



分析师

苏静然

电话: 010-88085978

Email: sujingran@hysec.com

食品饮料行业 增持
(维持)



古越龙山：与女儿红整合进行中， 营业外收入增厚业绩

事件：2010年5月6日，我们参加了古越龙山股东大会，并与公司高管进行简短交流，我们主要观点是：

- (1) 今年一季度公司收入和利润增长 44.51%和 31.24%主要来自女儿红并表收入。预计收购女儿红增加公司 2010 年收入和利润分别为 2 亿元和 1100 万元。公司收购女儿红之后，由于尚未实现统一管理，基本还是各自为政，协同效应的发挥尚需时日。
- (2) 市场拓展逐渐见效：江浙、上海、北京和成都等成熟市场销量增长较为迅速，精耕细作销售模式有望得以推广，增速预计超过 20%；外省市场仍主要依赖经销商，预计 2010 年增速超过 10%。
- (3) 2009 年公司厂房搬迁，收到拆迁补偿费用 7500 万元，该部分收入的确认有可能大幅提升公司 2010 年业绩。

投资建议：2010 年营业外收入和女儿红并表因素可能成为公司业绩增长的重要来源；作为“国粹黄酒”的代表，公司有极强的品牌价值和天价原酒库存，值得长期看好；但外省市场开拓尚需一段较长的过程，因此公司内在价值的释放还需等待。预计 2010 年、2011 年公司黄酒业务每股收益达到 0.22 元和 0.27 元，考虑到营业外收入增长，维持对公司“增持”的投资评级。

事件点评

1 “女儿红”收购完成，品牌整合提上日程，公司将加大资源重点扶持

女儿红资产质量低于上市公司。收购之前，女儿红主要在绍兴和上虞等地销售，在浙江黄酒企业中品牌知名度很高。扩产前产能为 2 万吨，原酒库存约 2 万吨，2008 年销量约为 2.6 万吨，近两年处于满负荷生产状态。我们认为女儿红的主要问题有两个：一是资产收益质量不高，二是流动负债太高，资金短缺严重。2008 年女儿红销售收入 1.51 亿元，净利润 601 万元，毛利率不到 33%，净利率不到 4%；截止 2009 年 3 月 31 日，女儿红资产负债率高达 82%，短期借款和长期借款分别达到 6500 万和 3000 万。主要原因可能由于产能规模不大导致生产成本相对较高、产品档次较低而绍兴和上虞当地黄酒企业竞争激烈，加之公司国有企业，经营机制相对落后。女儿红效益大幅低于上市公司。因此合并女儿红在增加公司整体销量同时必然降低公司整体毛利率，并降低整体资产质量。2009 年公司毛利率同比下降 3.65 个百分点。

扩充产能、提高品牌成为公司发展女儿红新战略。公司收购女儿红后，主要战略是拓展其产能，并提升其品牌价值。一方面对其增资 3.4 亿元，使其产能扩大到 4 万吨，缓解产能瓶颈。同时对女儿红产品结构和定位进行调整，开发中高档产品，如“十年陈”，提高品牌价值。在产品结构整合上，确定“古越龙山”和“女儿红”双品牌错位竞争路线：其中古越龙山定位传统中高端绍兴黄酒，女儿红则主攻婚庆喜宴市场。为推动女儿红发展，公司加大资源向女儿红倾斜，利用古越龙山的资金和渠道做大女儿红。具体措施包括：制作关于女儿红的宣传片，并聘请代言人，加大营销宣传；与盛初咨询合作 2 年，为女儿红做专门营销策划；新成立“喜文化”公司，整合

“女儿红”和“状元红”两大品牌，建设专门的营销队伍，围绕“喜宴”市场做推广；目前还与北京“三人行”公司合作销售公司产品。渠道开拓上，打破女儿红在餐饮渠道的空白，成立专门的销售队伍进行培育。

我们认为，对女儿红而言，低价竞争始终不是出路。公司对女儿红扩产并积极促使其开发中高档产品的战略是正确的，有利于其长期发展。但我们感觉，整合主要还是政府层面推动为主。虽然公司对女儿红倾斜了大量资源，但整合完成和效益提高还需要很长的时间。目前两者的生产和销售仍是两套班子、各自为政，财务上独立核算。股份公司并未将女儿红纳入管理体系，仅对女儿红提出 2010 年销售量和销售收入增长 40%-50%的要求，并没有清晰的激励和惩罚机制。合作上两者可以在具体市场或销售渠道进行合作，避免品牌之间重复竞争。我们预期的整合效应出现还需要较长的时间。

2 成熟市场经多年培育销量增长，“上海模式”有望得到推广，省外市场主要依赖经销商

增发之前公司销售体系遍布全国：拥有直营和经销商开设的“店中店”及专柜 191 家，专卖店 10 家，网络遍布全国各省会城市。公司也在对销售体制进行相关改革，实行销售组织小化（公司目前 7 家子公司，14 家销售分部）、销售目标和责任细化、销售人员绩效与薪酬挂钩化。销售渠道建设上，重点加强对省内和省外相对成熟市场的支持。在成熟市场重点推广专卖店和店中店，加大精耕细作力度；其他省外市场逐步渗透，主要依赖经销商，并计划将销售渠道从省会城市下移。

成熟市场精耕细作，“上海模式”有望推广。公司计划在上海、杭州、宁波、北京、深圳等 5 个城市设立区域营销中心；上海、杭州、宁波、北京、广州、深圳等 7 个城市开设 20 家古越龙山专卖店；在上海、杭州、宁波、北京、广州、深圳、南昌、重庆、南京、苏州等地的超市、卖场、商厦等开设 30 家古越龙山品牌店中店或专柜，实现渠道细化。今年以来，公司在成熟市场上海、北京、成都等销量均有较快增长。其中 2009 年上海市场成为公司精耕细作销售方式的典型，占公司销售收入约 20%。上海模式有望在成熟市场得以大力推广。

上海市场之前由华光负责运作，主推品牌“屋里厢”。由于销售渠道管理的问题，加上产品定位出现失误（“屋里厢”意为“家里喝的酒”，价位定在十几块，但与当地黄酒“和酒”相比竞争优势并不明显），市场增长缓慢。公司改为设立销售公司，精耕上海市场：产品创新上推出两款新品“古越龙山金五年”和“东方原酿”。“金五年”突出绍兴传统黄酒特色，并在瓶身上标注“中央酒库”，突出其传统和正宗。“东方原酿”培育期已有三年，是专门针对上海市场推出的产品，口感和技艺均进行了改良。消除涩感，体现时尚。渠道开发上，加大力度开发餐饮市场，树立品牌形象。在商超渠道加大产品宣传。产品定价上，金五年餐饮终端价 28-38 元，东方原酿餐饮终端价 30-40 元。去年至现在，金五年在上海销量翻番，东方原酿也取得 50% 以上的增长。

我们认为，上海市场是公司运作较为成功的标杆市场，其精耕细作的销售模式可以向公司其他成熟市场推广。风险在于公司目前销售的大部分产品售价仍不高，这种销售模式运作成本较高且培育成功也需要

较长的时间。我们预计公司在成熟市场整体增长率有望超过 20%。

成熟市场以外开拓主要仍依赖经销商，预计全年销售增速在 10%左右。考核上主要以销量为指标考核，采取年底返利的形势进行奖励。为节省开店费用，店面开设主要由经销商自己提出要求，自建店面，公司提供形象指导。我们认为外省市场开拓效果一是销量增长，二是提价，提升品牌价值。针对古越龙山产品价格不高的现状，公司开始逐渐提高经销商出厂价。在销量拓展上，以后省外市场开拓也在考虑采取新模式，比如鼓励经销商自己做公司的贴牌产品或副产品。此种模式对经销商要求相对较高，对公司精选经销商的能力也提出较高的要求。省外市场的拓展我们认为目前来看进度不会太快，增速预计在 10%左右。

3 营业外收入可能成为 2010 年公司业绩增长的亮点

2009 年公司北海桥第一酿酒厂实施整体拆迁，拆迁后的公司土地由绍兴市政府土地储备中心收储。公司计划 2010 年 6 月 30 日前拆迁完毕。截至 2009 年 12 月 31 日，已收到拆迁补偿款 7500 万元，发生搬迁费用 115 万元。我们预计 2010 年搬迁过程完成，收益有望得以确认，也将增厚上市公司业绩。

我们预计 2010 年和 2011 年公司黄酒业务收入带来每股收益 0.22 元和 0.27 元。考虑到公司可能确认的拆迁收入，给予公司“增持”的投资评级。

销售经理：万玮
联系电话：010-88085990
电子信箱：wanwei1@hysec.com

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。

宏源证券评级说明	类别	评级	定义
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6-12个月的公司股价（或行业指数）涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。	公司评级	买入	未来6-12个月跑赢上证综指+15%以上
		增持	未来6-12个月跑赢上证综指+5%~+15%
		持有	未来6-12个月与上证综指偏离-5%~+5%
		减持	未来6-12个月跑输上证综指5%以上
	行业评级	增持	未来6-12个月跑赢上证综指+5%以上
		中性	未来6-12个月与上证综指偏离-5%~+5%
		减持	未来6-12个月跑输上证综指5%以上