

食品饮料/白酒
2009 年 10 月 30 日



公司研究

公司点评

投资评级：短期-推荐，长期-A

古井贡酒（000596）：年份原浆增长良好，毛利率显著提升

核心观点：

1、公司前三季度营业收入 9.72 亿元，同比下降 2.7%，净利润 4587.8 万元，同比增长 96.4%，每股收益 0.2 元。

2、08 年公司前三季度收入中包括了瑞福祥的收入，09 年报表收入同比增速下降，但实际增长。公司前期交易公告中 08 年 1 至 8 月，置出的瑞福祥收入 2.09 亿元，置入的古井金豪同期收入 5730 万元。按此数据，我们推算公司 09 年前三季度收入实际同比增长幅度约 16%-18%，增长主要来自白酒收入增长。

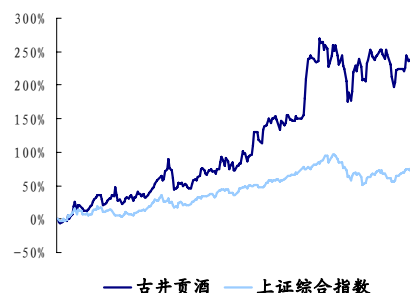
3、公司今年主推的年份原浆系列产品下半年在合肥等安徽省内重点市场销售增长情况良好。酒店、团购等渠道逐渐打开，预计原浆系列酒下半年销量可能会好于上半年。前三季度我们推算的公司白酒收入绝对增长额约 1.4 亿元，估计大部分增长来自原浆系列贡献。我们前期预测原浆酒 09 年销售收入达到 1 亿元，目前销售势头看原浆系列的 09 年销售收入可能会超过 1.5 亿元。但目前原浆系列主要销售市场仍在安徽省内，周边苏鲁豫市场还未完全启动，省内市场通精耕细作仍有潜力可以挖掘，省外市场空间更大，我们看好年份原浆酒对公司收入和利润的持续贡献。

4、近期严查酒驾延长至年底对行业形成短期不利，但我们认为对苏皖鲁豫市场上的中档白酒销售影响较小：苏皖鲁豫地区人均汽车保有量显著低于北京、上海等一线城市，驾车人群数量不大。2010 年农历春节在 2 月中旬，按照行业惯例提前一个月备货来看，春节旺季销售收入将在 2010 年第一季度报表中体现。如果严查酒驾在年底结束，则 2010 年旺季销售不会受严查影响，即使公安部再次延长严查，不利影响也会逐渐被时间消化。

5、公司前三季度综合毛利率 53.57%，同比提高了 17.44 个百分点，毛利率提升来自：1）剥离低毛利的农产品加工业务；2）年份原浆等高毛利产品销量上升，对毛利贡献开始体现。开拓市场也带来公司销售费用和管理费用占比合计同比增加 12.34 个百分点。

6、年份原浆酒销量增长，将是未来公司业绩持续增长动力，预计公司 09 年每股收益 0.3 元，10 年每股收益 0.44 元，对应 09 年动态市盈率 70 倍，10 年动态市盈率 48 倍，维持公司“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）	0.20
每股净资产（元）	2.98
净资产收益率（%）	6.54
息率%（分红/股价）	0
总股本（万）	23500
流通 A 股（万）	23499.8

国都证券研究所

北京东直门南大街 3 号国华投资大厦

研究员：王明德

电话：010—84183372

E-mail：wangmingde@guodu.com

联系人：徐昊

电话：010—84183293

E-mail：xuhao@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。产品结构调整因素：假设 09 年高档酒销售收入下降 18%、10 年销售收入增长 5%；中档酒 09 年销售收入增长 110%，10 年销售收入增长 30%；低档白酒 09 年增长 210%，10 年增长 3%。
- 2、假设 09 年高档酒毛利率 69%，假设 09 年中档酒毛利率 48%，毛利提高主要是年份原浆酒销量增长。
- 3、09 年原浆酒还处于市场开拓期，销量增长仍需要一定费用投入，假设 09 年期间费用占比 32.21%、10 年下降至 21.38%。
- 4、假设 09 年公司所得税实际支付率 32.5%。

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	64317.52	67533.40
毛利率	42.72%	49.41%	69.00%	70.00%
中档酒(万元)	25316.42	27594.00	57947.40	75331.62
毛利率	25.95%	37.11%	48.00%	48.50%
低档酒(万元)	2231.16	1664.00	5158.40	5313.15
毛利率	14.21%	-4.45%	33%	33%
白酒营业收入(万元)	89147.88	107694.00	127423.32	148178.17
白酒营业成本(万元)	55945.58	58777.00	53527.21	62615.61

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	127423.32	148178.17
毛利率	37.24%	45.42%	57.99%	57.74%
农副产品收入(万元)		13915.00	4035.35	4237.12
毛利率		15.52%	1.20%	1.50%
其他收入(万元)	29872.34	14555.00	16301.60	17116.68
毛利率	20.17%	12.71%	40.00%	41.00%
营业收入(万元)	120135.66	137890.16	149252.80	171244.41
营业成本(万元)	81309.91	84848.41	68319.89	77274.39

营业利润率 32.32% 38.47% 54.23% 54.87%

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	1,492,527,980	1,712,444,096
营业收入(元)	1,201,356,597	1,378,901,588	1,492,527,980	1,712,444,096
二、营业总成本(元)	1,154,449,553	1,303,742,505	1,395,221,113	1,570,900,791
营业成本(元)	813,099,107	848,484,079	683,198,914	772,743,888
营业税金及附加(元)	129,726,422	157,042,856	222,386,669	251,729,282
销售费用(元)	114,547,532	144,406,242	273,132,620	306,527,493
管理费用(元)	83,599,351	142,032,175	198,506,221	220,905,288
财务费用(元)	6,792,777	4,773,442	9,165,008	9,898,208
资产减值损失(元)	6,684,364	7,003,712	8,831,680	9,096,631
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	0	0
四、营业利润(元)	46,907,044	75,256,380	97,306,867	141,543,305
加：营业外收入(元)	7,653,569	10,111,494	7,365,282	7,586,240
减：营业外支出(元)	2,582,541	8,270,378	1,874,147	2,061,562
五、利润总额(元)	51,978,073	77,097,496	102,798,002	147,067,983
减：所得税(元)	18,157,333	42,623,088	33,409,351	43,385,055
六、净利润(元)	33,820,740	34,474,408	69,388,651	103,682,928
减：少数股东损益(元)	(55,807)	(102,459)	(23,531)	0
归属于母公司所有者的净利润(元)	33,876,546	34,576,867	69,412,183	103,682,928
每股收益	0.14	0.15	0.30	0.44
每股净资产	3.60	3.74	3.91	3.99
净资产收益率	4.09%	3.93%	7.55%	11.05%

资料来源：国都证券研究所

2、投资建议

年份原浆酒销量增长，将是未来公司业绩持续增长动力，预计公司 09 年每股收益 0.3 元，10 年每股收益 0.44 元，对应 09 年动态市盈率 70 倍，10 年动态市盈率 48 倍，维持公司“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。