

方正证券研究所证券研究报告

分析师：陈光尧

执业证书编号：S1220511020005

TEL: 010-68582893

E-mail: chenguangyao@foundersc.com

农业食品行业分析师：张保平

执业证书编号：S1220511030002

TEL: 010-68582807

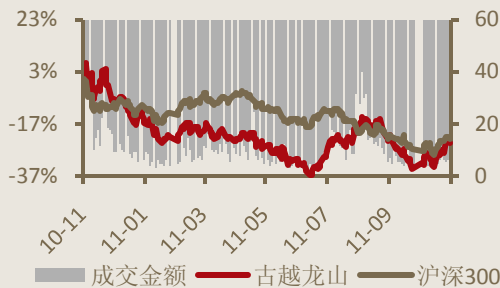
E-mail: zhangbaoping@foundersc.com

联系人：汪庭满

TEL: 010-68582897

Email: wangtingman@foundersc.com

历史表现



盈利预测

单位:百万元	2010A	2011E	2012E	2013E
主营收入	1079.23	1556.50	2158.50	2810.00
(+/-)	45.73%	44.22%	38.68%	30.18%
净利润	124.31	218.80	302.91	486.88
(+/-)	62.51%	76.01%	38.44%	60.74%
EPS(元)	0.20	0.31	0.43	0.68
P/E	73.95	34.61	25.00	15.56

数据来源：港澳资讯，方正证券研究所

相关研究

古越龙山三季报点评

高增长落到实处 三季度预增 50%

国粹黄酒营销出价值

请务必阅读最后特别声明与免责条款

古越龙山(600059)

公司深度报告

2011.11.07 买入（维持）

饮料制造行业

投资要点

※黄酒消费需求将长期增长：

黄酒特有的营养保健功效契合现代饮食诉求；我国老龄化来势凶猛，中老年人更偏好黄酒消费；经济的长期增长导致消费理念的深刻变革——追求消费质量，黄酒业进入量价齐升发展轨道。

※黄酒业的发展符合国家产业政策：

黄酒属于低耗粮酿造酒，符合“优质、低度、多品种、低消耗”的酿酒业发展方针，政策要求积极实施“四个转变”（普通酒向优质酒转变，高度酒向低度酒转变，蒸馏酒向酿造酒转变，粮食酒向水果酒转变），政策明确要积极发展黄酒。

※诸多因素推动公司快速发展：

黄酒原酒电子交易平台预计11月份开通运行，届时原酒价格可能大幅上涨，更重要的是原酒价值将得到市场公开重估；女儿红并入公司后接着原有渠道，销售发力；方文山作词《古越龙山》或将重演《青花瓷》的奇迹；公司梳理产品结构，提升档次、提高价格中枢已见成效。

※公司业绩自 2010 年来高速增长：

公司2010年、2011年三季度营业收入增长46%、30%，归属于上市公司股东净利润增长63%、55%，收入增速远高于行业增速，净利润更是高于行业增速，毛利率、净利率都在提升，公司市场份额也成为行业第一，业内竞争力稳步提升。

※我们有别于市场的观点：

黄酒的区域性蕴含了巨大的发展潜力：黄酒目前70%消费集中在江浙沪11%的人口上，其他人群是巨大的潜在市场，江浙沪经济发达区的消费主张更具向外地扩张的示范作用。

会稽山、塔牌等绍兴黄酒企业积极酝酿上市，有利于整个行业发展，也有利于古越龙山的发展，他们是竞争更是发展伙伴关系。公司和汾酒从销售地域性与全国化、历史文化遗产、产品结构变革等方面有众多的相似性，古越龙山可能重演汾酒近年的复兴之路。

※盈利预测与评级：

我们预计公司2011-2013年EPS为0.31、0.43、0.68元，考虑到公司竞争力提升、行业地位变化、原酒价值的市场回归，给予6倍市销率对应48倍市盈率，目标价15元，维持公司买入评级。

※风险提示：

原材料超预期涨价风险、食品安全风险、竞争加剧风险。

正文目录

1、公司简介	4
1.1、公司股权结构	4
1.2、控股子公司集中在黄酒产业	4
1.3、公司收入主要来自黄酒业务	5
2、黄酒行业未来进入长期发展轨道	5
2.1、黄酒健康保健功效契合现代健康消费的时代诉求	5
2.2、中国老龄化来临增加黄酒需求	6
2.3、消费升级将促使黄酒量价齐升	6
2.4、黄酒的区域性正蕴含了巨大发展潜力	7
2.5、黄酒业顺应国家产业政策	7
2.6、会稽山、塔牌上市将推动黄酒业发展	7
3、诸多因素支持公司快速发展	7
3.1、原酒电子交易平台预期 11 月开通	7
3.2、江一燕代言女儿红	9
3.3、方文山作词《古越龙山》	10
3.4、优化产品结构 提升产品品质	10
3.5、政府支持鼓励	12
4、公司有望重演山西汾酒的复兴	12
4.1、产品销售都有明显区域性，面临着全国化的机遇	12
4.2、两者都有丰厚的文化传承	13
4.3、两者都面临产品结构调整、提价提高档次的历史机遇	13
4.4、两者都在做养生保健概念产品	14
4.5、借助事件性契机崛起	14
5、公司进入快速发展轨道	15
5.1、公司营业收入、净利润快速增长	15
5.2、公司行业地位提升	15
5.3、“十二五”规划——公司拾级而上	17
6、盈利预测与估值	18
6.1、预计公司 2011-2013 年收入增速 38%	18
6.2、公司参股的咸亨酒店上市预期	18
6.3、公司估值偏低	18
6.4、维持公司买入评级	19
7、风险提示	20

图表目录

图表 1 公司股权结构	4
图表 2 公司控股子公司及联营企业	4
图表 3 黄酒是公司主营业务	5
图表 4 古越龙山酒营养成分含量	5
图表 5 我国老龄化来势凶猛	6
图表 6 2000 年以来国民收入和居民存款迅速增长	6
图表 7 我国黄酒消费区域性明显	7
图表 8 原酒电子交易平台签约仪式	8
图表 9 公司原酒交易价格大幅上涨	8
图表 10 公司 10 万吨中央酒库	9
图表 11 女儿红近些年获得多项荣誉	9
图表 12 江一燕代言女儿红	10
图表 13 自 2010 年来公司产品多次提价	11
图表 14 古越龙山产品线太长	11
图表 15 公司品牌定位准确	12
图表 16 汾酒销售区域性明显	12
图表 17 古越龙山黄酒销售区域性显著	13
图表 18 古越龙山营销网络遍及全国	13
图表 19 汾酒与古越龙山近两年收入与净利润大幅增长	14
图表 20 公司近两年销售投入大幅增长	14
图表 21 公司 2010 年以来净利率稳步提高	15
图表 22 公司 2010 年以来收入和利润大幅增长	15
图表 23 公司酒类营业收入 2010 年重超金枫酒业	16
图表 24 公司净利润 2011 年超过金枫酒业	16
图表 25 公司净利率自 2010 年重拾升势	16
图表 26 公司是国内最大规模黄酒生产商	17
图表 27 古越龙山与金枫酒业市场地位伯仲易位	17
图表 28 分产品盈利预测	18
图表 29 相似公司估值比较	19
图表 30 公司 PE 处于历史低位	19
图表 31 公司 PB 处在历史低位	19

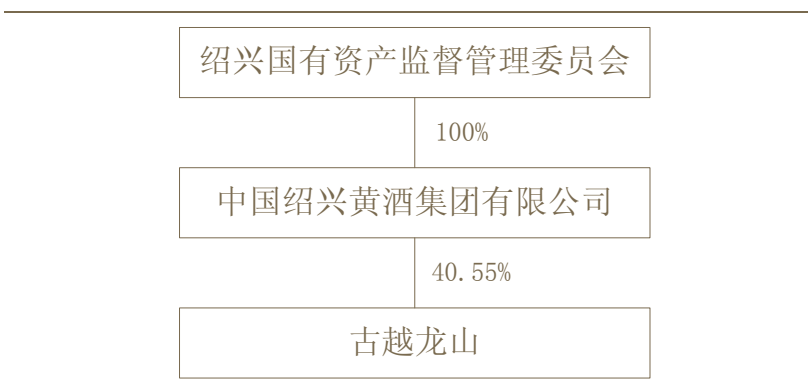
1、公司简介

公司是国内乃至世界最大黄酒生产经营企业，拥有古越龙山和女儿红两个知名黄酒品牌，“古越龙山”是黄酒行业唯一集中国名牌、中国驰名商标、国宴专用黄酒于一身的品牌，公司年产量 16 万吨。2008 年退出氨纶行业，舍弃咸亨酒店增发机会，公司专注于黄酒主业，从事黄酒生产、储藏和销售。

1.1、公司股权结构

公司第一大股东是中国绍兴黄酒集团有限公司，最终控制人是绍兴市国资委。

图表 1 公司股权结构

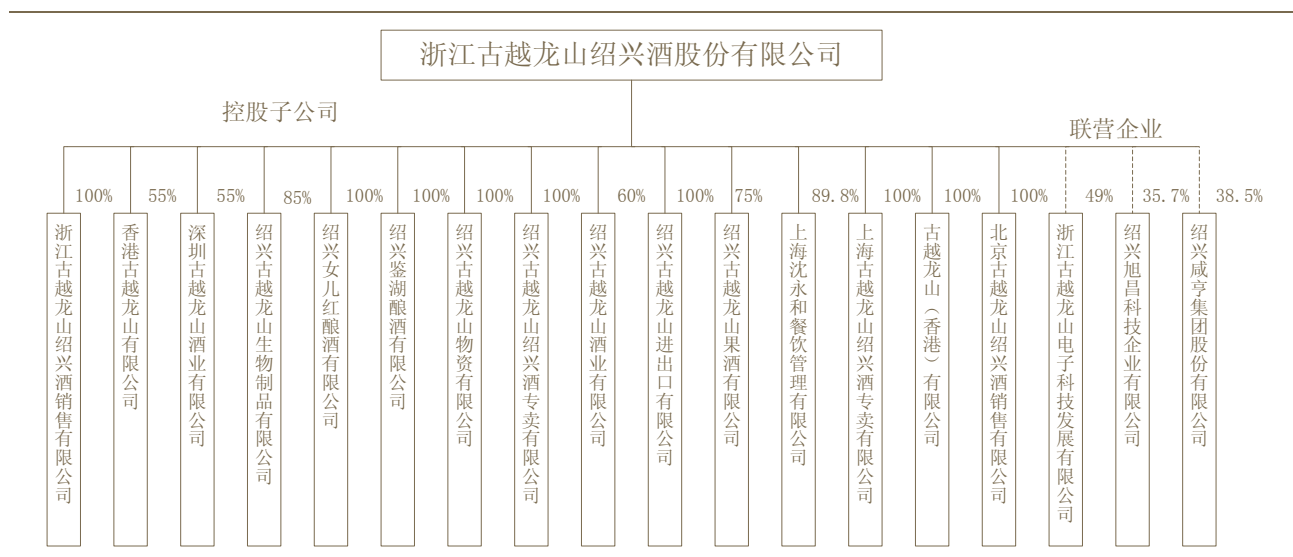


资料来源：公司年报 方正证券研究所

1.2、控股子公司集中在黄酒产业

公司有主要控股子公司 15 家和联营企业 3 家，主业集中在黄酒生产与销售，包括了黄酒出口业务。

图表 2 公司控股子公司及联营企业



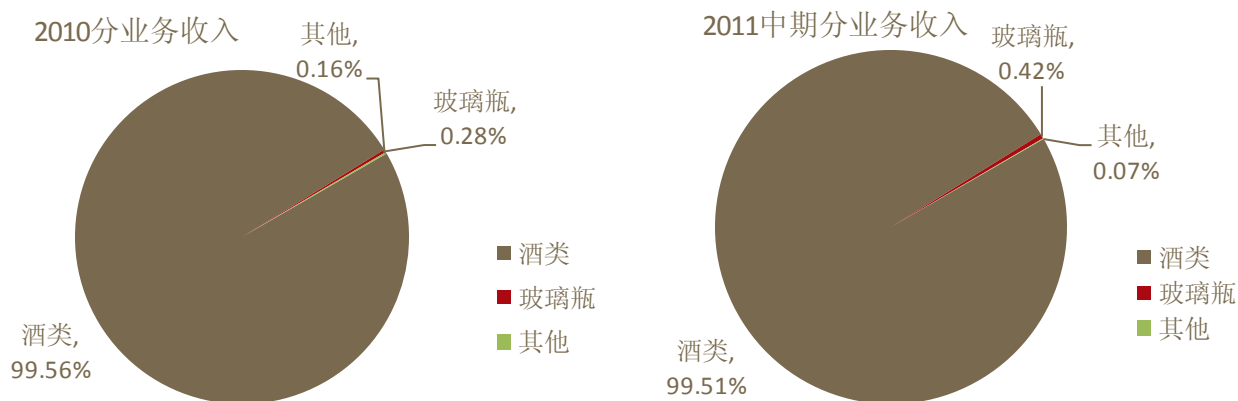
资料来源：公司公告 方正证券研究所

公司黄酒
主业突出

1.3、公司收入主要来自黄酒业务

2010 年实现营业收入 10.79 亿元,其中酒类收入 10.54 亿元占比 97.7%,玻璃瓶收入 0.30 亿元,占比 0.3%;2011 年中报两项业务收入分别达 98%和 0.4%,公司主营突出。

图表 3 黄酒是公司主营业务



资料来源:公司公告 方正证券研究所

2、黄酒行业未来进入长期发展轨道

黄酒是三大发酵酒之一,另两种分别是红酒和啤酒都发源于国外,但黄酒目前仅占全国酒类总产量的 5%左右,全国的资产总量仅与北京市的啤酒资产总量相当。我们认为影响黄酒消费全国化、全球化的主要因素是传统黄酒口感苦涩、没有重营销。现在黄酒企业都意识到这些问题,开始对传统黄酒进行创新、改良,加强广告宣传,黄酒业进入发展轨道。

2.1、黄酒健康保健功效契合现代健康消费的时代诉求

黄酒中含有多种氨基酸,总含量每升高达 678 毫克,尤其含人体必需而人体本身又不能合成只能从食物中摄取的 8 种氨基酸达 2550 毫克,是啤酒的 11 倍,葡萄酒的 12 倍;并且含有调节营养的多酚、低肽和 γ -氨基丁酸,具有清除自由基,延缓衰老,降低胆固醇,防止血管硬化等功效,其营养保健功效突出,邓小平晚年就每天坚持饮用一杯黄酒。黄酒还可以活血通络,是很多中草药泡制剂和药引子。在越来越注重健康消费的今天,越来越多的消费者开始关注、尝试进而习惯于饮用黄酒。

黄酒突出的
营养保健功
效深受当今
消费者青睐。

图表 4 古越龙山酒营养保健成分含量

成分		含量
人体 必须 的 八 种 氨 基 酸	苏氨酸	111.2g/kg
	缬氨酸	192.7g/kg
	蛋氨酸	13.6g/kg
	异亮氨酸	130.4g/kg
	亮氨酸	372.0g/kg
	苯丙氨酸	289.4g. kg
	赖氨酸	203.2g/kg

组氨酸	66.4g/kg
维生素 C	18.64mg/L
维生素 B1	1.511 μg/g

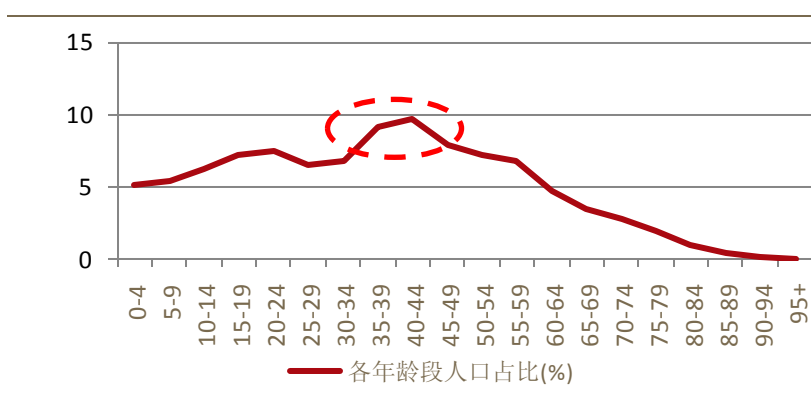
资料来源：中国农学通报 2010（26:81-85） 方正证券研究所

我国老龄化来势汹汹，老年人营养保健需求日益旺盛。

2.2、中国老龄化来临增加黄酒需求

由于我国长期实行严格的计划生育政策，老龄化来势汹汹，根据国家统计局数据，2009 年我国 50 岁以上人口为 3.81 亿，占总人口比例为 28.52%，到 2019 年占比将达到 34%，到 2029 年占比将达到 40%，届时这些老年人养生保健需求极为迫切，是黄酒消费的主力人群，市场需求巨大，成为黄酒业持续发展的基石和黄酒投资的安全堤。

图表 5 我国老龄化来势凶猛

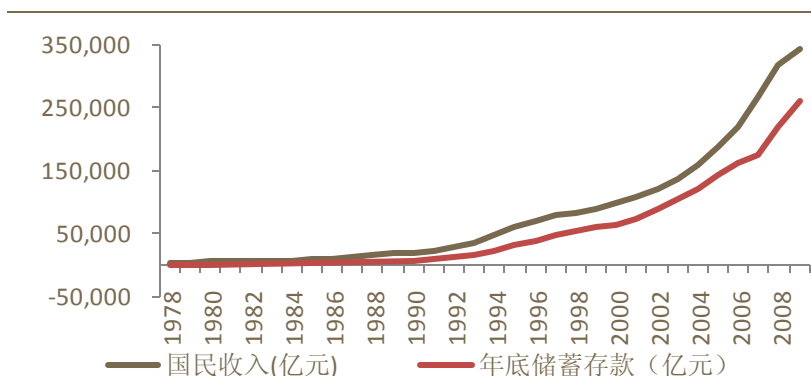


资料来源：中国统计年鉴 2010 方正证券研究所

2.3、消费升级将促使黄酒量价齐升

中国连续 20 年经济高速增长，2000 年以来国民收入平均增速 14.6%，居民储蓄存款增速达到 16%，消费者消费能力空前提高，对消费品需求也在提升，表现在黄酒上就是产品要上档次——相应价格也要提升。就犹如白酒、葡萄酒一样，产品档次中枢不断提升以满足市场需求，这种情况正在黄酒行业上演，黄酒进入量价齐升的黄金时代。

图表 6 2000 年以来国民收入和居民存款迅速增长



资料来源：中国统计年鉴 2010 方正证券研究所

黄酒消费的区域性正意味着有巨大的黄酒市场处女地等待开拓。

2.4、黄酒的区域性正蕴含了巨大发展潜力

我们谈到黄酒时不可回避的一个问题是他的区域性太明显，主要集中在苏浙沪地区，这是一个制约黄酒业发展的重要因素，但同时也是黄酒的潜在市场，通过积极引导、不懈宣传以及技术创新和产品创新，黄酒市场全国化在逐步实现。据酿酒工业协会资料，黄酒外围市场消费占比从 2003 年 10% 增加到目前的 31%，市场的外向扩张倾向明显。据我们对古越龙山北京市场调研，2009-2011 年平均增速在 20% 左右，代表了外围市场拓展情形。广大非传统区域就是静待开发的处女地，是黄酒业的无形财富。

图表 7 我国黄酒消费区域性明显

	黄酒		人口		年均消费量（公斤/人）
	消费量（万吨）	占比（%）	人口数量（亿）	占比（%）	
传统区域	180	69.23	1.46	10.99	12.33
非传统区域	80	30.77	11.82	89.01	0.68
总计	260	100	13.28	100	1.96

资料来源：中国酿酒工业协会 方正证券研究所

2.5、黄酒业顺应国家产业政策

黄酒属于低耗粮酿造酒，符合国家的酿酒产业政策：贯彻“优质、低度、多品种、低消耗”的方针，积极实施“四个转变”（普通酒向优质酒转变，高度酒向低度酒转变，蒸馏酒向酿造酒转变，粮食酒向水果酒转变），重点发展葡萄酒、水果酒，积极发展黄酒，稳步发展啤酒，控制白酒总量。黄酒消费税负也较其他酒类为轻，尤其比白酒少得多。

2.6、会稽山、塔牌上市将推动黄酒业发展

会稽山和塔牌都在谋求上市，如果顺利的话预期在 1-2 内实现上市。我们认为这对整个黄酒行业产生促进作用，这些黄酒企业之间既是竞争关系，更是共谋行业发展的伙伴关系，目前黄酒业更需要把蛋糕做大，行业发展了内巨头才有更大的发展空间。

3、诸多因素支持公司快速发展

3.1、原酒电子交易平台预期 11 月开通

2011 年 7 月 15 日中国绍兴酒集团和华夏银行在绍兴国际大酒店签约共同启动绍兴黄酒原酒电子交易平台建设，将于 4 季度建成投入运营，我们预计在 11 月初就能实现交易。黄酒电子交易平台建成对黄酒行业、对公司都具有里程碑意义，它具有如下功能：

其一，展示平台功能。黄酒业一个重要发展问题就是社会认知度底，电子平台的运营是一个宣传、展示黄酒的最佳平台，成为人们认识进而接受黄酒的信息渠道，可极大地促进黄酒业发展。

其二，价值发现功能。通过市场公开竞价成交，原酒就获得一个市场公认价值，犹如期货交易所一样，黄酒存货就具备了流动性。这样公司 25 万吨原酒价值将得到市场评估、实现价值回归。

电子交易平台对黄酒业发展具有深远意义，它具有展示平台、价值发现、销售渠道、品牌塑造、投资渠道五大功能，为黄酒消费和投资开辟了崭新的领域。

其三，销售渠道功能。电子交易平台是公司销售原酒的渠道，拓宽了公司的传统销售渠道，并且对公司瓶装酒的销售也会起到带动作用。

其四，品牌塑造功能。通过在电子平台销售独家产品，公司年份原酒高端形象得以确立，库藏概念得到强化，公司第一黄酒品牌地位得到巩固，古越龙山品牌地位在消费者心目中得以提升。

其五，投资渠道功能。投资者可以通过原酒交易获得利差如同期货交易一样；这些原酒电子票证还可用来抵押贷款，实现储藏增值和再投资的双重功能。

图表 8 原酒电子交易平台签约仪式



资料来源：公司网站 方正证券研究所

图表 9 公司原酒交易价格大幅上涨

原酒年份	2008 年供 应价	2009 年供 应价	2009 年涨 幅	2010 年供 应价	2010 年涨 幅
1999	54	59.8	10.74%		
2000	36.7	42.2	14.99%		
2001	27.5	31.6	14.91%	136.2	331.01%
2002	21.6	24.8	14.81%	88.8	258.06%
2003	17.5	20.2	15.43%	62.5	209.41%
2004	14.6	16.8	15.07%	46.7	177.98%
2005	12.4	14.2	14.52%	39.8	180.28%
2006	10.6	12.2	15.09%	33.6	175.41%
2007	9.2	10.6	15.22%	26.2	147.17%
2008		9.8		22.3	127.55%
2009				18.1	
2010				15.0	

资料来源：黄酒交易网 方正证券研究所

原酒自开始交易以来，价格加速上涨。原酒需求潜力巨大。

迄今为止古越龙山销售原酒 3 万吨，仅占黄酒产量的 3% 左右，未来发展空间巨大。公司拥有 25 万吨原酒库存，平均年限在 8-9 年，其中中央酒库存放 10 万吨，按目前原酒市场价，估值在 190

亿元左右，在电子交易平台开通后预计还会有进一步增值，由于这些年份较长的原酒市场供应量在逐步减少越来越稀缺，公司的这些原酒将会限量供应，大量供应的是近一两年产的原酒，平台将拓宽公司原酒销路。

图表 10 公司 10 万吨中央酒库



资料来源：方正证券研究所

3.2、江一燕代言女儿红

公司 2010 年 3 月 17 日增发募资 6.55 亿元，于 4 月 9 日出资 1.62 亿元收购女儿红，将女儿红的销售纳入到古越龙山的销售渠道中，女儿红的销售进入新的阶段，从一个地方酒借助古越龙山原有销售渠道走上全国化道路；2010 年收入增幅 35%，预计 2011 年增幅 50%以上。

当地习俗在女儿出生时酿造黄酒并储藏，待到出嫁时拿出来宴请宾客，称作女儿红，现在公司的女儿红成为婚庆市场的特色用酒，在国内享有盛誉。公司请绍兴当地明星江一燕代言该品牌，诉求喜庆红火，充分展示女儿情怀，开拓特色消费市场，扩大宣传提高了女儿红知名度和美誉度。

图表 11 女儿红近些年获得多项荣誉

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。
1988	获首届中国食博会名优新特产品铜奖。
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。
1992	获首届浙江食博会金奖、“92 上海中外食品博览会”优秀产品奖。
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 方正证券研究所

图表 12 江一燕代言女儿红



资料来源：公司网站 方正证券研究所

有方文山创作《青花瓷》的成功案例，期待《古越龙山》一词能为公司经营带来一般广告所不及的特殊功效。

3.3、方文山作词《古越龙山》

方文山系台湾著名词人，其创作的歌词中充满深厚的历史感、浓郁的东方风，代表作有《菊花台》、《青花瓷》、《东风破》、《七里香》、《双节棍》、《刀马旦》等，尤其是《青花瓷》的问世与传唱，使得汾酒中青花瓷汾酒销量大幅增长，销量从 2008 年的 500 吨提高到 2009 年的 1000 吨，2010 年达 1300 吨，预计 2011 年能在 2010 年基础上再翻一番。

公司请方文山作词《古越龙山》，“一壶一碗一举觞，酒是中国黄。一茶一汤一过往，故事我浅尝。”将越王勾践投醪劳师、兰亭聚会流觞曲水等与黄酒有关的历史典故融入词中，古越龙山黄酒丰厚的历史文化底蕴得到充分展现，意境深远微妙，目前正在公开征曲、征歌星，期待这首方文山力作再次唱红大江南北，与《青花瓷》异曲同工，书写古越龙山发展史上新的篇章。

3.4、优化产品结构 提升产品品质

近些年公司一直在梳理产品结构，提升产品品质和价格，以开发、淘汰、提价、改版升级等方法逐步调整优化产品结构（目前公司 5-10 年年份酒占销售收入的）；以“品质”为诉求重心，突出“古越龙山——中央酒库——保真年份、足年库藏”，全力打造古越龙山国粹黄酒的优异品质概念，并据此不断提高产品价格。

图表 13 自 2010 年来公司产品多次提价

提价日期	提价产品	平均提价幅度
2010/5/27	坛装酒	8-9%
2010/6/1	清纯系列、普通瓶装酒系列	6-9%
2010/10/1	八年以上高档酒产品（非礼盒装）	10%
2010/10/9	2000-2009 年手工原酒	11-17%
2010/10/26	太雕坛装酒	12%
2010/10/26	太雕瓶装酒	6%
2011/3/19	普通黄酒	7%
2011/3/19	30 年陈	36%
2011/3/19	50 年陈	42%

资料来源：公司公告 方正证券研究所

图表 14 古越龙山产品线太长

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		龙酝 18 年	500ml	228
	十五年陈千福花雕酒	500ml	430	青花瓷系列	二十年陈花雕酒	500ml	258
钓鱼台系列	青瓷二十年陈国宴酒	500ml	318		木盒十年陈花雕酒	500ml	88
	国宴花雕(2000)	500mlx2	118		八年陈青瓷瓶花雕酒	500ml	58
	国宴花雕 2000 版	500ml	70	玻瓶年酒	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		五年陈罗口花雕酒	500ml	15
礼盒系列	二十年陈花雕礼盒	250mlx2	358	清醇系列	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		清醇俊郎	500ml	20
	荣华富贵	2000ml	888		清醇俊仕	480ml	35
	五福盈门	2500ml	258		东方原酿	500ml	35
九龙至尊系列	十年九龙至尊	2500ml	450	喜酒系列	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	24.8
	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 方正证券研究所

公司在梳理产品结构同时，对各品牌产品进行了准确定位，今后产品推广思路更为清晰。

图表 15 公司品牌定位准确

产品	定位
古越龙山	高端品牌
女儿红、状元红	特色品牌，婚宴庆典市场
沈永和、鉴湖	大众品牌

资料来源：公司公告 方正证券研究所

3.5、政府支持鼓励

国企的机制不够灵活，缺乏激励措施，一直是公司发展的一个制约因素。古越龙山是绍兴黄酒的杰出代表，是绍兴的城市名片，越来越得到市政府的重视，政府支持态度明确，今年由主管副市长带领公司高管参观考察贵州茅台，了解公司机制和政府的支持措施等相关情况，公司高管团队还专程到张裕等酒企考察，预计将会出台政府的鼓励支持政策，公司激励机制也将择机推出。

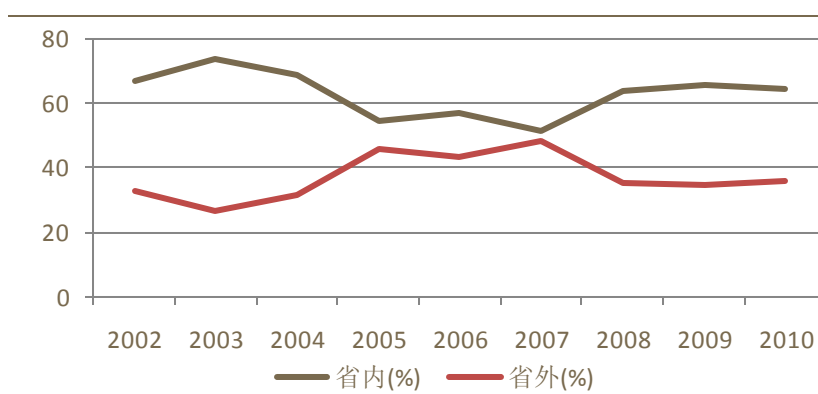
4、公司有望重演山西汾酒的复兴

古越龙山与汾酒有很多相似性，汾酒这两年的复兴之路就是古越龙山发展方向。汾酒自 2009 年以来股价（复权后）最高涨幅达 6 倍，古越龙山极有可能走出相似的轨迹。

4.1、产品销售都有明显区域性，面临着全国化的机遇

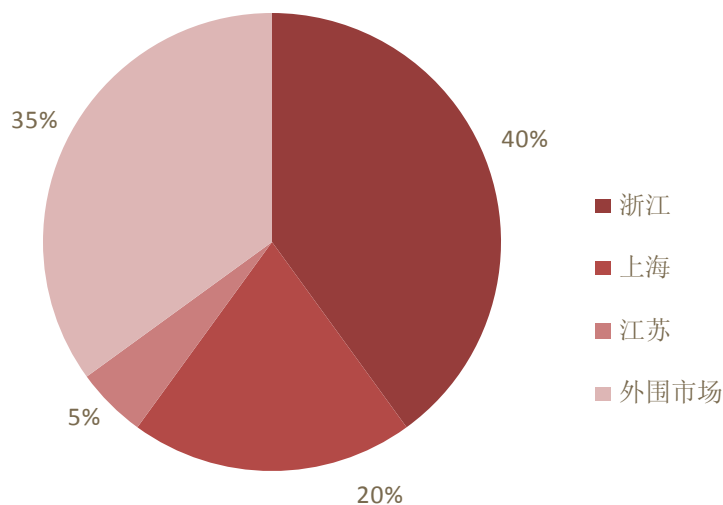
汾酒销售集中在山西省，近 10 年来平均占比在 60%以上，古越龙山区域性也很明显，40%集中在浙江省，浙沪两地占比在 60%。两者都在努力向全国化方向发展。古越龙山已经建成了全国性销售网络，遍及每一个省会城市。

图表 16 汾酒销售区域性明显



资料来源：山西汾酒公司公告 方正证券研究所

图表 17 古越龙山黄酒销售区域性显著



资料来源：公司公告 方正证券研究所

图表 18 古越龙山营销网络遍及全国



资料来源：公司网站 方正证券研究所

汾酒和古越龙山有诸多相似之处：销售的区域性与全国化努力方向、丰厚的文化底蕴、产品线太长需要精简。汾酒的迅速复兴崛起为古越龙山提供了成功的榜样。

4.2、两者都有丰厚的文化传承

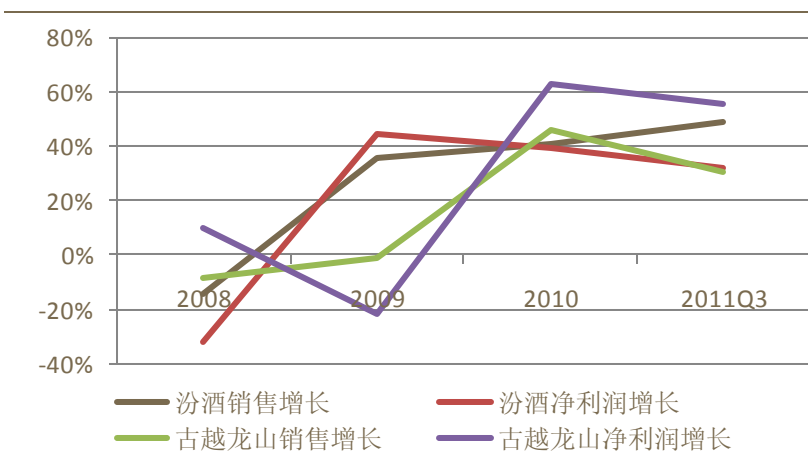
汾酒是我国清香型白酒代表，已有 1500 多年的历史，一句古诗“借问酒家何处有，牧童遥指杏花村”就将深厚的酒文化底蕴展露无遗；黄酒是世界三大酿造酒之一，而且是我国所独有，古越龙山则是最杰出代表，历史悠久，越王勾践投醪劳师、王羲之兰亭集流觞曲水、陆游的“红酥手黄藤酒”、徐渭酒醉人生“春来无处不酒家”，这些历史文化底蕴是支撑两者发展的独特优势。

4.3、两者都面临产品结构调整、提价提高档次的历史机遇

汾酒曾经有 1000 多个产品，销售混乱，价格也上不去，经过近年的调整精简，仅剩下 30 多个产品，价格也多次上调，产品档次逐步提升、品牌形象提升，销售额与利润也大幅提高，公司市值

也从 2005 年底的 24 亿元上涨到 2009 年底的 182 亿元，近期高点已达到 380 多亿元。古越龙山收购女儿红后，对产品进行精确定位，中高低档酒明确划分，梳理产品结构，缩短产品线；自 2010 年以来也对不同产品连续 7 次提价，产品档次逐步提高，品牌效应逐步显现，今年四季度将在黄酒电子交易平台挂牌原酒，届时高端品牌形象将更为突出。

图表 19 汾酒与古越龙山近两年收入与净利润大幅增长



资料来源：公司公告 方正证券研究所

4.4、两者都在做养生保健概念产品

汾酒这几年一直在着力打造“竹叶青”养生保健酒的品牌，早在唐宋时期就得到社会认可，1998 年获得卫生部《保健食品批准证书》，这几年发展迅速；黄酒的养生保健功效世所公认。随着人们消费理念的转变，养生保健备受青睐，健康消费深入人心，黄酒和竹叶青白酒有光明的发展前景。

4.5、借助事件性契机崛起

汾酒自 2009 年国庆 60 周年之际，列入国宴用酒，并大力进行宣传，并为其巴拿马万国博览会白酒品牌甲等大奖、第一国宴用酒正名，在央视做大量广告，可谓铺天盖地。也就在此时汾酒快速崛起。古越龙山今年恰逢建厂 60 周年，公司也在进行系列宣传活动，包括前述方文山作词、电子交易平台、强化唯一国宴用黄酒、拥有两块中国驰名商标的广告宣传等等，公司的崛起已现端倪。

图表 20 公司近两年销售投入大幅增长

百万元	营业收入	销售费用	销售占比 (%)	同比增长 (%)
2006	737.88	87.8	11.90%	30.17%
2007	814.92	110.17	13.52%	25.48%
2008	747.81	93.43	12.49%	-15.19%
2009	740.57	89.42	12.07%	-4.29%
2010	1,079.23	145.89	13.52%	63.15%
2011Q3	917.49	127.49	13.90%	33.23%

资料来源：公司公告 方正证券研究所

5、公司进入快速发展轨道

5.1、公司营业收入、净利润快速增长

自 2010 年来，公司加大营销投入，梳理产品结构，取得良好效果，毛利率和净利率稳步提高，营业收入增幅在 30%以上，净利润增幅在 55%以上，预计今后几年还将保持高增长。

图表 21 公司 2010 年以来净利率稳步提高

项目	2008 年	2009 年	2010 年	2010 三季报	2011 三季报	三季度同比
毛利率%	40.81	37.46	36.54	37.08	39.42	2.34
净利率%	13.40	10.51	11.72	11.74	13.93	2.19
销售费用率%	12.49	12.07	13.52	13.59	13.90	0.31
管理费用率%	6.09	7.09	5.96	6.02	5.84	-0.18
财务费用率%	2.86	2.03	1.40	1.93	0.70	-1.23
期间费用率%	21.44	21.19	20.88	21.54	20.44	-1.10

资料来源：公司公告 方正证券研究所

图表 22 公司 2010 年以来收入和利润大幅增长

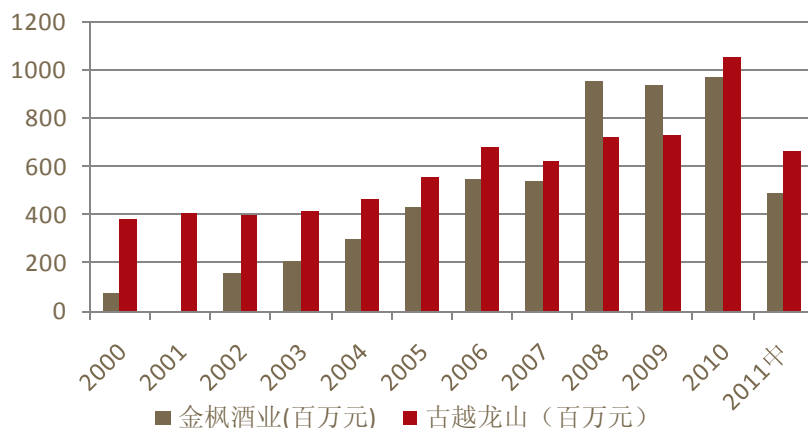
单位：百万元，%	2008 年报	2009 年报	2010 年报	2010 三季报	2011 三季报
营业总收入	747.81	740.57	1,079.23	704.25	917.49
增长率	-8.24%	-0.97%	45.73%	50.76%	30.28%
销售费用	93.43	89.42	145.89	95.69	127.49
销售费用增长率	-15.19%	-4.29%	63.15%	52.86%	33.23%
销售费用/总收入	12.49%	12.07%	13.52%	13.59%	13.90%
母公司所有者的净利润	98.11	76.5	124.31	81.96	127.19
净利润增长率	9.84%	-22.03%	62.50%	78.60%	55.19%

资料来源：公司公告 方正证券研究所

5.2、公司行业地位提升

目前全国通过 QS 认证的黄酒企业有 900 多家，规模以上有 112 家，绍兴现共有黄酒企业有 86 家，规模以上企业 74 家，可使用原产地保护冠以“绍兴黄酒”的共 15 家。整个黄酒行业前三是古越龙山、金枫酒业和会稽山，其中上市公司仅古越龙山和金枫酒业两家，与金枫酒业对比最能够说明其在行业地位的变化。金枫酒业近年来在营业收入、净利润等方面超过古越龙山，但这个局面自 2010 年发生了变化。

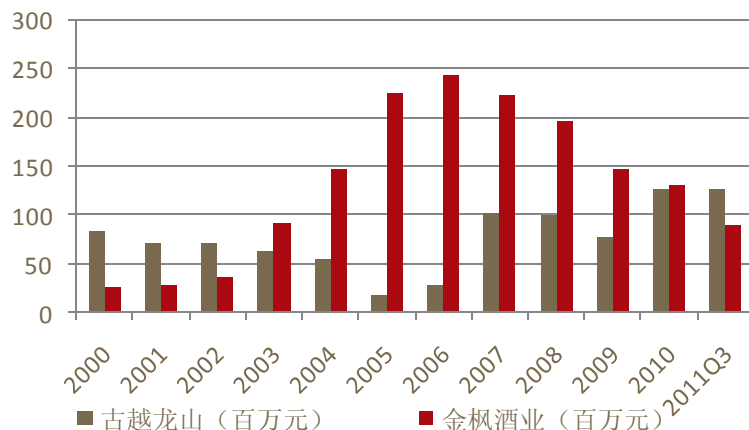
图表 23 公司酒类营业收入 2010 年重超金枫酒业



公司自 2010 年以来，收入高速增长，市场份额业内第一；2011 年净利润也超越原来的第二名金枫酒业，并且净利率稳步提升，勃发之势已现端倪。

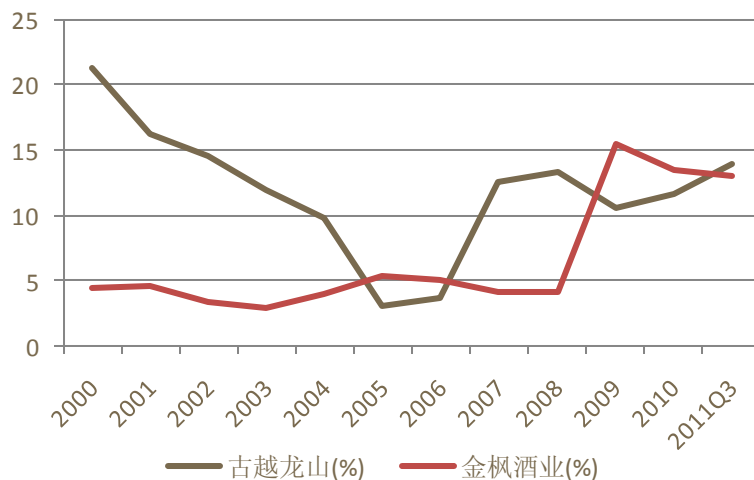
资料来源：公司公告 方正证券研究所

图表 24 公司净利润 2011 年超过金枫酒业



资料来源：公司公告 方正证券研究所

图表 25 公司净利率自 2010 年重拾升势



资料来源：公司公告 方正证券研究所

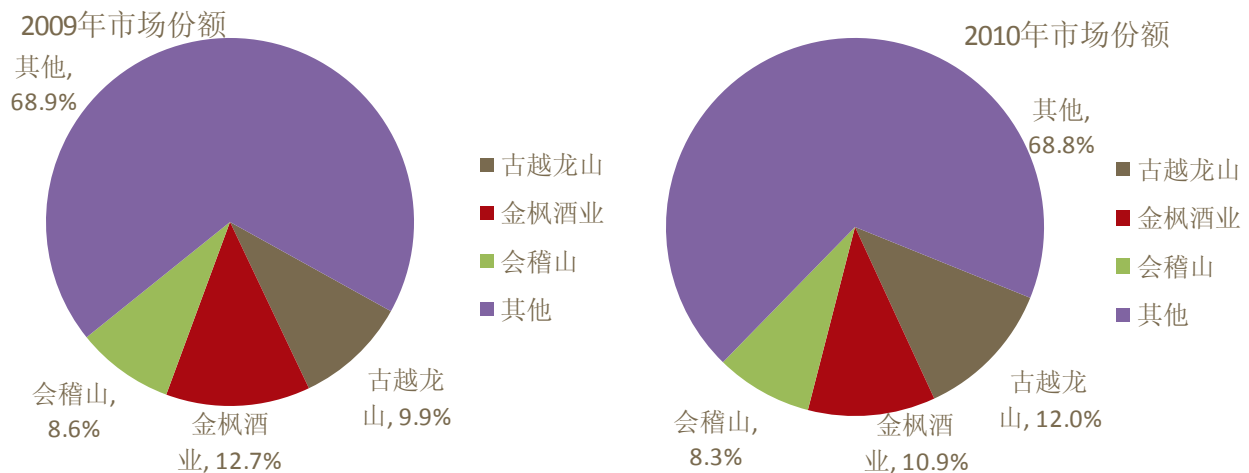
2010 年古越龙山市场份额大幅上升，并超过金枫酒业，是目前国内规模最大的黄酒生产商，产能 16 万吨。

图表 26 公司是国内最大规模黄酒生产商



资料来源：方正证券研究所

图表 27 古越龙山与金枫酒业市场地位伯仲易位



资料来源：WIND 资讯 方正证券研究所

5.3、“十二五”规划——公司拾级而上

公司在十二五规划中，**扩大生产规模**，产能由目前 16 万吨提高到 30 万吨以满足目前快速发展需要，届时行业地位更为巩固，市场份额进一步提高。在产品结构上逐步促使**价格中枢上移**，提高产品档次，主推品种将由目前的 5 年陈上移到 8、10 年陈，毛利率将由目前 39%提升到 50%以上，有更大的能力做广告、做渠道。

两条腿走路——“**让传统的更经典，让现代的更时尚**”强化**新品开发**，公司一方面致力于做精做好传统黄酒，同时为适应年轻人口味开发淡爽型黄酒，降低酒精度，添加枸杞、桂圆等营养成分，选择现代化包装及传播方式，培养新的消费群体。

6、盈利预测与估值

6.1、预计公司 2011-2013 年收入增速 38%

保守预测公司 2011-2013 年平均增长率 38%，毛利率分别达 39.9%、40.1%、44.9%，净利润平均增长率达 58%。

图表 28 分产品盈利预测

单位：百万		2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
主营业务	营业收入	731.33	732.62	1058.75	1556.50	2158.50	2810.00
	增长率（YOY）	-9.6%	0.2%	44.5%	47.01%	38.68%	30.18%
	营业成本	433.06	459.84	670.53	935.40	1286.90	1548.10
	增长率（YOY）	-3.2%	6.2%	45.8%	39.50%	37.58%	20.30%
	毛利	298.27	272.78	388.22	621.10	871.60	1261.90
	增长率（YOY）	-17.47%	-8.55%	42.32%	59.99%	40.33%	44.78%
	整体毛利率	40.78%	37.23%	36.67%	39.90%	40.38%	44.91%
酒类收入	收入	724.65	727.46	1054.12	1550.00	2150.00	2800.00
	成本	427.18	455.43	666.72	930.00	1280.00	1540.00
	收入增长率	16.33%	0.39%	44.90%	47%	39%	30%
	毛利	297.47	272.03	387.40	620.00	870.00	1260.00
	毛利率	41.05%	37.39%	36.75%	40.00%	40.47%	45.00%
玻璃瓶收入	收入	5.86	4.44	2.95	4.50	6.00	7.00
	成本	5.15	3.76	2.30	3.60	4.70	5.50
	收入增长率	0.69%	-24.23%	-33.56%	53%	33%	17%
	毛利	0.71	0.68	0.65	0.90	1.30	1.50
	毛利率	12.12%	15.32%	22.03%	20.00%	21.67%	21.43%
其他	收入	0.82	0.72	1.68	2.00	2.50	3.00
	成本	0.73	0.65	1.51	1.80	2.20	2.60
	收入增长率	1.23%	-12.20%	133.33%	19%	25%	20%
	毛利	0.09	0.07	0.17	0.20	0.30	0.40
	毛利率	10.98%	9.72%	10.12%	10.00%	12.00%	13.33%

资料来源：公司公告 方正证券研究所

6.2、公司参股的咸亨酒店上市预期

公司通过咸亨集团间接持有咸亨酒店 14.02%股份，直接持有 10.72%股份，合计持有 24.74%的股份。咸亨酒店在积极谋划上市，其上市成功的话不但公司资产市值大幅增长，而且可以更好的通过咸亨酒店来销售黄酒。

6.3、公司估值偏低

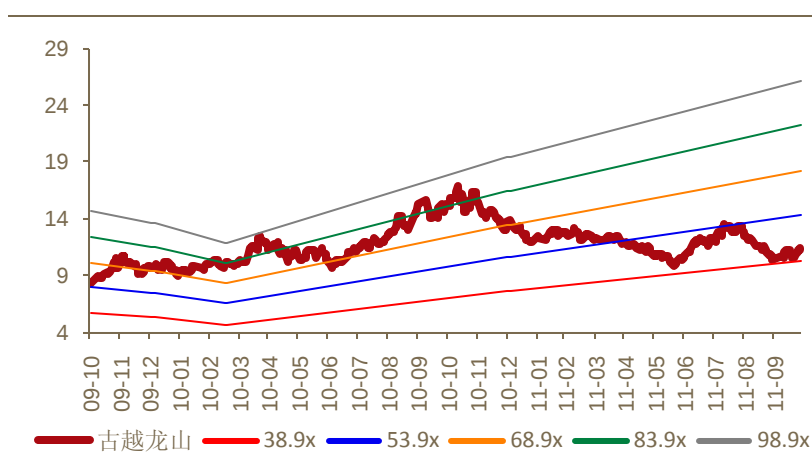
考虑到公司业绩高增长性、较低的市销率、市净率，动态市盈率也较低；纵向考察，公司 PE、PB 都处于历史低位，综合多个参数，公司价值被明显低估。

图表 29 相似公司估值比较

简称	价格 (元)	总市值 (亿元)	每股收益			市盈率 PE			市净率 PB	市销率 PS
			TTM	11E	12E	TTM	11E	12E	(MRQ)	(TTM)
张裕 A	113.99	601.05	3.43	3.67	4.71	33.27	31.04	24.22	13.80	12.06
山西汾酒	68.14	294.99	1.54	2.01	2.95	44.36	33.96	23.10	12.20	9.78
酒鬼酒	21.43	64.94	0.30	0.39	0.68	71.41	54.42	31.54	7.95	11.59
*ST 中葡	7.08	57.34	0.21	0.01	0.07	34.14	769.57	107.76	5.24	11.75
金枫酒业	9.94	43.60	0.28	0.28	0.35	35.16	35.50	28.40	3.88	4.46
沱牌舍得	19.43	65.54	0.33	0.37	0.65	59.13	52.33	30.12	3.40	7.33
古越龙山	11.46	72.75	0.27	0.31	0.43	42.92	36.97	26.65	3.29	6.74

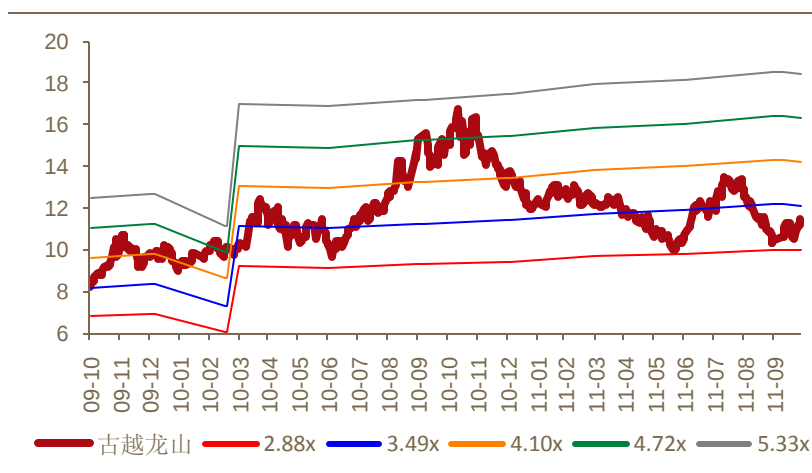
资料来源: WIND 资讯 方正证券研究所

图表 30 公司 PE 处于历史低位



资料来源: WIND 资讯 方正证券研究所

图表 31 公司 PB 处在历史低位



资料来源: WIND 资讯 方正证券研究所

6.4、维持公司买入评级

预计公司 2011-2013 年 EPS 为 0.31、0.43、0.68 元, 综合考虑公司市场地位提升、高速发展的形势、相对较低的 PE、PB, 以及

原酒价值的市场认可情况变化等因素，给予 6 倍市销率对应 48 倍市盈率，公司目标价 15 元，维持公司买入评级。

7、风险提示

原材料涨价风险，2010 年糯米和小麦等原材料价格大幅上涨，未来仍存超预期涨价可能；**食品安全风险**，公司黄酒酿造主要原料来自签约的糯米生产基地，整个黄酒生产过程绿色、安全、环保，但也不能完全排除公司或行业的食品安全风险；**竞争加剧风险**，虽然公司处于优势竞争地位，但如果未来竞争异常加剧仍可能导致业绩不达预期。

附录：公司财务预测表

单位：百万元

资产负债表					现金流量表				
	2010	2011E	2012E	2013E		2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	1696.82	3212.57	3367.40	4577.65	经营活动现金流	99.48	-819.90	684.44	-176.93
现金	408.72	449.30	663.23	912.91	净利润	126.45	222.90	308.33	495.62
应收账款	103.63	249.59	239.18	372.44	折旧摊销	47.22	84.68	122.34	161.97
其它应收款	8.65	26.59	16.39	37.68	财务费用	15.11	21.79	30.21	39.33
预付账款	22.39	52.21	63.80	75.57	投资损失	-5.22	-5.49	-4.89	-5.20
存货	1152.27	2422.31	2381.53	3164.92	营运资金变动	-81.27	-1141.11	226.26	-868.09
其他	1.17	12.57	3.27	14.14	其它	-2.80	-2.67	2.18	-0.57
非流动资产	1132.51	1496.39	1988.34	2458.32	投资活动现金流	-219.82	-442.79	-609.43	-626.83
长期投资	84.38	88.55	92.14	96.20	资本支出	167.39	359.22	488.66	465.89
固定资产	695.98	1013.22	1389.77	1756.97	长期投资	-10.04	-4.16	-3.59	-4.06
无形资产	186.05	262.82	365.56	468.05	其他	-62.47	-87.73	-124.36	-165.00
其他	166.09	131.81	140.87	137.11	筹资活动现金流	338.25	715.59	-21.46	-106.57
资产总计	2829.32	4708.96	5355.73	7035.97	短期借款	-176.00	58.67	19.56	-32.59
流动负债	707.94	1690.39	2041.00	3264.86	长期借款	-92.00	8.15	12.04	10.25
短期借款	260.00	906.36	1086.29	2213.71	其他	606.25	648.77	-53.06	-84.23
应付账款	250.57	460.94	531.57	617.09	现金净增加额	217.92	-547.10	53.55	-910.33
其他	197.36	323.09	423.14	434.06					
非流动负债	12.03	16.31	30.78	40.71	主要财务比率	2010	2011E	2012E	2013E
长期借款	0.00	8.15	20.20	30.45	成长能力				
其他	12.03	8.16	10.58	10.26	营业收入	45.73%	44.22%	38.68%	30.18%
负债合计	719.97	1706.70	2071.78	3305.56	营业利润	47.86%	93.72%	40.13%	69.58%
少数股东权益	29.31	33.41	38.84	47.57	归属母公司净利润	62.51%	76.01%	38.44%	60.74%
归属母公司股东权益	2080.05	2968.85	3245.12	3682.84	获利能力				
负债和股东权益	2829.32	4708.96	5355.73	7035.97	毛利率	36.54%	39.90%	40.38%	44.91%
					净利率	11.72%	14.32%	14.28%	17.64%
利润表	2010	2011E	2012E	2013E	ROE	5.99%	7.42%	9.39%	13.29%
营业收入	1079.23	1556.50	2158.50	2810.00	ROIC	5.40%	5.74%	7.07%	8.35%
营业成本	684.85	935.40	1286.90	1548.10	偿债能力				
营业税金及附加	44.44	64.10	88.88	115.71	资产负债率	25.45%	36.24%	38.68%	46.98%
营业费用	145.89	197.68	274.13	345.63	净负债比率	36.11%	53.70%	53.68%	68.18%
管理费用	64.31	92.74	128.61	167.43	流动比率	2.40	1.90	1.65	1.40
财务费用	15.11	21.79	30.21	39.33	速动比率	0.77	0.47	0.48	0.43
资产减值损失	-0.76	-2.74	0.08	-2.27	营运能力				
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	总资产周转率	0.42	0.41	0.43	0.45
投资净收益	5.22	5.49	4.89	5.20	应收帐款周转率	9.92	8.81	8.83	9.19
营业利润	130.62	253.02	354.57	601.26	应付帐款周转率	2.86	2.63	2.59	2.70
营业外收入	70.80	42.40	56.60	49.50	每股指标(元)				
营业外支出	42.70	14.95	19.69	25.78	每股收益	0.20	0.31	0.43	0.68
利润总额	158.71	280.48	391.48	624.99	每股经营现金	0.16	-1.15	0.96	-0.25
所得税	32.27	57.58	83.15	129.37	每股净资产	3.28	4.18	4.56	5.18
净利润	126.45	222.90	308.33	495.62	估值比率				
少数股东损益	2.14	4.10	5.43	8.73	P/E	73.95	34.61	25.00	15.56
归属母公司净利润	124.31	218.80	302.91	486.88	P/B	4.42	2.55	2.33	2.06
EBITDA	205.93	365.15	513.83	786.96	EV/EBITDA	44.07	24.60	17.46	12.54
EPS (元)	0.20	0.31	0.43	0.68					

数据来源：港澳资讯 公司公告 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：

买入：预期未来6个月内相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；
 增持：预期未来6个月内相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；
 中性：预期未来6个月内相对沪深 300 指数涨幅介于 -10%~10%；
 减持：预期未来6个月内相对沪深 300 指数下跌 10%以上。

行业投资评级的说明：

增持：预期未来6个月内相对沪深 300 指数涨幅 10%以上；
 中性：预期未来6个月内相对沪深 300 指数涨幅介于 -10%~10%之间；
 减持：预期未来6个月内相对沪深 300 指数下跌 10%以上。

	北京	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）	湖南省长沙市芙蓉中路二段200号华侨国际大厦24楼（410015）
电话：	(8610) 68584820	(86731) 85832351
传真：	(8610) 68584803	(86731) 85832380
网址：	http://www.foundersc.com	http://www.foundersc.com
E-mail：	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com