

食品饮料/白酒
2009 年 6 月 15 日



公司研究

调研简报

投资评级：短期-推荐，长期-A

古井贡酒（000596）：出现积极变化，估值暂时不具优势

核心观点：

公司开始运作年份原浆是 08 年的 8 月至 9 月，正是白酒行业低谷期开始，这个时点推出的新产品仍能取得 08 年 4000 万销售额已属成功。09 年前 5 月，年份原浆酒销售额已经超过 08 年水平，我们保守估计 09 年年份原浆酒销售额 1 亿元。

年份原浆酒对公司产品结构调整有战略意义。08 年年份原浆销售额较小，对公司销售毛利率影响较小，对毛利率的贡献将随 09 年年份原浆销售额增长逐步体现，我们判断公司 09 年综合毛利率持续提高。

终端市场上，5 年原浆 148 元、8 年原浆 268 元，16 年原浆 408 元，采取统一定价，目前销售情况比较好的是 5 年和 8 年原浆酒。合肥、亳州、阜阳等市区主干道以及安徽省内高速公路周边年份原浆酒户外大型广告牌随处可见，位于安徽省政府、合肥市政府附近的古井贡酒合肥旗舰店于 5 月开业，公司产品宣传重心已经转移到年份原浆酒。

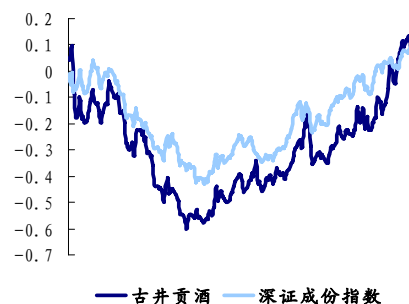
年份原浆酒在合肥的销售模式采取了直分销模式，直分销模式也是白酒销售屡试不爽的模式，公司其他系列产品仍是代理模式。合肥市场的销售渠道集中在团购渠道，我们判断商超渠道产品定位低、餐饮渠道费用成本高等对年份原浆开拓是不利因素。

年份原浆酒目前销售以安徽市场为主，河南、江苏、山东市场其次，苏皖鲁豫外市场还未扩展。虽然苏皖鲁豫白酒市场容量有 400 亿元，但公司也表示仅在苏皖鲁豫市场销售并不是长久之计，未来有一定累积后会在北京、上海、深圳等一线重点市场铺开，但目前时机尚未成熟。

公司厂区面貌比我们 08 年 8 月调研时已有较大改变。公司普通员工对公司发展也充满信心，认为在领导班子更换后公司整体呈现上升趋势。公司正在进行各部门的岗位全员竞聘，目前销售公司 100 个职位已经竞聘完毕，通过竞聘产生的销售公司员工将更具能力和活力，对公司销售将有积极作用。我们认为更重要的是公司用人机制正在逐步完善，这种由内而外的变化将最终体现在利润提高。

公司消费税实际负担较重，消费税从严征收不会对公司有较大影响。因原浆酒对利润贡献开始释放我们调高公司 09 年每股收益至 0.29 元、10 年每股收益至 0.48 元，考虑公司估值短期内缺乏吸引力，我们维持了公司“短期-推荐，长期-A”的投资评级。

一年指数走势：



基础数据：

项目	数值
每股收益（元）	0.13
每股净资产（元）	3.87
净资产收益率（%）	3.3
息率%（分红/股价）	0
总股本（万）	23500
流通 A 股（万）	11150

研究员：王明德
徐昊

电话：010—84183372
010—84183293

E-mail：wangmingde@guodu.com
xuhao@guodu.com

联系人：周红军

电话：010—84183380

E-mail：zhouhongjun@guodu.com

独立性申明：本报告中的信息均来源于公开可获得资料，国都证券对这些信息的准确性和完整性不做任何保证。分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

1、业绩预测

1.1 基本假设

- 1、09 年年份原浆酒销量增长是公司中、高档酒收入增长主要驱动因素，假设 09 年高档酒销售收入增速 15%、10 年销售收入增速 20%；中档酒 09 年销售收入增速 13%，10 年销售收入增速 18%。
- 2、假设 09 年高档酒毛利率 52%，假设 09 年中档酒毛利率 38%，毛利提高主要是年份原浆酒销量增长。
- 3、08 年原浆酒上市，公司期间费用水平由 07 年 17%上升至 21%，未来两年销量增长仍需要一定费用投入，假设 09 年期间费用占比 23.3%、10 年下降至 22.7%。
- 4、假设 09 年公司所得税实际支付率 29%。

1.2 古井贡酒白酒业务收入预测

表 1 白酒销售预测表

白酒	2007	2008	2009E	2010E
高档酒(万元)	61600.30	78436.00	90201.40	108241.68
毛利率	42.72%	49.41%	52.00%	53.00%
中档酒(万元)	25316.42	27594.00	31181.22	36793.84
毛利率	25.95%	37.11%	38.00%	39.00%
低档酒(万元)	2231.16	1664.00	1248.00	1060.80
毛利率	14.21%	-4.45%	-2%	2%
白酒营业收入(万元)	89147.88	107694.00	122630.62	146096.32
白酒营业成本(万元)	55945.58	58777.00	63901.99	74357.42

资料来源：国都证券研究所

1.3 古井贡酒分业务营业收入预测

表 2 分业务营业收入预测表

	2007	2008	2009E	2010E
白酒营业收入(万元)	89147.88	107694.00	122630.62	146096.32
毛利率	37.24%	45.42%	47.89%	49.10%
农副产品收入(万元)		13915.00		
毛利率		15.52%		
其他收入(万元)	29872.34	14555.00	25907.90	28498.69
毛利率	20.17%	12.71%	12.00%	13.00%
营业收入(万元)	120135.66	137890.16	150038.91	176358.60
营业成本(万元)	81309.91	84848.41	88021.26	100152.80

营业利润率 32.32% 38.47% 41.33% 43.21%

资料来源：国都证券研究所

1.4 古井贡酒盈利预测

表3 古井贡酒盈利预测

	2007	2008	2009E	2010E
一、营业总收入(元)	1,201,356,597	1,378,901,588	1,500,389,091	1,763,585,956
营业收入(元)	1,201,356,597	1,378,901,588	1,500,389,091	1,763,585,956
二、营业总成本(元)	1,154,449,553	1,303,742,505	1,409,877,868	1,611,794,435
营业成本(元)	813,099,107	848,484,079	880,212,593	1,001,528,041
营业税金及附加(元)	129,726,422	157,042,856	171,044,356	199,285,213
销售费用(元)	114,547,532	144,406,242	187,548,636	222,211,830
管理费用(元)	83,599,351	142,032,175	157,655,715	173,421,286
财务费用(元)	6,792,777	4,773,442	5,012,114	5,262,719
资产减值损失(元)	6,684,364	7,003,712	8,404,454	10,085,345
三、其他经营收益(元)				
公允价值变动净收益(元)				
投资净收益(元)		97,298	107,028	115,590
四、营业利润(元)	46,907,044	75,256,380	90,511,223	151,791,521
加：营业外收入(元)	7,653,569	10,111,494	8,089,195	8,331,871
减：营业外支出(元)	2,582,541	8,270,378	2,711,668	2,982,835
五、利润总额(元)	51,978,073	77,097,496	95,888,750	157,140,557
减：所得税(元)	18,157,333	42,623,088	27,807,738	43,999,356
六、净利润(元)	33,820,740	34,474,408	68,081,013	113,141,201
减：少数股东损益(元)	(55,807)	(102,459)	0	1,198,776
归属于母公司所有者的净利润(元)	33,876,546	34,576,867	68,081,013	111,942,425
每股收益	0.14	0.15	0.29	0.48
每股净资产	3.60	3.74	3.91	3.99
净资产收益率	4.09%	3.93%	7.40%	11.94%

资料来源：国都证券研究所

2、投资建议

公司消费税实际负担较重，消费税从严征收不会对公司有较大影响。因原浆酒对利润贡献开始释放我们调高公司 09 年每股收益至 0.29 元、10 年每股收益至 0.48 元，考虑公司估值短期内缺乏吸引力，我们维持了公司“短期-推荐，长期-A”的投资评级。

国都证券投资评级

表 1: 国都证券行业投资评级的类别、级别定义

类别	级别	定义
短期 评级	推荐	行业基本面向好, 未来6个月内, 行业指数跑赢综合指数
	中性	行业基本面稳定, 未来6个月内, 行业指数跟随综合指数
	回避	行业基本面向淡, 未来6个月内, 行业指数跑输综合指数
长期 评级	A	预计未来三年内, 该行业竞争力高于所有行业平均水平
	B	预计未来三年内, 该行业竞争力等于所有行业平均水平
	C	预计未来三年内, 该行业竞争力低于所有行业平均水平

表2: 国都证券公司投资评级的类别、级别定义

类别	级别	定义
短期 评级	强烈推荐	预计未来6 个月内, 股价涨幅在15%以上
	推荐	预计未来6 个月内, 股价涨幅在5-15%之间
	中性	预计未来6 个月内, 股价变动幅度介于± 5%之间
	减持	预计未来6 个月内, 股价跌幅在5%以上
长期 评级	A	预计未来三年内, 公司竞争力高于行业平均水平
	B	预计未来三年内, 公司竞争力与行业平均水平一致
	C	预计未来三年内, 公司竞争力低于行业平均水平

免责声明: 本报告中的信息均来源于公开资料或国都证券研究所研究员实地调研所取得的信息, 国都证券研究所及其研究员不对这些信息的准确性与完整性做出任何保证。国都证券及其关联机构可能持有报告所涉及的证券品种并进行交易, 也有可能为这些公司提供相关服务。本报告中所有观点与建议仅供参考, 投资者据此操作, 风险自负。