

风波渐息，前景良好

买入维持

事件:

我们近期与古越龙山董事长、董秘等就“EC风波”和未来战略等进行了交流沟通，我们将交流情况和观点整理如下：

报告摘要:

- **“EC风波”逐渐平息:** 公司生产的黄酒 EC 含量远远低于 WHO 标准，经国家质检总局抽查，产品全部合格，“EC风波”对公司销量的影响逐渐淡化，部分绍兴市专卖店销量不降反升，未来公司将加大宣传力度，普及黄酒知识，传递正确及正面信息。
- **公司机制改革或借机加速:** 公司对“EC风波”的应对提高了管理人员素质，以及管理层对形势判断的准确性和紧迫感；同时，通过对葡萄酒生产企业张裕的考察，公司认识到机制对公司发展的重要性，“EC风波”或将加速公司机制改革的推进。
- **产品提价+全国化网络建设，“十二五”末公司收入有望达到 35-40 亿:** 黄酒可挖掘的需求潜力巨大，公司也正在推广“冰柜+黄酒”营销方案以带动黄酒销售，“十二五”期间公司将通过提高产品价格，优化产品结构，实现以中高档产品为主的产品体系；同时加快全国化网络建设以提高在外围市场的销售量。加上当地政府在黄酒工业园区建设等方面对公司支持，“十二五”末公司收入有望达到 35-40 亿元。
- **盈利预测:** 维持我们在《古越龙山越千年，破茧成蝶待时飞》报告中的盈利预测，预计 2012-2014 年收入分别为 15.8 亿、20 亿和 25.4 亿，YOY 为 26.5%、26.8%和 27%；归属母公司的净利润分别为 2.4 亿、3.1 亿和 4.2 亿元，YOY 分别为 39.6%，31.8%和 32.6%，对应 EPS 分别为 0.374 元、0.493 元和 0.654 元。
- **投资建议:** 随着黄酒消费逐渐被市场接受并认可，古越龙山作为行业龙头公司将首先享有行业快速发展带来的机会，产品提价将提高公司盈利水平，鉴于此继续维持“买入”评级。

食品饮料行业

分析师:

苏青青 (S1180512060001)

电话: 021-51782233

Email: suqingqing@hysec.com

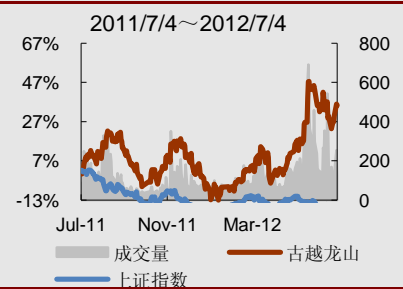
联系人:

陈嵩昆

电话: 021-51782231

Email: chensongkun@hysec.com

市场表现



相关研究

- 1 《古越龙山(600059)宏源证券-动态跟踪报告-古越龙山: 女儿红提价助力产品结构优化-600059-食品饮料-苏青青》，2012.5
- 2 《古越龙山(600059)宏源证券-公司深度报告-古越龙山: 古越龙山历千年,破茧成蝶待时飞-600059-食品饮料-苏青青》，2012.5
- 3 《古越龙山(600059)宏源证券-公司动态点评-古越龙山: 上调出厂价,利好明年毛利率-600059-食品饮料-苏青青》，2011.12
- 4 《古越龙山(600059)宏源证券-公司研究-古越龙山: 黄酒龙头,拐点显现-600059-食品饮料-苏青青》，2011.8

单位: 百万元	2010	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	1,079	1,246	1,576	1,998	2,538
YoY	46%	15%	27%	27%	27%
净利润	126	171	239	315	418
YoY	62%	36%	40%	32%	33%
EPS (元)	0.196	0.268	0.374	0.493	0.654
净利率	12%	14%	14%	15%	16%

目录

一、“EC 风波”渐消，机制改革或将加速.....	3
1、“EC 风波”负面影响有限，反而有助于提高管理层危机应变能力.....	3
2、公司机制改革或将加速.....	3
二、提价优化产品结构，网络建设推动销量增长.....	3
1、黄酒需求潜力巨大，江浙沪年收入增速达 30%.....	4
2、提价+渠道铺设，“十二五”末收入有望达到 35-40 亿.....	5

一、“EC 风波”渐消，机制改革或将加速

1、“EC 风波”负面影响有限，反而有助于提高管理层危机应变能力

公司生产的黄酒 EC 含量远远低于世卫组织标准，经国家质检总局抽查，产品全部合格，食品添加剂也在国标之内，“EC 风波”对公司销量的影响逐渐淡化，部分绍兴市专卖店销量不降反升：

- ◆ EC 含量不一定和黄酒储藏时间有正向关系，香港消协检测的三款黄酒中，塔牌的八年黄酒 EC 含量比三年、五年的黄酒 EC 含量都低；EC 是食品发酵中必定存在的物质，跟运输、储存等都有关系，面包、酱油中都含有 EC，香烟的含量更高；
- ◆ 绝大多数黄酒 EC 含量低于 200 微克/升，还有少量是 260 微克/升以下，但是都远远低于世界卫生组织的标准。黄酒中的 EC 含量是 2A 类，2A 类是否致癌尚未确定，因此世界卫生组织至今都没有明确禁止 EC，黄酒中极微量的 EC 是安全的；
- ◆ 从 5 月 15 日至今，关于黄酒 EC 含量风波整体都比较平静，18-22 号最为敏感，后来逐渐淡化。绍兴 14-15 家专卖店的销售基本没有受到影响，相反受天气凉爽影响，销量反而增加；有些消费者抱着“宁可信其有，不可信其无”的心态，这件事情的影响估计还会持续一段时间，但是都会淡化的；牙膏事件出来后，许多媒体建议用盐刷牙，但后来还是被淡忘了。未来公司将加大宣传力度，把正面消息传递出去；
- ◆ 关于焦糖色含有疑似致癌物的问题，焦糖色食品添加的国际标准是 200 微克/公斤，我们国家是 20 微克/公斤。焦糖色外购自供应商，进厂后抽检结果在国标之内；另外食品添加剂按规定可以按需要加，公司标准是 0.8‰，检出的结果与美国生产的可口可乐的含量相当，对健康没有影响。

“EC 风波”提高了公司管理团队素质和危机应变能力：

- ◆ “EC 风波”对企业来讲是一次很大的磨难，同时带来的最大成果就是提高了干部的素质，提高了管理层对形势判断的准确性和紧迫感；
- ◆ EC 风波的影响是短暂的，公司长期在向好的方向发展，风波发生以后，管理层认识到思路必须要变革，执行力和效率必须都要提高。

2、公司机制改革或将加速

公司深谙机制和体制改革对企业健康发展的重要性，“EC 风波”或将加速公司机制改革：

- ◆ 近期，公司对张裕进行了考察，考察回来后立即开会总结，公司认识到机制和体制的灵活性对公司发展的重要性。当地政府对张裕非常支持，批了 6000 亩地建设张裕的葡萄园区，通过对张裕的考察公司认识到政府的力量是很重要的，怎样调动政府的积极性是公司需要考虑的问题；
- ◆ 通过威龙和王朝在体制机制改革前后市场地位的变化，公司认识到机制和体制问题是公司健康成长面临的重大问题，“EC 风波”加速了公司机制的推进，对公司健康发展是个机会。

二、提价优化产品结构，网络建设推动销量增长

1、黄酒需求潜力巨大，江浙沪年收入增速达 30%

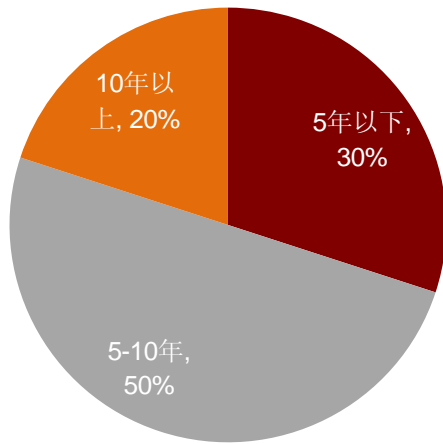
黄酒在上海市场规模从 10 亿增长到 30 亿的经验表明黄酒可挖掘的需求潜力巨大，公司也正在推广“冰柜+黄酒”营销方案，以时尚饮法带动黄酒销售：

- ◆ 五年前上海黄酒市场规模约为 10 个亿，当海派黄酒流行起来后，黄酒市场做到了 30 个亿。因此，通过对消费者教育，黄酒是可以像王老吉那样创造消费市场；
- ◆ 大闸蟹的销售旺季即将来临，公司正在推广“冰柜+黄酒”营销方案，整体效果不错，将几百个冰箱出租给经销商，冰柜前面是公司广告词，例如“冰着喝更爽”；
- ◆ “三公禁令”为黄酒销售带来机会，浙江当地政府对黄酒本身就比较了解，习惯喝黄酒。“三公消费禁令”出台后，已经有相当一部分政府机关改喝黄酒，消费的大多是中间偏高档次的黄酒；
- ◆ 中国白酒实质是面子酒，黄酒是喝健康，健康与面子之间，面子消费是不理性的，最后一定会回归理性；黄酒的养生作用是确凿的，例子比比皆是，古越龙山自己定位是黄酒中的茅台，不仅仅是价格，更主要的是地位。

公司销售收入中 5-10 年陈酿的产品占比 50%左右；从地域分布来看，江浙沪占比 65%，每年有 30%左右的增速（江苏市场略低），其他市场占比 35%：

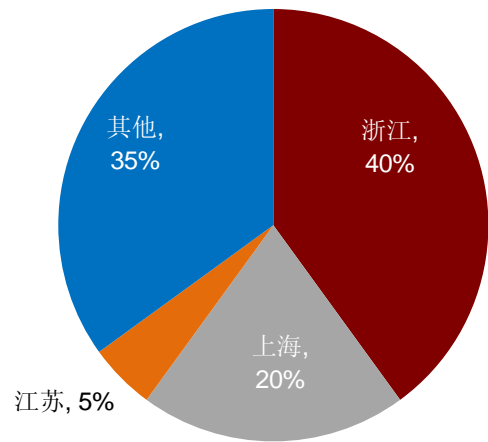
- ◆ 公司品牌系列中第一体系是古越龙山，女儿红和状元红是中高端的特色品牌，鉴湖和沈永和定位是大众品牌；公司产品中，价格最高是 6400/瓶（500ml），最低为 10 元以下、公司把出厂价在 100 元以上的定位为中高档酒，出厂价在 50-100 之间为中低档酒；
- ◆ 公司销售收入中，陈酿 5 年以下的产品销售占比 30%，5-10 年陈酿的占比 50%，陈酿 10 年以上的产品占比 20%左右；
- ◆ 从销售收入的地域分布来看，浙江占比 40%左右，上海占比 20%，江苏 5%，其他外围占比 35%；
- ◆ 收入增速方面，江浙沪增幅有 30%左右，江苏增幅略小一些。得益于礼品市场的发展，北京是外围市场中基数最大的，同时增幅也高于平均水平；
- ◆ 随着产品结构调整，中高端产品占比将越来越大，公司毛利率会逐步提升，当收入提升到一定阶段的时候，公司费用率有望降低，净利率也将提高。今后 3-5 年，每年收入和净利润实现每年 20%的增长可能性很高，今后几年利润增速有望超过收入增速，费用率的提升速度有望低于毛利率的提升速度，销售费用率基本还是要稳定在 15% 以下。

图表 1: 公司 5-10 年产品销售收入占比 50%



资料来源: 宏源证券研究所

图表 2: 江浙沪以外市场销售收入占比 35%



资料来源: 宏源证券研究所

2、提价+渠道铺设，“十二五”末收入有望达到 35-40 亿

“十二五”期间公司将通过提高产品价格，优化产品结构，实现以中高档产品为主的产品体系：

- ◆ 提价将成为趋势，公司产品将以中高档以上为主，8 年、10 年、20 年陈酿将是今后 2-3 年里主推产品；
- ◆ 公司的产能组成，目前机械原酒和手工原酒各占 50%，未来手工酿造比例略低于机械酿造。手工酿造需要 200 多天的酿造周期，机械化酿造周期很短，但两种酒价格产别很大，以后将逐步体现在终端价里；原酒公司已在上海和浙江推出了手工原酿酒，毛利率高于机械酒，今年预计再增加 1.2 万吨的手工酒产能。

公司 80%的产品销售依靠经销商完成，未来将加快全国化网络建设，提高产品在外围市场的销售力度：

- ◆ 目前，公司绝大部分渠道是由销售公司管理，不同渠道之间的管理是分开的。手工原酒的销售由公司自己负责；并成立了团购部直接负责团购业务；流通、餐饮渠道也由专门团队负责；
- ◆ 公司拥有市场营销部、销售公司和市场管理部。市场营销部负责营销策划、市场调研等；销售公司下面包括 7 个子公司和 23 个分部；市场管理部的职责是对市场的考核和售后服务等。7 个分公司分布在成熟市场以及外围销售量比较大的市场，收入达不到分公司水平的市场交给分部去管理；
- ◆ 公司目前 80%销售依靠经销商，不同渠道的经销商毛利空间不同，平均毛利率约为 30%。公司经销商分三个层级，成熟市场一个地区有多个一级经销商，偏远地区每个省设一个公司管理一级经销商，公司对经销商不仅仅有资金要求，还有渠道和物流的要求；
- ◆ 经销商模式方面，上海地区分为很多层次。有的由商超直接控制，没有代理商；餐饮通过分销覆盖；郊县通常情况是直接控制经销商。同时，搞流通的和餐饮的经销商也要分开；此外，对直营专卖店、店中店、以及小的烟酒店等都分开管理。浙江模式提

出了百城千店的专卖店模式，温州已经开了 15 家，这个月新开 2 家专卖店，专卖店对产品形象、售后服务、保证经销商盈利空间方面都是很好的模式；

- ◆ 女儿红大部分销售在上虞，现在公司对其实行“走出去”策略，做成全国化的特色品牌，以后 3-5 年在网店铺设方面也要做上去。

当地政府在黄酒工业园区建设和土地批复等方面对公司进行支持，“十二五”末收入有望达到 35-40 亿元：

- ◆ 政府下决心加速黄酒工业园区的开发进度，通过给予土地指标等方式对公司进行支持。黄酒园区需要土地 1200 亩，而绍兴工业园区每年只有 1000 亩的地指标，预计土地将分批批复，同时公司可以豁免保证金的政策；
- ◆ 1200 亩园区换算成产能，总产能约为 25 万吨，公司现有产能 18 万吨，部分原有产能将转移到工业园区。目前玻璃瓶厂已经投产，1.2 万吨的手工酿造酒项目也在筹划中，计划在“十二五”之内全部完成；
- ◆ 近几年来，管理层投入大量精力努力把黄酒做大，今年 1-5 月份女儿红增速很快，按照目前的发展势头，公司有望实现“十二五”末收入达到 35-40 的目标。

图表 3: 分产品销售收入预测表

		2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
原酒销售	收入 (百万元)	21	82	151	211	296	414
	YOY		295%	84%	40%	40%	40%
	成本 (百万元)	9	37	68	95	133	186
	YOY		295%	84%	40%	40%	40%
	毛利率	55%	55%	55%	55%	55%	55%
黄酒销售	收入 (百万元)	707	972	1072	1340	1675	2094
	YOY	-2%	38%	10%	25%	25%	25%
	成本 (百万元)	446	630	683	791	972	1193
	YOY	4%	41%	8%	16%	23%	23%
	毛利率	37%	35%	36%	41%	42%	43%
其他业务	收入 (百万元)	13	25	23	25	27	30
	YOY	-43%	92%	10%	10%	10%	10%
	成本 (百万元)	8	18	19	20	22	24
	YOY	-50%	136%	3%	8%	10%	10%
	毛利率	41%	28%	19%	20%	20%	20%
酿酒行业	收入 (百万元)	727	1054	1223	1551	1971	2508
	YOY	0%	45%	16%	27%	27%	27%
	成本 (百万元)	455	667	751	886	1105	1380
	YOY	7%	46%	13%	18%	25%	25%
	毛利率	37%	37%	39%	43%	44%	45%
合计收入	收入 (百万元)	741	1079	1246	1576	1998	2538
	YOY	-1%	46%	15%	27%	27%	27%
	成本 (百万元)	463	685	769	906	1127	1404
	YOY	5%	48%	12%	18%	24%	25%
	毛利率	37%	37%	38.2%	43%	44%	45%

资料来源: Wind, 宏源证券研究所

图表 4: 三张财务报表分析摘要 (单位: 百万元)

利润表					资产负债表				
	2011A	2012E	2013E	2014E		2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	1,246	1,576	1,998	2,538	货币资金	350	473	599	761
YOY	15%	27%	27%	27%	应收和预付款项	124	207	212	319
营业成本	769	906	1,127	1,404	存货	1330	1457	2010	2310
毛利	476	671	872	1134	其他流动资产	0	0	0	0
% 营业收入	38%	43%	44%	45%	长期股权投资	86	86	86	86
营业税金及附加	47	60	76	96	投资性房地产	2	2	2	1
% 营业收入	3.8%	3.8%	3.8%	3.8%	固定资产和在建工	1001	952	866	772
销售费用	169	214	271	345	无形资产和开发支	195	188	181	174
% 营业收入	13.6%	13.6%	13.6%	13.6%	其他非流动资产	2	1	0	0
管理费用	78	99	125	159	资产总计	3094	3366	3956	4424
% 营业收入	6.3%	6.3%	6.3%	6.3%	短期借款	193	299	313	334
财务费用	10	5	5	2	应付和预收款项	613	551	812	840
% 营业收入	0.8%	0.3%	0.2%	0.1%	长期借款	0	0	0	0
资产减值损失	0	0	0	0	其他负债	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	负债合计	807	850	1124	1174
投资收益	6	0	0	0	股本	635	635	635	635
营业利润	178	293	395	532	资本公积	961	961	961	961
% 营业收入	14.3%	18.6%	19.7%	20.9%	留存收益	654	892	1205	1620
营业外收支	37	26	26	26	归属母公司股东权	2250	2487	2800	3216
利润总额	215	319	420	557	少数股东权益	28	29	31	34
% 营业收入	17.2%	20.2%	21.0%	22.0%	股东权益合计	2277	2516	2832	3250
所得税费用	43	80	105	139	负债和股东权益合	3094	3366	3956	4424
净利润	171	239	315	418					
归属于母公司所有者的	170	238	313	415					
净利润									
少数股东损益	1	2	2	3					
现金流量表					财务指标				
	2011A	2012E	2013E	2014E		2011A	2012E	2013E	2014E
经营活动现金流净额	171	139	177	203	毛利率	38%	43%	44%	45%
取得投资收益收回现金	0	0	0	0	三费/销售收入	21%	20%	20%	20%
长期股权投资	0	0	0	0	EBIT/销售收入	18%	21%	21%	22%
无形资产投资	0	0	0	0	EBITDA/销售收入	23%	30%	30%	29%
固定资产投资	-150	-100	-80	-80	销售净利率	14%	15%	16%	16%
其他	0	36	3851	3851	ROE	8%	10%	11%	13%
投资活动现金流净额	-145	-83	-61	-61	ROA	7%	10%	11%	13%
债券融资	0	0	0	0	ROIC	6%	9%	11%	13%
股权融资	0	0	0		销售收入增长率	15%	27%	27%	27%
银行贷款增加(减少)	-67	105	14	22	EBIT 增长率	29%	44%	31%	32%
筹资成本	15	5	5	2	EBITDA 增长率	28%	70%	25%	24%
其他	1	0	0	0	净利润增长率	36%	40%	32%	33%
筹资活动现金流净额	-83	101	10	20	总资产增长率	12%	9%	18%	12%
现金净流量	-58	157	127	162	股东权益增长率	8%	11%	13%	15%
					经营现金净流增长	2%	27%	27%	27%
					流动比率	2.3	2.5	2.5	2.9
					速动比率	0.6	0.8	0.7	0.9
					应收账款周转天数	12.4	9.9	11.8	10.2

资料来源: Wind, 宏源证券研究所

分析师简介:

苏青青: 宏源证券研究所食品饮料行业分析师, 上海交通大学材料学硕士, 曾任职于国金证券, 2010 年新财富团队成员, 2011 年加盟宏源证券研究所。**推介成绩:** 在 2011 年 6 月 13 日伊利股份大跌时指出若快速复牌则大跌即是买入机会, 后股价最高绝对涨幅达 40%; 在 11 年 7 月 8 日 (27 元时) 推荐汤臣倍健, 截止到近日股价绝对涨幅达 151%; 在好想你上市时指出股价被低估, 合理价值区间在 58-64 元, 股价表现与分析结论一致; 11 年 11 月成功挖掘并持续推介酒鬼酒的投资机会, 截至今日涨幅 123%。近期成功挖掘古越龙山投资机会。

陈嵩昆: 宏源证券研究所食品饮料行业研究员, 上海交通大学管理科学硕士, 2012 年加盟宏源证券研究所。

机构销售团队

区域	牟晓凤	李倩	王燕妮	张瑶	
华北	010-88085111	010-88083561	010-88085993	010-88013560	
区域	muxiaofeng@hysec.com	liqian@hysec.com	wangyanni@hysec.com	zhangyao@hysec.com	
区域	张璐	赵佳	奚曦	孙利群	李岚
华东	010-88085978	010-88085291	021-51782067	010-88085756	02151782236
区域	zhangjun3@hysec.com	zhaojia@hysec.com	xixi@hysec.com	sunliqun@hysec.com	lilan@hysec.com
区域	夏苏云	贾浩森	罗云	赵越	孙婉莹
华南	13631505872	010-88085279	010-88085760	18930809316	0755-82934785
区域	xiasuyun@hysec.com	jiahaosen@hysec.com	luoyun@hysec.com	zhaoyue@hysec.com	sunwanying@hysec.com
QFII	覃汉	胡玉峰			
	010-88085842	010-88085843			
	qinhan@hysec.com	huyufeng@hysec.com			

宏源证券评级说明:

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后 6 个月内的公司股价 (或行业指数) 涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 20% 以上
	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% ~ 20%
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上
行业投资评级	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% 以上
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上

免责条款:

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。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, 不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果, 本公司概不负责。本公司所隶属机构及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, 也可能争取为这些公司提供投资银行、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、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为宏源证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。