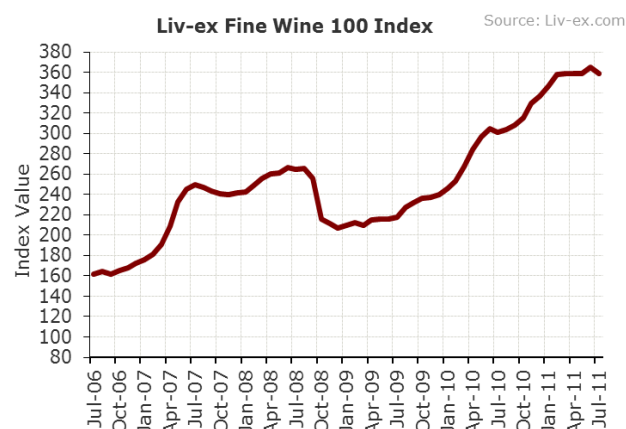
公司和投资者双方可以锁定 2012 年、2013 年,甚至更远期的酒,按照交易双方的判断确定远期交易价格,然后付定金锁定交易价格。如果按照上述交易方式进行操作,这里面的交易量和盘货量将非常大。

图 11: 复兴千年黄酒



资料来源:公司网站, Liv-ex.com, 民生证券研究所

图 12: Liv-ex100 红酒指数



在远期交易过程当中,如果部分投资者因某些原因中途准备将酒卖掉,可以转让给其他投资者。如果这样的话,原酒交易的空间将被大大扩宽,原酒交易可以覆盖实业、产业、银行、保险、现货、期货、物流、信息流等,古越龙山将成为中国黄酒的交易中心,“天

下黄酒源绍兴，绍兴黄酒醉天下”的盛况将离我们不再遥远。

(4) 原酒交易平台开通后主要通过提升价格、拉动销量来增加公司业绩

虽然市场上对公司近年的运营争议较大，但我们对傅建伟先生（以下简称傅总）这几年的经营思想非常认可，尤其是几年前黄酒形象还是低端地方酒，现在已经发生了质的飞跃，树立高端酒的形象是公司快速稳定发展的不二法门，在这方面傅总功不可没。

提升价格

公司卖原酒主要不是为了盈利，而是通过这个平台提升古越龙山的知名度，进而提升产品销售价格。对于市场上一直质疑的公司营销终端很差，我们认为**高端酒的盈利模式并不在于营销终端有多好，而在于高知名度和高酒价**。以茅台为例，品牌知名度和高酒价比终端渠道重要数倍，茅台酒的销售基本不用营销就是这个道理。因此现阶段通过原酒交易平台提升古越龙山的知名度，进而提升产品销售价格才是公司战略发展的核心所在。

拉动销量

古越龙山的原酒销售和瓶装酒销售是相互关联的，我们认为目前采用的原酒销售带动瓶装酒营销模式，是现阶段提升公司价值的最好营销模式：既可以提升古越龙山知名度从而带动瓶装酒的销售，又省去了大量的广告费用。随着原酒交易平台开通，公司瓶装酒的销售有望更上一层楼。

原酒电子交易对象主要包括古越龙山和女儿红各年份手工酒。公司计划每年销售6000吨左右原酒，2010年公司原酒销售情况火爆，今年的原酒2011年6、7月份已经提前销售完毕。

预计原酒交易电子商务平台在2011年第4季度能投入运行，我们对其充满期待。公司期望通过这个平台，提升绍兴酒的价值、提升古越龙山的品牌价值。

(5) 原酒交易平台开通将带来公司价值回归——150亿-220亿市值

随着原酒交易平台开通，我们认为对公司原酒价值重估将有两方面的积极影响：

原酒价值重估有了充分依据

因为有了原酒电子平台的交易价格，古越龙山原酒去银行抵押就有了估值依据，进而可以估算出公司库存原酒的实际价值，我们前面曾经估算过的150-222亿元库存原酒价值终将回归。

原酒资产可随时转化为流动资本

原酒交易平台开通后当投资者需要用钱的时候，可以用酒来做抵押担保向银行贷款，原酒资产可随时转化为流动资本，这样公司的原酒资产需求将被数倍放大。通过原酒交易平台这种创新的营销模式，让投资者及消费者对年份原酒的价值有了更深的认识，让大家积极关注年份酒，原酒需求被放大的同时将积极拉动公司瓶装酒的消费需求。

三、只为“女儿红”：中国情感第一酒

女儿红源于这样一个传说：晋代人稽含在《南方草木状·草曲》中记载“女儿酒为旧时富家生女、嫁女必备物”，古时绍兴有一裁缝盼子心切，于妻孕之际，特请酒师酿酒数坛，不料所产是女，裁缝气恼，埋酒地下，取消了庆典。18年后女儿长大，聪明伶俐，品貌俱佳，于出嫁之日，裁缝忽忆地下藏酒已18年，即命人掘陈酿以宴宾客，其味甘冽，其色橙黄，众客均称好酒。自此绍兴一带形成生女必酿好酒，到婚嫁时宴请宾客的习俗。

图 13：黄酒集团与华夏银行签署战略合作协议



资料来源：公司网站，民生证券研究所

图 14：原酒交易的诞生



“伙计，来斤牛肉，再来壶上好的女儿红”，但凡看过武侠片的人都记得这样的话语，可见“女儿红”品牌影响力之强。“女儿红”不只是一种酒，也不只是“品牌”，更是中国的文化，中国的习俗。“女儿红”饱含浓厚感情，堪称中国情感第一酒。

表 6：女儿红所获主要荣誉

年份	所获荣誉
1984	获得浙江省优质产品，轻工部银杯奖、部优质酒
1987	获得首届中国黄酒节特等奖
1991	获“91 黄酒节”一等奖，获第二届北京国际博览会银奖、轻工业部优质产品
1993	获法国鲁昂第 65 届国际博览会金奖，获 93 黄酒节品评会最佳绍兴酒
1996	女儿红酒获中国食品工业协会名牌产品、“96 黄酒节”金奖
2000	获第三届中国黄酒节、中国食品工业协会名牌产品；再次获绍兴名牌产品
2004	荣获全国黄酒品牌企业高层论坛“受欢迎品牌”、公司列入全国酿酒行业百强企业
2005	女儿红商标被认定为中国驰名商标，女儿红牌黄酒认定为国家免检产品
2006	女儿红荣获“中华老字号”称号及中国葡萄果酒、黄酒及保健酒十大领军品种
2008	女儿红被评定为“浙江省老字号”，公司获“浙江食品工业百强企业”称号及“上虞市市长质量奖”荣誉

资料来源：公司网站，民生证券研究所

2010 年 9 月 21 日，“古越龙山”以 1.62 亿元的价格，买下了绍兴黄酒投资有限公司持有的“女儿红”95%股权，将其纳入“古越龙山”营销体系。“女儿红”公司目前拥有黄酒生产线 3 条，瓶酒灌装线 5 条，黄酒年生产能力可达到 4 万吨。

随着绍兴黄酒的全国振兴，公司“女儿红”黄酒销售红火，产品供销两旺，在之前年

产优质黄酒 1.8 万吨的基础上，2009 年投资建造万吨灌装大楼，2010 年古越龙山决定投资 2.5 亿元，为“女儿红”建造年生产能力 4 万吨黄酒车间。这是“女儿红”第二次扩大生产规模，预计 2012 年 6 月份“女儿红”产能将达 6 万吨，真正让“女儿红”的品牌红遍大江南北。

表 7：女儿红主要财务数据

	2007	2008	2009	2010	2011H	2011E	2012E	2013E
产能（万吨）	1.80	1.80	1.80	4.00	4.00	4.00	6.00	6.00
营业收入（亿元）	1.17	1.37	1.50	2.03	1.60	3.10	4.36	6.07
净利润（万元）	-	-	400	944	600	-	-	-

资料来源：公司公告，民生证券研究所

随着整个黄酒行业的快速发展，绍兴黄酒行业也经历着一场大洗牌。品牌优势、质量优势、企业自身实力在这场变革中成为重要资本。“女儿红”经历了 2010 年年初的明星代言，之后的品牌梳理，品种优化，对市场的分析调整，都显示了资源整合后的良好效果。在成都 2011 春季全国糖酒交易会上，四川成都锦江宾馆锦江厅的女儿红展馆内，“女儿红”依托品牌自身优势，吸引了除江浙沪之外市场的经销商青睐。

绍兴女儿红酿酒有限公司 2010 年第三季度之后的报表明显优于前几年，2011 年第一季度销售情况实现了质的飞跃，至 3 月底完成全年计划销售的 25%，较上年同期增长 47%。其中个别产品形势喜人，至今仍出现脱销的情况。预计 2011 年下半年，公司销售情况将实现更进一步的突破。

四、黄酒成为养生酒首选，正迎来黄金成长期

1、黄酒正在成为养生酒首选，国家领导人对黄酒钟爱有加

黄酒发源并发展于我国，其酿造和饮用历史已有 6000 余年。黄酒因其悠久的历史与葡萄酒、啤酒并称世界三大古酒，成为代表中国历史文化和民族性的“国酒”。

富裕起来的人们要养生酒，黄酒越来越成为首选。黄酒富含 21 种氨基酸，尤其是人体必须的而自身又不能合成的并只能从食物中摄取的 8 种氨基酸，每升黄酒含 2550 毫克，是啤酒的 11 倍，葡萄酒的 12 倍。如把啤酒比成“液体面包”，那么绍兴黄酒就堪称“液体蛋糕”。喝黄酒正成为养生时尚。

（1）黄酒的三大功能

保健功能：科研发现，“古越龙山”绍兴酒中含有调节营养的多酚、低肽和 γ -氨基丁酸。多酚、低肽可以清除自由基，延缓衰老， γ -氨基丁酸可以降低胆固醇，防止血管硬化。同时黄酒具有和血、行气、行神、驱寒、壮筋骨等诸多保健功能。常饮能使人精神旺盛，体力充沛。据《本草纲目》记载，可与许多名贵中药淘成疗效显著的药酒。有固本培元，怯除病痛的功效。此外，绍兴黄酒还有独特的中药药理作用：活血通络，是多种药物必不可少的泡制剂。北京同仁堂及杭州胡庆余堂均是专选绍兴黄酒炮制中药。

营养功能：营养丰富，内含 21 种氨基酸，含多种蛋白质和糖类、维生素。

调味功能：可去腥、去膻、增香，使菜肴更加鲜美。

（2）国家领导人与绍兴黄酒

周恩来总理关心绍兴酒。早在建国初期，1952 年周总理亲自指示拨款，修建了绍兴酒中央仓库。随后在广州召开的制度 12 年科学规划会议上，周总理和陈毅副总理又批准将《绍兴酒总结与提高》项目列入“国家 12 年科学规划”。直到晚年，周总理还保持着绍兴酒加温后饮用以及用花生、豆腐干下酒的传统。1954 年的日内瓦会议上，中国作为一个社会主义国家，首次在国际外交舞台亮相，周总理喝的酒就是绍兴酒和茅台酒。

邓小平钟爱绍兴酒。1993 年 9 月，邓小平女儿邓榕赴香港参加《我的父亲邓小平》一书首发式，在回答记者提问时讲到，邓小平在他 85 岁那年遵照医嘱戒了烟以后，每天要喝一杯黄酒——“古越龙山”绍兴黄酒。邓小平自己喜欢喝绍兴酒，也喜欢用这种酒来款待客人、馈赠友人。1985 年 9 月，与美国前总统尼克松共进午餐时，席间上了“古越龙山”牌绍兴加饭酒，尼克松喝了大为赞叹，说这种酒很好喝。午餐后，邓小平又送给尼克松 4 瓶精装“古越龙山”绍兴加饭酒作为礼品。

江泽民考察绍兴酒。1995 年 5 月，江泽民同志在浙江考察国有大中型企业期间，考察了中国绍兴黄酒集团有限公司。在了解了绍兴酒的历史、文化、工艺、营养价值及获奖情况之后，还品尝了“加饭”、“元红”、“香雪”、“善酿”四种最具代表性的绍兴酒。考察结束后，江泽民同志认为：“中国黄酒，天下一绝，这种酿造技术是前辈留下来的宝贵财富，要好好保护，防止被窃取仿制。”

图 15：国家领导人对黄酒钟爱有加



资料来源：公司经销商网站，民生证券研究所

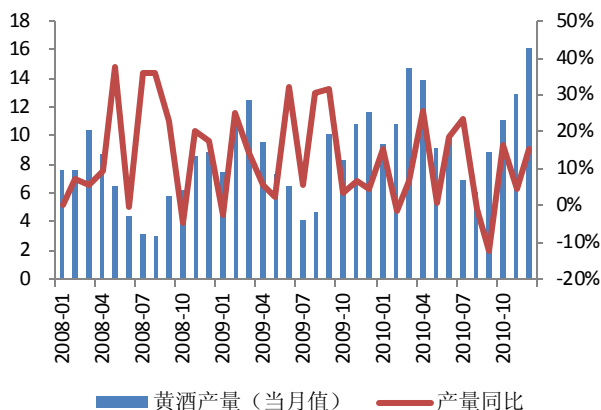
2、黄酒，正迎来黄金成长期

2001 年以来，我国黄酒行业发展势头良好，截至 2010 年 11 月底，我国黄酒行业销售收入和利润总额分别为 89.62 亿元和 7.95 亿元。2001 年 11 月-2010 年 11 月，我国黄酒收入和利润 CAGR 分别达到 15.95% 和 17.98%。从产量方面来看，我国黄酒行业产量增速 2008 年以来一直保持在 13% 左右，其中 2010 年产量增速为 10.93%。

2011 年 1-7 月，我国黄酒行业营业收入和利润增速分别为 12.88% 和 47.75%，行业利
 本公司具备证券投资咨询业务资格，请务必阅读最后一页免责声明

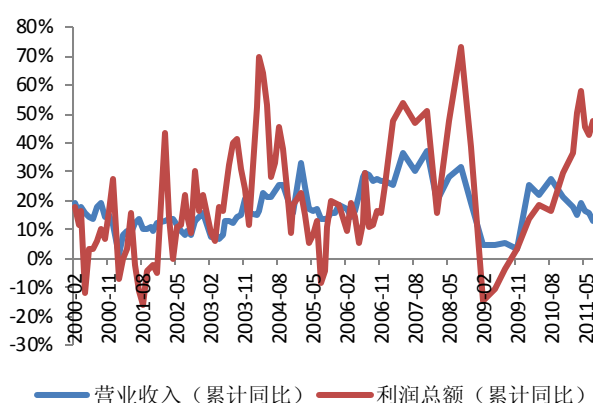
润持续好转，利润增速达到历史第三次高峰，黄酒行业正迎来重要的黄金成长期。

图 16: 黄酒行业产量增速维持在 13% 左右



资料来源：国家统计局，民生证券研究所

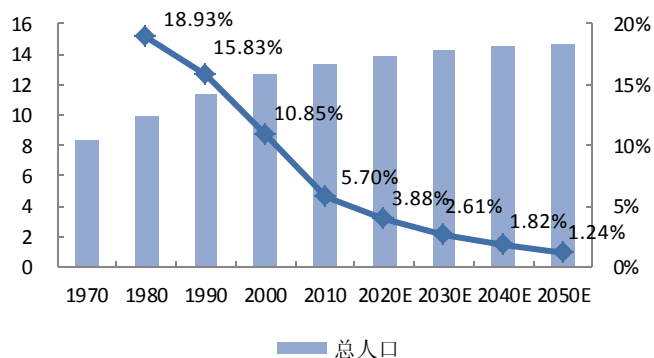
图 17: 黄酒行业利润增速 2011 年 1-7 月达 48%



我国的黄酒生产和消费地域性较为明显，主要集中在江、浙、沪一带饮用，其中浙江、上海、安徽、江苏四省 2010 年产量占全国总产量的 85%，其他省份的消费者对于黄酒缺乏了解，给黄酒行业的发展提出了一定挑战。但随着古越龙山、会稽山等行业龙头企业全国化营销渠道的铺开，黄酒行业快速发展指日可待。

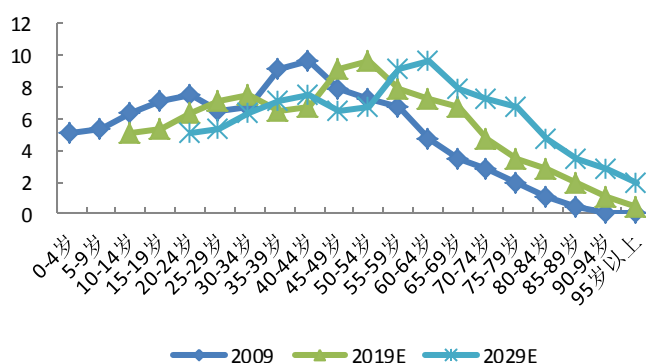
黄酒的养生保健特性以及我国人口结构的老龄化趋势使得中年消费群体（30-60 岁）和老年消费群体（60 岁以上）成为黄酒未来的营销重点。黄酒具备中年和老年人养生保健的需求：1、中年人对休闲和事业两不误，事业有成后，乐于接受保健养生文化。2、老年人讲究恬淡虚无、修身养性，黄酒通经活血非常适合老年人的养生需求。

图 18: 我国人口增长情况



资料来源：国家统计局，民生证券研究所

图 19: 未来 20 年中年和老年人数大幅增长



从我国人口结构变化趋势来看，未来 20 年我国中年消费群体和老年消费群体人口绝对数量处于上升趋势。按照国家统计局数据，2009 年底我国老年（60 岁以上）人口已达到 1.67 亿，占总人口的 12.5%，预计 2020 年约占总人口的 18%，这将为黄酒行业带来积极影响。

五、公司面对的三个核心问题有望逐步改善

体制问题，产品结构混乱、价格体系定位不清晰，营销渠道较差是公司目前面临最核心的三个问题。

1、国有体制是公司发展的最大牵绊，股权激励改革是未来发展的重要突破点

2008年7月16日，公司发布了“浙江古越龙山绍兴酒股份有限公司关于加强公司治理专项活动整改情况的说明”的公告，在持续改进问题一节中提出“健全和完善公司激励机制，进一步增强企业凝聚力”。

整改情况：为增强公司凝聚力，充分调动公司管理层的积极性，公司管理层对相关问题进行了研究讨论，积极探索创新激励机制，逐步健全和完善激励体系。

整改效果：公司对高级管理人员实行年薪制，年终按公司实际经营业绩进行考核，由董事会薪酬与考核委员会进行审核，充分调动了管理层的积极性。

下一步改进计划：有关公司股权激励的机制正在探索中，今后在遵循国家相关法律法规要求的前提下，结合相关政策和公司实际情况适时考虑激励制度的完善方案，积极推动完善公司的激励机制。

随着2011年第4季度浙江省政府以及绍兴市政府换届，我们寄希望于下一届政府领导班子带动绍兴市经济顺利转型、在国有体制改革方面有所突破、积极推动古越龙山的股权激励改革，进而带来古越龙山的黄金发展期。

图 20：国粹黄酒·古越龙山



资料来源：公司网站，民生证券研究所

图 21：古越龙山酒道表演



2、产品结构混乱、价格体系定位不清晰，通过提价可逐步解决

古越龙山的产品结构以及价格体系一直被市场和投资者所诟病，凡是购买过其产品的消费者均有同感，我们在调研过程中也发现古越龙山主品牌价格由10元延伸到上千元，稀释了品牌的价值。

古越龙山商标，取材于 2500 多年前的吴越春秋的故事，商标图案也是越王勾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，龙山是古越政治文化的中心。公司目前也认识到了产品结构和价格体系问题，正在通过提价逐步解决。

目前在餐饮渠道古越龙山的主动点酒率明显不足，铺货量和宣传也不到位。我们认为古越龙山应当把十年、二十年年份酒作为主推品种，渠道应当主选礼品市场和餐饮销售。我们认为公司现在正在朝正确的方向上努力：1、产品提价，削减低端产品。2、产品创新，推出中央库藏系列年份酒。其中库藏金五年一经推出，即受到消费者的欢迎。中央库藏产品公司现在正在设计，预计很快可以推出，主要分为 8、9、10 年等产品系列。

表 8：古越龙山主要产品价格体系

系列	产品名称	规格	价格	系列	产品名称	规格	价格
经典系列	国典六十年陈花雕	500ml	11800	龙酝系列	龙酝 9 年	500ml	78
	五十年陈经典花雕	500ml	8800		龙酝 12 年	500ml	128
千福系列	三十年陈千福花雕酒	500ml	1088		龙酝 15 年	500ml	168
	千福三十年礼盒	500+300ml	1288	青花瓷系列	龙酝 18 年	500ml	228
钓鱼台系列	十五年陈千福花雕酒	500ml	430		二十年陈花雕酒	500ml	258
	青瓷二十年陈国宴酒	500ml	318		木盒十年陈花雕酒	500ml	88
	国宾花雕 (2000)	500mlx2	118	玻瓶年酒	八年陈青瓷瓶花雕酒	500ml	58
	国宾花雕 2000 版	500ml	70		库藏金五年	500ml	25
	钓鱼台八年陈	500ml	58		(金)5 年陈花雕酒	500ml	18
	钓鱼台十年陈	500ml	98	清醇系列	五年陈罗口花雕酒	500ml	15
礼盒系列	二十年陈花雕礼盒	250mlx2	358		清醇三年花雕	500ml	10
	十年陈礼盒酒	500+300ml	188		清醇五年	500ml	22
	年年锦绣	2500ml	1180	喜酒系列	清醇俊郎	500ml	20
	荣华富贵	2000ml	888		清醇俊仕	480ml	35
九龙至尊系列	五福盈门	2500ml	258		东方原酿	500ml	35
	十年九龙至尊	2500ml	450		三十陈百福浮雕酒	10L	8800
	十年九龙至尊	5000ml	728		三十陈百寿浮雕酒	10L	8800
	九龙至尊(青雅)	750ml	208		喜酒礼盒	228mlx2	24.80
	九龙至尊(红韵)	750ml	260		喜庆酒(女儿红/状元红)	10L	2228
	九龙至尊(蓝鉴)	750ml	318		生子酒(女儿红/状元红)	9L	1298

资料来源：公司公告，民生证券研究所

3、营销渠道较差，将在发展中逐步解决

根据我们在杭州、绍兴、北京等地的终端调研情况来看，公司营销渠道薄弱，营销能力较差。我们认为公司营销渠道差的原因除了体制问题之外，最核心的是黄酒行业盈利能力持续较差，公司没有足额并且稳定的净利润，所以不敢在营销上面下大力气。

古越龙山 2010 年净利润仅为 1.24 亿元，是 2000 年以来净利润首次超过 1 个亿。(1) 假设公司 2011 年销售收入可以达到 14-15 个亿 (30% 多的增速)，净利润可以接近 2 个亿。(2) 假设 2012 年公司销售收入可以做到 18-20 个亿，到时候净利润可以接近 3 个亿。则公司将拥有充足的资金来投入广告、营销渠道建设，届时，公司也可以通过外聘营销人才，

达到营销改善的目的。

图 22：古越龙山全国化营销渠道



资料来源：公司网站，民生证券研究所

另一方面，古越龙山与其他黄酒企业不同，在发展初期就走的是全国化路线。在初期，走全国化路线增速较慢，前期铺垫时间长，但后发效应会逐步显现出来。古越龙山在营销策略上也不同，古越龙山重品牌，打“国粹黄酒”口号，实行“先做品牌，再刺激产品销售”的策略。作为黄酒行业龙头，目前公司已经完成了在全国范围内的销售网络终端的布局，品牌知名度提升和产品销量增长随着时间的累积终将会以爆发式增长的方式到来。

目前公司初步建立以上海、浙江为中心，辐射全国各大城市的营销网络。在哈尔滨、大连、天津、西安、武汉、重庆、深圳等大中城市建立了多个专卖店。另外，近年来公司产品打入国外市场，拓展了国际贸易新渠道。

六、盈利预测及投资建议

1、盈利预测前提和假设

1、假设 2011 年~2013 年黄酒均价同比均提升 20.00%，销量分别同比增长 7.21%、7.22%和 7.25%，毛利率分别为 40.60%、41.80%、43.00%；

2、假设 2011 年~2013 年女儿红均价分别同比均提升 20.32%、18.00%、18.00%，销量分别同比增长 26.92%、21.21%和 20.00%，毛利率分别为 26.50%、29.00%、31.00%；

3、假设 2011 年~2013 年原酒均价分别同比均提升 70.24%、38.00%、35.00%，销量分别同比增长 21.78%、8.00%和 8.00%，毛利率分别为 55.50%、57.00%、58.50%；

4、假设公司销售规模扩大，2011 年~2013 年销售费用率小幅下滑，分别为 13.10%、12.90%和 12.80%；假设公司管理费用率和财务费用率保持相对稳定。

2、营业收入预测

表 9：盈利预测假设表

	2007	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
黄酒							
销售收入（百万元）	506	483	556	769	989	1273	1639
增长率（%）		-4.60%	15.29%	38.22%	28.65%	28.67%	28.70%
毛利率（%）			38.12%	39.23%	40.60%	41.80%	43.00%
销售成本（百万元）			324	467	588	741	934
毛利（百万元）			232	302	402	532	705
女儿红							
销售收入（百万元）	117	137	150	203	310	443	628
增长率（%）		17.09%	9.49%	35.33%	52.71%	43.03%	41.60%
毛利率（%）			20.00%	22.00%	26.50%	29.00%	31.00%
销售成本（百万元）			120	158	228	315	433
毛利（百万元）			30	45	82	129	195
原酒							
销售收入（百万元）		105	21	82	170	253	369
增长率（%）			-80.00%	290.48%	107.32%	49.04%	45.80%
毛利率（%）			47%	50%	55.50%	57.00%	58.50%
销售成本（百万元）			11	41	76	109	153
毛利（百万元）			10	41	94	144	216
其他收入							
销售收入（百万元）	192	23	13	25	26	27	28
增长率（%）		-87.93%	-43.41%	91.60%	3.52%	3.85%	3.70%
毛利率（%）	35.53%	33.26%	41.29%	27.83%	34.62%	33.33%	33.93%
销售成本（百万元）	124	15	8	18	17	18	18.5
毛利（百万元）	68	8	5	7	9	9	10
销售总收入（百万元）	815	748	741	1079	1495	1997	2664
销售总成本（百万元）	486	443	463	685	908	1183	1539

资料来源：公司公告，民生证券研究所

3、利润表预测

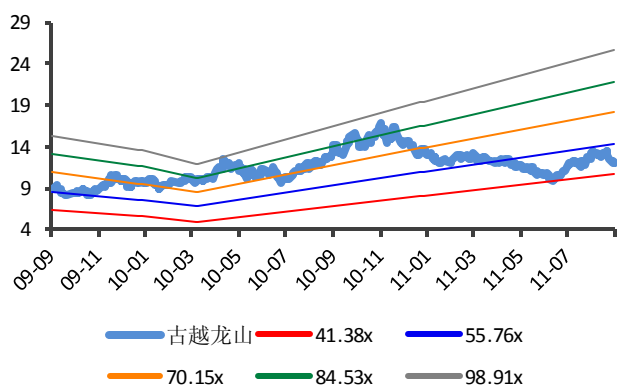
表 10: 利润预测表 (百万元)

	2010	2011E	2012E	2013E
一、营业收入	1079	1495	1997	2664
减：营业成本	685	908	1183	1539
营业税金及附加	44	60	80	107
营业费用	146	196	258	341
管理费用	64	79	104	136
财务费用	15	7	9	12
资产减值损失	(1)	0	0	0
加：公允价值变动收益	0	0	0	0
投资收益	5	3	3	3
二、营业利润	131	248	367	532
加：营业外收入	71	1	0	0
减：营业外支出	43	4	0	0
三、利润总额	159	245	367	532
减：所得税费用	32	54	81	117
四、净利润	126	191	286	415
归属母公司净利润	124	188	282	410
少数股东损益	2	3	4	5
五、每股收益 (元)	0.20	0.30	0.44	0.65
股本 (百万股)	635	635	635	635

资料来源：公司年报，民生证券研究所

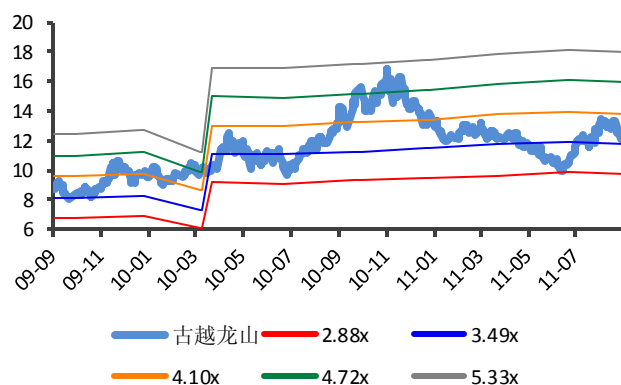
4、估值及投资建议

图 23: 古越龙山历史 PE



资料来源：wind，民生证券研究所

图 24: 古越龙山历史 PB



根据 2011 年 9 月 9 日收盘价计算，公司 2011~2013 年动态 PE 分别为 41/27/19 倍，考虑到公司产品将持续提价、原酒交易平台开通将带来公司营销模式的深刻变革以及原酒价值重估、女儿红未来良好的发展前景、黄酒行业正迎来黄金成长期，我们维持公司“强烈推荐”投资评级，古越龙山将是我们下一步重点跟踪和推荐的公司。

七、风险提示

- 1、原酒交易平台开通对公司产品价格拉升、品牌知名度提升达不到预期;
- 2、黄酒消费群体培育较慢。

附录一 古越龙山 词/方文山

春意暖 露水残 风微微带霜
酒入肠 愁空转 醒来他乡 又何妨
时空怎么穿 点将台今在何方
我千古遥想 勾践越王 宿怨不过江

秋意寒 芦苇长 雨轻轻向晚
鉴湖岸 溢酒香 绍兴佳酿 佐蟹黄
这历史辗转 二千多年的时光
归乡路漫漫 卧薪尝胆 你独往

一壶一碗 一举觞 酒是中国黄
一茶一汤 一过往 故事我浅尝

古越凭龙山 我举杯 品无双
天下留名 又岂只是杜康
我豪情万丈 可堪比易水寒
红尘留佳话 传说尽是风光

古越凭龙山 我举杯 品无双
曲水流觞 兰亭对饮击掌
这天地微醺 我独酌梦江南
你轻摇摺扇 醉意泰然 潇洒苍茫

一杯一坛 一澄黄 拱桥映水乡
一柱一梁 一透窗 文章你独揽

古越凭龙山 我举杯 品无双
天下留名 又岂只是杜康
我豪情万丈 可堪比易水寒
红尘留佳话 传说尽是 风光

古越凭龙山 我举杯 品无双
曲水流觞 兰亭对饮击掌
这天地微醺 我独酌梦江南
你轻摇摺扇 醉意泰然 潇洒苍茫

附录二 《投资者的未来》中表现最佳的标准普尔 500 “幸存者”

下表列出了标准普尔500指数原始公司中表现最佳的“幸存者”，令人吃惊的是在下表中有两个产业牢牢占据着统治地位：**1、高知名度的消费品牌公司**（11家公司——表中用蓝色底色标出）。**2、著名的大型制药企业**（6家公司）。这11家消费品牌公司和6家制药企业，占据了下表中20家公司85%的名额，他们的共同点是均拥有著名品牌。

上述公司能够给投资者带来高额回报的根本原因：1、这些成功公司的利润都以很快的速度增长，在近半个世纪的时间里这20家公司利润增长率高出指数平均水平近4%。2、另一方面，以市盈率为标准进行衡量，他们的股票价格仅略高于指数中股票平均水平1.72X。

投资者收益的基本原理：股票的长期收益并不依赖于实际的利润增长情况，而是取决于实际的利润增长与投资者预期的利润增长之间存在的差异。

附表 1: 1957-2003 年 20 个最佳“幸存者”的关键数据

排名	2003 年公司名称	1000 美元初始投资的 积累金额 (美元)	年化收益率 (%)	每股利润增长率	平均 PE	股利率
1	菲利普·莫里斯公司	4626402	19.75%	14.75%	13.13	4.07%
2	雅培制药公司	1281335	16.51%	12.38%	21.37	2.25%
3	百时美施贵宝公司	1209445	16.36%	11.59%	23.52	2.87%
4	小脚趾圈实业公司	1090955	16.11%	10.44%	16.80	2.44%
5	辉瑞公司	1054823	16.03%	12.16%	26.19	2.45%
6	可口可乐公司	1051646	16.02%	11.22%	27.42	2.81%
7	默克公司	1003410	15.90%	13.15%	25.32	2.37%
8	百事可乐公司	866068	15.54%	11.23%	20.42	2.53%
9	高露洁棕榄公司	761163	15.22%	9.03%	21.60	3.39%
10	克瑞公司	736796	15.14%	8.22%	13.38	3.62%
11	亨氏公司	635988	14.78%	8.94%	15.40	3.27%
12	箭牌公司	603877	14.65%	8.69%	18.34	4.02%
13	富俊公司	580025	14.55%	6.20%	12.88	5.31%
14	克罗格公司	546793	14.41%	6.21%	14.95	5.89%
15	先灵葆雅公司	537050	14.36%	7.27%	21.30	2.57%
16	宝洁公司	513752	14.26%	9.82%	24.28	2.75%
17	好时食品公司	507001	14.22%	8.23%	15.87	3.67%
18	惠氏公司	461186	13.99%	8.88%	21.12	3.32%
19	荷兰皇家石油公司	398837	13.64%	6.67%	12.56	5.24%
20	通用磨坊	388425	13.58%	8.89%	17.53	3.20%
上面 20 家公司的平均值		942749	15.25%	9.70%	19.17	3.40%
标普 500 指数		124486	10.85%	6.08%	17.45	3.37%

资料来源：杰里米 J. 西格尔《投资者的未来》，民生证券研究所

附录三 《投资丛林》——一位投资大师跨越 50 年的私人手记

斯蒂芬·加里斯洛夫斯基是一位在加拿大声名显赫的投资富豪和慈善家，被媒体称为“加拿大的巴菲特”，他在 79 岁时总结自己 50 年的投资经验时写了自己一生中惟一一本书《投资丛林》。

1、“在全世界我可以选择的几万只股票中，我真正需要看的最多只有 50 只。”

2、“选择好的非周期性股票，长期奔跑在投资的高速公路上”——作者年轻的时候，有一次驾驶者一辆非常老旧的车从荷兰开往法国，荷兰的舅舅给的建议：所有的长途路程都在高速公路上开，而不要沿着风景优美的辅路。原因是减小发生车祸的可能性，更快地到达目的地，而且如果车出了毛病能很快得到帮助。

3、“你成功的关键点是选择在非周期行业内领先公司的股票，然后坚持持有它们多年。这种投资途径看似平淡枯燥，因为很少变动，但这种做法是有效的，尤其是在你借鉴了专家的分析研究之后。谨守规则并留在投资的高速公路上，不要四处观望。”

4、对投资行业的选择：消费品、医疗、零售和分销物流、银行保险。

消费品

“对花生酱、谷类食品、软饮料，或者剃须刀片的消费基本上是非周期性的。不仅如此，随着冷战结束，这些产品已经扩张到全球。像吉列、可口可乐、菲利普·莫里斯、联合利华、家乐氏、康尼格拉等等这样的公司，就是值得考虑的公司类型。你应当查验它们在一个时期，例如，10 年期的收益和股利增长率。如果它们每 5-7 年增长一倍，那么这些公司就是你投资计划的候选者。更进一步，如果股价在 10 年里上涨了 4 倍而同时市盈率没有提高，那么这样的股票，就是你本应该在 10 年前就去购买的股票！”

医疗

“供你探寻的另一个非常肥沃的领域是医疗，包括业内领先的医疗产品供应商的股票。像雅培、强生、诺华（一家瑞士公司）、豪夫迈-罗氏（也是瑞士公司）、卡地纳健康集团（Cardinal Health）、辉瑞、安进（Amgen）等。这些都是重点关注对象，有着坚实的特许权和出色的研究设施。在我看来，这是一个绝妙的领域，其内的公司股票在我的投资组合中总是占有很大一部分。”

零售和分销物流

“零售和分销物流行业也会产生一些好股票，但这是一个比较微妙的领域。例如，业内领先的药品连锁店有着很棒的经过时间检验的业绩。但零售概念股经常只有有限的生命周期，并且很难延长。顶尖的食品连锁店被证明更可能比百货公司或专卖店存续得长久。不过，如果你能及早抓住一个好概念股，就像沃尔玛或者家得宝（Home Depot），它能在许多年里向你提供 15% 的成长率。”

银行保险

“在银行或保险领域很难找到 15% 的稳定成长，但这样的增长确实存在，尤其是近来。竞争法律的变革模糊了证券包销、经纪业、保险业和银行业之间的界限，为发展创造出新机遇；其结果是世界范围的业务扩张。在这个领域中有许多股票提供每年 12% 到 13% 左右的稳定收益。当然，你应当看到利率，因为高利率倾向于抑制这些股票的价格。寻找那些常年提供高所有者权益收益率的金融股票，它们还要有一条增长的收入线，要显示出不论是在顶端（毛收入）还是在底端（净收入）都有稳定的增长。我要再次说，主要是要寻找业内领导者；如果管理良好，那么规模就能提供较低的单位成本和竞争优势，也就是这个道理，导致了现在强劲的兼并趋势。”

插图目录

图 1: 酒类销售收入 2010 年以来同比增幅超过 30%	4
图 2: 净利润增速 2010 年以来超过 60%	4
图 3: 5-10 年、10 年以上产品占比 11 年提升为 50%和 22%	4
图 4: 产品结构升级, 毛利率由 2010H34.8%提升为 39.6%	4
图 5: 2011 年生产淡季, 繁忙的高档酒灌装车间	5
图 6: 2011 年生产淡季, 灌装完毕后热杀菌处理	5
图 7: 古越龙山中央酒库	5
图 8: 古越龙山中央酒库原酒展示	5
图 9: 原酒交易平台战略合作协议签约仪式	7
图 10: 原酒交易的诞生	7
图 11: 复兴千年黄酒	8
图 12: Liv-ex100 红酒指数	8
图 13: 黄酒集团与华夏银行签署战略合作协议	10
图 14: 原酒交易的诞生	10
图 15: 国家领导人对黄酒钟爱有加	12
图 16: 黄酒行业产量增速维持在 13%左右	13
图 17: 黄酒行业利润增速 2011 年 1-7 月达 48%	13
图 18: 我国人口增长情况	13
图 19: 未来 20 年中年和老年人数大幅增长	13
图 20: 国粹黄酒·古越龙山	14
图 21: 古越龙山酒道表演	14
图 22: 古越龙山全国化营销渠道	16
图 23: 古越龙山历史 PE	18
图 24: 古越龙山历史 PB	18

表格目录

表 1: 古越龙山 2008 年提价情况	3
表 2: 古越龙山 2010 年以来提价情况	3
表 3: 古越龙山同一年原酒价格对比	6
表 4: 古越龙山相同年份原酒价格对比	6
表 5: 古越龙山原酒历年销售收入、供应量	7
表 6: 女儿红所获主要荣誉	10
表 7: 女儿红主要财务数据	11
表 8: 古越龙山主要产品价格体系	15
表 9: 盈利预测假设表	17
表 10: 利润预测表 (百万元)	18
附表 1: 1957-2003 年 20 个最佳“幸存者”的关键数据	21

分析师与行业专家简介

王永锋，食品饮料行业分析师，经济学硕士，具备证券从业资格，3年证券行业工作经验，2011年5月加入民生证券。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格和相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

机构销售

销售	负责区域	电话	手机	邮箱
尹璠	北京	010-85127761	18611738655	yintang@mszq.com
郭明	北京	010-85127762	18601357268	guoming@mszq.com
郭楠	北京	010-85127835	15801209146	guonan@mszq.com
杜婵媛	北京	010-85127761	18610531518	duchanyuan@mszq.com
杨平平	北京	010-85127761	15210830789	yangpingping@mszq.com
李珊珊	北京	010-85127506	18616891195	lishanshan@mszq.com
平珂	上海	021-68885772	13818133101	pingke@mszq.com
张瑜鑫	上海	021-68885790	13810338213	zhangyuxin_jgxs@mszq.com
陈康菲	上海	021-68885792	13917175055	chenkangfei@mszq.com
朱光宇	上海	021-68885773	18601666368	zhuguangyu@mszq.com
汪萍	上海	021-68885167	13402036996	wangping@mszq.com
钟玲	上海	021-68885797	15900782242	zhongling@mszq.com
郑敏	上海	021-68885159	18701944310	zhengmin@mszq.com
王溪	上海	021-68885793	13585785630	wangxi_sh@mszq.com
万小山	广深	0755-22662056	13902959014	wanxiaoshan@mszq.com
许立平	广深	020-84228173	18601368846	xuliping@mszq.com
韦珂嘉	广深	0755-22667772	13701050353	weikejia@mszq.com
李潇	广深	0755-22662095	13631517757	lixiao@mszq.com
马炜炎	广深	0755-22662089	18665855545	maweiyang@mszq.com
王仪枫	广深	0755-22662093	13682556787	wangyifeng@mszq.com

民生证券研究所:

北京: 北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座16层; 100005

上海: 浦东新区浦东南路588号(浦发大厦)31楼F室; 200120

深圳: 深圳市福田区深南大道7888号东海国际中心A座; 518040

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	强烈推荐	相对沪深 300 指数涨幅 20%以上
	谨慎推荐	相对沪深 300 指数涨幅介于 10% ~ 20%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-10% ~ 10%之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 10%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	推荐	相对沪深 300 指数涨幅 5%以上
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5% ~ 5%之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 5%以上

免责声明

本报告仅供民生证券有限责任公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息,但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。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刊载的意见、推测不一致的报告,但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用,并不构成对客户的投资建议,并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况,以及(若有必要)咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易,亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系,并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告,则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可,任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。本公司版权所有并保留一切权利。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记,除非另有说明,均为本公司的商标、服务标识及标记。