

投资评级: 增持 (首次)

潜力无限好, 只待瓶颈破

当前价格: 12.14 元

目标价格: 13.07 元 投资要点:

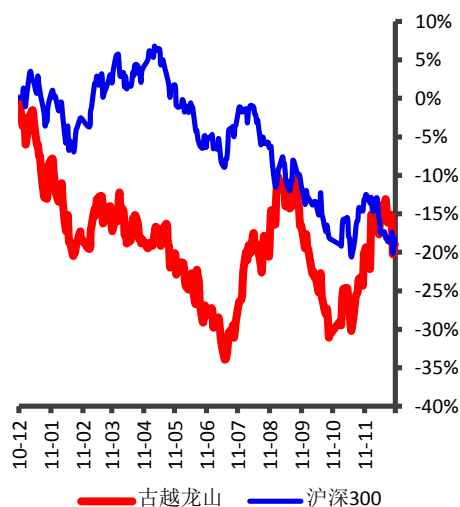
目标期限: 12 个月

市场数据

总股本(百万股)	634.86
A 股股本 (百万股)	634.86
B 股股本(百万股)	0
A 股流通比例(%)	95.14
12 个月最高/最低(元)	15.65/9.80
第一大股东	绍兴黄酒集团有限公司
第一大股东持股比例	40.55%
上证综指/沪深 300	2361/2557

注: 2011 年 12 月 02 日数据

近十二个月股价表现



%	1 个月	3 个月	12 个月
相对收益	8.1	5.8	0.1
绝对收益	1.3	-3.0	-19.0

注: 相对收益与沪深 300 相比

分析师: 赵军

固话: (8621) 68634510-8715

邮箱: zj2890@xcsc.com

执业证书编号: S0500511090001

□ **古越龙山是黄酒业的龙头。**2010 年黄酒收入超过 10 亿元, 是我国最大的黄酒企业, 年生产能力 16 万吨(含女儿红 4 万多吨)。主要产品有“古越龙山”、“女儿红”。“古越龙山”是目前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。收购女儿红后, 古越龙山成为唯一拥有两个驰名商标、全国性品牌的黄酒企业。

□ **黄酒行业势单力薄。**黄酒规模企业 2010 年的产量为 134 万吨, 五年的复合增长率高达 17.6%; 2010 年的收入为 97.77 亿元, 十年复合增速为 17.87%。但黄酒规模企业的产量预计是啤酒、白酒、葡萄酒、黄酒中最少的; 收入也是饮料酒中最少的, 动态的看, 黄酒近五年的收入复合增速约为 15.38%, 略高于啤酒的 12.32%, 但远低于白酒的 28.42% 和葡萄酒的 24.56%。微观层面, 黄酒的规模企业数量要小于其他酒种, 规模企业的平均收入也低于其他酒种。黄酒行业整体盈利能力也偏低。2010 年黄酒的行业利润率只有 8.87%, 低于较为赚钱的白酒和葡萄酒, 但稍高于竞争更为激烈的啤酒。

□ **黄酒消费具有较强的区域性和季节性。**预计浙江的消费占全国的 30% 左右, 上海占全国的 13% 左右, 江苏占全国的 13% 左右, 浙江、上海和江苏的黄酒消费约占全国的 50% 以上。黄酒行业突破区域瓶颈关键在持续创新, 例如高度黄酒对消费区域的突破。黄酒消费还具有一定的季节性。从行业产量数据看, 第一和第四季度的产量是全年高点, 即黄酒销售旺季。

□ **行业集中度高。**根据对规模以上企业的统计, 排名前五位的企业 2009 年销售收入占到行业的 48.81%, 利润总额占行业的 77.94%。其中, 古越龙山、金枫酒业、会稽山位列行业前三, 2010 年三者占行业的收入占比分别为 9.81%、9.05%、6.91%, 而利润总额占行业的 16.74%、19.80%、8.35%。

□ **聚焦黄酒战略和黄酒经营思路基本确定。**公司摆脱之前的多元化思路, 剥离氨纶业务聚焦黄酒。在黄酒的经营上, 公司实现了产品战略向继承与创新比重的突破, “使传统的更经典, 现代的更时尚”。

□ **产品方面做好精简、定位和提升。**一方面, 公司梳理精简产品线, 从原来的 300 多个减少到 200 左右, 预计未来还会逐步精简; 其二, 公司确立了“古越龙山”中高端定位、“女儿红”+“状元红”特色定位, 三个品牌共同全国化的思路。在产品结构上, 继续提升中高端的比重, 逐步退出“古越龙山”3 年陈及其以下产品。

□ **销售组织在不断精细化, 渠道按计划下沉。**公司加大了对营销中心的建设, 进一步完善营销管理系统。市场建设方面, 外围市场以省会为区域中心, 聚焦重点市场, 做精做透, 并计划将销售渠道从省会城市下移; 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。

□ **营销瓶颈有待突破。**公司一直致力于全国性广告投放和明星代言, 但我们认为解决黄酒是什么才是古越龙山全国化的关键所在。

□ **原酒交易平台不宜过分看重。**我们认为品牌酒销售才是古越龙山的根本, 原酒交易只是营销手段而已, 不宜过分金融化, 否则泡沫会带来后续隐患。

□ **盈利预测及估值。**我们预计公司预计 2011-13 年的 EPS 为 0.30 元、0.37 元、0.45 元, 预计未来十二个月合理价值在 13.07 元。首次给予“增持”评级。

正文目录

1 公司介绍	4
2 黄酒行业情况	5
2.1 黄酒知识简介	5
2.2 黄酒行业势单力薄	6
2.3 黄酒消费具有较强的区域性和季节性	9
2.4 黄酒行业的竞争格局分析	10
3 古越龙山改革中崛起	13
3.1 古越龙山曾经的曲折路	13
3.2 产品方面做好精简、定位、提升	14
3.3 产品价格策略有待突破	16
3.4 销售组织和渠道的变革	18
3.5 品牌营销有待突破	19
3.6 区域战略——从全国转而反击上海，巩固传统市场优势	20
4、收购女儿红，整合创新求突破	21
5、原酒交易目的和估值	22
6、产能投资和原材料基地保证	23
7、盈利预测及估值	24

图目录

图 1 公司的控股结构和公司架构图	4
图 2 2010 年黄酒行业总产量约 290 万吨，近 10 年复合增速约为 9.5%	6
图 3 2010 年黄酒规模企业总产量约为 134 万吨，近五年复合增速约为 17.6%	6
图 4 2010 年规模企业收入约 97.77 亿元，近十年复合增速为 17.87%	7
图 5 黄酒的规模企业产量远小于啤酒，乃是已经被葡萄酒轻微超越	7
图 6 黄酒的规模企业收入也是饮料酒中最少的	7
图 7 近十年黄酒和其他酒种的收入增速	8
图 8 黄酒的收入增速略高于啤酒，但远低于白酒和葡萄酒	8
图 9 黄酒的规模企业数远低于其他三大酒种	8
图 10 黄酒的规模企业户均销售额为 7698 万元也低于其他三大酒种	8
图 11 黄酒的毛利率在四大酒种中最低	9
图 12 低成本竞争透支了消费税的相对优惠	9
图 13 黄酒各省份收入占比变化	9
图 14 2010 年黄酒各省份产量占比	9
图 15 黄酒消费具有季节性，第一和第四季度是传统消费旺季	10
图 16 2010 年黄酒行业前三名收入占比	11
图 17 2010 年行业前三名利润总额占比	11
图 18 黄酒行业前三名收入趋势图	12
图 19 金枫酒业因创新获得高毛利率，且知名品牌企业毛利率高于行业平均水平	12
图 20 黄酒行业前三名收入趋势图	13
图 21 采用时尚包装后的金五年产品	15
图 22 东方原酿	15
图 23 古越龙山黄酒的成本构成比例	17
图 24 古越龙山的毛利率大大低于金枫酒业	17
图 25 古越龙山公司收入的区域分布	21

表目录

表 1 黄酒按原料和曲的差异分大致可为四种	5
表 2 黄酒按糖分含量分可以分为四种	6
表 3 古越龙山旗下品牌的定位	15
表 4 公司年份酒的市场价格	16
表 5 古越龙山 2008 年和 2010 年提价的时间点、品种和提价幅 度	17
表 6 近年来原酒销售情况	24
表 7 盈利预测表	24
表 9 2011 年第三季度收入同比增长 29.39%，利润同比增长 43.18%	26
表 10 2011 年前三季度收入同比增长 30.28%，归属母公司股东 净利润同比增长 55.18%	27

1 公司介绍

古越龙山是我国黄酒行业的龙头企业，2010 年销售收入（不含税）黄酒超过 10 亿元，是我国最大的黄酒生产、经营、出口企业，黄酒年生产能力 16 万吨（含女儿红 4 万多吨）。公司拥有全国唯一的省级黄酒技术中心，拥有多名国家级评酒大师，主要产品有“古越龙山”、“女儿红”、“状元红”、“沈永和”、“鉴湖”；其中，“古越龙山”、“沈永和”、“女儿红”牌绍兴酒是国家优质产品，多次荣获国际国内金奖。“古越龙山”是目前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。收购女儿红后，古越龙山同时拥有中国驰名商标“女儿红”品牌，成为唯一拥有两个驰名商标、全国性品牌的黄酒企业。

公司 1997 年 5 月上市，控股股东是中国绍兴黄酒集团公司，占 40.55%，实际控制人是绍兴市国资委。

中国绍兴黄酒集团公司成立于 1994 年，是绍兴市酿酒总公司与创业于 1664 年的沈永和酒厂强强联合组建而成，现有总资产 55.9 亿元。经过多年的发展，已形成以黄酒为主业，涉足化纤、电子等高新技术产业和热电、房地产等行业的大型企业集团，集团公司是中国酿酒工业协会副理事长单位，黄酒分会理事长单位。

图 1 公司的控股结构和公司架构图



注：古越龙山(香港)公司占澳门古越龙山酒厂有限公司的 55%股权；绍兴浙江古越龙山绍兴酒股

份有限公司持有的绍兴女儿红酒类销售有限公司 90%的股份和绍兴女儿红酒业有限公司 75%的股份是通过绍兴女儿红酿酒有限公司持有
资料来源：公司公告，湘财证券研究所

2 黄酒行业情况

2.1 黄酒知识简介

黄酒以大米、黍米为原料，黄酒不同于白酒，其没有经过蒸馏，一般酒精含量为 14%—20%，属于低度酿造酒。由于色泽橙黄，称为黄酒，因其越陈越香，又叫陈酒或老酒。黄酒酿造技术独特，传统酿酒工艺过程繁杂，要求严格，是中华民族的宝贵遗产，被称为“国粹”。黄酒可推测的历史有 6 千多年，可记载的历史也有两千多年，同法国的葡萄酒、德国的啤酒共称为世界三大古酒。

黄酒含有丰富的营养，据对“古越龙山”的科学分析，绍兴黄酒内含多种氨基酸，总含量每升高达 6770.9 毫克，尤其内含 8 种人体必需氨基酸（人体本身不能合成，只能依靠从食物中摄取）达 2550 毫克，是啤酒的 11 倍，葡萄酒的 12 倍，其中尤其是人体发育不可缺的赖氨酸含量达 1.25 毫克，还有以琥珀酸为主的有机酸近 10 种、维生素多种。如把啤酒比成“液体面包”，那么绍兴黄酒就堪称“液体蛋糕”。黄酒除了富含氨基酸之外还有舒筋活血、美容抗衰老、促进食欲、保护心脏等功效。例如，根据最新的分析数据，“古越龙山”绍兴黄酒还含有调节营养的多酚、低肽和 γ -氨基丁酸。多酚和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。

按原料分，除糯米黄酒外，还开发了粳米黄酒、粳米黄酒、黑米黄酒、高粱黄酒、荞麦黄酒、薯干黄酒、青稞黄酒等等。

表 1 黄酒按原料和曲的差异分大致可为四种

品种	原料和曲的差异	主要地域
糯米黄酒	以酒药和麦曲为糖化，发酵剂。	中国南方地区
黍米黄酒	以米曲霉制成的麸曲为糖化，发酵剂。	中国北方地区
大米黄酒	为一种改良的黄酒，以米曲加酵母为糖化、发酵剂。	中国吉林及山东
红曲黄酒	以糯米为原料，红曲为糖化，发酵剂。	中国福建及浙江两地

资料来源：湘财证券研究所整理

按糖分含量分，黄酒由可分为干黄酒、半干黄酒、半甜黄酒、甜黄酒。

表 2 黄酒按糖分含量分可以分为四种

品种	分类标准	代表产品
干黄酒	含糖分小于 1.5g/100ml	元红酒
半干黄酒	含糖分 1.5-4g/100ml 之间	加饭(花雕)酒
半甜黄酒	含糖分 4.1-10g/100ml 之间	善酿酒
甜黄酒	含糖分大约 10g/100ml	香雪酒

资料来源：湘财证券研究所整理

黄酒的生产原料在北方用粟(小米)、在南方普遍用稻米(尤其是糯米为最佳原料)。由于宋代开始,政治、文化、经济中心的南移,黄酒的生产局限于南方数省,南宋时期,烧酒开始生产,元朝开始在北方得到普及,北方的黄酒生产逐渐萎缩,南方人饮烧酒者不如北方普遍,在南方,黄酒生产得以保留,在清朝时期,南方绍兴一带的黄酒称雄国内外。

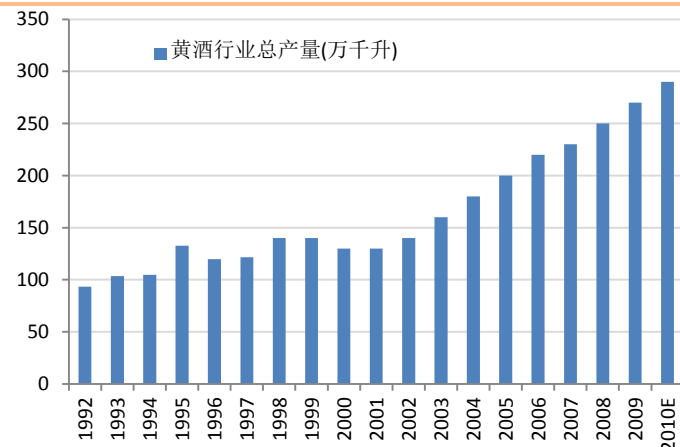
2.2 黄酒行业势单力薄

1.2.1 黄酒近几年发展势头不错

近些年,黄酒行业的发展态势良好。我国黄酒行业发展经历了两个快速发展的阶段:一是建国后至 80 年代的爆发期,二则是进入 21 世纪后产量进入稳定上升通道。

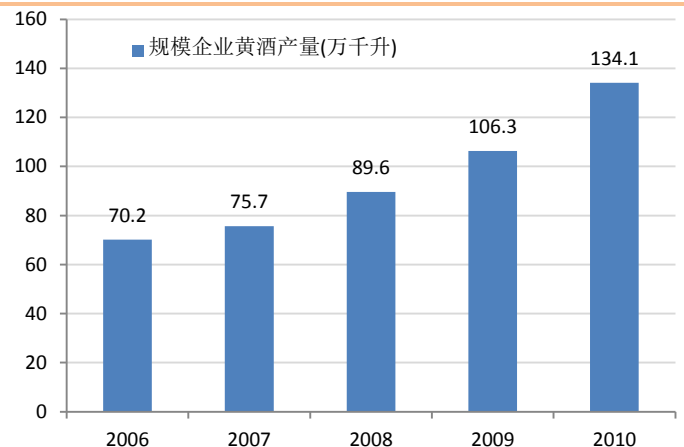
黄酒全行业 2010 年的总产量预计为 290 万吨,较 02 年的 140 万吨,增长了 1.07 倍,复合增长率为 9.5%。其中规模企业 2010 年的产量为 134 万吨,五年的复合增长率高达 17.6%。

图 2 2010 年黄酒行业总产量约 290 万吨,近 10 年复合增速约为 9.5%



资料来源：国家统计局，湘财证券研究所

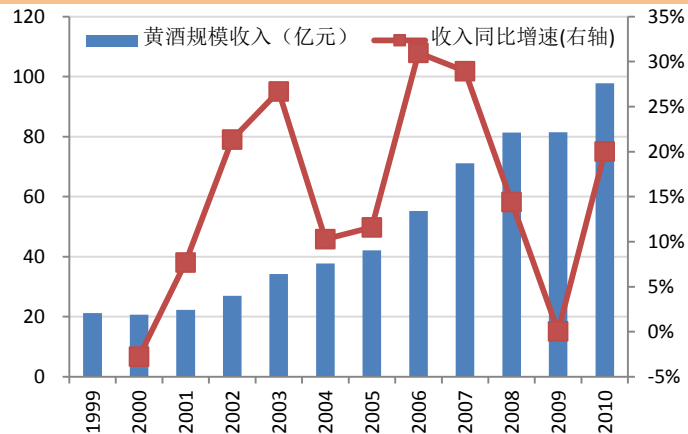
图 3 2010 年黄酒规模企业总产量约为 134 万吨,近五年复合增速约为 17.6%



资料来源：国家统计局，湘财证券研究所

伴随规模企业产量的快速增长,黄酒行业规模企业收入也大幅增长,从 2001 年的 22.26 亿元增长至 2010 年的 97.77 亿元,复合增速为 17.87%。

图 4 2010 年规模企业收入约 97.77 亿元，近十年复合增速为 17.87%



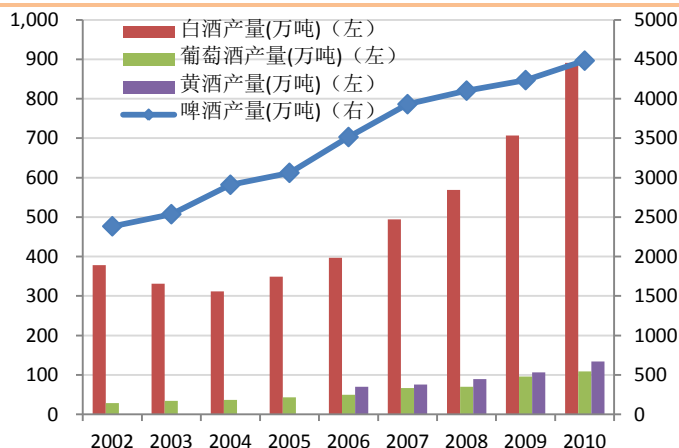
资料来源：国家统计局，湘财证券研究所

1.2.2 黄酒的发展与其他酒种比要稍微逊色一些

黄酒的规模企业产量预计是啤酒、白酒、葡萄酒、黄酒中最少的。因为 2010 年黄酒产量 134.13 万吨虽高于葡萄酒的 108.88 万吨，但考虑葡萄酒约有 30.49 万吨的进口量后，黄酒的规模实际已轻微小于葡萄酒。

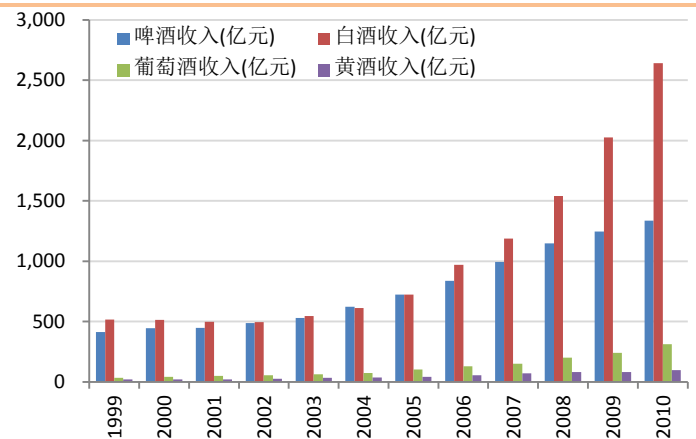
黄酒的规模企业收入也是饮料酒中最少的，约是啤酒的 7.3%，白酒的 3.7%，国产葡萄酒的 31%。

图 5 黄酒的规模企业产量远小于啤酒，乃是已经被葡萄酒轻微超越



注：黄酒产量约是啤酒的 3%，白酒的 15%。
资料来源：国家统计局，湘财证券研究所

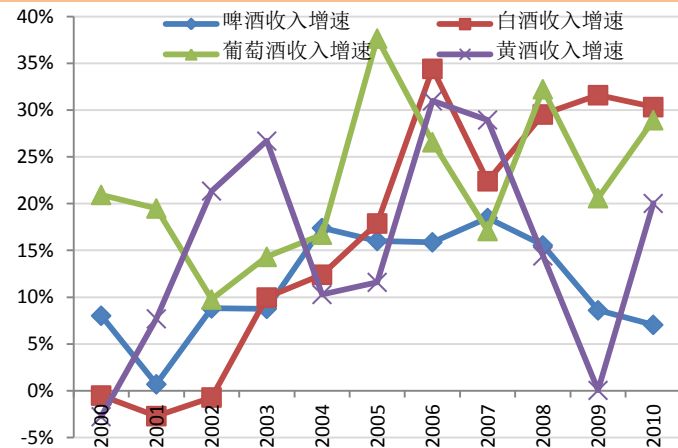
图 6 黄酒的规模企业收入也是饮料酒中最少的



资料来源：国家统计局，湘财证券研究所

动态的看，黄酒近五年的收入复合增速约为 15.38%，略高于啤酒的 12.32%，但远低于白酒的 28.42%和葡萄酒的 24.56%。

图 7 近十年黄酒和其他酒种的收入增速



资料来源：国家统计局，湘财证券研究所

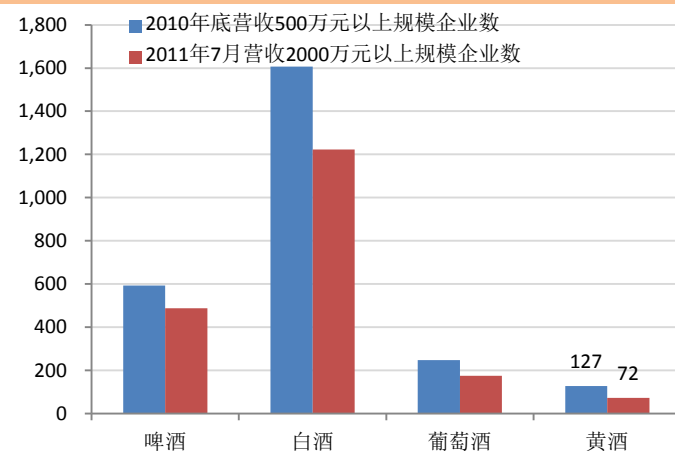
图 8 黄酒的收入增速略高于啤酒，但远低于白酒和葡萄酒

	12年来的复合增速	近五年复合增速
啤酒行业收入增速	11.26%	12.32%
白酒行业收入增速	16.01%	28.42%
葡萄酒行业收入增速	21.96%	24.56%
黄酒行业收入增速	14.88%	15.38%

资料来源：国家统计局，湘财证券研究所

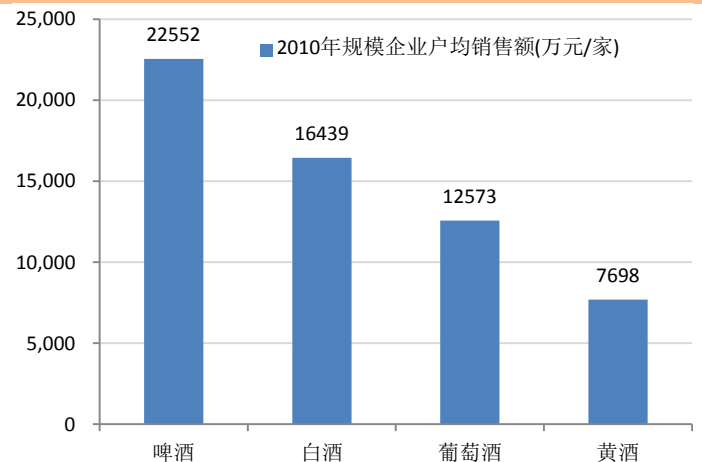
微观层面，黄酒的规模企业数量要小于其他酒种，规模企业的平均收入也低于其他酒种。黄酒 2010 年底营收 500 万以上规模企业数约为 127 家，2011 年 7 月，营收 2000 万以上规模企业数 72 家。而黄酒 2010 年规模企业户均销售额约 7698 万元，低于啤酒的 2.25 亿元、白酒的 1.64 亿元和葡萄酒的 1.26 亿元。

图 9 黄酒的规模企业数远低于其他三大酒种



资料来源：国家统计局，湘财证券研究所

图 10 黄酒的规模企业户均销售额为 7698 万元也低于其他三大酒种

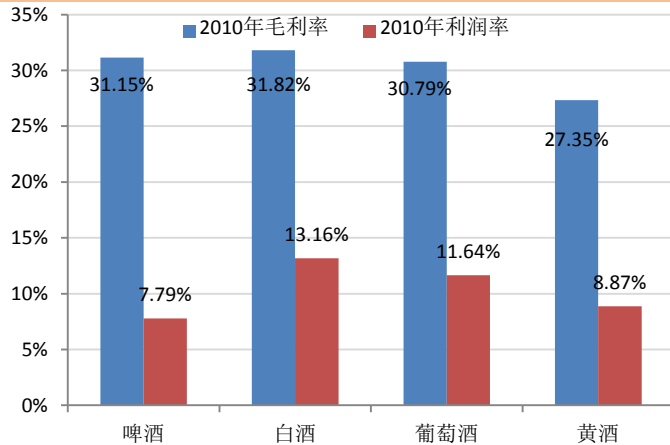


资料来源：国家统计局，湘财证券研究所

黄酒行业毛利率偏低，竞争基本透支完税收优惠政策。黄酒行业 2010 年的毛利率仅有 27.35%，低于啤酒、白酒和葡萄酒。虽然黄酒的营业税金及附加率低于啤酒和白酒，但其毛利率却大幅低于啤酒和白酒，使得毛利率-营业税金及附加率指标基本持平，这说明成本竞争的主导已经基本透支完了税率优惠。

黄酒行业整体盈利能力偏低。2010 年黄酒的行业利润率只有 8.87%，低于较为赚钱的白酒和葡萄酒，但稍高于竞争更为激烈的啤酒。

图 11 黄酒的毛利率在四大酒种中最低



资料来源：国家统计局，湘财证券研究所

图 12 低成本竞争透支了消费税的相对优惠

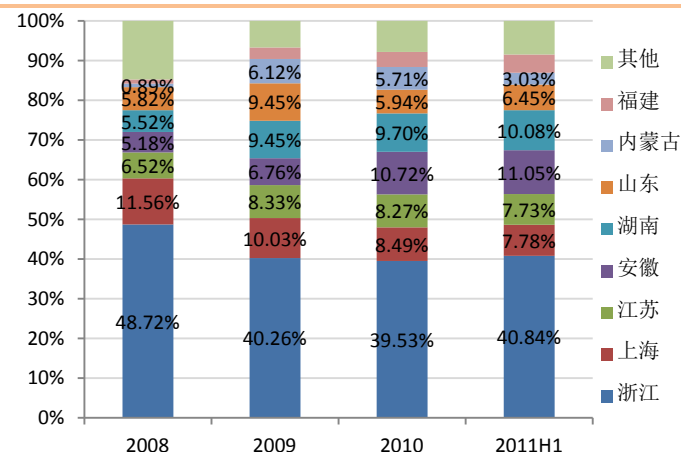
	毛利率	营业税金及附加率	毛利率-营业税金及附加率	销售费用率	管理费用率	利润率
啤酒	31.15%	7.05%	24.10%	9.98%	5.59%	7.79%
白酒	31.82%	6.57%	25.25%	8.17%	5.07%	13.16%
葡萄酒	30.79%	3.72%	27.07%	9.38%	3.66%	11.64%
黄酒	27.35%	3.10%	24.25%	6.34%	6.30%	8.87%

资料来源：国家统计局，湘财证券研究所

2.3 黄酒消费具有较强的区域性和季节性

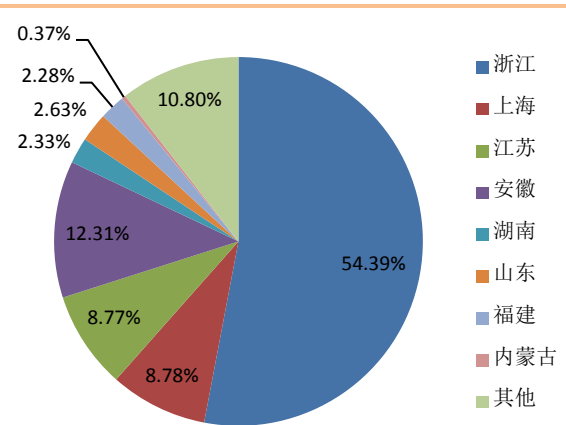
黄酒的消费主要集中在浙江、上海和江苏，但安徽省的黄酒消费也增长较快。由于缺少市场售价的数据，假定浙江收入的 30% 左右在省外（沪、苏为主）销售，预计浙江的消费占全国的 30% 左右，上海占全国的 13% 左右，江苏占全国的 13% 左右，浙江、上海和江苏的黄酒消费约占全国的 50% 以上。此外，安徽省的黄酒消费也逐步提升，省内黄酒企业销售收入从 08 年的 5.18% 提升至 2011 年上半年的 11%；此外，安徽省的黄酒产量也占全国的 12.31%。注：湖南的收入占比 10% 左右，而其产量只占全国的 2.33%，说明湖南的收入数据统计存在一定的问题。

图 13 黄酒各省份收入占比变化



资料来源：国家统计局，湘财证券研究所

图 14 2010 年黄酒各省份产量占比



资料来源：国家统计局，湘财证券研究所

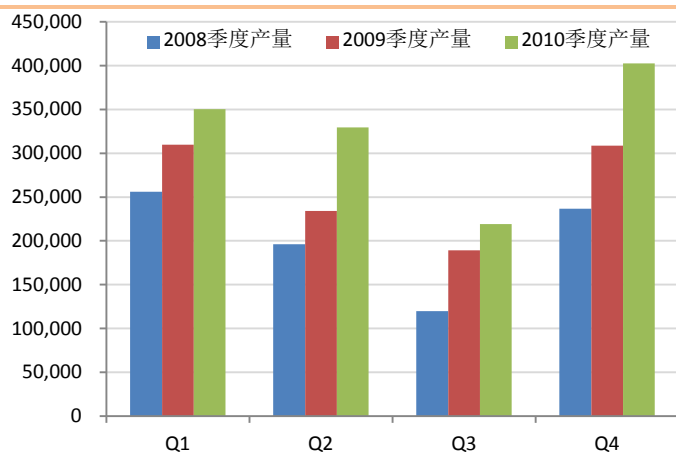
黄酒行业突破区域瓶颈关键在持续创新。黄酒行业 08 年出的新标准进一步根据市场需求而增添了产品风格的分类，将黄酒产品分为传统型、清爽型和特制型；其中特制黄酒被定义为由于原辅料和工艺有所改变，具有特殊风味且不改变黄酒风格的酒。这一分类的添入为黄酒产品的进一步创新开启了大门（例如，高度黄酒的开发迎合了北方喝高度蒸馏酒的习惯，度数虽较

白酒低些，但高度酿造酒的效果却可以达到和蒸馏酒类似的感觉)。除了产品创新之外，黄酒龙头企业需要改变经营理念和思路，通过营销模式的系统集成创新，率先带头突破口味、地域、季节、年龄的限制，才能做大整个市场蛋糕。

黄酒消费还具有一定的季节性。从行业产量数据看，第一和第四季度的产量是全年高点，即黄酒销售旺季。这可能与气温低了有利于后劲较足的黄酒的销售，而天气热时，部分人群可能转向清爽型的啤酒。但近年来，随着酒精度更低的新产品推出 (05 年确立了清爽型黄酒标准)，口感更贴近消费者，有利于黄酒生产季节性的减弱。

注：黄酒的生产也有一定的季节性，例如古越龙山黄酒生产按照“冬酿”传统来进行。“五一”以后，生产便停止，9 月 1 号起复产，而真正的原酒酿造则会在“十一”国庆长假以后才会开始。

图 15 黄酒消费具有季节性，第一和第四季度是传统消费旺季



资料来源：国家统计局，湘财证券研究所

2.4 黄酒行业的竞争格局分析

2.4.1 行业集中度分析

目前黄酒业工业化程度不高，管理较为粗放，仍有不少企业以作坊式的生产方式为主，仅有 1/4 左右的企业实现了机械化和半机械化生产。据统计，黄酒行业中生产规模在千吨以下的企业占 80%，万吨以上的 30 多家。

2006 年底会稽山收购嘉善黄酒，2008 年金枫收购华光酿酒，2009 年古越龙山收购女儿红，行业前三名在不断地进行行业整合扩张。

根据对规模以上企业的统计，排名前五位的企业 2009 年销收入占到行业的 48.81%，利润总额占行业的 77.94%。其中，古越龙山、金枫酒业、会稽山位列行业前三，2010 年三者占行业的收入占比分别为 9.81%、9.05%、6.91%，而利润总额占行业的 16.74%、19.80%、8.35%。

图 16 2010 年黄酒行业前三名收入占比

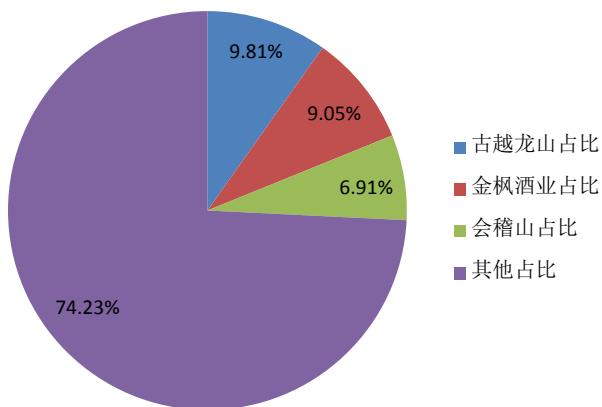
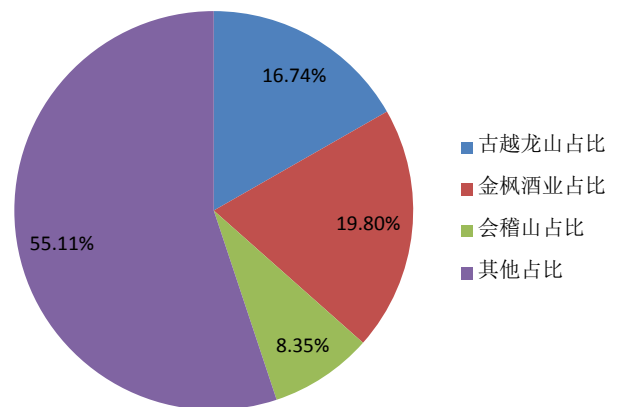


图 17 2010 年行业前三名利润总额占比



资料来源：国家统计局，公司公告，湘财证券研究所

资料来源：国家统计局，公司公告，湘财证券研究所

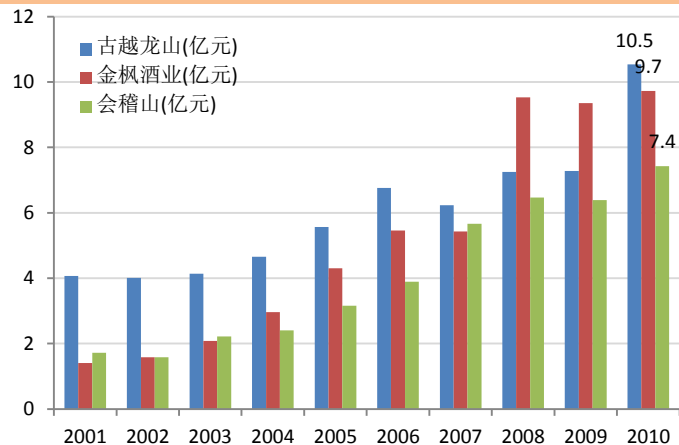
古越龙山、金枫酒业、会稽山三大黄酒企业仍将引领黄酒行业发展，其他地方黄酒（如：山东即墨黄酒、“苏派黄酒”、“闽派黄酒”）也有一些发展，但与三大酒企的“绍兴黄酒”“海派黄酒”仍存在一定差距。

2.4.2 创新成就金枫酒业，古越龙山奋发超越

金枫酒业创新引领行业发展。金枫酒业当年以生产善酿黄酒为主的小酒厂一直处于小打小闹的地位，历史上利润最高的 2001 年也不过 1025 万元。2001 年推出新品“石库门”，采用新型黄酒包装（类似洋酒瓶的扁方形）与料酒相区别，酒里还加配了话梅、枸杞、蜂蜜，酒精度更是从传统绍兴酒的 17 度下调到了 10 度-14 度。包装、口味、观念的创新迎合了年轻人的需求使得金枫占据了上海的半壁江山。公司黄酒销量从 2003 年开始逐步超越古越龙山，2008 年 7 月收购华光酿酒更使得金枫酒业的销量规模超过 11 万吨，达到历史顶峰。

古越龙山奋发超越。从销量上可以看到，古越龙山自 04 年开始，销售收入逐步提升，2009 年 9 月收购女儿红后，古越龙山 2010 年的销量高达 11 万吨左右（并入女儿红贡献部分销量是重要因素之一），收入达到 10.5 亿元，全面超过金枫酒业的销量和收入。注：预计行业前三名占行业产量的 17% 左右。

图 18 黄酒行业前三名收入趋势图



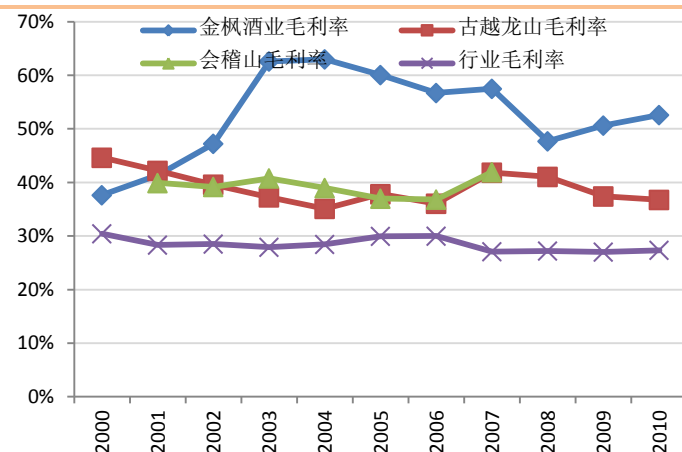
资料来源：公司公告，湘财证券研究所

2.4.3 创新和品牌成就高毛利率

金枫酒业因产品创新而获得更高的毛利率。金枫酒业因 01 年开始的产品创新并赢得市场获得了创新溢价，毛利率自 02 年开始超越古越龙山，并在 03、04 年超过 60%，随着竞争者的跟进和成本的提升，金枫酒业毛利率有所下滑，但仍在 50% 上方，远高于古越龙山 37% 左右的毛利率。

知名品牌企业毛利率均高于行业。无论是金枫酒业还是古越龙山、会稽山，三者的毛利率均高于 27% 左右的行业平均水平。

图 19 金枫酒业因创新获得高毛利率，且知名品牌企业毛利率高于行业平均水平



资料来源：国家统计局，公司公告，湘财证券研究所

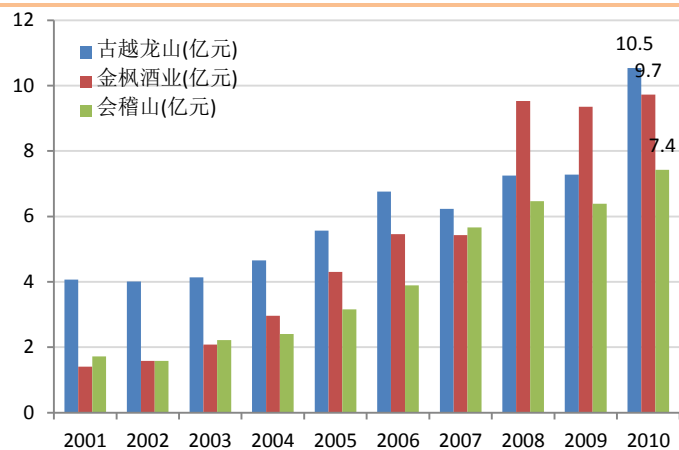
注：绍兴当地较偏爱会稽山乃计划经济的历史所造成。计划经济时代，会稽山曾一度归属于黄酒集团，当时叫酿酒总厂，包括直属厂（古越龙山）、东风酒厂（会稽山）和沈永和。计划经济时代按需分配，沈永和供给上海市场、会稽山主要供给浙江市场、古越龙山供给全国其他地区需求，历史原因导致绍兴人适应了会稽山的口味。但是，古越龙山目前也正在深耕绍兴本地市场。

3 古越龙山改革中崛起

3.1 古越龙山曾经的曲折路

公司黄酒业务在 08 年被收购和酒后的金枫酒业超越，直到 2010 年，公司收购女儿红并表后才超越金枫酒业。

图 20 黄酒行业前三名收入趋势图



资料来源：公司公告，湘财证券研究所

我们认为，公司被金枫超越的主要原因有三点：其一，多元化发展分散公司注意力，公司 2000 年进军氨纶生产业务，并于 2007 年剥离，剥离以后公司才将做大、做强、做优黄酒作为主业的明确方向；其二，忽略创新 and 市场需求变化。公司一直以来以老酒概念为主导，放弃了产品创新市场，而同时期海派黄酒进行大量营销和产品创新，提倡上海老酒概念，改良传统黄酒，收到较好效果，销售年复合增长率达 35%；其三，公司的营销水平有待提升。公司古越龙山定位不清产品线过长，产品价格从几元钱到上万元都有，不利于消费者对古越龙山品牌的认知。此外，广告宣传也比较简单针对性不强，效果有限。

重新回归主业。公司 2005 年提出“瘦身强体、做强主业”的战略方针，2007 年 10 月售出两家控股子公司（绍兴龙山氨纶有限公司和绍兴龙盛氨纶有限公司）的股权正式退出氨纶业务，2010 年放弃咸亨酒店定向增发认购机会，确保集中资源拓展黄酒主业，努力做强、做大、做优黄酒产业，2010 年黄酒业务占到公司主营收入的 99.5% 以上。

产品战略实现了向继承与创新比重的突破，“使传统的更经典，现代的更时尚”。使传统的更经典，就使传统型黄酒向经典、高档化方向发展，公司推出的五十年陈（1.2 万/斤）、六十年陈以及年份青瓷系列（例如 8 年陈瓷瓶装）引领黄酒高端市场；让现代成为时尚表现为，公司 2006 年开发了“东方原酿”时尚系列黄酒（海派风格黄酒），并于 2007 年在上海市场推

出；此外，通过包装的提升、品质口味的改进和广告的宣传，在继承传统的同时，2009 年推出“年代”系列（七十年代、八十年代、我的年代、黄金年代等）低度新型时尚黄酒。

3.2 产品方面做好精简、定位、提升

A、精简产品线

公司旗下曾经拥有从散装黄酒至高端年份系列共 300 余种产品，过多的品种使得公司营销资源投入分散、产品在消费者眼中的形象不清晰，从而降低了品牌的拉力，特别是影响中高端产品的形象。

产品种类多是因为公司实施全国化战略，各地区口味不一，为了适宜当地口味开发新品及不同渠道不同产品而造成产品种类过多，此外，还由于在原有营销理念下，企业靠产品种类数量以多口味多价格来最大化占领市场。实际上对于品牌来讲最重要的是聚焦，例如五粮液过多的产品延伸拉低了其品牌影响力；而茅台的产品线则较为简单，飞天茅台贡献了茅台主要的收入和利润。

注意到产品策略的问题后，公司在保障市场占有率及产品链完善的基础上，开始精炼产品品种，实施产品淘汰制，并推出强势产品品种。截止当前，公司产品品种已经压缩到 200 种左右，预计未来产品品种会进一步降低。

B、品牌架构重新定位

公司 2009 年收购女儿红之后，对品牌架构重新进行了设计：“古越龙山”品牌将以中高端产品为主，陆续剔除该产品系列中的低端产品，面向全国市场；“状元红”+“女儿红”两大品牌将利用其在全国范围内较高的知名度和品牌特色内涵，瞄准婚宴、节庆等专业细分市场，以便与葡萄酒和白酒进行酒种之间的竞争（女儿红原来主要销售地为浙江本省浙东地区，并入古越龙山后有望借助古越龙山全国化渠道实现销售协同）；“沈永和”将针对日常大众消费，主要面向江浙沪黄酒消费成熟地区；“鉴湖”将满足低端消费市场。

其中女儿红公司的运营相对独立（生产和销售体系独立），而沈永和、状元红和鉴湖等品牌产量较少，目前主打品牌仍以古越龙山为主（除了女儿红之外，古越龙山约占 90% 的销售收入）。

表 3 古越龙山旗下品牌的定位

品牌	毛利率	定位
古越龙山	40%左右	中高端为主，面向全国市场
女儿红+状元红	25%左右	婚宴、节庆等专业细分市场
沈永和		中低端，江浙沪（成熟市场）等，大众消费
鉴湖	20%左右	低端

资料来源：湘财证券研究所整理

注：状元红是改良型黄酒，以黄酒为基础，里面加入了枸杞、桂圆、红枣等，并降低度数（8-10 度），把容易上头的元素去掉，开发出低度的、适合年轻一代和商务用途的新产品。而女儿红则源于传说：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。

C、产品结构提升

“使传统的更经典，现代的更时尚”。公司推出五十、六十年陈以及年份青瓷系列引领传统型黄酒向经典、高档化方向发展；并开发低度、时尚、清纯副品牌，推出“年代”系列低度新型时尚黄酒。2006 年开发出的“东方原酿”则是专门针对上海市场推出的产品，口感和技艺均进行了改良，消除涩感，体现时尚。

图 21 采用时尚包装后的金五年产品



图 22 东方原酿



资料来源：公司公告，湘财证券研究所

资料来源：公司公告，湘财证券研究所

重点推广产品古越龙山，定位中高档传统品牌。古越龙山品牌系列占瓶装酒销售收入的 90%左右（不含女儿红），是公司的主要收入来源。在产品结构上，公司目前古越龙山五年陈至十年陈的中高端产品（售价 15 元以上）占瓶装酒销售收入的 47%左右（其中，五年陈占瓶装酒收入的 25%，十年

陈占 13%,其他占 9%),是公司的主力产品段;此外,五年陈以下约占 33%,10 年陈以上约占 20%。

金五年产品作为中档产品,毛利率约在 40%左右,五年以上要高些,而五年以下则低些,综合毛利率约在 37%左右。

目前公司主打产品以 5 年陈-10 年陈为主,今后古越龙山将逐步退出现有 3 年陈及其以下的低端产品(为保证平稳过渡,过程较为缓慢)。(注:古越龙山年份酒主要有 3 年、5 年、8 年、10 年、20 年、30 年和 50 年,其中以 5 年-10 年为主。中央酒库中最早的酒是 1928 年酿制)

表 4 公司年份酒的市场价格

	出厂价	商超零售价	餐饮终端价
金五年	18 左右	25 左右	28-38
金八年	25 左右	30-40	80-100
金十年	60 左右	88	150-170
金二十年	-	100 多	200 多

资料来源:湘财证券研究所整理

此外,包装升级和产品创新。公司对拳头产品实行全面包装升级,打破以往黄酒产品过于传统、酒度太高、“酱油瓶包装”的观念。公司在上海市场率先对产品包装升级,包括在瓶形包装上加入时尚元素,商标设计突出“中央库藏酒”等包装改动,突出公司大量库藏原酒的竞争优势。同时对产品口味改良,降低主打产品酒度。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。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(针对行业的年份酒的概念比较乱,没有标准确定)。

大量原酒储备是公司品质的保证。公司拥有原酒 25 万吨左右(含女儿红原酒 2.5 万吨左右),平均酒龄 8-9 年(主要是手工酒,也有少部分机制酒),原酒品质和库存量都位居行业榜首。原酒是制造陈年高档酒的基础,在全行业产品结构升级的大背景下,拥有 25 万吨的库存原酒(中央库藏 308 亩,10 万吨)是公司未来产品结构不断升级并保证品质的物质基础。

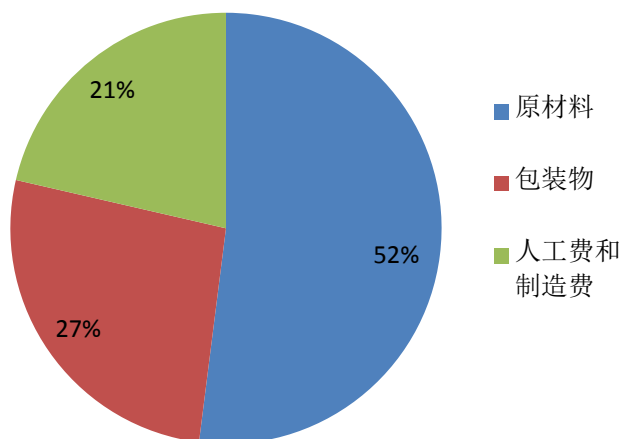
3.3 产品价格策略有待突破

公司的价格策略主要是成本战略,提价时以成本推动型提价为主。

首先看公司毛利率与同行竞争对手的比较,发现古越龙山的毛利率较金枫酒业要低 10 个百分点以上(毛利率差部分与工艺也有一定关系,金枫酒业的出酒速度快,且出酒率高些,但售价偏低也是重要因素),虽然 2008 年和 2010 年公司对不同产品逐步先后提价,但最近四年呈现下降的趋势。这

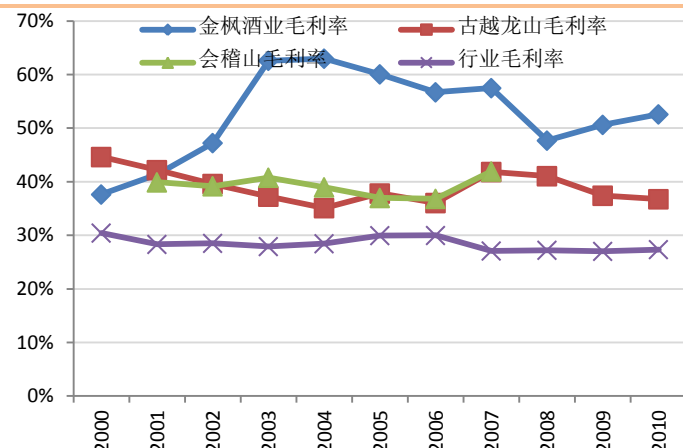
说明提价更主要的是成本推动型提价而非需求拉动或品牌定位型需要。

图 23 古越龙山黄酒的成本构成比例



资料来源：公司公告，湘财证券研究所

图 24 古越龙山的毛利率大大低于金枫酒业



资料来源：国家统计局，公司公告，湘财证券研究所

由于原材料（例如糯米）等占产品成本的一半左右，黄酒酿造以糯米为主要原材料，随着国内通胀的加剧，包括粮食等在内的原辅材料等价格不算上涨，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，2010 年糯米涨价幅度就在 50%以上，原材料价格飙升使得公司的盈利能力受到较大影响，在一定情况下，公司采取提价来消化成本压力。

表 5 古越龙山 2008 年和 2010 年提价的时间点、品种和提价幅度

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%
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，湘财证券研究所整理

3.4 销售组织和渠道的变革

A、销售组织体系建设力度加大

销售总公司下设上海、江苏、绍兴、浙东、杭嘉湖、北方和南方等 7 个分公司和 23（增加了团购部）个分部，2010 年底销售员工 218 人。

公司新近安排 2010 年定增募集资金 5000 万元建立五大区域营销中心（上海、杭州、宁波、北京、深圳等 5 个城市，目前已基本建设完成），形成完整的营销管理系统，进一步拓展公司在黄酒市场营销终端渠道范围。

执行体系方面，近年来公司对销售管理体系进行了一系列变革：严把用人关，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，销售目标和责任细化，增加销售人员的压力和动力，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。

B、渠道体系逐步下沉和精耕

公司是国内销售网络面积最大的黄酒企业，销售网络覆盖到全国，全国经销商队伍有 2000 多人，其中一级经销商约 1300 多人。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。

在全国市场仍然以传统经销模式为主，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，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，并计划将销售渠道从省会城市下移**。而在安徽、江西、福建、成都等已经有一定基础的市场，公司将从较成熟市场向二三线城市和乡镇发展，由粗放型向精细化转型。

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**。在传统区域，如上海，细分为商超、餐饮、和流通渠道，并派出 30 多位销售人员和当地招聘的人员一起深耕上海市场。在浙江省省内将通过渠道下沉提高市场份额。

公司原拥有直营和经销商开设的“店中店”及专柜 191 家，专卖店 10 家，网络遍布全国各省会城市。目前，公司正按计划推进“百城千店”计划，以直营和合作，店中店和旗舰店等方式开店。公司在上海、杭州、宁波、北京、广州、深圳等 7 个城市新开设 20 家古越龙山专卖店；在上海、杭州、宁波、北京、广州、深圳、南昌、重庆、南京、苏州等地的超市、卖场、商厦等开设 30 家古越龙山品牌店中店或专柜，实现渠道细化。今年以来，公司在成熟市场上海、北京、成都等销量均有较快增长。

上海深耕模式

公司在上海市场的销售人员数目总共约 200 人。其中总公司派出 30 多位销售人员负责上海市场；上海当地招聘 70 多位业务员；此外，终端导购还有约 100 人(其中：商超 46 人，餐饮 50 人)。公司在上海市场的销售团队主要依据渠道商细分为商超、餐饮、和流通渠道；同时按不同区域分成市区和郊区。

专卖店渠道方面，上海有 50 多家古越龙山沈永和专卖店，每家年销售额在 30 万元以上，规模较大的可以达到 100 多万元。此外，公司还在上海发展直营旗舰店，朝阳路体育馆有一家 7-8 年历史的旗舰店，每年销售额在 200 万元左右；茅台路也新开了一家直营旗舰店，预计经过一年多培育可以实现盈利。未来公司还计划将专卖店或旗舰店渗入到上海大型商区。

上海市场已成为公司精耕细作销售方式的典型，占公司销售收入约 20%。上海模式有望在成熟市场得以大力推广。

3.5 品牌营销有待突破

公司使用的“古越龙山”于 1999 年被评为中国驰名商标，2004 年被评为中国名牌产品，使古越龙山成为目前黄酒行业中唯一集中国驰名商标、中国名牌产品和钓鱼台国宾馆国宴黄酒于一身的黄酒上市公司。收购女儿红后，古越龙山将拥有中国驰名商标“女儿红”品牌的使用权，成为唯一拥有两个驰名商标、全国性品牌的黄酒企业。

广告投放

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，开始大胆实施“以大品牌、大传播赢得大市场”的营销战略，聘请著名演员陈宝国做古越龙山品牌形象代言人，宣传理念主要是“养生保健，文化底蕴，中国最古老的黄酒”，打响了黄酒央视第一炮。“数风流人物，品古越龙山”传遍大江南北，走进千家万户，吹响了古越龙山绍兴黄酒全面走向全国市场的号角。同时古越龙山绍兴黄酒携手“卡幕”在全球 3000 多家免税店开设的“中华国酒”专区，标志着古越龙山绍兴黄酒开始走向世界。

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。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。

明星代言、艺术化形式宣传

从 05 年，聘请著名演员陈宝国做古越龙山品牌形象代言人，借助陈宝国饰演的汉武帝帝的形象来阐释黄酒的英雄般豪迈气质。到 2010 年聘请江

一燕做“女儿红”品牌代言人，借助江一燕这一优秀的形象展现“女儿红”的“女儿魂”，将女儿家情怀最大化宣传，有助于扩大影响力。

今年是古越龙山建厂 60 周年，前不久刚请著名作词家方文山先生以古越龙山为题目、依托绍兴酒文化转为公司作词一首，推广库藏中国风、国酿 6000 年，重点宣传陈酒资源。

解决黄酒是什么可能是古越龙山全国化的关键所在

江浙沪之外的消费者对黄酒的认识并不多，往往还处于“料酒”的思维习惯。古越龙山作为行业龙头和率先全国化的黄酒企业，如果能够解决好黄酒是什么并能够让全国的消费者理解并接受，那么对消费者教育和对行业发展奠定基础的最大受益者无疑是古越龙山。我们认为古越龙山和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：1) 给黄酒清晰的定位，是健康还是什么酒；2) 持续的营销宣传，例如广告或品鉴等消费体验式营销（如推广“黄酒+大闸蟹”的消费模式）。

3.6 区域战略——从全国转而反击上海，巩固传统市场优势

古越龙山的销售策略在很长时间内皆是全国铺点，试图使全国能接受黄酒。但由于消费习惯及其它酒种的竞争，虽有个别地区亮点，但整体培育期过长，先期投入太多，以至于收效甚微，公司业绩反为其所累。

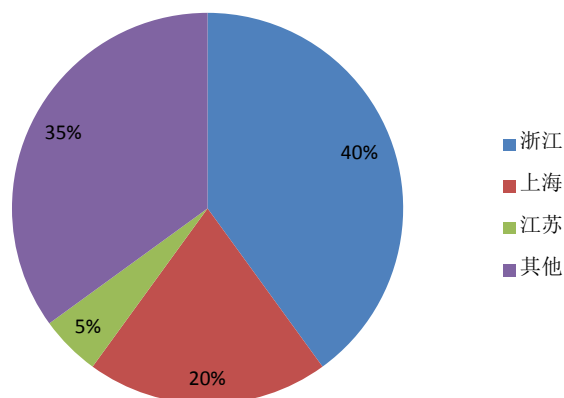
公司在全国化的同时却错过了上海市场的变化发展。从 01 年开始，以“石库门”、“和酒”等为代表的海派黄酒因包装口感度数等一系列创新而迎合了年轻人需求和时尚化需求而崛起，在产品创新及管道建设上率先突围，并购“和酒”后的金枫酒业目前占有上海市场超过 60% 的市场份额，尤其是在中高档产品消费为主的餐饮管道上，优势更为明显。

古越龙山的上海市场份额由最高时期的 80%，降到 10% 左右。自 2006 年起，公司意识到此种变化，开始改变策略，亦推出新型黄酒“东方原酿”系列，满足部分时尚消费者。加之时尚产品本身在流行时间上的局限性，2008 年起，传统黄酒在上海市场亦有卷土重来之势。公司亦适时加大对原汁原味绍兴酒（主要产品是五年陈、八年陈及十年陈）的推广。同时，2007 年 1 月与华泽集团合作，采用华泽集团惯用的贴牌模式，推出专门针对上海市场的品牌“屋里厢”，直接与金枫酒业的主打品牌“石库门”竞争。多管齐下，使得古越龙山自 2007 年开始在上海市场份额有所恢复（约恢复到 15% 左右的市场份额），预计公司产品未来上海市场的增长能保持在 20%-30%，并持续扩大在上海的市场份额。

公司 40%以上的销售收入来自浙江本土，因此巩固本土市场亦成为公司首要任务之一。公司在浙江市场拥有产品、品牌、管道等诸多优势，尤其是收购“女儿红”后，公司将由于浙江五大传统黄酒品牌中的三个，具有明显的优势。

巩固传统市场后，继续逐步推进全国化。配合央视的广告投入，公司的营销管道建设也在全国性展开。由于央视广告的效果，公司在部分地区的销售情况有很大的突破，目前除浙江、上海以外的市场的销售比例提升至 40%左右（浙江占 40%，上海占 20%，江苏占 5%，其他占 35%），基本形成了三分天下的态势。预计随着全国化前期的渠道费用和广告费用的高投入期逐步迈过，当消费量超过一定范围后，全国化的回报会逐步到来。

图 25 古越龙山公司收入的区域分布



注：上海主要是金枫的市场，江苏主要是沙洲优黄等地产酒的市场。

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。

资料来源：国家统计局，公司公告，湘财证券研究所

4、收购女儿红，整合创新求突破

绍兴女儿红酿酒有限公司位于绍兴东麓的上虞市东关，是一家具有较大生产经营规模和较高品牌知名度的黄酒优质企业，是我国 15 家绍兴酒原产地域保护企业之一；女儿红被收购前主要在绍兴和上虞等地销售，在浙江黄酒企业中品牌知名度很高，品牌历史悠久，其始建历史可以追溯到 1919 年，已被评为中国驰名商标。

古越龙山原本便拥有其 5%的股权，很早就参与“女儿红”日常经营管理运作，两家公司早已合而为一。公司 09 年以 1.62 亿元收购女儿红剩余 95%股权后，在公司组织架构、经营管理模式、企业文化等方面进行磨合，例如女儿红可以利用古越龙山的全国化网络；但基于收购沈永和之后由于销售合并导致沈永和品牌弱化的经验，女儿红在销售队伍方面仍保留一定的独立性。

收购前女儿红的中低端路线和品牌价值明显不匹配(女儿红收购前产品08年的毛利率水平约20%左右,低于上市公司酒类业务的39%),收购后公司将其定位婚宴和喜庆等细分市场,其品牌起源和历史沉淀使其有望承担在细分领域的独特角色,从而获得与其他酒种(白酒和葡萄酒)竞争的机会。

公司从品牌形象和渠道等方面对女儿红进行大力打造。一方面,聘请江一燕为品牌代言人并制作关于女儿红的宣传片,加大营销宣传;聘请专业酒类咨询机构盛初咨询为女儿红做专门营销策划;新设立“喜文化”公司,从品牌运作角度介入专门整合“女儿红”和“状元红”两大品牌,围绕“喜宴”市场做推广;并利用网络平台开设古越龙山淘宝旗舰店进行网上销售。

5、原酒交易目的和估值

A、原酒交易的根本还在品牌酒的销售

黄酒原酒是指由纯糯米采用传统手工酿制,未经勾兑、灌装,保持黄酒的原汁原味,储存在仓库里的大坛酒,可以长期存放、越陈越香。由于黄酒原酒在长期存放后具备越陈越香品质不断提升的特点,因为具有以时间积累价值的特点,经过存放不断升值的属性这使得黄酒原酒便具备了投资的金融属性。原酒交易于2008年3月5日开始推出,推出黄酒原酒电子交易平台一方面发现价格另一方面也起到了宣传黄酒和推广古越龙山品牌的作用。

公司推出黄酒原酒交易所起到的作用大致有四点:其一、原酒销售本身就能带来收益,因为原酒本身是公司产品的一种。其二、使得黄酒原酒的储存价值得以发挥,从而发挥其金融功能,使得公司的产品在原先消费需求和极少量投资需求基础上放大了投资需求。其三、价格发现,在黄酒原酒交易市场的深度和广度得到有效保证的情况下,动态的交易数据无疑提供了产品潜在的市场价值信号。其四、品牌效应。如果黄酒原酒交易人群足够多,那么古越龙山原酒在交易的同时也使得其品牌在投资客或通过投资客获得了传播。

黄酒原酒交易的基础是终端产品市场。我们认为,公司这种将原酒拿出来进行交易,前提是其产品在市场上畅销,否则交易的原酒可能只是成品酒原料的功能。因此,黄酒原酒交易只能作为公司销售的辅助而非代替甚至不能占大多数份额。同时也要防止金融工具过度使用。

注:2011年7月15日,华夏银行和中国绍兴黄酒集团战略合作协议签约仪式暨绍兴黄酒原酒电子交易平台项目开发启动仪式在绍兴国际大酒店举行,在B2B三方存管平台的基础上建立电子化商务模式,交易平台接受企业客户和个人客户的委托进行原酒投资,包括新酒认购、原酒交易、托管回购、实物交收以及相应的资金清算。原本预计12月初正式推出,但因近

期国务院下发清理整顿交易所的意见,因此交易平台的推出仍具有一定变数。如果交易平台推出后,全国范围内的包括原酒供应商、企业投资者和个人投资者在内的所有平台参与者均可通过平台进行交易,投资者既可以通过电子交易平台认购古越龙山发售的原酒新品,也可以买卖存量原酒(包括原先通过纸质合同销售的原酒在系统托管后也可参与交易);购买原酒既可以提取实物用于生产和消费,也可以继续保存在古越龙山的中央酒库用于投资和质押。当然,实际操作中,投资者可以到银行现场操作,也可以自己网上操作。包括新酒认购、原酒交易、托管回购、实物交收以及相应的资金清算。

B、原酒资产的估值分析——不应过分高估原酒价值

公司 25 万吨原酒中,平均储藏年限为 8-9 年,远高于会稽山及金枫酒业库存量。2010 年的 9 年陈的供应价格是 88.8 元/公斤。25 万吨原酒价值高达 222 亿元,不含税价值高达 190 亿元,扣除原酒公司的差价(我们假定差价率为 18%),上市公司得到的收入约 160 亿元,扣除存货 11.7 亿元,扣除相关费用、所得税后的净增值约 100 亿元,略高于目前的总市值 77.07 亿元。

然而问题在于这种 9 年陈的供应价格 88.8 元/公斤是以限量供应为前提的,然而丧失了这一点,市场价格预计会下降,此外,2010 年的交割价充满了通胀背景下的投机因素,作为投资兼投机属性的半金融品价格存在虚高的可能,因为 2009 年所卖的 2002 年的原酒价格为 24.8 元/公斤,以此计算,原酒净增值为 41 亿元。即使以 10%的年收益率增值,2 年后的原酒净增值也就 49.6 亿元,就低于了目前的市场价值 72.75 亿元。

因此,我们认为公司的原酒是有价值,但价值的评估是个复杂的过程。公司储藏丰富的原酒是我们给公司市盈率溢价的原因之一,但不可因此而将公司的交易市盈率大幅提升。因为市场衡量的是永续价值。

6、产能投资和原材料基地保证

公司目前产能 16 万吨,公司之前是销售跟不上生产,新品的推出使黄酒销售放量、季节性减弱,目前是生产跟不上销售,公司十二五计划将产能提升至 30 万吨,彻底解决产能问题。

在确保品质安全,公司在江苏、湖北、安徽有自己的原料基地,以打造从田间到餐桌的全程产业链控制的食品安全链。目前公司已拥有原料基地 6.9 万亩,占原料消耗量的 60%。

7、盈利预测及估值

原酒销售具有一定的不确定性。虽然公司计划每年销售 6000 吨左右原酒，但这只是确定了原酒销量的范围，其价格受宏观经济影响较大，09 年因金融危机影响价格极低，而 11 年因通胀影响原酒受到追捧。由此看出，原酒销售的价格具有不确定性。

表 6 近年来原酒销售情况

	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	6000 左右
单价（万元/吨）	0.64	0.31	1.36	1.75

注：公司调研，湘财证券研究所整理

例如，2010 年二季度销售原酒 2000 多万，三季度销售 6000 万左右，合计销售 8200 万，2011 年二季度销售就达到 1.05 亿元，同比增长约 30%，这里面主要是价格因素，因为销量基本维持在 6000 吨左右。注：11 年下半年追加了 500 吨 10 年陈的黄酒，原酒公司以 136 元/公斤出售，预计可以给上市公司带来 5000 万左右的收入。

我们预计原酒销售在销量不变的情况下，年平均增长 15%-20%较为合理，品牌酒依然维持较弱的增长态势，预计在 20%-30%的增速。品牌酒毛利率因产品结构升级的因素，缓慢逐步向 40%毛利率趋近，综合毛利率因原酒销售的高毛利率而略有上升。

预计 2011-13 年实现收入 14.03 亿元、17.26 亿元、20.89 亿元，对应的 EPS 为 0.30 元、0.37 元、0.45 元，给予 2012 年 PE35 倍的乐观估值，预计未来十二个月合理价值在 13.07 元。首次给予“增持”评级。

表 7 盈利预测表

主要财务指标	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入（百万元）	1079.23	1403.00	1725.69	2088.09
收入同比（%）	45.73%	30.00%	23.00%	21.00%
归属母公司净利润（百万元）	124.31	193.28	237.00	285.54
净利润同比（%）	62.51%	55.48%	22.62%	20.48%
毛利率（%）	36.54%	39.70%	40.00%	40.00%
每股收益（元）	0.20	0.30	0.37	0.45
P/E	62.00	39.88	32.52	26.99
P/B	3.71	3.39	3.17	2.94

注：公司公告，湘财证券研究所整理

8 预测利润表和资产负债表

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	1697	1793	1988	2373	营业收入	1079	1403	1726	2088
现金	409	305	328	432	营业成本	685	846	1035	1253
应收账款	104	163	200	235	营业税金及附加	44	58	71	86
其他应收款	9	14	16	19	营业费用	146	195	240	290
预付账款	22	36	41	51	管理费用	64	81	98	119
存货	1152	1269	1398	1629	财务费用	15	-1	-4	-6
其他流动资产	1	6	5	6	资产减值损失	-1	1	0	0
非流动资产	1133	1182	1221	1135	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	84	85	86	87	投资净收益	5	3	3	3
固定资产	696	820	861	804	营业利润	131	226	289	350
无形资产	186	200	213	207	营业外收入	71	28	20	20
其他非流动资产	166	78	60	37	营业外支出	43	10	10	10
资产总计	2829	2975	3209	3507	利润总额	159	244	299	360
流动负债	708	660	730	837	所得税	32	50	61	73
短期借款	260	100	100	100	净利润	126	194	238	287
应付账款	251	345	408	499	少数股东损益	2	1	1	1
其他流动负债	197	215	223	238	归属母公司净利润	124	193	237	286
非流动负债	12	12	12	12	EBITDA	193	295	367	432
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.20	0.30	0.37	0.45
其他非流动负债	12	12	12	12	获利能力				
负债合计	720	672	742	849	毛利率(%)	36.54%	39.70%	40.00%	40.00%
少数股东权益	29	30	31	33	ROE(%)	5.98%	8.50%	9.73%	10.88%
股本	635	635	635	635	ROIC(%)	6.18%	8.90%	10.53%	12.22%
资本公积	961	961	961	961	估值比率				
留存收益	486	679	839	1030	P/E	62.00	39.88	32.52	26.99
归属母公司股东权益	2080	2273	2435	2625	P/B	3.71	3.39	3.17	2.94
负债和股东权益	2829	2975	3209	3507	EV/EBITDA	38.88	25.41	20.44	17.37

注：公司公告，湘财证券研究所整理

表 9 2011 年第三季度收入同比增长 29.39%，利润同比增长 43.18%

	4Q10	1Q11	2Q11	3Q11	4Q10 同比	1Q11 同比	2Q11 同比	3Q11 同比
一、营业总收入	374.99	416.64	258.70	242.15	37.13%	21.10%	49.49%	29.39%
二、营业总成本	329.60	351.85	210.26	219.61	40.91%	16.18%	33.41%	34.09%
营业成本	241.76	266.71	142.40	146.68	41.77%	15.80%	33.68%	38.07%
营业税金及附加	14.99	18.81	9.50	8.74	22.06%	22.59%	12.75%	53.75%
销售费用	50.20	45.64	41.47	40.38	87.17%	27.95%	47.89%	26.26%
管理费用	21.90	17.13	15.15	21.30	20.83%	15.71%	30.77%	33.05%
财务费用	1.50	3.55	0.39	2.52	-64.61%	-47.01%	-87.06%	-35.13%
资产减值损失	-0.76	0.00	1.34	0.00				
三、其他经营收益	0.00	0.00	0.00	0.00				
公允价值变动净收益	0.00	0.00	0.00	0.00				
投资净收益	3.29	0.28	1.62	0.19				
四、营业利润	48.68	65.08	50.07	22.72	20.64%	57.57%	209.19%	-7.04%
加：营业外收入	43.19	0.06	0.18	26.51				
减：营业外支出	40.77	1.07	0.64	1.05				
五、利润总额	51.10	64.07	49.61	48.18	22.47%	57.09%	80.60%	22.40%
减：所得税	7.34	16.00	13.06	5.01	-29.24%	59.65%	133.53%	-46.21%
六、净利润	43.76	48.07	36.55	43.17	39.57%	56.26%	67.07%	43.67%
减：少数股东损益	1.41	0.15	0.23	0.20	89.33%	-76.34%	568.53%	403.77%
归属于母公司所有者的净利润	42.35	47.92	36.31	42.96	38.35%	59.10%	66.27%	43.18%
每股收益	0.07	0.08	0.06	0.07	38.35%	59.10%	66.27%	43.18%
以上同比为相对数，以下同比为绝对数								
	4Q10	1Q11	2Q11	3Q11	4Q10 同比	1Q11 同比	2Q11 同比	3Q11 同比
毛利率	35.53%	35.99%	44.96%	39.42%	-2.11%	2.93%	6.51%	-3.81%
营业税金及附加率	4.00%	4.51%	3.67%	3.61%	-0.49%	0.05%	-1.20%	0.57%
营业费用率	13.39%	10.96%	16.03%	16.67%	3.58%	0.59%	-0.17%	-0.41%
管理费用率	5.84%	4.11%	5.86%	8.79%	-0.79%	-0.19%	-0.84%	0.24%
财务费用率	0.40%	0.85%	0.15%	1.04%	-1.15%	-1.10%	-1.59%	-1.03%
三项费用率	19.63%	15.92%	22.04%	26.51%	1.64%	-0.70%	-2.61%	-1.20%
利润率	13.63%	15.38%	19.18%	19.90%	-1.63%	3.52%	3.30%	-1.14%
实际所得税率	14.36%	24.97%	26.33%	10.40%	-10.49%	0.40%	5.97%	-13.26%
净利润率	11.67%	11.54%	14.13%	17.83%	0.20%	2.60%	1.49%	1.77%
归属母公司净利润率	11.29%	11.50%	14.04%	17.74%	0.10%	2.75%	1.42%	1.71%

注：公司公告，湘财证券研究所整理

表 10 2011 年前三季度收入同比增长 30.28%，归属母公司股东净利润同比增长 55.18%

	1H10	1-3Q10	1H11	1-3Q11	1H10 同比	1-3Q10 同比	1H11 同比	1-3Q11 同比
一、营业总收入	517.10	704.25	675.35	917.49	50.18%	50.76%	30.60%	30.28%
二、营业总成本	460.45	624.24	562.10	781.71	54.84%	47.82%	22.08%	25.23%
营业成本	336.85	443.09	409.11	555.79	59.82%	51.44%	21.45%	25.44%
营业税金及附加	23.77	29.45	28.31	37.05	44.42%	34.07%	19.10%	25.79%
销售费用	63.72	95.69	87.12	127.49	56.09%	52.86%	36.73%	33.23%
管理费用	26.40	42.40	32.29	53.58	21.80%	23.47%	22.32%	26.37%
财务费用	9.73	13.61	3.95	6.46	27.14%	26.17%	-59.45%	-52.52%
资产减值损失	0.00	0.00	1.34	1.34				
三、其他经营收益	0.00	0.00	0.00	0.00				
公允价值变动净收益	0.00	0.00	0.00	0.00				
投资净收益	0.85	1.93	1.90	2.09				
四、营业利润	57.49	81.94	115.15	137.87	14.99%	70.74%	100.27%	68.26%
加：营业外收入	12.05	27.61	0.24	26.75				
减：营业外支出	1.29	1.94	1.71	2.76				
五、利润总额	68.25	107.61	113.68	161.85	29.98%	81.74%	66.55%	50.40%
减：所得税	15.61	24.93	29.06	34.07	23.81%	96.18%	86.11%	36.67%
六、净利润	52.64	82.69	84.62	127.79	31.93%	77.79%	60.75%	54.54%
减：少数股东损益	0.68	0.72	0.39	0.59	118.81%	16.80%	-43.29%	-18.16%
归属于母公司所有者的净利润	51.96	81.96	84.23	127.19	31.25%	78.62%	62.12%	55.18%
每股收益	0.08	0.13	0.13	0.20	31.25%	78.62%	62.12%	55.18%
以上同比为相对数，以下为绝对数								
	1H10	1-3Q10	1H11	1-3Q11	1H10 同比	1-3Q10 同比	1H11 同比	1-3Q11 同比
毛利率	34.86%	37.08%	39.42%	39.42%	-3.93%	-0.28%	4.57%	2.34%
营业税金及附加率	4.60%	4.18%	4.19%	4.04%	-0.18%	-0.52%	-0.40%	-0.14%
营业费用率	12.32%	13.59%	12.90%	13.90%	0.47%	0.19%	0.58%	0.31%
管理费用率	5.10%	6.02%	4.78%	5.84%	-1.19%	-1.33%	-0.32%	-0.18%
财务费用率	1.88%	1.93%	0.58%	0.70%	-0.34%	-0.38%	-1.30%	-1.23%
三项费用率	19.31%	21.54%	18.26%	20.44%	-1.06%	-1.52%	-1.04%	-1.10%
利润率	13.20%	15.28%	16.83%	17.64%	-2.05%	2.60%	3.63%	2.36%
实际所得税率	22.88%	23.16%	25.56%	21.05%	-1.14%	1.71%	2.69%	-2.12%
净利润率	10.18%	11.74%	12.53%	13.93%	-1.41%	1.78%	2.35%	2.19%
归属母公司净利润率	10.05%	11.64%	12.47%	13.86%	-1.45%	1.81%	2.42%	2.22%

注：公司公告，湘财证券研究所整理

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以独立诚信、谨慎客观、勤勉尽职、公正公平准则出具本报告。本报告准确清晰地反映了本人的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

湘财证券投资评级体系（市场比较基准为沪深 300 指数）

买入：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性：未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

卖出：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。

重要声明

本研究报告仅供湘财证券有限责任公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告由湘财证券有限责任公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。湘财证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。

在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见仅供参考，并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司及其关联机构、雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告版权仅为湘财证券有限责任公司所有。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。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“湘财证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。