

驶入发展的快车道

古井贡酒调研报告

报告关键点：

- 改制顺利推进，新管理团队锐意进取；
- 产品线清晰，聚焦市场；
- 置得优质资产，增厚公司业绩；
- 盈利预测和投资评级

报告摘要：

- **改制顺利推进，新管理团队锐意进取：**经营管理机制的改变成为公司回归与振兴的关键。5月21日，亳州市国资委将持有40%的古井集团的股份转让，折合公司25.66%的股份，标志着公司的改制又向前推进了一步。新一届管理团队的建立后，公司面貌开始“触底反弹”。公司职代会通过了职工全员身份置换以及吸收管理团队、技术骨干、投资伙伴和经销商等入股，实施公司股权多元化，员工福利待遇大幅提高，积极性被调动了起来。
- **产品线清晰，聚焦市场：**作为老八大名酒之一，公司的基础很好，在新领导班子的带领下，公司调整产品结构，压缩产品数量，组成了由年份原浆酒、古井贡酒、古井酒覆盖的高、中、低端系列产品，清晰简洁，使公司高端产品在销售占比进一步提高，进而提升公司的产品结构。根据公司2009年一季报显示，其毛利率为51.31%，同比增加了12.65%，环比增加了6.71%。08年7-12月销售年份原浆酒取得销售收入4000万，09年一季度（1-3月）就已实现销售5000万元的佳绩，我们预计公司年份原浆酒09年能够达到2亿元以上的销售额。
- **置得优质资产，增厚公司业绩：**公司已经宣布将瑞福祥食品有限公司与上海古井金豪大酒店进行置换。我们认为：引入酒店而退出农业深加工行业，规避粮价波动对农产品加工的不利影响，提高公司质量，改善财务状况，增强公司的盈利能力，同时酒店的现金流动较快，极大地减轻了公司资金的压力。另一方面，置换后公司控股2间酒店，减少了一个涉及的农产品加工行业。
- **盈利预测和投资评级：**我们预测公司09-11年的EPS分别为0.48、0.67和0.76元。考虑到公司正处于历史的“转折期”，改制的成功将会使公司驶入回归与振兴的快车道。当前的股价计算公司09年的动态市盈率已经达到35倍动态PE，但由于公司前期基数较小，改制后发展的空间巨大，给予公司30倍PE，12个月的目标价暂定为20元，投资评级为买入-B。

财务和估值数据摘要

(百万元)	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	1,201.4	1,378.9	1,436.3	1,764.6	1,922.5
Growth(%)	24.7%	14.8%	4.2%	22.9%	8.9%
净利润	33.8	34.5	137.2	191.4	216.5
Growth(%)	154.1%	2.1%	295.4%	39.5%	13.1%
毛利率(%)	32.3%	38.5%	45.0%	47.2%	47.5%
净利润率(%)	2.8%	2.5%	9.5%	10.8%	11.2%
每股收益(元)	0.14	0.15	0.48	0.67	0.76
每股净资产(元)	3.61	3.76	3.52	3.85	4.23
市盈率	117.2	114.9	35.2	25.3	22.3
市净率	4.7	4.5	4.8	4.4	4.0
净资产收益率(%)	4.0%	3.9%	13.7%	17.4%	17.9%
ROIC(%)	4.3%	4.2%	17.0%	22.4%	21.5%
EV/EBITDA	37.0	26.9	21.8	16.0	14.2
股息收益率	0.0%	0.0%	1.4%	2.0%	2.2%

评级：

买入-B

上次评级：

目标价格：20.00 元

期限：12 个月 上次预测：

现价：16.90 元

报告日期：2009-06-23

市场数据

总市值(百万元)	3,971.50
流通市值(百万元)	870.35
总股本(百万股)	235.00
流通股本(百万股)	51.50
12 个月最高/最低	6.05/18.00 元
十大流通股东(%)	24.78%
股东户数	33,189

12 个月股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	3.50	26.63	25.01
绝对收益	16.02	53.05	35.55

研究员

李铁

行业分析师

010-66581633

litie2@essence.com.cn

独孤南薰

行业高级分析师

021-68765195

Dugunx@essence.com.cn

前期研究成果

1. 一季度迎来开门红

公司一季度取得开门红，而且质量颇高。1-3 月公司实现销售收入 4.38 亿元，同比增长 8.06%，归属母公司股东的净利润约 3000 万，实现每股收益 0.13 元，同比增长 44%。销售毛利率大幅提高 12.7%，主要是受益于产品结构提升，我们分析系高端产品-年份原浆酒的销售占比大幅提高所致。同时我们也注意到，公司的预收帐款约为 7300 万，比年初增加了近 1500 万，经营活动的现金净流量为 3800 万，远好于去年同期-1500 万，说明公司 09 年 1-3 月所取得的业绩不是通过平滑“做”出来的，含金量颇高。

表 1 公司季报数据

	09Q1	08Q1	08Q4		09Q1	08Q1	08Q4
销售收入	4.38	4.06	3.8	毛利率	51.37%	38.67%	44.66%
净利润	0.3	0.21	0.11	预收帐款	0.73	0.89	0.58
EPS	0.13	0.09	0.05	经营净现金流	0.38	-0.15	0.07

数据来源：公司公告 安信证券研究中心

2. 否极泰来，走上品牌的回归路

2.1. 改制顺利推进，新管理团队锐意进取

作为老八大名酒之一的古井贡自身实力雄厚，由于前任高管的经营战略失误和腐败案使公司陷入低谷。2008 年随着新一届管理团队的建立后（平均年龄 38 岁），公司面貌开始“触底反弹”。公司职代会通过了职工全员身份置换以及吸收管理团队、技术骨干、投资伙伴和经销商等入股，实施公司股权多元化，员工福利待遇大幅提高，积极性被调动了起来。

5 月 21 日，亳州市国资委将持有 40% 的古井集团的股份转让，折合公司 25.66% 的股份，标志着公司的改制又向前推进了一步。我们注意到：此次改制公司吸取了前三次失败的教训，制定了分三步走的策略：第一步，实现员工身份置换（08 年底已基本完成），为后面步骤扫除了障碍；第二步，引入合作伙伴和战略投资者以及管理层参股；第三步，国资逐渐退出。近日公司再次挂牌显示公司已进入改制关键性的第二阶段。

我们认为此次改制成功应该是大概率事件。首先，在当前的经济回暖和市场复苏的大背景下，是会有战略投资者愿意“接盘”古井贡这类稀缺名白酒资源的。目前亳州市国资委正在与上海浦创投资有限公司就上述产权转让合同的具体条款进行谈判；其次，对于此次改制，当地政府给予了充分的支持和肯定，不会形成政策性的障碍；第三，由于体现公平与公正的原则，比较充分考虑到了基层员工的利益，因此职工对此次改制表示出了支持和拥护。

2.2. 产品瘦身，整合资源

新的管理团队建立后，首先实施的改革措施就是压缩产品线，将子品牌数目从 2007 年的 874 个压缩到目前 150 多个，根据公司的计划，2009 年底将压缩至 70 个。据了解，古井贡产品线收缩之后，20 元以下的产品将不再生产，公司除了原浆年份酒外，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。我们认为：过多的产品系列反而降低了品牌的锐度，使得品牌的知名度和美誉度迅速下滑，简洁清晰的产品线是聚焦品牌的基础。

其次，公司开始整合经销商资源，将原来的近 1000 家压缩到 400 余家，力争使客户平均销售额得到提高。第三，公司对内部组织架构也进行大幅度调整。在营销系统内，撤销城市办事处，将增设销售大区 12 个到 19 个，对大区经理充分授权，实现了扁平化管理。同时，重新修订管理制度和流程，界定内部各环节的工序和岗位。此外，整合供应商资源，从 200 多家保留了不足 50 家，并实施了履约保证金制度。

2.3. 产品线清晰，聚焦市场

作为老八大名酒之一，公司的基础很好，在新领导班子的带领下，公司调整产品结构，压缩产品数量，组成了由年份原浆酒、古井贡酒、古井酒覆盖的高、中、低端系列产品，清晰简洁，使公司高端产品的销售占比进一步提高，进而提升公司的产品结构。

表 2 古井贡的产品结构

档次	产品	零售价	毛利率	销售收入占比		销售综合毛利率	
				08	09Q1	2008	09Q1E
高档	年份原浆酒	158-488	70%	3.70%	11.42%		
中档	古井贡酒系列	68-124	43%	69.00%	67.09%	38.47%	51.32%
低档	古井牌	68 元以下	14%	27.30%	21.49		

数据来源：公司资料 安信证券研究中心

公司从去年 7 月份开始推出公司的新产品年份原浆酒，受到了市场的欢迎。其独树一帜的“年份+原浆”加上与之相匹配的古韵优雅的包装吸引了相当一部分的消费者。虽然对于公司来说年份原浆酒是高端产品，但对于整个白酒市场来说，年份原浆酒只能算是亚高端产品，在当前“消费结构降级”的市场氛围下却是非常合“时宜”的。另外，公司的“改革”的成效已有所显现。根据公司 2009 年一季报显示，其毛利率为 51.31%，同比增加了 12.65%，环比增加了 6.71%。公司 08 年 7-12 月销售年份原浆酒取得销售收入 4000 万，09 年一季度就已实现 5000 万元的佳绩，我们预计公司 09 年年份原浆酒将能达到 2 亿元以上的销售额。

目前公司聚焦的市场为苏鲁豫皖四省，这种策略也与目前公司的实力相配。上述 4 省的白酒市场的容量近 400 亿元，因此即使只要获得 5% 的市场份额即可达到 20 亿元的销售额，省内的口子窖 08 年销售额就已达到 20 亿元，高炉家也有 15 个亿，而江苏的洋河更是达到了 37 亿的销售规模，因此我们认为以公司的品牌和实力在公司走上回归之路后是完全能够实现的。

3. 轻装上阵，推动业绩提高

3.1. 置得优质资产，增厚公司业绩

公司已经宣布将瑞福祥食品有限公司与上海古金豪大酒店进行置换。引入酒店退出农业深加工，规避粮价波动对农产品加工的不利影响，提高公司质量，改善财务状况，增强公司的盈利能力。同时酒店的现金流动较快，极大地改善了公司资金的压力，瑞福祥 08 年 1-8 月经营现金流为 -3969 万，古井金豪为 2417 万，置换后公司 100% 控股 2 间酒店，同时减少涉及的一个农产品加工行业，我们保守地按照 08 年古井金豪酒店的经营业绩预计在古井金豪大酒店 5 月份置入后 09 年能够贡献营业收入 5729 万元，2010 年将达到 8593 万元。

表 3 置换资产盈利情况

置换公司	业务	2008 年 1-8 月	2007	2006
古井金豪	酒店管理和经营	224	372	559
瑞福祥	农业深加工，主要产品为面粉、元谷粉、酒精和高蛋白粉	-167	160	230

数据来源：安信证券研究中心

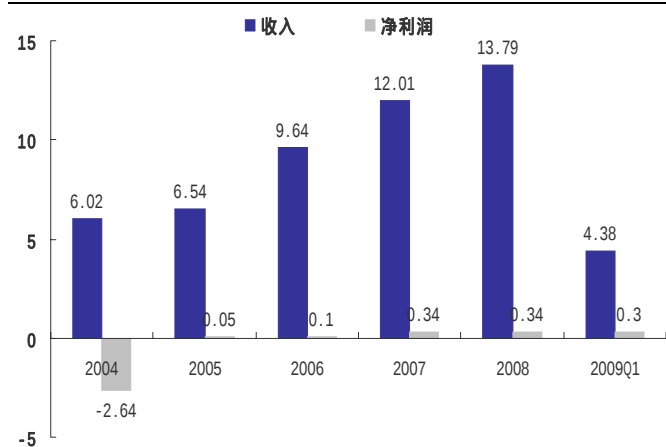
3.2. 身份补偿金已偿付完毕

去年的年报披露介绍了公司在分流一部分“富余”人员给与一定的补偿金，经与公司管理层交流得到确切的答复是这种补偿金已在 08 年记入费用，基本发放完毕，09 年以后只有些零星的支出，这方面不会对今后的业绩形成压力。

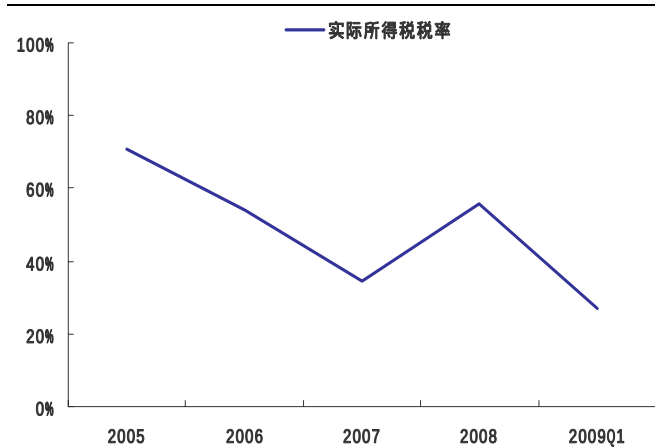
3.3. 实际所得税税率将大幅降低

公司净利润近几年增长缓慢的主要原因之一就是实际所得税税率较高。从去年的年报

看公司的实际所得税税率竟高达 55.84%，公司解释为由于没有处理好以销售公司避税而造成的双重纳税，09 年后应该不会有这种现象。09 年 1 季报显示，公司实际所得税已降到 26.83% 的合理水平。因此这也将成为推动 09 年业绩增长的重要因素之一。

图 1 公司近年收入和利润（单位：亿元）


数据来源：Wind 安信证券研究中心

图 2 公司近年实际所得税税率


数据来源：Wind 安信证券研究中心

4. 盈利预测和投资评级

我们预计 09 年仍为年份原浆酒的推广培育期，销量还不能大幅度提高，2010 年开始年份原浆酒开始“放量”，而白酒业务的综合毛利率也随之提升至 51%，从而带动公司业绩迅速提升。另外，我们预计公司的其他业务在将古井金豪酒店置换进入后收入水平会有显著提高，毛利率水平在 09 年“整合”期会略有所下降，从 2010 年开始恢复到原来的水平。

表 4 盈利预测（单位：万元）

	2007	2008	2009E	2010E
白酒营业收入	89148	107694	122615.8	152577.2
毛利率	37.24%	46.05%	50.97%	52.49%
农副产品收入	-	13915	-	-
毛利率	-	15.52%	-	-
其他业务收入	29872	14555	21011	23876
毛利率	20.17%	12.71%	10.00%	13.00%
收入总额	119020	136164	143627	176453

数据来源：安信证券研究中心

我们计算公司 09-11 年的 EPS 分别为 0.48、0.67 和 0.76 元，考虑到公司正处于历史的“转折期”，改制的成功将会使公司走上回归与振兴的快车道，给予公司 30XPE，12 个月的目标价为 20 元，给予买入-B 的投资评级。

5. 风险

- 中高档白酒虽受益“消费结构降级”但竞争激烈，品牌恢复期需要大量推广费用侵蚀公司利润。
- 在亳州这种经济不太发达的地级市，古井贡这样的纳税大户是当地财政的支柱，恐公司的负担还会较重。
- 如果白酒消费税真正实施从严征管，将侵蚀行业乃至公司的盈利。

财务报表预测和估值数据汇总						单位	百万元	模型更新时间	2009-6-23		
利润表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	财务指标	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	1,201.4	1,378.9	1,436.3	1,764.6	1,922.5	成长性					
减: 营业成本	813.1	848.5	790.2	932.6	1,008.7	营业收入增长率	24.7%	14.8%	4.2%	22.9%	8.9%
营业税费	129.7	157.0	163.6	201.0	219.0	营业利润增长率	106.7%	60.4%	148.4%	40.8%	12.3%
销售费用	114.5	144.4	150.4	184.8	201.3	净利润增长率	154.1%	2.1%	295.4%	39.5%	13.1%
管理费用	83.6	142.0	147.9	181.8	198.0	EBITDA 增长率	34.0%	33.7%	47.9%	37.6%	11.8%
财务费用	6.8	4.8	-2.0	-0.8	-1.2	EBIT 增长率	82.4%	49.0%	131.2%	41.8%	12.2%
资产减值损失	6.7	7.0	-0.9	2.1	1.1	NOPLAT 增长率	135.2%	-4.3%	270.9%	40.5%	13.0%
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	-0.1%	-9.4%	6.8%	17.5%	6.8%
投资和汇兑收益	-	0.1	-	-	-	净资产增长率	4.1%	4.0%	13.5%	9.6%	9.9%
营业利润	46.9	75.3	187.0	263.2	295.5	利润率					
加: 营业外净收支	5.1	1.8	1.0	-1.0	1.0	毛利率	32.3%	38.5%	45.0%	47.2%	47.5%
利润总额	52.0	77.1	188.0	262.2	296.5	营业利润率	3.9%	5.5%	13.0%	14.9%	15.4%
减: 所得税	18.2	42.6	50.7	70.8	80.1	净利率	2.8%	2.5%	9.5%	10.8%	11.2%
净利润	33.8	34.5	137.2	191.4	216.5	EBITDA/营业收入	9.0%	10.5%	14.9%	16.7%	17.1%
资产负债表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	EBIT/营业收入	4.5%	5.8%	12.9%	14.9%	15.3%
货币资金	154.7	273.7	598.1	571.2	624.4	运营效率					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	131	111	106	92	88
应收帐款	50.1	51.2	53.3	65.5	71.3	流动营业资本周转天数	106	76	65	73	87
应收票据	121.8	110.4	115.0	141.3	153.9	流动资产周转天数	249	228	266	259	261
预付帐款	10.9	8.5	6.3	3.7	0.9	应收帐款周转天数	11	9	10	9	10
存货	492.8	471.4	438.5	517.5	559.7	存货周转天数	173	132	117	100	104
其他流动资产	-0.0	0.0	-6.3	30.7	48.4	总资产周转天数	412	379	415	378	372
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资资本周转天数	264	219	207	189	194
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	-	-	-	-	-	ROE	4.0%	3.9%	13.7%	17.4%	17.9%
投资性房地产	11.0	30.1	-	-	-	ROA	2.4%	2.3%	7.7%	10.0%	10.6%
固定资产	446.1	404.4	437.7	461.1	474.7	ROIC	4.3%	4.2%	17.0%	22.4%	21.5%
在建工程	1.5	75.2	45.7	28.0	17.4	费用率					
无形资产	54.5	89.4	89.5	89.6	89.7	销售费用率	9.5%	10.5%	10.5%	10.5%	10.5%
其他非流动资产	40.9	5.3	10.3	10.4	10.4	管理费用率	7.0%	10.3%	10.3%	10.3%	10.3%
资产总额	1,384.3	1,519.5	1,788.1	1,918.8	2,050.9	财务费用率	0.6%	0.3%	-0.1%	0.0%	-0.1%
短期债务	55.0	75.0	300.0	300.0	300.0	三费/营业收入	17.1%	21.1%	20.6%	20.7%	20.7%
应付帐款	105.9	189.1	105.0	123.9	134.0	偿债能力					
应付票据	-	-	-	-	-	资产负债率	38.7%	41.9%	44.0%	42.8%	41.2%
其他流动负债	331.1	337.5	345.6	356.9	368.2	负债权益比	63.1%	72.1%	78.5%	74.8%	70.0%
长期借款	36.0	25.0	25.0	25.0	25.0	流动比率	1.69	1.52	1.61	1.70	1.82
其他非流动负债	7.5	9.9	10.7	15.1	17.3	速动比率	0.62	0.72	1.01	1.02	1.10
负债总额	535.6	636.5	786.2	820.9	844.4	利息保障倍数	7.91	16.77	-94.82	#####	#####
少数股东权益	3.2	3.1	3.6	4.3	5.0	分红指标					
股本	235.0	235.0	285.0	285.0	285.0	DPS(元)	-	-	0.24	0.33	0.38
留存收益	610.5	644.9	713.3	808.6	916.5	分红比率	0.0%	0.0%	50.0%	50.0%	50.0%
股东权益	848.7	883.0	1,001.9	1,097.9	1,206.5	股息收益率	0.0%	0.0%	1.4%	2.0%	2.2%
现金流量表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	业绩和估值指标	2007	2008	2009E	2010E	2011E
净利润	33.8	34.5	137.2	191.4	216.5	EPS(元)	0.14	0.15	0.48	0.67	0.76
加: 折旧和摊销	56.2	67.0	29.1	32.2	34.9	BVPS(元)	3.61	3.76	3.52	3.85	4.23
资产减值准备	6.7	7.0	-0.9	2.1	1.1	PE(X)	117.2	114.9	35.2	25.3	22.3
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	4.7	4.5	4.8	4.4	4.0
财务费用	8.0	7.8	6.7	-2.0	-0.8	P/FCF	-	32.0	15.7	116.1	32.6
投资收益	-	-0.1	-	-	-	P/S	3.3	2.9	3.4	2.7	2.5
少数股东损益	-0.1	-0.1	0.5	0.7	0.8	EV/EBITDA	37.0	26.9	21.8	16.0	14.2
营运资金的变动	-88.7	69.4	-52.4	-119.2	-53.3	CAGR(%)	78.2%	84.5%	16.0%	-100.0%	-100.0%
经营活动产生现金流量	120.1	207.8	111.6	106.4	198.8	PEG	1.5	1.4	2.2	-0.3	-0.2
投资活动产生现金流量	-58.1	-87.6	-32.1	-32.1	-32.1	ROIC/WACC	0.5	0.4	1.8	2.4	2.3
融资活动产生现金流量	-33.7	-1.2	208.6	-94.6	-106.7	REP	9.8	10.9	3.0	2.0	1.9

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

作者简介

李铁，食品饮料行业分析师。经济学学士，格拉斯哥大学 (Glasgow University) 会计和财务管理硕士，中国注册会计师、中国注册税务师。曾就职于德勤华永会计师事务所，2008 年 1 月加盟安信证券研究中心。

独孤南薰，食品饮料及家庭与个人用品行业高级分析师，毕业于美国西北大学，经济学学士，2003 年起从事证券研究工作，2008 年 8 月加入安信证券研究中心。

免责声明

本研究报告由安信证券股份有限公司研究中心撰写，研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则，以合法渠道获得这些信息，尽可能保证可靠、准确和完整，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据，不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证，无论是否已经明示或者暗示。安信证券股份有限公司研究中心将随时补充、更正和修订有关信息，但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。本公司及其关联机构可能会持有报告中涉及公司发行的证券并进行交易，并提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告版权仅为安信证券股份有限公司研究中心所有，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。如引用发布，需注明出处为安信证券研究中心，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司研究中心对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15% 以上；
- 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5% 至 15%；
- 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
- 减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5% 至 15%；
- 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15% 以上；

风险评级：

- A — 正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B — 较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

销售联系人

朱贤	上海联系人	凌洁	上海联系人
021-67865293	zhuxian@essence.com.cn	021-68765237	lingjie@essence.com.cn
梁涛	上海联系人	李国瑞	上海联系人
021-68766067	liangtao@essences.com.cn	021-68763872	ligr@essence.com.cn
张勤	上海联系人	南方	上海联系人
021-68763879	zhangqin@essence.com.cn	021-68765206	nanfang@essence.com.cn
周蓉	北京联系人	马正南	北京联系人
010-66581676	zhourong@essence.com.cn	010-66581668	mazn@essence.com.cn
李昕	北京联系人	潘琳	深圳联系人
010-66581689	lixin@essence.com.cn	0755-82558268	panlin@essence.com.cn
张茜萍	深圳联系人	王昊文	深圳联系人
0755-82558089	zhangqp@essence.com.cn	0755-82558069	wanghw@essence.com.cn
王远洋	深圳联系人		
0755-82558087	wangyy3@essence.com.cn		

安信证券研究中心

深圳

深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层
邮编: 518026

上海

上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层
邮编: 200122