

2011年12月13日

## 出厂价原酒指导价齐涨 终端原酒交易两旺

**强烈推荐/维持**

古越龙山

事件点评

### ——古越龙山（600059）提价公告点评

刘家伟	食品饮料行业首席分析师 MSN: <a href="mailto:yynliw999@hotmail.com">yynliw999@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:

公司12月13日公告,鉴于黄酒市场状况和产品原辅材料价格上涨,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%。同时,黄酒原酒经营有限公司公布2012年产品指导价,相比于2011年价格涨幅均在21%以上。

#### 观点:

**1.提价范围覆盖公司收入占比达60%的主导产品,公司业绩提升预期增强。**本次提价是公司今年第二次公告提价,相比于3月19日的提价只针对与白酒、三十年陈和五十年陈等非主导产品,本次提价主力为普通瓶装酒、清醇低度系列、3年陈、5年陈、6年陈全系列、8年陈和10年陈等主导产品,这些主导产品销售收入占比在60%以上,提价范围之广超越我们的预期,加之明年CPI将会在高位大幅回落,因此明年公司成本压力趋缓的效果将会十分明显,我们估计,在提价因素的支撑下,明年公司毛利率有望企稳重回40%以上的水平,逐步缩小与金枫酒业毛利率的差距。同时,公司的盈利能力和业绩也将会得到极大提升。

**2.提价助公司理顺价格体系,发力中高端市场。**在08年以前,相比于金枫酒业和会稽山,公司的品牌结构过于冗杂,且子品牌间的价格没有形成梯度,产品档次区分不够清晰,导致消费者对公司产品的认识比较混乱。公司同样也意识到这个问题,所以从2008年开始分产品、分时段提价,逐步形成以古越龙山主打中高端,沈永和、鉴湖主打低端,女儿红、状元红主打婚庆市场,古越龙山五年陈一十年陈为主打产品的发展战略,构建一整套清晰的产品体系结构。同时价格的提升也可以改变黄酒产品给人低端和便宜的惯性思维,提升黄酒产品的高端预期,最终实现黄酒产品的高端化,因此本次提价也是公司“中高端定位,全国化网络”战略的延续,我们预期,未来随着更多的消费者对黄酒健康价值和丰厚历史底蕴的认知,公司的产品还将会继续提价。

**3.原酒交易指导价上涨幅度超21%,公司原酒价值将得到大幅提升。**12月13日黄酒原酒经营有限公司公布明年2001年、2005-2011年古越龙山原酒和2007-2010年女儿红原酒的指导价,2012年1月1日起购入上述产品将按其对应的指导价计提仓储费,未公布指导价的产品,属于固定指导价的产品,按2011年指导价计提仓储费;1999年古越龙山原酒和1997年古越龙山原酒按2001年古越龙山原酒指导价收取。和2011年指导价相比,除固定指导价的产品,原酒指导价上涨幅度都在21%以上,2001年古越龙山原酒指导价上涨38.62%,涨幅居所有产品首位。原酒指导价的上涨表明原酒电子交易平台在提升原酒价值上开始发挥作用,我们认为在其他产品涨价的刺激下,固定指导价产品的交易价格也会适当的上调,届时公司25万吨黄酒原酒的价值也随之“水涨船高”,公司的投资价值也会得到大幅提升。

表 1：2012 年黄酒原酒交易指导价和 2011 年黄酒原酒交易指导价对比

产品	2011 年指导价（元/千克）	2012 年指导价（元/千克）	同比增长（%）
2011 年古越龙山原酒	—	16	—
2010 年古越龙山原酒	15	18.5	23.33%
2009 年古越龙山原酒	18.1	23	27.07%
2008 年古越龙山原酒	22.3	27.5	23.32%
2007 年古越龙山原酒	26.2	34.2	30.53%
2006 年古越龙山原酒	33.6	42.2	25.60%
2005 年古越龙山原酒	39.8	48.3	21.36%
2004 年古越龙山原酒	46.7	—	—
2003 年古越龙山原酒	62.5	—	—
2002 年古越龙山原酒	88.8	—	—
2001 年古越龙山原酒	136.2	188.8	38.62%
2011 年女儿红原酒	—	14.4	—
2010 年女儿红原酒	—	16.6	—
2009 年女儿红原酒	—	20.7	—
2007 年女儿红原酒	—	28	—

资料来源：绍兴黄酒网，东兴证券研究所

**4.原酒交易指导价的上调或将改变投资者惜售的局面，提升原酒电子交易的活跃度。**黄酒原酒电子交易平台从 2011 年 12 月 9 日开始试营业，由于很多的投资者看好黄酒原酒的升值空间，在没有达到预期回报时不愿意出货，因此电子平台试营业的两天来交易量不是很大。随着原酒交易指导价的上调，以及更多的投资者对电子交易平台的熟知，黄酒原酒电子交易也会逐渐活跃。

#### 盈利预测与评级：

公司是黄酒行业的龙头老大，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”以及要求并支持做大做强黄酒龙头企业、公司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。基于对公司本次主销产品提价以及原酒交易指导价上调对公司业绩、原酒价值和原酒电子交易景气度提升的良好预期，继续维持之前的预测，预计2011-2013年净利润增速为58%、56.6%和54%，每股收益0.32元、0.50元和0.77元，12年对应的PE仅为22倍。按公司过去11年PE均值49倍计算，公司2012年股价可达25元，给予2012年目标价20元，对应PE为40倍，估值偏低，故继续强烈推荐。

#### 风险提示：

公司产品全国化的速度不理想、原酒交易量的增长未达预期会降低业绩增速等。

表 2：2011-2013 年古越龙山盈利预测表

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	0.2	0.32	0.5	0.77
市盈率	79.29	55.50	34.69	22.20	14.42

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，消费品及服务行业研究小组负责人，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，2010 年获得今日投资最佳独立见解分析师入围奖。

## 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。