

7 February 2010 | 23 pages

古越龙山 (600059)

春种秋收

——古越龙山价值投资分析报告

✍ 姓名: 葛越 金嫣

☎ 86-21-64718888-1281

✉ geyue@stocke.com.cn

- 本报告导读：**
- 行业机遇再现
 - 09 年是公司业绩低点
 - 成长性上给投资者无限的期待空间
 - 投资建议：买入

投资要点：■ **行业机遇再现**

在经济复苏和调结构、促消费的大背景下，沉寂千年的黄酒行业迎来一轮历史发展机遇，一旦区域特征被打破，拥有优势资源的龙头企业首先受益。

■ **09 年是公司业绩低点**

09 年是公司未来几年的业绩低点，女儿红资产注入和产品结构升级成为公司业绩增长亮点，在不考虑古越龙山和女儿红强强联手的协同效应下，两年时间里公司亦能实现业绩翻番。

■ **成长性上给投资者无限的期待空间**

成长性判断上，我们更注重公司是否拥用成为业界巨擘的基因，品牌、原酒、研发技术、销售网络组建了公司优秀的基因，在国家和当地政策的频吹暖风，巨大的行业空间里，公司爆发式成长只是时间问题。

■ **投资建议：买入**

在相对保守的假设条件下，预期 09-11 年公司 EPS 分别为 0.15 元，0.21 元和 0.33 元，年内目标价：11.58。投资建议：买入

	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入(百万元)	814.9	747.8	870.0	1108.0	1426.9
收入增长率%	10.44%	-8.23%	16.34%	27.36%	28.78%
EBITDA(百万元)	213.7	171.8	211.5	275.0	356.9
净利润(百万元)	89.3	98.1	84.4	138.2	215.9
摊薄 EPS(元)	0.38	0.26	0.15	0.21	0.33
PE	24.4	35.5	61.9	43.6	27.9
EV/EBITDA(X)	11.3	21.0	26.6	20.5	15.3
PB	1.81	2.78	3.90	2.84	2.63
ROIC	7.8%	6.9%	5.5%	6.8%	8.8%
总资产周转率	0.38	0.40	0.42	0.44	0.51

评级:

买入

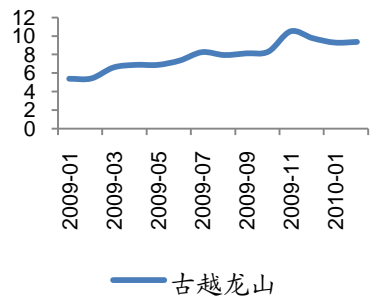
首次评级

目标价格:

¥11.58

当前价格:

¥9.50

**公司简介**

我国最大的黄酒生产、经营、出口企业，黄酒年生产能力 16.5 万吨（含女儿红）。公司是全国唯一的省级黄酒技术中心，拥有多名国家级评酒大师，主要产品“古越龙山”、“沈永和”、“状元红”、“鉴湖”。“古越龙山”是目前黄酒行业唯一集中国名牌、中国驰名商标、国宴专用黄酒于一身的品牌。

相关报告

《成长性和盈利能力构筑食品饮料业美好前景》





三大表

资产负债表	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E	利润表 (百万元)	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
货币资金	211.8	174.1	217.5	462.9	626.5	营业收入	814.9	747.8	870.0	1108.0	1426.9
应收票据	8.1	8.7	9.4	12.0	15.4	营业成本	486.1	442.6	543.3	670.9	841.6
应收账款	94.0	76.8	100.1	112.3	125.1	营业税金及附加	26.9	35.0	33.0	42.0	54.1
预付款项	2.9	24.2	13.3	20.0	28.4	销售费用	110.2	93.4	110.0	140.1	180.4
其他应收款	21.2	7.6	22.6	28.8	37.1	管理费用	43.5	45.5	50.3	64.0	82.5
存货	916.7	904.5	1041.9	1093.7	1147.1	财务费用	47.0	21.4	30.6	19.5	-4.5
其他流动资产	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	资产减值损失	8.3	-5.3	1.5	0.0	0.0
长期股权投资	88.5	81.8	91.8	102.3	113.4	公允价值变动收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
固定资产	420.3	410.0	499.7	533.8	538.5	投资收益	23.7	7.3	6.8	7.1	7.5
在建工程	14.7	18.6	149.3	99.6	74.8	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	116.6	122.5	108.1	178.6	280.3
无形资产	104.1	105.8	163.9	145.7	127.5	营业外收支净额	0.9	0.3	0.6	0.6	0.6
长期待摊费用	0.0	0.0	2.3	2.0	1.8	税前利润	117.5	122.8	108.7	179.2	280.9
资产总计	1900.8	1831.2	2330.7	2631.7	2854.0	减: 所得税	14.7	22.6	21.7	35.8	56.2
短期借款	430.0	260.0	476.9	0.0	0.0	净利润	102.8	100.2	87.0	143.4	224.7
应付票据	0.0	0.0	22.3	27.6	34.6	归属于母公司的净利润	89.3	98.1	84.4	139.2	218.1
应付账款	146.0	177.4	163.7	202.2	253.6	少数股东损益	13.5	2.1	2.6	4.2	6.6
预收款项	20.9	25.3	26.7	27.8	28.5	基本每股收益	0.38	0.26	0.15	0.22	0.34
应付职工薪酬	13.0	13.0	14.9	15.1	15.2	稀释每股收益	0.38	0.26	0.15	0.22	0.34
应交税费	21.1	12.7	12.7	12.7	12.7	财务指标	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
其他应付款	39.7	44.9	141.3	141.3	141.3	成长性					
其他流动负债	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	营收增长率	10.4%	-8.2%	16.3%	27.4%	28.8%
长期借款	0.0	5.0	92.0	42.0	22.0	EBIT 增长率	66.5%	-11.4%	1.7%	43.1%	40.5%
预计负债	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	净利润增长率	182.1%	9.8%	-14.0%	64.8%	56.7%
负债合计	673.9	544.6	957.0	470.1	509.4	盈利性					
股东权益合计	1227.0	1286.6	1373.6	2161.6	2344.6	销售毛利率	40.3%	40.8%	37.6%	39.4%	41.0%
现金流量表	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E	销售净利率	11.0%	13.1%	9.7%	12.6%	15.3%
净利润	102.8	100.2	87.0	143.4	224.7	ROE	7.4%	7.8%	6.3%	6.6%	9.5%
折旧与摊销	65.5	40.5	78.1	84.0	88.5	ROIC	7.8%	6.9%	5.5%	6.9%	9.1%
经营活动现金流	70.9	207.4	131.6	205.4	274.3	估值倍数					
投资活动现金流	183.2	-20.9	-361.8	-53.2	-53.4	PE	24.4	35.5	61.9	43.4	27.7
融资活动现金流	-246.5	-224.3	273.6	93.2	-57.3	P/S	2.7	4.7	6.0	5.4	4.2
现金净变动	7.6	-37.8	43.4	245.4	163.6	P/B	1.8	2.8	3.9	2.8	2.6
期初现金余额	205.2	211.8	174.1	217.5	462.9	股息收益率	9.4%	7.8%	0.0%	0.4%	0.7%
期末现金余额	212.8	174.1	217.5	462.9	626.5	EV/EBITDA	11.3	21.0	26.6	20.5	15.3



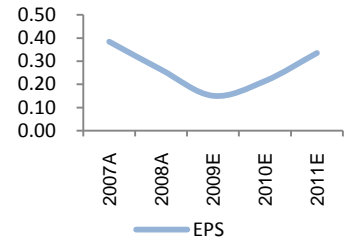
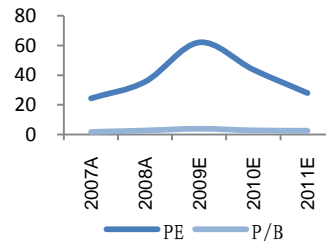
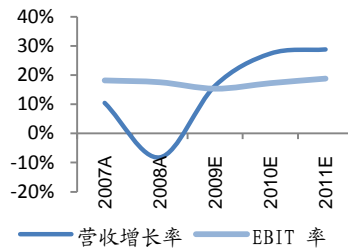
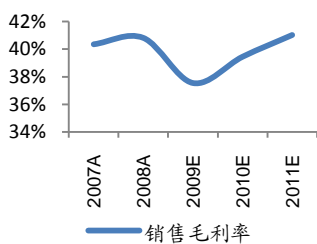


DCF—WACC 输出

	2008A	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E
EBIT	13124.6	13347.3	19100.1	26835.0	39541.9	46345.1	54453.7	64126.1	75671.9	89462.9	105945.0
所得税	2413.8	2669.5	3820.0	5367.0	7908.4	9269.0	10890.7	12825.2	15134.4	17892.6	21189.0
NOPLAT	12959.9	10710.8	10677.8	15280.1	21468.0	31633.5	37076.1	43563.0	51300.8	60537.5	71570.3
营运资金净变动	-18354.9	5351.1	-5735.8	-3444.7	-2706.3	5741.7	-14160.0	-16607.4	-19525.0	-23005.9	-27161.8
资本支出	634.9	-35877.0	-5000.0	-5000.0	-1000.0	-1000.0	-1000.0	-1000.0	-1000.0	-1000.0	-1000.0
自由现金流	20751.5	-23129.3	15238.9	22614.3	45482.2	31180.3	35328.4	40233.0	46060.9	53003.9	61287.8

WACC	7.74%	Ke	9.8%
永续增长率	1.0%	Kd	6.1%
终值	29406	t	25%
企业价值	674103	Rf	4%
非核心资产价值	25598	E/(Rm)	0.1
债务价值	27018	Rm - Rf	6%
股权价值	647085	D/A	4.9%
股本	37248	E/A	95.1%
每股价值	11.58	Beta	0.97

估值		g				
		0.00%	0.50%	1.00%	1.50%	2.00%
WACC	6.24%	13.70	14.59	15.65	16.94	18.53
	6.74%	12.46	13.19	14.05	15.07	16.31
	7.24%	11.41	12.01	12.71	13.53	14.51
	7.74%	10.50	11.00	11.58	12.25	13.04
	8.24%	9.70	10.12	10.61	11.16	11.81
	8.74%	9.00	9.36	9.77	10.23	10.77
	9.24%	8.38	8.69	9.04	9.43	9.87





目 录

前言:	6
一、行业概论	7
1、黄酒简介	7
2、行业发展情况	7
二、公司情况	10
1、公司简介	10
2、股权结构	10
3、限售股解禁情况	11
4、产业链	11
5、重大事项	12
6、产品销售现状分析	14
7、未来发展战略	14
8、产品结构分析	14
9、产能情况	15
10、产品成本情况分析	15
11、原酒销售分析	16
12、未来盈利增长点	16
13、公司未来成长性判断	17
14、公司风险	19
三、公司盈利预测	19
四、估值与投资建议	20
1、相对法估值	20
2、DCF绝对估值	20
3、投资建议	21

图表目录

图表 1: 黄酒行业产量增长相对缓慢	8
图表 2: 黄酒 06-09 年规模以上企业产量	8
图表 3: 黄酒销售收入、利润总额走势	9
图表 4: 黄酒区域特征明显	9
图表 5: 公司股权结构情况	11
图表 6: 公司产业链	12
图表 7: 女儿红公司权属关系图	13
图表 8: 古越龙山销售收入走势	14
图表 9: 公司成本结构	15
图表 10: 江浙沪地区销量变化	17





表格 1: 黄酒分类 (以用料分)	7
表格 2: 黄酒分类 (以含糖量分)	7
表格 3: 酒类消费税收政策	10
表格 4: 公司股份限售情况	11
表格 5: 项目资金使用情况 (单位: 万元)	12
表格 6: 女儿红主要财务指标 (单位: 万元)	13
表格 7: 古越龙山品牌定位	15
表格 8: 古越龙山销售收入的预测表	16
表格 9: 毛利率变动敏感性分析	17
表格 10: 历年女儿红商标荣誉表	18
表格 11: 营销管理系统项目说明	18
表格 12: 绍兴政府出台的黄酒扶持政策	19
表格 13: 古越龙山利润预测简表	20
表格 14: DCF绝对估值参数指标	20
表格 15: DCF估值敏感性分析	21



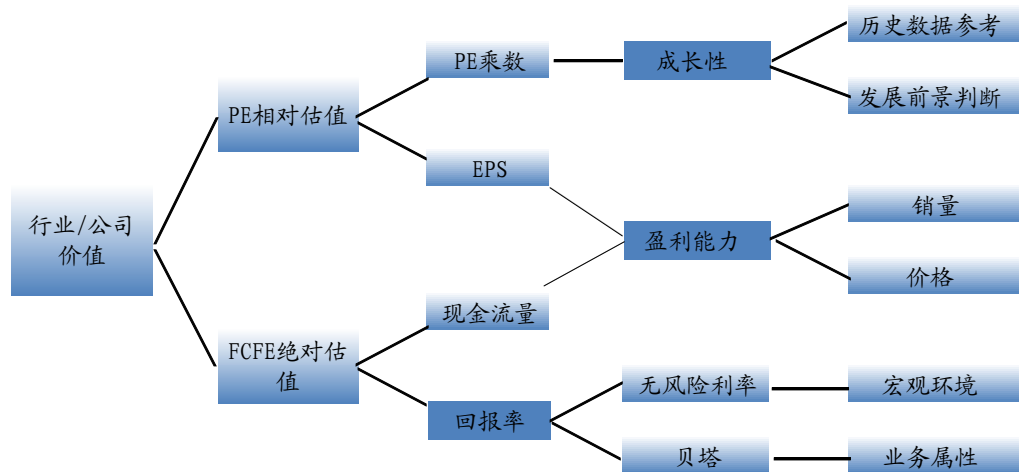


前言:

日前我们取道浙江绍兴，黄酒的故乡，首次调研了古越龙山。作为闻名中外的酒文化名城，绍兴“酒因城而闻名遐迩，城因酒而风望倍增。”从春秋助越灭吴、振奋士气的“醪”酒到现代国礼、国宴用酒，绍兴酒历经数千年，声誉远播，四海扬名。

古越龙山是绍兴黄酒的代表，也是黄酒行业的龙头企业，公司拥有品牌、原酒、研发、销售网络等优异的资源优势，具备成为业界巨擘的基因，成长性上给投资者无限的期待空间，这些成为我们开始关注古越龙山的主要原因。

对于公司价值的研究，我们还是承袭一贯的研究思路和框架：



盈利能力、成长性、要求回报率是影响行业、公司价值三个重要因素，要求回报率随成长性的提高而降低，二者本原一致。成长性是企业文化的主要组成部分，但通过对未来盈利能力的预期来反映。





一、行业概论

1、黄酒简介

黄酒是世界上最古老的酒类之一，同法国的葡萄酒、德国的啤酒共称为世界三大古酒。黄酒是我国的主要酒种，在我国已有六千年的历史，由于色泽橙黄，称为黄酒，因其越陈越香，又叫陈酒或老酒。黄酒酿造技术独特，传统酿酒工艺过程繁杂，要求严格，是中华民族的宝贵遗产，被称为“国粹”。

黄酒是以稻米为原料，受到酒药、酒曲、浆水的糖化作用和发酵作用而逐渐酿成，酒度约 16-18 度。就其用料与风味而言，黄酒可分为：

表格 1: 黄酒分类（以用料分）

黄酒分类	浙商证券覆盖的上市公司	代表产品
大米黄酒	又名南方黄酒，以糯、粳米酿造	元红酒、加饭酒等
红曲黄酒	又名福建黄酒，利用耐高温红曲酿制	沉缸酒、乌衣红曲黄酒等
小米黄酒	又名北方黄酒，用黍米酿制	山东即墨老酒、山西黄酒等

资料来源：浙商证券研究所

表格 2: 黄酒分类（以含糖量分）

行业分类	浙商证券覆盖的上市公司	代表产品
干黄酒	含糖分小于 1 克/100 毫升	元红酒
半干黄酒	含糖分在 1-3 克/100 毫升之间	加饭酒
半甜黄酒	含糖分在 3-10 克/100 毫升之间	善酿酒
甜黄酒	含糖分大于 10 克/100 毫升	蜜清醇

资料来源：浙商证券研究所

其中半干型黄酒是黄酒中的上品，具有越陈越香的特点，而家用“料酒”是采用甜型黄酒。

从营养、保健功能角度上看，黄酒独特的酿造方式使其含有丰富的蛋白质、功能性低聚糖、功能性低聚糖、无机盐及微量元素、生理活性成分以及维生素 C 等，具有补充人体必要的氨基酸、促进双歧杆菌增殖、以及清除自由基，防止心血管病、抗癌、抗衰老等多种生理功能，适量饮用对人体具有一定的保健作用，可以延年益寿，在业内常用“液体蛋糕”来形容黄酒。同时黄酒作为药用还具有通曲脉，厚肠胃，润皮肤、养脾气、扶肝，除风下气等疗效。

黄酒酒精含量一般在 10%—20%，具有低酒度、低耗粮、高营养等特点，不仅符合我国酒类发展的产业政策，也符合世界酒类的消费趋势。

2、行业发展情况

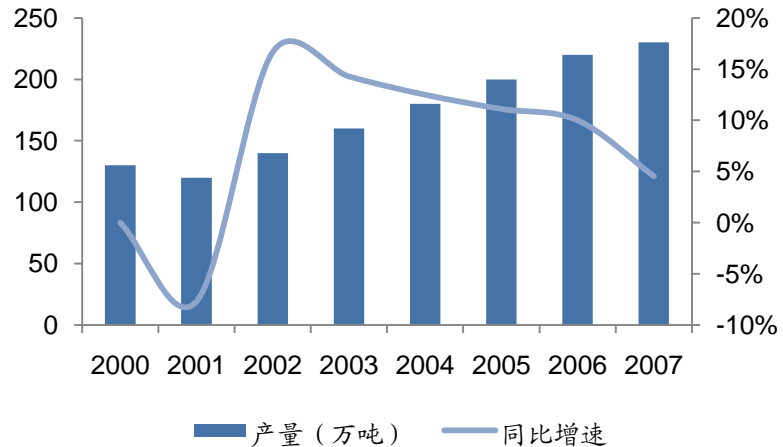
产量增长相对缓慢。黄酒行业的产量近几年呈持续增长趋势，但增长势头较为缓慢。据中国酿酒工业协会黄酒分会统计（2006 年以后才出现国家统计局发布的规模以上企业的官方统计数据）：2003 年全国黄酒产量 160 万吨，2004 年上升至 180 万吨，同比增长超过 10%，05、06 和 07 年分别达到 200 万吨、220 万吨和 230 万吨，2003-2007 年均复合增长率达 9.5%，但相比较食品工业过去 5 年平





均 23% 的增长速度，增长相对缓慢。

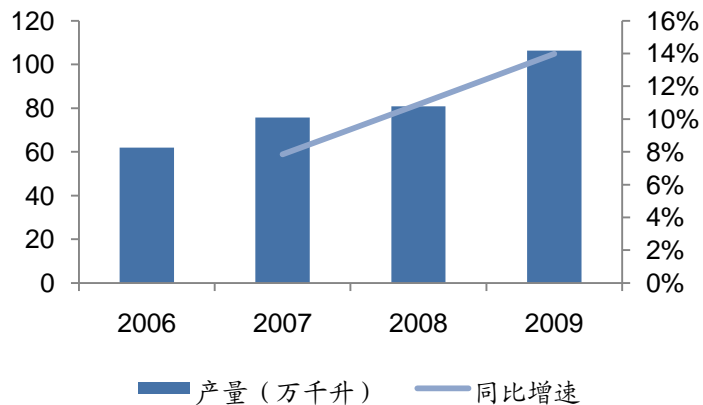
图表 1: 黄酒行业产量增长相对缓慢



资料来源: 中国酿酒工业协会黄酒分会 浙商证券研究所

据国家统计局数据，06、07、08、09 年黄酒规模以上企业产量分别为 61.9 万、75.7 万、80.9 万和 106.3 万千升，同比增速分别为 7.85%、10.90%、13.99%，年均复合增长率达 19.8%。

图表 2: 黄酒 06-09 年规模以上企业产量



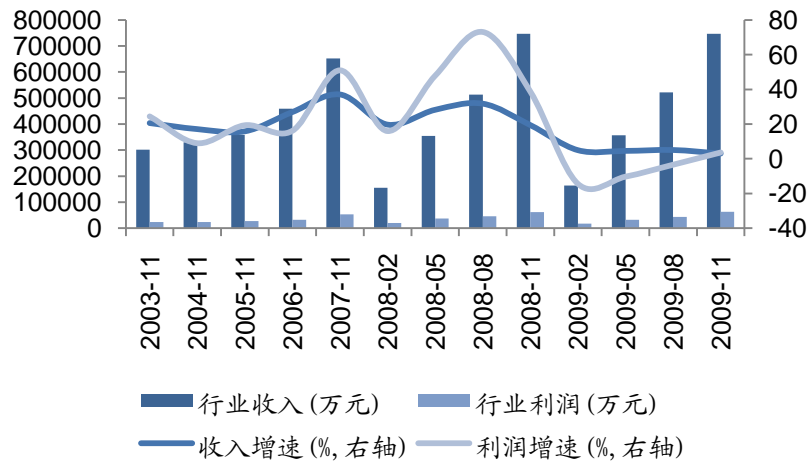
资料来源: 中国酿酒工业协会黄酒分会 浙商证券研究所

行业季节性明显，景气度有所回升。 受经济危机影响，08 年底开始高档黄酒的需求出现萎缩，销售价格下降导致收入和利润都有不同程度的下滑。黄酒销售季节性明显，一、四季度冬春季节是黄酒的销售旺季，黄酒销售收入 2009 年 1-11 月规模以上企业销售收入 74.7 亿元，同比增长 3.1%，累计税前利润总额 6.24 亿，同比首次实现正增长，为 3.57%，黄酒企业主营业务收入和利润总额增速都出现了止跌回稳的迹象。





图表 3: 黄酒销售收入、利润总额走势

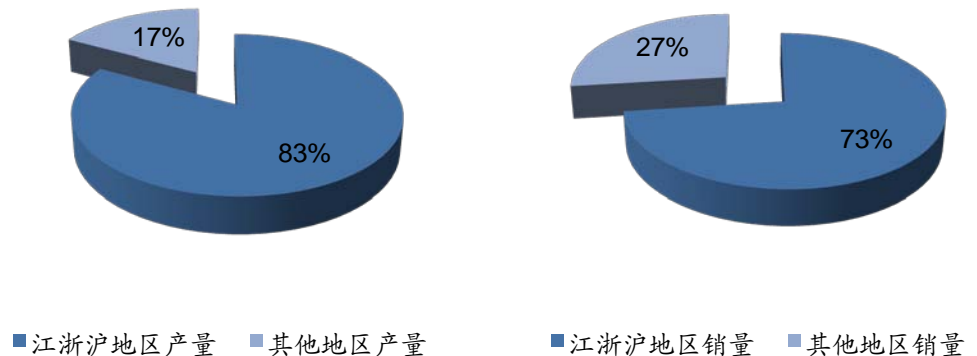


资料来源: 国家统计局 浙商证券研究所

行业工业化程度不高, 集中度仍然较低。目前黄酒业工业化程度不高, 管理较为粗放, 仍有不少企业以作坊式的生产方式为主, 仅有 1/4 左右的企业实现了机械化和半机械化生产。据统计, 黄酒行业中生产规模在千吨以下的企业占 80%, 万吨以上的 30 多家, 而以古越龙山、金枫酒业、会稽山为代表的龙头企业分享了行业中的大部分利润, 行业内销售收入前三位的黄酒企业集中了全行业销售收入的 23%, 但产量规模仅占行业的 14%左右。整体来看, 黄酒行业的集中度仍然较低。

我国黄酒区域特征仍然明显。生产、消费仍主要集中在江浙沪地区, 从黄酒产量分布来看, 目前黄酒的生产消费主要集中在江浙沪地区, 其中, 浙江省产量占全国的 60%以上, 苏浙沪三地合计所占比重高达 83%。从销量上来看, 江浙沪三地合计消费量分别占全国黄酒总消费量的 73%, “南黄北白”的酒类消费定势仍然存在。

图表 4: 黄酒区域特征明显



资料来源: 中国酿酒工业协会黄酒分会 浙商证券研究所

三足鼎立的竞争格局。绍兴黄酒和海派黄酒是目前黄酒制造业中的主要两个派别, 上海金枫酒业累计占有 70%上海市场, 成为上海市场主要控制者。绍兴黄酒以古越龙山和会稽山为代表, 古越龙山收购了女儿红, 会稽山收购了嘉善黄酒, 二者地区优势和产能迅速扩张。目前行业已经形成了金枫酒业、古越龙山、会稽山龙头企业三足鼎立的市场格局, 这三大企业在各自的区域市场拥有一定的竞争优势。





国家对黄酒行业的政策态度积极。根据国家计委国家经贸委农业部制定的《全国食品工业“十五”发展规划》，政策明确指出：酿酒业要继续贯彻“优质、低度、多品种、低消耗、少污染、高效益”的方针，积极实施“四个转变”（普通酒向优质酒转变，高度酒向低度酒转变，蒸馏酒向酿造酒转变，粮食酒向水果酒转变），重点发展葡萄酒、水果酒，积极发展黄酒，稳步发展啤酒，控制白酒总量。

根据 2007 年经国务院批准，发展改革委和商务部日前联合颁布的《外商投资产业指导目录（2007 年修订）》，鼓励外商投资发展低耗能饮料制造业，其中包括黄酒制造业（中方控股）。

在税收政策方面，国家对黄酒实行 240 元/吨的消费税征收标准，黄酒作为我国特有的酒种，在三大酒类产品中消费税税负最轻，体现了国家对黄酒行业的扶持。

表格 3：酒类消费税收政策

酒类企业	消费税收政策
黄酒	240 元/吨
白酒	从价税 20%，从量税 0.5 元/500 克（或者 500 毫升）； 09 年 8 月 1 日起正式实施从严征收细则。
啤酒	甲类啤酒按 250 元/吨，乙类啤酒按 220 元/吨定额税率
葡萄酒	10%
酒精	5%

资料来源：浙商证券研究所

二、公司情况

1、公司简介

古越龙山系由中国绍兴黄酒集团公司独家发起，采用募集方式设立的股份有限公司。公司股票 1997 年 5 月 16 日在上海证券交易所挂牌交易。

中国绍兴黄酒集团有限公司是市政府授权的国有资产经营单位，由绍兴市国资委 100% 控股，集团公司前身由绍兴市酿酒总公司与沈永和酒厂联合组建，现有总资产 44.26 亿元。经过多年的发展，已形成以黄酒为主业，涉足化纤、电子等高新技术产业和热电、房地产等行业的大型企业集团，集团公司是中国酿酒工业协会副理事长单位，黄酒分会理事长单位。

浙江古越龙山绍兴酒股份有限公司，是目前 A 股市场两家黄酒独立上市企业之一，公司目前总市值 54 亿，流通市值 32 亿，是现阶段我国最大的黄酒生产、经营、出口企业，黄酒年生产能力 16.5 万吨（含女儿红）。公司是全国唯一的省级黄酒技术中心，拥有多名国家级评酒大师，主要产品“古越龙山”、“沈永和”、“状元红”、“鉴湖”。“古越龙山”是目前黄酒行业唯一集中国名牌、中国驰名商标、国宴专用黄酒于一身的品牌。

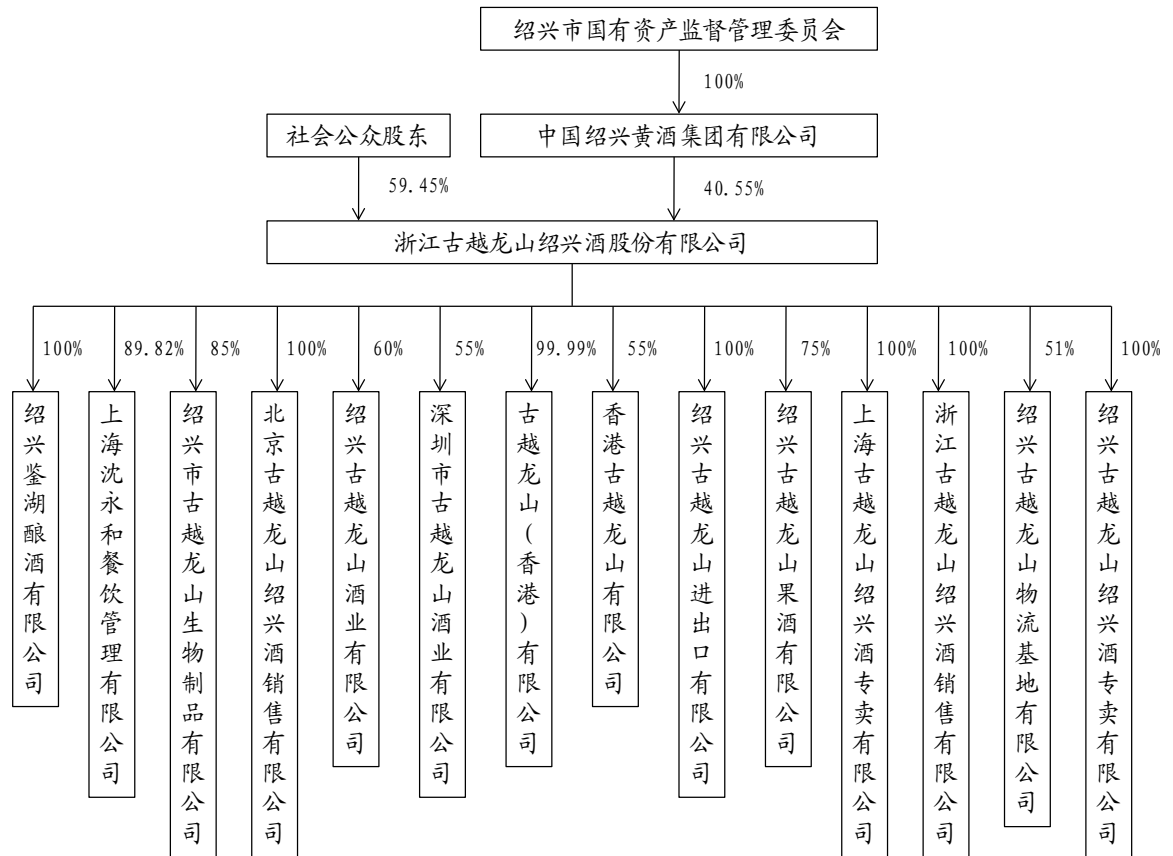
2、股权结构

公司现有注册资本 55,872 万元，其中国有法人股 22,653.36 万股，占总股本的 40.55%；社会公众股 33,218.64 万股，占总股本的 59.45%。公司具体股权结构如下：





图表 5: 公司股权结构情况



资料来源：浙商证券研究所

3、限售股解禁情况

公司目前限售股份完全来自于中国绍兴黄酒集团有限公司。而根据公司即将实施的 A 股定向增发预案，绍兴黄酒集团认购的股份自此次发行结束之日起，将再次锁定认购股份，36 个月内不得转让，其他投资者认购的股份自发行结束之日起，12 个月内不得转让。（详见公司重大事项部分）

表格 4: 公司股份限售情况

上市日期	上市股份数量	占已流通数量比例 (%)	占总股本比例 (%)	股权所有人	上市股份类型	限售原因
2011 年 3 月 14 日	226,533,600	68.19	40.55	中国绍兴黄酒集团有限公司	股权分置限售股份	股改承诺及追加股份限售承诺

资料来源：浙商证券研究所

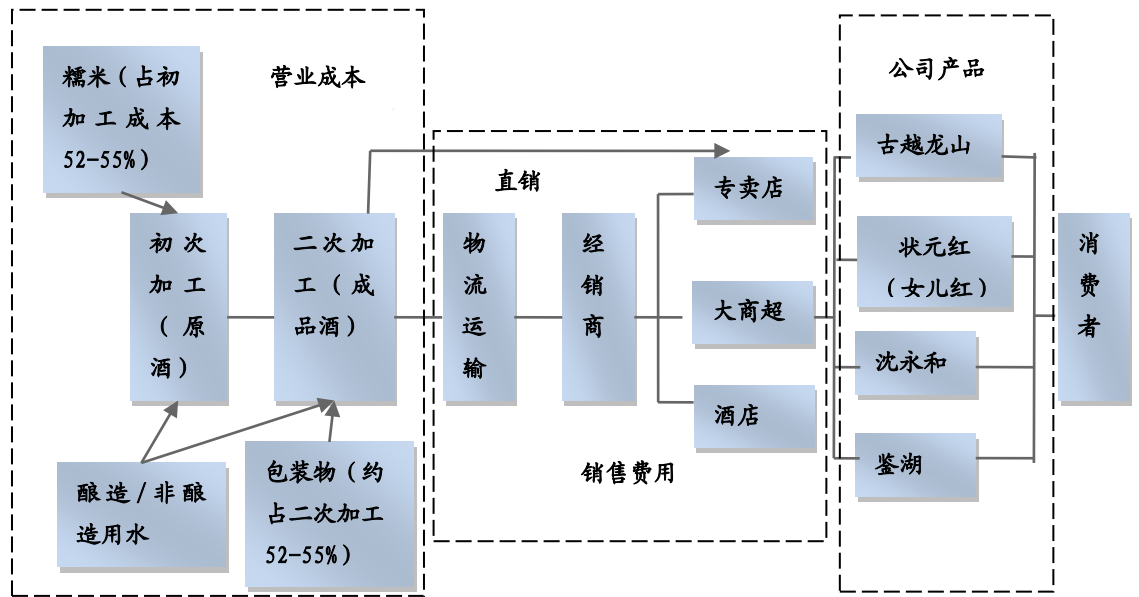
4、产业链

公司的上游产业主要是粮食、谷物种植，原材料主要为糯米，下游主要面对地区代理经销商或超市、商店、酒店等销售终端，公司旗下现有“古越龙山”、“状元红”、“（女儿红）”、“沈永和”和“鉴牌”等多个知名品牌。





图表 6: 公司产业链



资料来源：浙商证券研究所

5、重大事项

5.1 公司非公开发行股票申请获证监会核准。

2010年1月29日公司发布了《关于非公开发行股票申请获得中国证券监督管理委员会核准的公告》。根据发行预案，本次发行股票数量不超过10,000万股（含10,000万股），募集资金不超过67,000万元（含67,000万元），发行对象不超过十名，其中向绍兴黄酒集团发行的股份数量不超过本次发行数量的40.55%（即绍兴黄酒集团现持有公司股权比例）；其他特定投资者包括但不限于证券投资基金管理公司、证券公司、信托投资公司、财务公司、保险机构投资者、QFII及其他投资者。全部以现金认购。

公司拟将募集资金收购绍兴女儿红酿酒有限公司95%股权并进行增资，以及建立区域营销中心和拓展营销网络，项目总投资与募集资金之间的差额将由公司自行解决。项目资金使用情况如下：

表格 5: 项目资金使用情况 (单位: 万元)

序号	项目名称	总投资	已投入	尚需投资额	募集资金拟投资额
1	收购女儿红95%股权	16,200.92	--	16,200.92	16,200
2	增资女儿红扩建生产线	38,000.00	2,445.34	35,554.66	34,500
3	增资补充女儿红流动资金	11,398.33	--	11,398.33	11,300
4	建立五大区域营销中心	4,353.74	601.55	3,752.19	3,700
5	开设专卖店、店中店或专柜	1,209.60	--	1,209.60	1,200
6	补充流动资金	418.35	--	418.35	100
合计		71,580.94	--	68,534.05	67,000

资料来源：浙商证券研究所





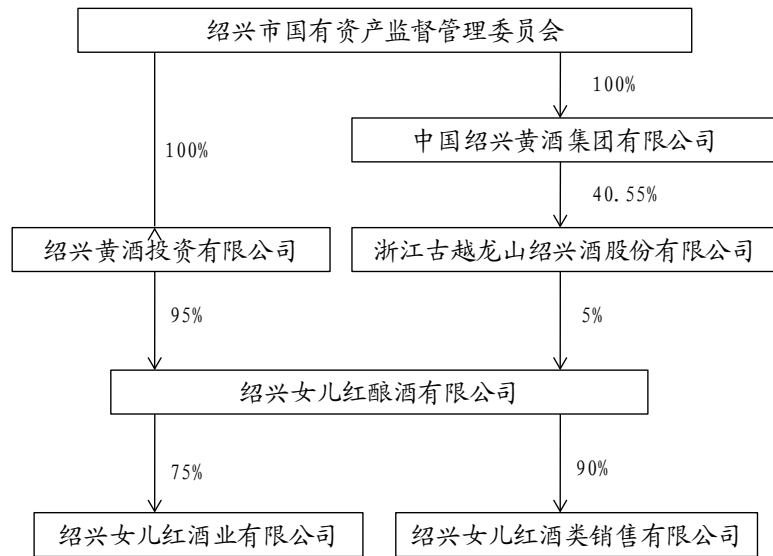
5. 2 女儿红公司简介

绍兴女儿红酿酒有限公司位于绍兴东麓的上虞市东关，注册资本 34,496,483.00 元，实收资本 34,496,483.00 元，于 1999 年 12 月 13 日在上虞市工商行政管理局登记注册，主要业务为黄酒的制造、销售、进出口业务。

女儿红是一家具有较大生产经营规模和较高品牌知名度的黄酒优质企业，其始建历史可以追溯到 1919 年，是我国 15 家绍兴酒原产地域保护企业之一，女儿红酒品牌历史悠久，已被评为中国驰名商标。

女儿红股东为绍兴黄酒投资有限公司及古越龙山，分别持有女儿红 95%、5%的股权；女儿红下属控股子公司有两家，分别为绍兴女儿红酒业有限公司和绍兴女儿红酒类销售有限公司。

图表 7: 女儿红公司权属关系图



资料来源：公司公告 浙商证券研究所

表格 6: 女儿红主要财务指标 (单位: 万元)

	2008 年 12 月 31 日		2008 年 12 月 31 日	
	母公司报表	合并报表	母公司报表	合并报表
总资产	27,549.07	27,967.38	31,183.58	30,656.03
总负债	22,022.67	22,135.46	25,587.49	24,772.33
净资产	5,526.40	5,561.24	5,596.09	5,623.97
资产负债率	79.94%	79.15%	82.05%	80.81%
	2008 年 12 月 31 日		2008 年 12 月 31 日	
	母公司报表	合并报表	母公司报表	合并报表
营业总收入	14,071.51	15,514.43	4,460.77	5,488.99
营业利润	979.62	1,063.39	164.7	93.04
利润总额	761.87	829.67	106.46	71.17
净利润	564.53	587.01	69.69	51.3

资料来源：公司公告 浙商证券研究所





6、产品销售现状分析

黄酒行业 2003 年以后进入持续增长阶段，至 08 年行业销售收入的年复合增长率为 20%，古越龙山 2003 至 2008 年间酒类销售收入的年均复合增长 12%，低于行业增长速度，我们认为主要原因在于：

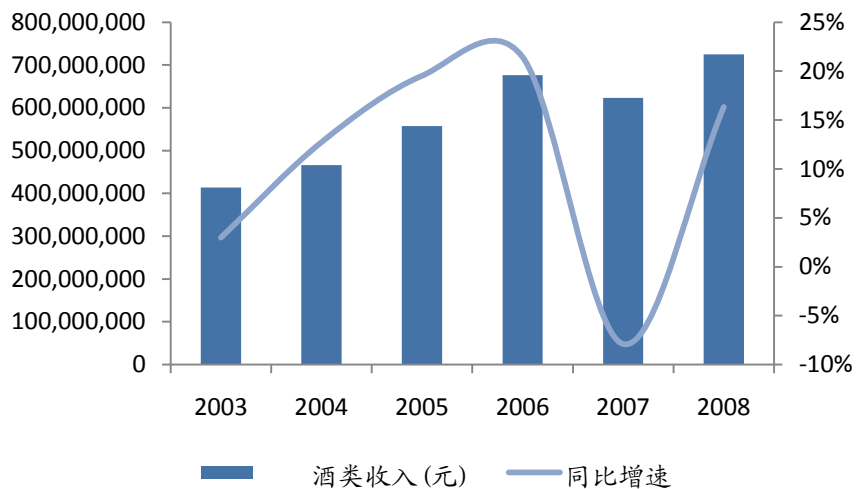
经营体制保守：实际控制人是绍兴国资委，公司在经营管理上求稳为主，比较保守，公司前身国企体制面对市场经济的快速发展，缺乏灵活的应对措施。

主业发展方向不明确：公司 2000 年进军氨纶生产业务，并于 2007 年剥离，剥离以后公司才将做大、做强、做优黄酒作为主业的明确方向。

未注重创新市场：公司一直以来以老酒概念为主导，放弃了产品创新市场，而同时期海派黄酒进行大量营销和产品创新，提倡上海老酒概念，改良传统黄酒，收到较好效果，销售年复合增长率达 35%。

营销策略不清晰：公司品牌规划欠佳。古越龙山产品从几元钱到上万元都有，让消费者对产品定位缺乏明确认知。在广告宣传比较含糊，没有突出产品特点。

图表 8：古越龙山销售收入走势



资料来源：公司公告 浙商证券研究所

7、未来发展战略

剥离氨纶业务后，集中资源和优势，重点抓好黄酒发展，做大、做强、做优黄酒业务成为公司发展战略。公司打算立足传统，把传统做成经典，不放弃现代，让现代成为时尚，未来传统产品将占到产品总量的 90%，现代产品 10%。

做好品牌和渠道建设工作，女儿红资产注入后，品牌重新定位，其中重点抓好针对细分市场的女儿红+状元红的品牌新营销，并转向面向全国以中高端产品为主的营销方向，推动产品升级。

8、产品结构分析

在产品结构上，公司目前五年陈以上的中高端产品（售价 15 元以上）占销售收入比约为 50%，五年陈以下中低端产品也约为 50%，中高端毛利率约 60%，高于公司 40% 综合毛利率水平；五年陈以上主要为古越龙山产品系列，在女儿红资产注入前，古越龙山品牌系列占 80% 的酒类销售收入和贡献了 90% 的利润，是公司的主要收益来源。





公司在融入女儿红资产后，对品牌重新作了调整，未来公司品牌定位将呈金字塔状：“古越龙山”，品牌将用于中高端产品，陆续剔除产品系列中的低端产品，面向全国市场，“状元红”+“女儿红”，两者将瞄准婚宴、节庆等专业细分市场，“沈永和”将针对日常大众消费，主要面向江浙沪黄酒消费成熟地区，“鉴湖”将满足低端消费市场。

表格 7: 古越龙山品牌定位

品牌	品牌定位
古越龙山	中高端，面向全国
状元红+女儿红	婚宴、节庆等专业细分市场
沈永和	中低端，成熟市场大众消费
鉴湖	低端

资料来源：浙商证券研究所

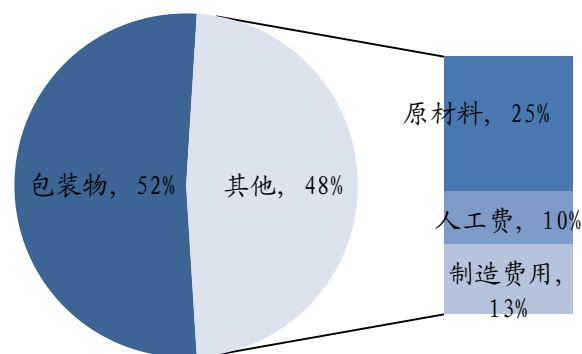
9、产能情况

目前古越龙山黄酒原酒年设计产能为 12 万吨，由于每年 5-8 月高温天气不适合黄酒生产，机器属于停工检修状态，公司实际有效产能约为 7 万吨。女儿红现有产能 1.8 万吨，正在扩建 2 万吨/年机械化黄酒生产项目和 2 万吨/年优质瓶装酒生产线项目，女儿红 2 万吨的新建黄酒生产项目已于 09 年 11 月底试运行，古越龙山并入女儿红以后年设计产能达到 16.05 万吨，产能暂处行业首位。女儿红瓶装酒生产线项目预计今年 3 月投产，由于四季度末到次年一季度为黄酒销售旺季，产能瓶颈现于灌装线（二次加工阶段），公司灌装线工人现已加班加点饱和生产，女儿红瓶装酒项目将有效缓解当前古越龙山的产能瓶颈。

10、产品成本情况分析

公司产品成本中包装成本大约占 52-55%，制造成本中原材料糯米大约占到 52-55%。近年来糯米价格呈上升趋势，去年糯米收购价是 3.0 元/公斤，今年已涨到 4.8 元/公斤，涨幅达 60%以上，包装物材料受通胀原材料价格上涨也成上涨趋势，因此公司将产品升级作为未来发展方向具有现实意义。

图表 9: 公司成本结构



资料来源：浙商证券研究所





11、原酒销售分析

公司将原酒交易作为一种营销手段。目前市场上新口味、改良型黄酒受到青睐，黄酒是老酒、越陈越香的属性受到了挑战，古越龙山作为绍兴黄酒的正宗嫡传，坐拥 27 万吨原酒（含女儿红），通过原酒交易宣传绍兴老酒，让黄酒回归本源，从而发挥公司优势强项。

原酒交易是公司发展“立足传统，把传统做成经典”战略方针的一部分。同时通过推广原酒，让消费者领略老酒的陈香，达到口碑传递的目的。

12、未来盈利增长点

09 年是公司业绩低点。1) 受经济下滑影响，09 年公司原酒销售和高端产品出现不同程度萎缩。09 上半年公司原酒销售约 2000 万，08 年同期高达 8000 万。我们认为作为营销手段的原酒销售，日后供应量将保持稳定，售价也会随黄酒本身越陈越香的属性而升值，原酒对盈利贡献将企稳。2) 公司高端产品销售主要集中在外围市场，随着宏观经济的整体复苏，外围市场的消费热情将被再度点燃，带动高端产品的升温。3) 公司寄予女儿红资产厚望，已经重金聘请专业营销公司度身打造女儿红品牌形象，但业绩释放需要一个过程。

女儿红资产成为盈利增长亮点。女儿红 09 年业务收入约为 2 亿元，公司管理层估计在未来三年女儿红的酒类销售收入将达到古越龙山的 08 年 7.24 亿元的销售年收入水平。女儿红酿酒公司自 2009 年 1 月 1 日起被认定为浙江省高新技术企业，所得税税率由原来的 25% 调整为 15%，有效期 3 年，所得税调整将直接给女儿红带来 13 个百分点的盈利增长。如果 09 年将女儿红资产并表，我们估计女儿红将会贡献 900 万元左右的利润。

母公司本身酒类销售将保持约 20% 年增长速度。公司 08 年原酒销售 1.05 亿元，成品酒销售 6.19 亿元，我们估计 09 年原酒销售约 5000 万元，成品酒销售与去年持平约 6.2 亿元。

表格 8：古越龙山销售收入的预测表

年份	2010E	2011E	2012E
销售收入（亿）	11.1	14.3	18.6

资料来源：浙商证券研究所

从调研情况来看，公司管理层对未来黄酒的外延式增长较为乐观，我们认为乐观可能传递了两个信息：1) 黄酒行业，特别是绍兴黄酒整合还将继续，古越龙山日后可能还有其他动作，公司可能会通过兼并、重组、整合等手段立足原有传统老酒的市场地位，挺进新的黄酒生产、科研、出口等领域，巩固古越龙山中国黄酒第一品牌的地位。2) 公司将掀起新一轮的提价周期，提价主要应对产品成本的上漲，也符合公司产品结构升级的战略，提价将从低端产品、成熟市场开始向高端、外围市场延伸。事实上古越龙山低端产品在年初已经小范围提价，占销售比重 2%，提价幅度在 7% 左右。提价的做法在调研过程中得到公司方面的印证。

推动产品升级，提高毛利率。相对其它酒种，黄酒机械化、现代化程度低；消费者接受程度低，产品档次上不去；作为酒类中可选消费品，受宏观经济波动影响较大，这一系列因素导致行业毛利率较低。公司增发扩建女儿红的机械化生产线项目，低端产品的小范围提价说明公司已经着手推动产品升级，宏观经济的复苏和通货膨胀的预期给公司提价提供了良好的契机。

我们取公司近三年酒类销售营运率、资金占比、费用率等财务指标的平均值，假设其不变，假设营收增长固定，将毛利率的变动对增厚 EPS 作用做了敏感性分析：





表格 9: 毛利率变动敏感性分析

毛利率提高	1%	2%	3%	4%	5%	10%
EPS 提高	5.76%	11.45%	17.21%	22.97%	28.66%	57.33%

资料来源: 浙商证券研究所

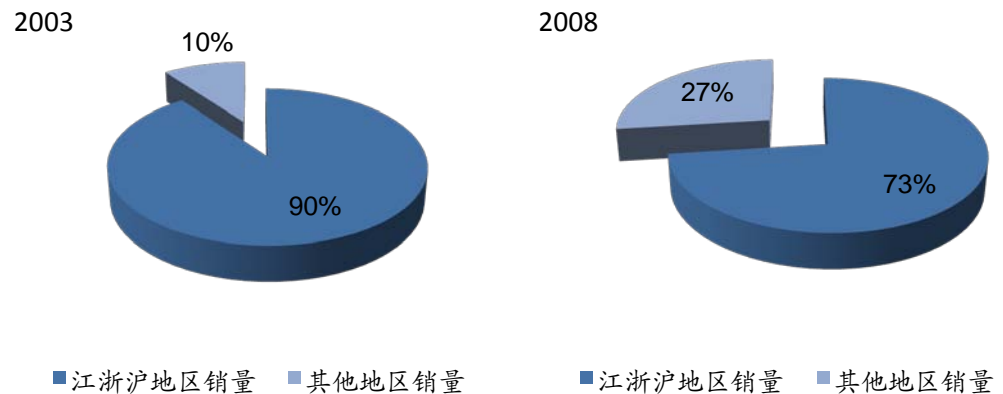
13、未来成长性判断

13.1 黄酒产业成长空间巨大。我们认为酒类消费是文化渗透带来的消费习惯的形成,因为酒本身并不是饮食的必需品,而是一种嗜好品,嗜好就是一种习惯,习惯是缓慢培养的过程。当初作为舶来品的葡萄酒随着西方文化传播而进入到国人的饮食中,起初大家在酒中兑上雪碧当鸡尾酒喝,斟满酒杯干杯当白酒喝,但随着葡萄酒文化的进一步渗透,贴近葡萄酒文化的消费习惯逐渐形成,葡萄酒中不再兑糖分,细饮慢酌开始享受浪漫情怀等等。

如果说从文化到习惯,从让消费者接受再到深度开发是葡萄酒两步走的发展路径,那么黄酒是否会复制葡萄酒的路径呢?我们认为会。事实上黄酒企业已经这么做了,2002年起海派黄酒创新营销发力,推出多种改良口味的黄酒以适应省外消费者及年轻消费群体,与此同时,绍兴黄酒古越龙山和会稽山先后斥巨资在央视黄金时段投放广告,在营销攻势推动下黄酒消费在全国范围迅速升温。据中国酿酒协会的统计,黄酒在江浙沪三地以为的销售比例由03年之前的10%左右,提升至08年的27%,全国性市场,尤其是北京、山东等部分地区销售增长明显。

如果省外消费量能够和江浙沪三地持平,那么未来黄酒龙头企业将会有3倍以上的成长空间。

图表 10: 江浙沪地区销量变化



资料来源: 中国酿酒工业协会黄酒分会 浙商证券研究所

13.2 公司具有成为业界巨擘的基因。能够享受巨大的成长空间一定要具有长高长大的基因,我们认为拥有品牌、原酒、研发技术、销售网络优势的古越龙山拥有这样的基因

品牌优势 我们在《成长性和盈利能力构筑食品饮料业美好前景》一文中说明了品牌和渠道对消费类公司的重要性。“古越龙山”是黄酒行业唯一集中国名牌、中国驰名商标、国宴专用黄酒于一身的全国性品牌,收购女儿红后,古越龙山将拥有中国驰名商标“女儿红”品牌的使用权,成为唯一拥有两个驰名商标、全国性品牌的黄酒企业。古越龙山和女儿红品牌强强联手带来的协同效应确实给公司带来无限的上升空间。





表格 10: 历年女儿红商标荣誉表

年份	荣誉
1998	“女儿红” 商标被评为浙江省著名商标
2004	“女儿红” 商标被评为浙江名牌产品
2005	“女儿红” 商标被评为中国驰名商标
2006	“女儿红” 商标荣获“中华老字号”称号
2007	“女儿红” 牌黄酒被评为浙江名牌产品
2008	“女儿红” 商标被再次认定为浙江省著名商标。

资料来源: 浙商证券研究所

原酒优势 公司拥有原酒 27.46 万吨 (含女儿红 2.66 万吨), 平均酒龄 9 年, 原酒品质和库存量都位居行业榜首。原酒是制造陈年高档酒的基础, 在全行业产品结构升级的大背景下, 拥有 27 万吨的库存原酒在未来竞争中具有战略意义, 是公司推进产品高端化路线的必要保障。

原酒本身增值效应的市场认同度逐步提高, 2010 年古越龙山原酒供应计划量与供应价格已出炉, 总供应量比去年减少约 10% 左右, 约 6000 余千升, 但价格大幅上涨, 最低 45%, 最高达 249%。

研发技术优势 目前黄酒以外其他酒类的研发中心都汇集在北京, 而黄酒的国家级研发中心在古越龙山, 同时公司拥有十多名国家级评酒大师。我们认为在雄厚的研发实力下, 一旦公司打算进入创新型黄酒新兴市场具有后发制人的优势。

销售网络优势 公司是国内销售网络面积最大的黄酒企业, 销售网络覆盖到全国, 全国性品牌影响力和销售网络帮助古越龙山未来的市场扩张, 特别是外围市场竞争中占据先发优势。

增发完成后, 公司拟安排募集资金 5,000 万元建立五大区域营销中心, 形成完整的营销管理系统, 进一步拓展公司在黄酒市场营销终端渠道范围。

表格 11: 营销管理系统项目说明

项目名称	项目内容	募集资金 (万)
建立五大区域营销中心	在北京、上海、浙江及广东购置营业用房, 用于区域营销机构办公和开设古越龙山展示厅。	3700
开设直营专卖店、店中店或专柜	在原有 10 家专卖店基础上, 在全国重点黄酒市场区域开设 20 家古越龙山品牌直营专卖店, 30 家古越龙山品牌店中店或专柜。	1200
补充流动资金	补充营销网络项目建设营运资金	100

资料来源: 公司公告 浙商证券研究所

13.3 政策支持。 黄酒行业不仅受到国家政策的扶持 (见行业概论部分), 绍兴黄酒产业亦收到当地政府的积极支持。





表格 12: 绍兴政府出台的黄酒扶持政策

政策名称	相关内容
《绍兴市食品饮料产业提升发展规划》	到 2012 年绍兴黄酒产能要在现有规模上翻一番,达到 90 万吨; 并建成全国黄酒的生产、品牌、技术创新、人才培训和交易等五大中心。同时,全力申报“中国黄酒之都”。
《绍兴黄酒粮食原料种植基地补助办法》	黄酒企业在绍兴市外创建粮食原料种植基地,只要规模、产量达到一定标准,基地所产粮食全部用于企业生产,所产粮食质量符合相关标准,经审核通过,三年内给予每亩每年 30 元的补助。
《关于印发振兴绍兴黄酒业纲要的通知》	对获“国字号”称号的予以 50 万元奖励,对新获“浙江省著名商标”或“浙江省名牌产品”的绍兴黄酒企业,奖励 5 万元; 对新获绿色产品“环境标志”或国家免检的产品的黄酒企业,给予 5 万元奖励

资料来源: 浙商证券研究所

14、公司风险

控股股东控制的风险

绍兴国资委下属的中国绍兴黄酒集团公司持有本公司 40.55%的股份,处于绝对控股地位,对公司的重大经营决策和人事安排具有较大影响。

经营管理风险

公司并购女儿红以后,需要在经营管理模式、企业文化等方面进行磨合,同时公司资产规模得到扩大,对公司组织架构、经营管理、人才引进及员工素质提出更高要求。

产品成本风险

原材料糯米和包装物占公司产品成本的 77%,粮食价格波动和包装物成本变化将导致企业生产成本的波动,影响公司利润的稳定性。

三、公司盈利预测

根据调研信息,我们对公司的销售收入预测较为乐观,对盈利能力预测相对保守,相关假设条件如下:

- 1) 公司营业收入预测见公司未来盈利增长点部分。
- 2) 女儿红的销售增长对公司未来营业收入贡献较大,女儿红品牌定位于专业细分市场,在毛利率贡献上不及古越龙山品牌高端化的效果,我们假设 11 年毛利率达到公司历史最好水平。
- 3) 营运率假设: 公司每年将维持 22-26 万吨库存原酒,因此我们假设存货对营运资金的占用小幅增长,应收账款根据古越龙山和女儿红公司的帐龄情况进行调整,其他流动项目增长率与营收增长率保持同步。
- 4) 财务费用根据营运率假设进行调整。
- 5) 管理费用、销售费用采用过去三年费用率的平均值。

在此基础上,预测公司 09 年、10 年、11 年 EPS 分别为 0.15 元、0.21 元和 0.33 元。09 年是公司业绩低点。





表格 13: 古越龙山利润预测简表

利润表 (百万元)	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	814.9	747.8	870.0	1108.0	1426.9
营业成本	486.1	442.6	543.3	670.9	841.6
营业税金及附加	26.9	35.0	33.0	42.0	54.1
销售费用	110.2	93.4	110.0	140.1	180.4
管理费用	43.5	45.5	50.3	64.0	82.5
财务费用	47.0	21.4	30.6	20.7	-1.6
营业利润	116.6	122.5	108.1	177.4	277.4
税前利润	117.5	122.8	108.7	178.1	278.1
净利润	102.8	100.2	87.0	142.4	222.4
归属于母公司的净利润	89.3	98.1	84.4	138.2	215.9
基本每股收益	0.38	0.26	0.15	0.21	0.33

资料来源: 浙商证券研究所

四、估值与投资建议

1、相对法估值

由于收购女儿红并对其增资扩建需要一个过程, 公司业绩释放尚需时间, 因此当前采用相对估值法估值并不能真实反映公司价值。若以 2011 年预测业绩估算, 以行业龙头 30 -35 倍 PE 水平衡量, 公司股价在 9.9-11.55 元之间。

2、DCF绝对估值

假设条件和取值情况如下:

- 1、无风险报酬率 R_f : 根据 2009 年 12 月发行的 5 年期国债票面利率 2.9%
- 2、Beta 值: 以沪深 300 为标的指数, 以月为周期, 计算 2005 年 1 月至 2010 年 1 月公司的 Beta 值为 0.9736
- 3、市场要求回报率 10%, (公司近三年平均净资产收益率 6.07%)
- 4、目标债务比率 40%
- 5、永续增长率 1%

依据 DCF 绝对估值, 古越龙山内在价值为 11.58 元

表格 14: DCF 绝对估值参数指标

WACC	7.74%	K_e	9.8%
永续增长率	1.0%	K_d	6.1%
终值	29406	t	25%
企业价值	674103	R_f	4%
非核心资产价值	25598	$E(R_m)$	0.1
债务价值	27018	$R_m - R_f$	6%
股权价值	647085	D/A	4.9%
股本	37248	E/A	95.1%
每股价值	11.58	Beta	0.97

资料来源: 浙商证券研究所





表格 15: DCF 估值敏感性分析

估值		g				
		0.00%	0.50%	1.00%	1.50%	2.00%
WACC	6.24%	13.70	14.59	15.65	16.94	18.53
	6.74%	12.46	13.19	14.05	15.07	16.31
	7.24%	11.41	12.01	12.71	13.53	14.51
	7.74%	10.50	11.00	11.58	12.25	13.04
	8.24%	9.70	10.12	10.61	11.16	11.81
	8.74%	9.00	9.36	9.77	10.23	10.77
	9.24%	8.38	8.69	9.04	9.43	9.87

资料来源: 浙商证券研究所

3、投资建议

- 1、我们判断 09 年是公司未来几年的业绩低点，女儿红资产的注入和产品结构升级成为公司业绩增长的亮点，在不考虑古越龙山和女儿红强强联手的协同效应下，公司两年时间里就能实现业绩水平翻番。
- 2、成长性是公司内在价值的主要组成部分，因此我们更注重公司是否拥用长成参天大树的基因，品牌、原酒、研发技术、销售网络组建了公司优秀的基因，在国家和当地政策的频频暖风，巨大的行业空间里，公司爆发式成长只是时间问题。
- 3、在估值的假设条件和参数选择上，我们相对保守，即便如此，公司仍有 20%以上的上涨空间，年内我们给予公司 11.58 元的目标价，首次评级“买入”。





浙商证券研究团队

浙商证券管理团队

副所长·研究策划

吴鹏飞

+86 21 6471 8888

wupengfei@stocke.com.cn

副所长·策略 行业比较

詹诗华

+86 21 6471 3765

zhanshihua@stocke.com.cn

副所长·客服中心

吕小萍

+86 21 6471 3765

lvxiaoping@stocke.com.cn

所长助理·金融工程

姚小军

+86 21 6471 7903

yaoxiaojun@stocke.com.cn

宏观·策略研究团队

首席经济学家

闻岳春

+86 21 6471 6089

wenyuechun@stocke.com.cn

首席策略分析

潘立彬

+86 21 6431 6020

panlibin@stocke.com.cn

宏观经济 债券研究

陶敬刚

+86 21 6471 8888-1104

taojingang@stocke.com.cn

策略研究

王伟俊

+86 21 6471 8888-1277

wangweijun@stocke.com.cn

行业研究团队

电力设备行业研究

史海昇

+86 21 6471 8888-1737

shihaisheng@stocke.com.cn

房地产行业研究

戴方

+86 21 6471 8888-1219

daifang@stocke.com.cn

商贸 旅游行业研究

程艳华

+86 21 6471 8888-1212

chengyanhua@stocke.com.cn

钢铁行业研究

马春霞

+86 21 6471 8888-1270

machunxia@stocke.com.cn

煤炭行业研究

田加伟

+86 21 6471 8888-1117

tianjiawei@stocke.com.cn

化工行业研究

代鹏举

+86 21 6471 8888-1206

daipengju@stocke.com.cn

交通运输行业研究

李冬

+86 21 6471 8888-1807

lidong@stocke.com.cn

通信行业研究

徐昊

+86 21 6471 8888-1702

xuhao@stocke.com.cn

有色行业研究

林建

+86 21 6471 8888-1286

linjian@stocke.com.cn

医药行业研究

金嫣

+86 21 6471 8888-1241

jinyan@stocke.com.cn

银行业行业研究

黄薇

+86 21 6471 8888-1813

huangwei@stocke.com.cn

电力行业研究

张延兵

+86 21 6471 8888-1106

zhangyanbing@stocke.com.cn

金融工程研究团队

金融工程与衍生品研究

邱小平

+86 21 6471 8888-1701

qiuxiaoping@stocke.com.cn

信息技术

李思明

+86 21 6471 8888-1824

lisiming@stocke.com.cn

金融工程与基金

陆靖昶

+86 21 6471 8888-1254

lujingchang@stocke.com.cn

销售服务团队

客户服务





张燕华

+86 21 6471 8888-1287

zhangyanhua@stocke.com.cn

浙商证券股票投资评级说明

- 1、买 入：相对于沪深 300 指数，预期未来 6 个月内上涨幅度在 10%以上
- 2、中 性：相对于沪深 300 指数，预期未来 6 个月内变动幅度在 -10% - 10%
- 3、卖 出：相对于沪深 300 指数，预期未来 6 个月内下跌幅度在 10%以上

浙商证券策略/行业投资评级说明

1. 买 入：预期未来 6 个月内行业股票指数表现优于沪深 300 指数
2. 中 性：预期未来 6 个月内行业股票指数表现与沪深 300 指数持平
3. 卖 出：预期未来 6 个月内行业股票指数表现弱于沪深 300 指数

特别声明：

本报告版权归“浙商证券”所有，未经事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“浙商证券”或“浙商研究”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。本报告基于我公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但我公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

浙商证券研究所

上海

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

浙商证券网址：www.stocke.com.cn

