

13 December 2011 | 8 pages

古越龙山 (600059)

产品如期提价，平台顺利推出

——古越龙山提价公告与平台上线点评

程艳华

执业证书编号: S1230511010007



本报告导读:

➤ 提价公告与平台上线事件点评

投资要点:

■ 事件 1

公司 12 月 12 日晚间发布公告: 鉴于黄酒的市场状况和产品原辅材料价格上涨, 公司自 2012 年 1 月 1 日起将上调普通瓶装酒主导产品: 清醇低度系列; 3 年陈、5 年陈、6 年陈全系列; 8 年陈、10 年陈主销产品的出厂价, 提价幅度平均约为 5-14%。

■ 点评:

提价势在必行。在近几年报告中我们都提出下半年存在产品的提价预期, 公司从第四季度开始已经小范围、个别品种的陆续提价, 此次提价幅度基本符合我们的判断, 时间上略有滞后。公告中叙述的成本推动是提价一个重要因素, 另外: 古越龙山要走高端化的路线, 打造全国品牌, 需要提价来配合, 从消费心理来讲高价等同于高品质, 通过提价扭转以往黄酒在消费者心中低质、低档的印象, 打造出“高贵”形象; 其次, 原酒升值速度很快, 强有力的促动了成品酒涨价。

从今年黄酒旺销的态势来看, 黄酒的“老酒”概念开始回归, 传统市场越发成熟, 提价基础比较坚固, 经销商对提价态度也较为乐观, 积极备货, 因此提价对销量影响的判断, 我们比市场要乐观, 预计 2 个月左右能够消化完经销商库存。

■ 事件 2

12 月 9 日公司黄酒原酒电子商务平台 (已改名) 上线, 开始试运营。

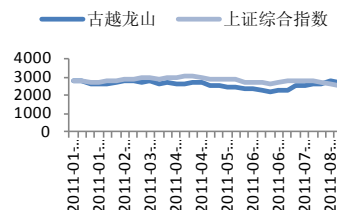
	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	740.6	1079.2	1419.0	1854.4	2231.0
收入增长率%	-0.97%	45.73%	31.48%	30.68%	20.31%
EBITDA(百万元)	143.2	187.0	307.6	440.2	546.6
净利润(百万元)	76.5	124.3	179.7	270.9	355.0
摊薄 EPS(元)	0.14	0.20	0.28	0.43	0.56
PE	82.4	57.6	39.9	26.4	20.2
EV/EBITDA(X)	46.6	37.7	22.3	15.1	11.5
PB	4.73	3.44	3.17	2.87	2.56
ROIC	4.1%	4.7%	6.8%	10.3%	12.5%

评级: 买入

上次评级: 买入

当前价格: 11.28

单季度业绩	元/股
3Q/2012	0.07
2Q/2011	0.05
1Q/2010	0.08
4Q/2010	0.07



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》

《上升势头不减, 业绩有望继续高增长》

《电子交易平台助推原酒价值回归, 激发原酒需求》

《上半年看原酒, 下半年看交易平台、结构升级和提价》

《淡季不淡, 旺季当旺-三季报点评》

报告撰写人: 程艳华

数据支持人: 葛越





■ 点评

前期报告中我们提出电子平台对古越龙山主要产生两方面的直接影响，一是通过市场定价兑现原酒价值，促使古越龙山价值回归，二是通过交投活跃提升公司品牌影响力和知名度。

图表 1: 电子平台运行情景分析

	价格上行	价格下行
交投活跃	市值上升 品牌力提高	市值下降 品牌力提高
交投清淡	市值上升 对品牌力无效	市值下降 品牌力受损

资料来源： 浙商证券研究所

从试运营的头三天交易来看，原酒价格呈小幅上涨趋势，但交投有欠活跃，交易量较少，一来平台试运行期间，上市总量较小；二来存量原酒的持有人仍然看好未来原酒的升值空间，比较惜售，其中也有部分持有人是以消费原酒为目的。我们了解到目前已开户的近 2000 个账户中，原酒持有人账户只占到三分之一。

表格 1: 原酒交易价格变化

代码	产品名称	简称	12月9日 发行价	12月13日收盘 申买价	涨幅
19701	古越龙山 1997 年原酒	97 年龙山	136.20/L	355	160.65%
19901	古越龙山 1999 年原酒	99 年龙山	136.20/L	249	82.82%
10101	古越龙山 2001 年原酒	01 年龙山	136.20/L	145.58	6.89%
10501	古越龙山 2005 年原酒	05 年龙山	39.80/L	41.24	3.62%
10601	古越龙山 2006 年原酒	06 年龙山	33.60/L	33	-1.79%
10701	古越龙山 2007 年原酒	07 年龙山	26.20/L	27.85	6.30%
10801	古越龙山 2008 年原酒	08 年龙山	22.30/L	23.81	6.77%





10901	古越龙山 2009 年原酒	09 年龙山	18.10/L	-	-
11001	古越龙山 2010 年原酒	10 年龙山	15.00/L	17.5	16.67%
11002	古越龙山库藏原酿 8000	库藏 (一)	18.40/L	-	-
11003	古越龙山库藏原酿 8600	库藏 (二)	20.24/L	-	-
11004	古越龙山库藏原酿珍藏 版 5180	庆典 (一)	22.06/L	-	-
11005	古越龙山库藏原酿珍藏 版 2600 “纪念绍兴建城 2500 周年” 古越龙山封坛典 藏	庆典 (二)	22.15/L	22	-0.68%
10802	女儿红 2007 年原酒	07 女儿红	23.00/L	23.02	0.09%
20901	女儿红 2009 年原酒	09 女儿红	15.00/L	-	-
21001	女儿红 2010 年原酒	10 女儿红	13.10/L	15.52	18.47%
21002	女儿红典藏原酒 7900	典藏 (一)	18.17/L	-	-
21003	女儿红典藏原酒 8600	典藏 (二)	19.78/L	21.8	10.21%

资料来源：浙商证券研究所

图表 2：原酒交易系统截图

文件F 页面 图表 查看V 工具T 特色S 窗口W 帮助H

行情分析.106绍兴原酒 代码排序 sxyj

登录 报价 下单 画线 公式 筛选 预警 评测 全屏 新闻 F10 说明 提示

绍兴原酒	代码	最新	涨跌	涨幅	总量(坛)	现量(坛)	昨收	今开	最高	最低	申买价	申卖价	申买量	申卖量	总额	总股本	振幅	量	
01年龙山	010101	145.50	-3.50	-2.35%	48	4	149.00	158.00	158.00	145.50	145.58	148.47	4	17	173079	0	8.39%	30.97	
05年龙山	010501	44.96	-0.49	-1.08%	87	1	45.45	41.88	45.19	41.18	41.24	44.97	4	1	86464	0	8.82%	22.44	
06年龙山	010601	39.60	+3.60	10.00%	2	2	36.00	39.60	39.60	39.60	33.00	39.60	20	8	1901	0	0.00%	1.24	
07年龙山	010701	27.80	-0.20	-0.71%	7	3	28.00	29.79	29.79	27.80	27.85	29.79	10	6	4766	0	7.11%	2.42	
08年龙山	010801	23.77	-0.23	-0.96%	259	2	24.00	24.39	24.39	23.30	23.81	24.20	40	12	149809	0	4.54%	38.95	
封坛典藏	010802	366.00	+17.20	4.93%	5	1	348.80	368.80	368.80	320.00	325.03	367.00	1	2	44217	0	13.99%	250.00	
09年龙山	010901						20.80					22.80		5			0	0.00%	0.00
10年龙山	011001	17.51	-0.14	-0.79%	135	10	17.65	18.00	18.00	17.51	17.50	18.00	5	14	57229	0	2.78%	16.14	
库藏(一)	011002						22.00					21.99		1			0	0.00%	0.00
库藏(二)	011003						20.24					22.00		1			0	0.00%	0.00
庆典(一)	011004						23.00					24.80		2			0	0.00%	0.00
庆典(二)	011005	24.98	+1.98	8.61%	1	1	23.00	24.98	24.98	24.98	22.00	24.98	4	7	674	0	0.00%	1.17	
97年龙山	019701	359.90	+0.00	0.00%	1	1	359.90	359.90	359.90	359.90	355.00	359.90	1	9	8278	0	0.00%	100.00	
99年龙山	019901						261.90					249.00	259.50	15	20		0	0.00%	0.00
07女儿红	020701	24.00	+1.00	4.35%	67	1	23.00	23.00	24.00	23.00	23.02	24.00	10	3	37350	0	4.35%	100.00	
09女儿红	020901						15.00										0	0.00%	0.00
10女儿红	021001	16.10	-0.07	-0.43%	108	4	16.17	16.18	16.18	16.00	15.52	16.00	27	300	39787	0	1.11%	7.04	
典藏(一)	021002	21.80	-0.20	-0.91%	4	4	22.00	21.80	21.80	21.80		21.80		3	2180	0	0.00%	100.00	
典藏(二)	021003						21.76				21.80	23.78	2	10		0	0.00%	0.00	

板块↑绍兴原酒/

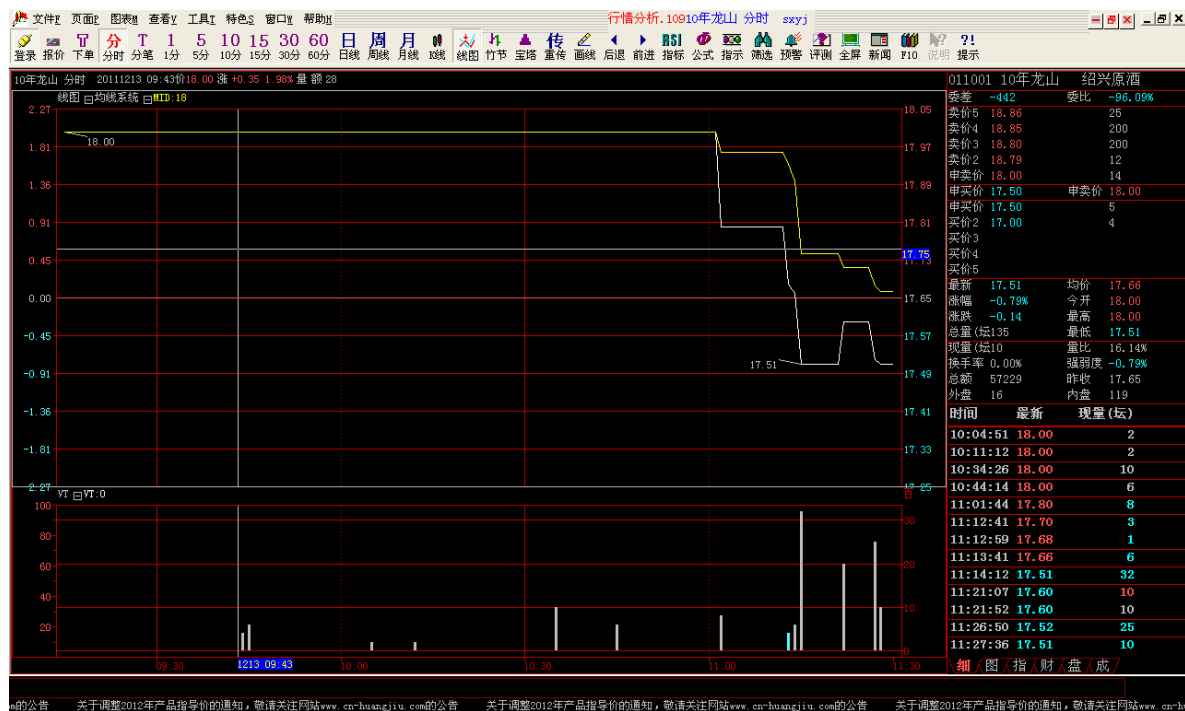
调整2012年产品指导价的,敬请关注网站www.cn-huanguanjiu.com的公告 关于调整2012年产品指导价的,敬请关注网站www.cn-huanguanjiu.com的公告 关于调整2012年产品指导价的,敬请关注网站www.cn-huanguanjiu.com的公告

资料来源：浙商证券研究所



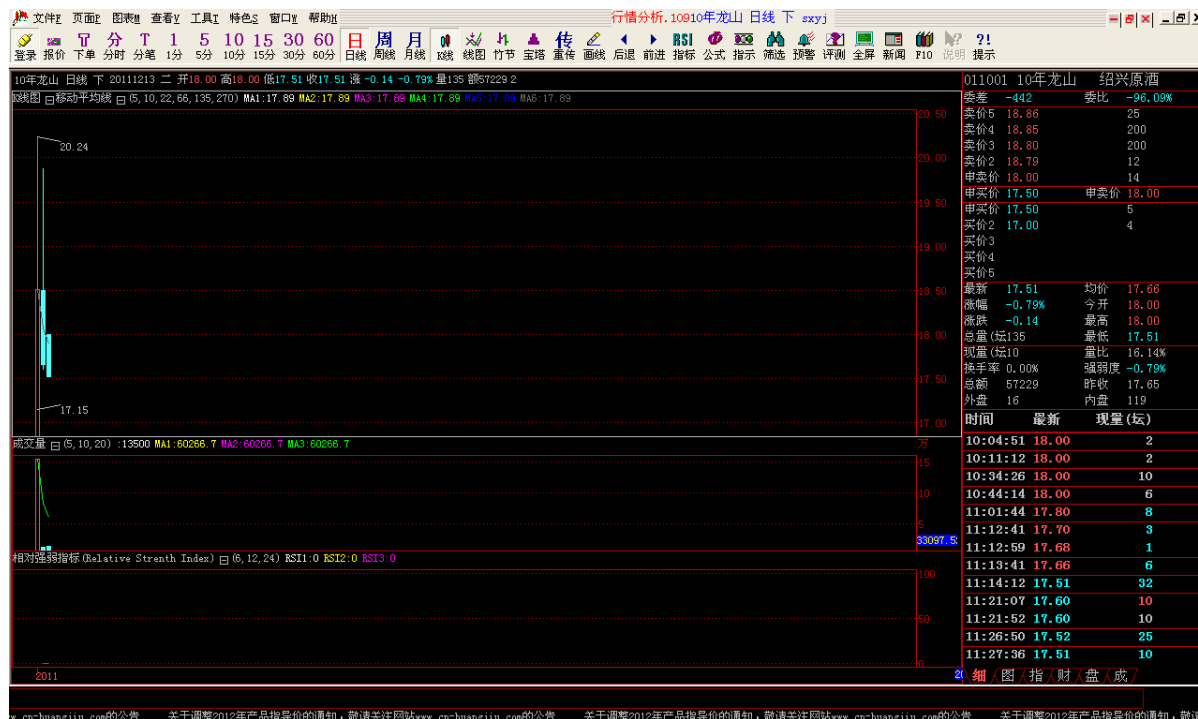


图表 3: 原酒交易系统截图



资料来源: 浙商证券研究所

图表 4: 原酒交易系统截图



资料来源: 浙商证券研究所





另外，针对市场关心的 11 月 11 日国务院下发的《关于清理整顿各类交易场所切实防范金融风险的决定》对原酒交易平台的政策风险，我们总体判断风险可控。一方面，平台是在传统原酒交易的基础上延伸的电子商务服务，以原酒实物为基础，实行全额货款交易，无保证金及杠杆效应，禁止卖空买空，允许实物提货。同时实施风险控制、涨跌幅控制、交易总量控制和资金第三方存管；另一方面，《决定》颁布以来，公司根据要求在交易规则、合同文本等方面都做了相关整改，平台名称也由原先的“绍兴黄酒原酒电子交易平台”变更为“绍兴黄酒原酒电子商务平台”。在系统上市试运营之前公司也再次经过专家和监管部门的论证。

2011 年原酒的 2012 年价格已经公布，古越龙山 16 元/升，女儿红 14.4 元/升，销售量预计与今年持平。其中古越龙山原酒的价格涨幅略微低于此前的测算，但是成品酒销售局面的改善给予了我们信心。我们暂不调整盈利预测，预计 2011-2013 年每股收益 0.28、0.43 和 0.56 元，分别增长 44.5%，50.8%和 31%，动态市盈率 39.9 倍、26.4 倍和 20.2 倍，维持买入评级。





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	496.7	649.0	921.5	营业收入	740.6	1079.2	1419.0	1854.4	2231.0
应收票据	3.4	1.2	3.9	5.1	6.1	营业成本	463.1	684.9	872.0	1074.6	1268.8
应收账款	113.9	103.6	136.1	177.8	213.9	营业税金及附加	34.2	44.4	59.6	77.9	93.7
预付款项	29.0	22.4	31.1	41.9	54.5	销售费用	89.4	145.9	191.6	250.3	290.0
其他应收款	8.9	8.6	7.1	9.3	11.2	管理费用	52.5	64.3	85.1	111.3	133.9
存货	1072.9	1152.3	1194.5	1324.8	1390.4	财务费用	15.0	15.1	13.9	7.7	0.5
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	203.6	339.7	451.7
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	25.0	5.0	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	228.6	344.7	451.7
资产总计	2371.7	2829.3	2924.9	3183.7	3491.4	减：所得税	23.1	32.3	45.7	68.9	90.3
短期借款	436.0	260.0	176.5	97.4	0.0	净利润	77.9	126.4	182.9	275.8	361.3
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	179.7	270.9	355.0
应付账款	227.7	250.6	322.5	397.5	469.3	少数股东损益	1.4	2.1	3.2	4.8	6.3
预收款项	22.2	39.9	54.1	72.6	94.9	基本每股收益	0.14	0.20	0.28	0.43	0.56
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	0.43	0.56
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%	31.5%	30.7%	20.3%
长期借款	92.0	0.0	0.0	0.0	0.0	EBIT 增长率	-22.8%	37.9%	50.8%	61.5%	30.7%
预计负债	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	净利润增长率	-22.0%	62.5%	44.5%	50.8%	31.0%
负债合计	1012.6	720.0	632.7	651.6	652.3	盈利性					
股东权益合计	1359.1	2109.4	2292.2	2532.0	2839.2	销售毛利率	37.5%	36.5%	38.5%	42.1%	43.1%
现金流量表	2009A	2010E	2011E	2012E	2013E	销售净利率	10.3%	11.5%	12.7%	14.6%	15.9%
净利润	77.9	126.4	182.9	275.8	361.3	ROE	5.7%	6.0%	8.0%	10.9%	12.7%
折旧与摊销	41.9	47.2	96.9	99.9	101.9	ROIC	4.1%	4.7%	6.8%	10.3%	12.5%
经营活动现金流	107.9	146.8	198.6	288.0	437.0	估值倍数					
投资活动现金流	-170.9	-196.7	-13.2	-12.9	-12.5	PE	82.4	57.6	39.9	26.4	20.2
融资活动现金流	70.6	277.3	-97.4	-122.7	-152.0	P/S	8.5	6.6	5.0	3.9	3.2
现金净变动	7.6	227.5	87.9	152.4	272.4	P/B	4.7	3.4	3.2	2.9	2.6
期初现金余额	174.1	188.4	408.7	496.7	649.0	股息收益率	3.2%	3.8%	0.0%	0.5%	0.8%
期末现金余额	181.8	415.9	496.7	649.0	921.5	EV/EBITDA	46.6	37.7	22.3	15.1	11.5

资料来源：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>

