

公司体制渐完善，业绩或出现拐点

古井贡酒（000596） 评级：中性

调研报告

2009年5月13日 星期三

卢媛媛
021-50586660-8635
lyy@longone.com.cn

徐玲玲
021-50586660-8632
xll@longone.com.cn

联系人：顾颖
021-50586660-8638
dhresearch@longone.com.cn

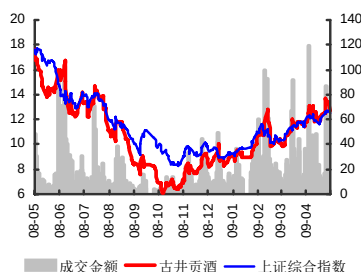
重要数据 (A 股)

总股本(亿股)	2.35
流通股本(亿股)	0.52
总市值(亿元)	29.81
流通市值(亿元)	6.60

市场表现

	绝对涨幅(%)	相对涨幅(%)
1个月	7.54	1.98
3个月	18.38	4.25
6个月	85.26	45.37

个股相对上证综指走势图



投资要点

- **管理层发生较大变动，2007年古井贡酒腐败案案发，涉案高管10人。**事件发生后，高层人员全部变动，目前曹杰担任公司董事长，新一届公司管理层的平均年龄不到40岁，工作积极性高，改革优化公司治理结构和股权结构的愿望较强。2009年董事长将这一年定位于“营销与转型年”。最近，公司面向全公司公开招聘中高级管理人员，内部选拔有突出贡献人员，此次人才选拔并不流于形式，真正做到人尽其才。
- **淡雅美酒数字系列销售低于预期，原浆年份酒肩负重任。**淡雅数字系列由于包装过于前卫，销售情况低于预期，目前公司只保留淡雅946作为公司的形象产品。2008年4月份调整战略，培养原浆年份系列品牌，2009年1季度销售情况十分乐观。原浆酒的价格在100-400元不等，主打品种是5年和8年陈年份原浆酒，该价位酒主要消费团体是当地政务、商务用酒，我们认为原浆酒销售势头良好，有可能成为公司未来业绩支柱。
- **公司毛利率增长较快。**公司2009年一季度的毛利率为51.31%，同比增加了12.65%，环比增加了6.71%。毛利率上升较快的原因因为产品结构的变化，除了原浆年份酒外，零售价128元以下的主要有幽雅古井贡酒，零售价70元以下的主要以金奖古井贡酒、淡雅古井酒为主，另外还有少量概念酒如红运古井贡酒等。综合来看，公司产品结构清晰，品种已经由原来的几百种消减到目前的十几种，主打产品突出。20元以下的产品公司几乎不再生产，产品结构调整大幅提高公司毛利率。另外，公司营业成本的下降也提高了毛利率，如流程调整、生产效率提高、原材料价格的下降等。原浆年份酒系列还在推广的初期，公司毛利率仍有进一步提高的空间。
- **公司销售地区主要集中在苏鲁豫皖，其中安徽占总销量近一半。**安徽省年消费白酒24万千升左右，主要生产厂商有口子窖、高炉家，其销售收入

均超过古井贡达到 15 亿元以上。古井贡是老八大名酒，由于体制没有理顺被皖酒后起之秀赶超。我们认为，虽然安徽市场竞争比较激烈，但尚处于竞争的初级阶段，个别品牌县级地区的销售额就可破亿元，因此即使只做深安徽市场也是非常有潜力的。

- **税收风险小。**国家税务总局 2009 年 2 月 26 日发文《关于进一步做好税收征管工作的通知》。通知提出加强白酒行业消费税管理，针对白酒企业存在的通过设立销售公司、降低产品出厂价格、侵蚀消费税税基等问题，研究指定白酒消费税计税价格核定办法。目前具体的细则还没有出来，根据我们前期报告《白酒企业的税收分析》中的计算，我们认为古井贡酒的税收风险不大。
- 公司为老八大酒业，有较深的历史渊源。若公司管理和经营体制理顺后，公司的发展潜力巨大。我们给予公司中性评级，预测 09-10 年每股收益分别为 0.32、0.41 元。

附注:**一、行业评级**

推荐	Attractive:	预期未来 6 个月行业指数将跑赢沪深 300 指数
中性	In-Line:	预期未来 6 个月行业指数与沪深 300 指数持平
回避	Cautious:	预期未来 6 个月行业指数将跑输沪深 300 指数

二、股票评级

买入	Buy:	预期未来 6 个月股价涨幅 $\geq 20\%$
增持	Outperform:	预期未来 6 个月股价涨幅为 $10\% - 20\%$
中性	Neutral:	预期未来 6 个月股价涨幅为 $-10\% - +10\%$
减持	Sell:	预期未来 6 个月股价跌幅 $> 10\%$

三、免责条款

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研获取的资料，但本公司及其研究人员对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告反映研究人员个人的不同设想、见解、分析方法及判断。本报告所载观点并不代表东海证券有限责任公司，或任何其附属或联营公司的立场，且报告中的观点和陈述仅反映研究员个人撰写及出具本报告期间当时的分析和判断，本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间和其他因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致，敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。本报告中的观点和陈述不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

本报告旨在发给本公司的特定客户及其他专业人士，但该等特定客户及其他专业人士并不得依赖本报告取代其独立判断。在法律允许的情况下，本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，本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之间已经了解或使用其中的信息。

本报告版权归“东海证券有限责任公司”所有，未经本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

东海证券有限责任公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构，我们欢迎社会监督并提醒广大投资者，参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构，注意防范非法证券活动。

东海证券研究所

地址：上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 11 层

网址：<http://www.longone.com.cn>

电话：(86-21) 50586660 转 8638

传真：(86-21) 50819897

邮编：200122