

## 黄酒龙头新气象 增长拐点已显现 继续强烈推荐

2011年11月09日

强烈推荐/维持

古越龙山

调研报告

### ——古越龙山（600059）调研快报

|          |   |   |
|----------|---|---|
| 刘宏伟      | 食品饮料行业首席分析师 MSN: <a href="mailto:yynlijw999@hotmail.com">yynlijw999@hotmail.com</a> | 执业证书编号: S1480510120001  |
|          | 电话: 010-66554017  |   |
| 联系人: 李德宝 | 电话: 010-66554063  | Email: <a href="mailto:lidb@dxzq.net.cn">lidb@dxzq.net.cn</a> |

#### 事件:

11月8日,绍兴黄酒原酒电子交易公司开始办理开户手续暨古越龙山黄酒节开幕,我们前往公司实地考察,参观了公司的中央酒库,与相关负责人就公司原酒交易、体制改革、产品营销和市值管理等方面进行了交流,还草根了绍兴、杭州两地部分市场,发现公司正在发生积极变化之中,业绩增长拐点基本确认。

#### 观点:

##### 1.搭建电子交易平台,提升黄酒交易价格,促使公司价值回归。

公司2008年推出原酒交易,由于黄酒营养价值高,且越陈越香,同时随着原材料和人力等成本的上升,原酒的价值也会逐年提升,所以这种独特的销售模式一经推出,公司的原酒就一直受到市场的追捧,今年的黄酒原酒在8月就已经售罄。据公司介绍,消费者买黄酒原酒一般出于三种目的:一是将原酒提走用于消费或送人等;二是将原酒继续存放在公司中央酒库中,让公司提供个性化服务,比如用自己设计的瓶灌装等,这属于定制酒;三是保存在公司的中央酒库中,支付原酒价值2%的保管费,在原酒价值提升后进行交易套现,这属于原酒投资。所以为了方便原酒投资者买卖原酒产品,公司与华夏银行合作,在B2B三方存管平台的基础上建立了电子交易平台,该平台接受企业客户和个人客户开户和交易委托,方便原酒投资,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,从11月8日起,就可以办理开户手续。我们认为,这个平台的搭建与业务开通对原酒交易的数量不会有很大影响,因为现在消费者认购原酒的积极性很高,公司每年供应原酒数量控制在7000吨左右,今年也仅增加500吨达到7500吨,但会提高原酒交易价格,从而提升黄酒的投资价值,另外,也会带动终端产品价格的提高,推动原酒消费。同时,这个平台的搭建对公司品牌高度和知名度的拉升也会有极大的促进作用,从而巩固公司在黄酒行业的龙头地位,进一步助推黄酒和公司产品的全国化。

##### 2.公司市场价值超过300亿元,是目前二级市场总市值的3倍以上,投资价值被严重低估。

公司现有原酒库藏量高达1100万坛约25万吨,其中1/3储存于占地308亩的中央酒库,另外2/3存放在公司周边的酒库中。保守估计,库存原酒的平均年份构成在9年左右,按黄酒交易网公布的2002年黄酒原酒交易价格88.8元/kg计算,公司库存原酒的价值在222亿元左右,而且未来随着原酒电子交易平台的开放,原酒交易会被进一步的激活,原酒的价格和价值也会进一步的攀升,预计每年升值率在15%~20%之间。同时我们根据公司当前的增长态势,预计今年销售额可能突破14亿元,以公司过去两年平均市销率7.5计算,对应的市值为100多亿元,所以,综合起来公司市场价值应超过300亿元,而目前公司的市值仅约80亿元,明显被低估。在这种情况下,公司管理层对市值提升亦有较强预期,所以我们认为,未来在资本市场对公司价值发现和公司对市值提升预期的双重力量的主导下,公司的市场价值必将回归。

### 3. 绍兴市政府有可能首次提出要做大做强绍兴黄酒产业及龙头企业，在整合绍兴黄酒方面积极推动并购整合，同时予以政策性“松绑”，公司发展或将摆脱体制束缚而步入快速发展通道。

机制不活一直是制约公司快速发展的主要原因之一，对于这个问题，绍兴市政府和绍兴市国资委目前已开始有了比较充分的认识。在今年8月份，由绍兴市主管工业的副市长和绍兴黄酒集团相关的领导组成考察团，分别调研了贵州茅台、张裕等酒企，重点考察了当地政府和国资委对企业发展的支持和成功的管理经验，认识到与其他酒类行业及其代表性龙头企业相比，绍兴黄酒发展相对滞后，并积极研究突破之路。目前，绍兴市政府已经开始在业内征求意见，我们在绍兴市政府网站上也看到了《市政府专题研究黄酒产业发展工作》的会议报道，该会议要求把扶持发展黄酒产业放在战略的高度，进一步明确目标思路，理顺体制机制，集聚资源要素，做大做强龙头企业，推动产业快速健康发展，真正使黄酒成为绍兴的支柱产业和城市金名片。据我们从多方面了解到的信息和分析，公司会从两方面受益：**一是可能再次整合绍兴黄酒产业。**公司作为绍兴乃至全国最大和发展最好的黄酒龙头企业，将会在绍兴市政府和绍兴市国资委的支持对绍兴市其他的黄酒企业进行整合。据我们了解，绍兴市黄酒企业资源较丰富，不仅有会稽山、塔牌等年销售额达到或超过1亿元的全国知名品牌，还有很多营业规模在千万元及数千万元的黄酒企业，我们也期待公司有进一步的动作。从目前来看，绍兴市政府和绍兴市国资委在管理体制上也有所松动，我们认为这是一个积极的信号，之前制约公司发展的体制性因素或许从此开始有所变化，公司也将会制定更加灵活有效的市场战略和营销手段，提升加速发展的预期。**二是在许多市场化运作方面迈出扎实有效的重要步伐。**比如酒类企业常用的缴纳“进店费”之类的终端拦截营销手段在绍兴等地被界定为“商业贿赂”，而未来的相关政策对此可能会有新的界定，这对于公司适应市场变化调整营销思路会有较大的帮助和推动，对公司的营销转型和升级可能带来比较大的预期。

### 4. 品牌战略思路清晰，产品理念创新不断，力求“让传统更经典，让现代更时尚”。

黄酒是被誉为富含氨基酸、硒等营养元素、营养价值最为丰富的中国国粹酒种，与大闸蟹、海产品、水产品搭配消费已成为新的消费时尚，在消费升级、追求营养健康正在成为大趋势的大背景下，黄酒产业的发展空间无疑非常广阔。近几年在金枫酒业等开发出清纯淡雅黄酒、推动消费群体大幅度年轻化的情况下，公司也积极创新，提出了“让传统更经典、让现代更年轻”的产品与营销思路，在品牌定位方面实现高中低端及特色市场全覆盖，如古越龙山主打中高端，沈永和、鉴湖主打中低端，女儿红、状元红主打婚庆市场；在产品元素方面，积极推动传统黄酒代表——绍兴黄酒的复兴，坚持酒精度不低于14度、不添加枸杞、桂圆、蜂蜜等其他物质，保持纯正的黄酒本色香味和口感经典风格；在产品创新方面，通过对高端黄酒产品的聚焦和梳理，赋予高端酒新的概念——中央库藏酒，强化品牌的差异性，做到了让传统更经典。根据我们在绍兴和杭州的草根调研结果来看，中央库藏5、8和10年陈很受市场欢迎。

在“让现代更时尚”方面，针对黄酒相对于白酒属于小酒种、销售区域性比较强——主要在江浙沪一带、季节性明显——冬天消费量较大、夏季消费量较少，以及消费人群的年龄也较大——主要在40岁及以上人群等特殊状况，公司开发出清爽时尚型产品——东方原酿，使消费人群不断扩大，消费人群的年龄也从40岁扩大到30岁左右，同时也迎合了江苏市场黄酒消费人群的消费习惯，更为重要的是提高了黄酒消费季节的适应性，让夏天消费黄酒成为一种时尚和流行。这种以用低度酒来破解市场，用回归传统来升级市场的产品创新理念让公司的销售业绩节节攀升，产品也逐渐受到消费者的欢迎。公司清爽型产品在江苏市场的表现正在奋起直追会稽山的水乡国色，大有全面超越之势。

### 5. 多种营销手段提升公司高增长预期，同时期待高空大广告后的营销落地。

公司产品主要通过经销商来销售，同时也有少数的直营店，但只有绍兴市有十几家。公司总体的经销思路是

以餐饮为龙头，商超为主体，因时因地而异。对于成熟市场（江浙沪市场），经销商的管理走专业化的道路，分为商超、餐饮和流通等渠道，目前上海经销商运作良好，拥有5个千万级别以上的产品和11个千万级别的大经销商；对于外围市场（非江浙沪市场），实行大经销商制度，条件好的市县，也设立经销商，有些发展较好的地方，在乡一级都有经销商。同时，公司在经销商制度的基础上，还在很多的社区和超市进行产品的推广，实行买赠等优惠措施，有必要的时候实施终端拦截，目前还在积极发展团购渠道。在这些营销策略的支撑下，公司外围市场增长较快，去年长江以北——北京、东北三省、新疆、甘肃等有6000多万元的销售额。

相比白酒，我们认为公司的营销还有一些可提升的空间。比如，公司前期广告推广投入的精力较多，消费者对公司的品牌的认知也有了充分的认识，但是公司没有趁势实现产品无缝对接，使自己的销售收入大幅增加。我们在绍兴草根调研时，发现一些酒店和超市都没有公司的产品，反而是会稽山的产品较多，个别超市的工作人员说古越龙山的广告做得多，但是产品还是会稽山的好，这说明公司在品牌塑造方面是黄酒行业做得最成功的，但是产品的营销还没有落地，还不够扎实。不过，这同时也意味着公司在营销上还有很大的提升空间。另外，如果绍兴市政府和绍兴国资委未来在体制上给公司“松绑”，公司的营销将会更加的灵活和扎实，这也是我们看好公司发展的一个很重要的原因。

### 结论：

公司是黄酒行业的龙头老大，也常被誉为黄酒中的“茅台”，但是不仅从品牌高度还是营业收入上看都无法相提并论，究其原因，除了相比于白酒行业，黄酒产业的规模、市场消费环境以及营销手段都远远不及之外，公司机制不够灵活、营销需要更多改进、来自地方的政策性因约束较多也许也是主要原因。这显然与绍兴黄酒悠久的历史、深厚的文化底蕴以及健康养生的功效等极不相称，也因此成为绍兴黄酒产业做大做强的基础和、压力和动力之所在。同时，公司是被誉为“国酒”之一、集中国驰名商标、中国名牌和国宴专用黄酒于一身的黄酒第一品牌，也是国内最大的黄酒生产、经营和出口企业，考虑到原酒电子交易平台对公司业绩的提升、绍兴市政府政策“松绑”、绍兴市政府要求做大做强龙头企业、产品理念创新和多种营销手段并举的等诸多积极变化，我们认为目前公司正在进入增长重大拐点期。

### 盈利预测和投资建议：

考虑到黄酒本身的健康属性、行业具有广阔成长空间、公司以及绍兴地区的政治经济社会环境等正在积极变化之中，我们从中性偏乐观角度，维持如下观点：预计2011-2013年净利润增速可达58%、56.6%和54%，每股收益为0.32元、0.50元和0.77元；1997年上市以来PE均值高达49.79倍，给予六个月目标价15元预期，对应2011年动态PE46.87倍和29.87倍，较当前价位还有30%左右的空间，继续给予“强烈推荐”评级。

### 风险提示：

糯米等原材料成本大幅上升会吞噬较多利润；原酒交易量的增长未达预期会降低业绩增速等。

**表 1：公司 2011-2013 年盈利预测表**

| 主要指标            | 2009A   | 2010A    | 2011E   | 2012E   | 2013E   |
|-----------------|---------|----------|---------|---------|---------|
| 营业收入（百万元）       | 740.57  | 1,079.23 | 1510.93 | 2190.84 | 3067.18 |
| (+/-)           | -0.97%  | 45.73%   | 40.00%  | 45.00%  | 40.00%  |
| 经营利润（EBIT）（百万元） | 88.34   | 130.62   | 192.01  | 292.33  | 429.72  |
| (+/-)           | -27.88% | 47.86%   | 47.00%  | 52.25%  | 47.00%  |

|          |         |        |        |        |        |
|----------|---------|--------|--------|--------|--------|
| 净利润（百万元） | 77.86   | 126.45 | 203.58 | 318.81 | 490.96 |
| (+/-)    | -22.03% | 62.51% | 61.00% | 56.60% | 54.00% |
| 每股净收益（元） | 0.14    | 0.20   | 0.32   | 0.50   | 0.77   |
| 市盈率      | 90.93   | 63.65  | 39.78  | 25.46  | 16.53  |

资料来源：东兴证券研究所

## 分析师简介

### 刘家伟

经济学博士，食品饮料行业首席分析师，消费品及服务业研究小组负责人，研究所所长助理，1993 年进入证券市场，2007 年加盟东兴证券研究所。

## 联系人简介

### 李德宝

食品科学硕士，2011 年加盟东兴证券研究所，从事食品饮料行业研究。

## 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我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头寸并进行交易，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。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

## 行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好： 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性： 相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡： 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。