



黄酒安全营养 公司将领衔行业增长

——古越龙山（600260）调研快报

2012年11月23日

强烈推荐/维持

古越龙山

调研快报

刘家伟	食品饮料行业首席分析师 MSN: yynljw999@hotmail.com	执业证书编号: S1480510120001
	电话: 010-66554017	
联系人: 李德宝	电话: 010-66554063	Email: lidb@dxzq.net.cn

事件:

近期酒鬼酒公司高端产品“50°酒鬼酒”被第三方检测机构和湖南省质监局检测出塑化剂（DPB）超标 2.6 倍和 2.47 倍，引发全社会对白酒安全性的担忧，白酒上市公司市值巨幅缩水数百亿元。我们随即对古越龙山总部、黄酒协会及北京、绍兴部分经销商等进行了调研和交流，对黄酒行业和公司产品的安全营养性、未来几年的增长趋势等有了进一步的了解和理解。

主要观点:

1. 黄酒与塑化剂无关，公司生产的是安全酒。我们近日从公司及黄酒资深人士了解到，黄酒属于安全酒。一是原料安全。公司产品最主要原材料是糯米，外壳稻谷坚硬可隔离污染和农药残留；采用鉴湖水非常优质无污染。公司原料基地已从 6.9 万亩增加至 11 万亩，自己参与管理，更保证原料的供应和安全；二是工艺安全。黄酒为液态发酵酒，生产过程中不添加调香调味物质，也不采用塑料管件容器，是传统工艺产品，因而安全可靠；三是企业理念与责任感带来的产品安全。公司坚持从原料到生产、储存、运输、包装甚至使用“全过程安全”，容器均为陶坛、不锈钢器皿等，不生产问题产品，而且公司还不断提高产品安全标准，引导黄酒行业自觉实行，甚至可以说，目前黄酒行业知名品牌企业的产品都是安全的。

2. 黄酒营养价值高，公司生产的是营养酒。公司作为行业龙头企业和传统工艺的倡导者和实践者，所产产品的营养价值自然非常高，黄酒是营养酒，养身酒。有关资料表明，黄酒营养成分包括 21 中氨基酸、蛋白质、功能性低聚糖、微量元素、维生素等，其所富含的多酚物质、类黑精、谷胱甘肽、硒等生理活性成分，具有清除自由基，防止心血管病、抗癌、抗衰老等多种生理功能。与白、葡、啤酒相比，黄酒营养价值最多最全面，如人体必需氨基酸含量 3.4g/L，是啤酒和葡萄酒的 7.7 倍；镁含量 200-300mg/L 是葡萄酒的 5-10 倍；锌含量 8.5mg/L 是啤酒的 20 倍，葡萄酒的 17 倍；硒含量 10~12 μg/L 是葡萄酒的 12-20 倍。

3. 公司对 2013 年提速增长信心十足，黄酒加快发展条件已经具备。（1）无论是行业还是公司，目前已经具备很多条件，黄酒将成为增长最快的酒种，至少是增长最快的酒种之一，公司也会成为黄酒行业增长最快企业，至少是较快者之一；（2）公司 2013 年将更加注重有效销售，注重成本费用控制与优化，而且肯定会提价；（3）公司正在借鉴其他酒种成功经验。内部事业部制改革方案尚未确定，如花雕、喜庆酒等是否会成立事业部或者喜庆公司等方案还在探索；也会考虑大招商，将部分品牌或产品完全交给经销商运作；（4）公司在黄酒消费大省浙江省的份额较低，省内增长空间巨大；（5）公司定制酒等产品价格更高，效益更好，因为市场买不到这类产品，稀缺性凸显。定制酒今年刚起步，增长很快，走的是特殊渠道，公司已将特殊渠道的营销作为非常重要的渠道加以考虑，将会重点经营重点突破；（6）十八大加大反腐败力度，三公消费更严格执行，塑造和谐、平和发展的社会氛围，黄酒很适合这种大趋势；（7）浙江的增长比北京等外部市

场还高一些，今年绍兴的诸暨市早已完成全年计划的 100%，温州、福建等都不错，为来年的增长打下坚实基础；（8）公司目前江浙沪收入占比 65%，之外省份占 35%，省内外重点市场均在按照既定的目标推进，势头很不错，如北京某经销商 11 月 19 日当天卖出 8 万多元，势头很好；（9）公司的激励机制改革正在酝酿，特别是员工的激励绝不会停步。公司未来整体激励会随着本地同类企业一道继续往前推进，这是必然的大趋势。

盈利预测与评级：

十八大以来反腐败力度加大，三公消费政策越来越得到严格执行，加上过去若干年来白啤葡几大酒种被过度开发与消费等因素，我们继续坚持“酒业时空转换”大思路大逻辑，预计安全营养健康的黄酒会迎来加速发展大机遇，2012 年将是公司重大转折年，正在迎来由绍兴地方政府主导的激励机制重大变革预期。鉴于今年年初至今公司整体激励不达预期，暂时调低本年度净利润增速至 22% 左右，EPS 从此前的 0.40 元调低 0.07 元至 0.33 元。考虑到公司是一个预期转型企业，不太适合单一的市盈率估值法，因此继续建议对公司采取“PE+26 万吨基酒价值+PS+品牌溢价+领袖酒预期”模式进行估值，重点关注其市值合理性。综合测算表明公司近中期（三年左右）合理目标市值为 200 亿元以上，考虑到目前市场疲弱但激励机制改革预期明确，给予六个月目标市值 130 亿元预期，对应股价 21 元以上，与当前市值相比还有 100% 左右提升空间，故继续强烈推荐。

风险提示：

公司激励机制如果不能完全兑现，会影响销售人员的积极性从而影响成长性；若产品安全性方面出现重大问题，也会带来很大损害。

表 1：公司 2012-2014 年主打产品及主要财务指标预测

主要指标	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
黄酒产能（万吨）	160000	160000	180000	220000	240000
增减		0.00%	12.50%	22.22%	9.09%
黄酒销量（万吨）	119500	127260	147831	190539	236913
增减		6.49%	16.16%	28.89%	24.34%
黄酒收入（万元）	105875	122776	150347	221539	320887
增减		15.96%	22.46%	47.35%	44.84%
吨酒价格（万元/吨）	0.89	0.96	1.02	1.16	1.35
黄酒成本（万元）	67053	75614	90791	132151	188587
增减		12.77%	20.07%	45.55%	42.70%
黄酒毛利率	36.67%	38.41%	39.61%	40.35%	41.23%
利润总额（万元）	15871	21474	26380	39684	57769
增减		35.30%	22.85%	50.43%	45.57%
净利润（万元）	12,645	17,138	21,053	31,670	46,102
增减		35.53%	22.85%	50.43%	45.57%
EPS（元）	0.20	0.27	0.33	0.50	0.73
PE（倍）	67.57	43.31	33.26	22.11	15.19

PEG	1.22	1.46	0.44	0.33
-----	------	------	------	------

资料来源: 东兴证券研究所

附录: 有关黄酒与古越龙山研究报告及调研纪要

公开发表报告		
序号	日期	题目
1	2011.10.26	古越龙山三季报点评: 黄酒老大活力四射迎拐点 首次强烈推荐
2	2011.11.9	古越龙山调研快报: 黄酒龙头新气象 增长拐点已显现 继续强烈推荐
3	2011.11.25	东兴证券食品饮料 2012 年度策略: 第四次消费升级浪潮 舞动国酒与健康美食
4	2011.12.13	古越龙山提价公告点评: 出厂价原酒指导价齐涨 终端原酒交易两旺
5	2012.3.8	古越龙山深度报告——酒业时空转换 喜看古越龙山
6	2012.3.28	古越龙山 2011 年报点评: 女儿红爆发预收款创新高 或迎酒业新时空
7	2012.4.23	古越龙山 2011 年度股东大会交流与调研快报: 新领袖酒基因正开花结果
8	2012.5.22	古越龙山 2012 年第一次临时股东大会交流与调研快报: 提价效应好 超预期较多
9	2012.6.25	食品饮料行业 2012 年下半年投资策略: 美味佳酿当家 涉酒企业起跑
10	2012.8.9	古越龙山调研快报: 沪市逆增长 浙江超预期 机制将变革
11	2012.8.20	古越龙山 2012 年中报点评: 黄酒销售业内翘楚 旺季来临发力在即
12	2012.6.18	古越龙山含 EC 报道相关回应点评: EC 含量远低于欧盟标准 黄酒安全有益健康
13	2012.10.25	古越龙山三季报点评: 苦涩三季报呼唤史上最大变革
14	2012.11.12	古越龙山近日股价大幅下跌幅点评报告: 黄酒大发展古越龙山大转折预期明确
调研纪要、路演 PPT 等		
序号	日期	题目
1	2011.12	东兴证券食品饮料 2012 年度策略 (PPT): 第四次消费升级浪潮 舞动国酒与健康美食
2	2012.2.16	黄酒协会副会长交流纪要
3	2012.2.16	古越龙山总部、行业协会等调研纪要
4	2012.3.2	古越龙山上海分公司调研记录
5	2012.4	古越龙山深度报告 (PPT) ——酒业时空转换 喜看古越龙山
6	2012.4.9	古越龙山北京经销商交流纪要
7	2012.4.17	东兴证券首届黄酒论坛暨古越龙山推介会记录
8	2012.4.19	古越龙山 2011 年度股东大会发言稿
9	2012.6.25	食品饮料行业 2012 年下半年投资策略 (PPT): 美味佳酿当家 涉酒企业起跑
10	2012.5.21	古越龙山联合调研交流记录
11	2012.7	食品饮料行业 2012 年中期投资策略 (PPT): 美味佳酿当家 涉酒企业起跑
12	2012.8.2	古越龙山上海销售公司调研纪要
13	2012.8.28	古越龙山联合调研纪要
14	2012.1	食品饮料四季度投资策略 (PPT): 经济降速吃喝为先 佳酿美味可为首选
15	2012.11.19-22	古越龙山总部、行业协会、北京绍兴等经销商调研纪要

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，2012 年入围水晶球食品饮料行业非公募排行榜。

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。