

白酒



徐静欢

食品饮料研究员

021-38565934

xujh@xyzq.com.cn

古井贡酒（000596）

重塑品牌，再造辉煌

无评级

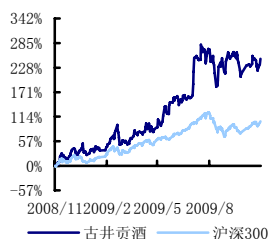
市场数据

报告日期	2009-11-4
收盘价(元)	22.99
52周最高/最低(元)	25.12/6.44
总股本(百万股)	235.00
流通股本(百万股)	235.00
总市值(百万元)	5402.65
流通市值(百万元)	5402.60
每股净资产(元)	2.98

主要财务指标

会计年度	2008	2009E	2010E	2011E	2010 中报
营业收入(百万元)	1379	1293	1472	1691	727.4
同比增长(%)	14.8%	-6.3%	13.9%	14.9%	3.1%
净利润(百万元)	35	80	124	176	61.1
同比增长(%)	2.1%	130.4%	56.1%	41.7%	74.3%
毛利率(%)	38.5%	42.8%	46.5%	48.9%	46.0%
净利率(%)	2.5%	6.2%	8.4%	10.4%	8.4%
每股收益(元)	0.15	0.34	0.53	0.75	0.26
每股经营现金流(元)	0.88	0.65	0.69	0.89	0.34

股价走势



投资要点

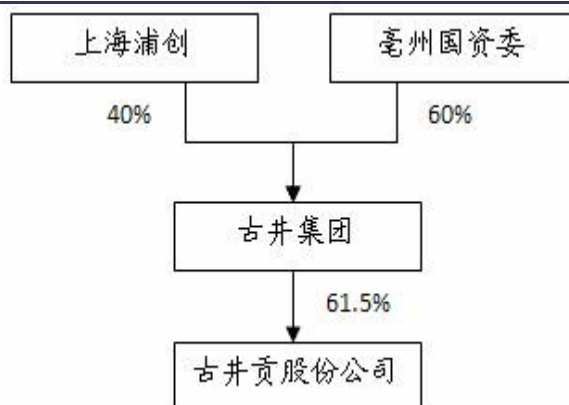
事件:

- 近期，我们去了安徽古井贡股份有限公司做了调研，与公司高管进行了沟通交流。

点评

- 古井贡酒历史悠久，可考证的历史将近五百年，公司厂区内的窖池形成于 1515 年。建国以后，古井贡酒在 1963 年全国第二届评酒会上，与茅台、五粮液、泸州老窖等并列为八大名酒，并在随后的 1979、1984 年和 1989 年连续三届的全国评酒会上继续蝉联国家名酒称号。1998 年，“古井贡”被确认为“中国驰名商标”。悠久的历史底蕴和优良的品质为古井贡品牌奠定了扎实的基础。
- 2009 年 7 月，上海浦创投资以 4.65 亿元的价格从亳州市国资委处购得 40%古井集团的股份，等于间接持有股份公司 24.6%的股权。上海浦创更多的是以财务投资者的身份入主古井集团，并且继续支持公司发展白酒为主业。我们认为战略投资者的引入使得公司股权结构多元化，更加有利于完善公司激励机制，调动员工积极性，更好的推动公司未来的经营发展。据公司高管介绍，公司员工积极心高昂，周六也基本在公司加班，而且会议安排都基本会选择在周末进行。

图 1、公司股权结构关系图



数据来源：兴业证券研发中心

- 公司在经历过前几年战略失误后，新管理层入主，提出了“产品、市场聚焦”的战略，取得显著成效。在产品结构上，公司调整产品结构，缩减产品线，由高峰时期的 800 多个品牌，缩减到目前约 200 多个，计划到 2009 年底压缩至约 70 个，形成由年份原浆酒、古井贡酒、古井酒组成的高、中、低档产品，并计划大幅提高高档产品年份原浆酒的销售比例。公司从 08 年 7 月推出年份原浆取得较好的市场反应，09 年一季度年份原浆实现收入 4000 万元，1-6 月年份原浆酒收入超过 1 个亿。我们认为这一方面与 08 年下半年经济形势下滑使得消费降级，中档酒销量快速增加有关，另一方面在竞争激烈的白酒市场中，300 元/瓶以上的细分市场基本上被茅台、五粮液、泸州老窖、水井坊等名优企业的高端产品占领，100-300 元/瓶的市场主要为区域强势品牌，而在这一价格区间老牌名优白酒选择品种较少，公司的年份原浆填补了这一市场空缺。年份原浆是公司未来业绩主要增长点，公司计划将年份原浆的收入占比逐步由 20%提高到 50%。

表 1、公司产品结构

	产品系列	细分产品系列	产品具体介绍
中高端产品	古井贡系列	数字淡雅系列	市场价格在 800 多元，最高端
		年份原浆系列	主推产品：16 年陈市场价格 480 元，8 年陈价格在 240-300 元，5 年陈价格 148-168 元
		红运系列	市场价格约 100 元
低端产品	古井系列	老玻贡	市场价格约 30 元
		淡雅型古井酒	价格较低

数据来源：兴业证券研发中心

- 公司目前主要市场集中在安徽、河南、江苏苏南（无锡、常州、连云港）这些重点区域，其中安徽是公司的所在地，仍具有较高的消费基础，目前安徽市场收入占总收入的比重约 50%以上，公司将安徽每个地级市都设立一个区，共有 19 区，继续进行精耕细作，深度挖掘。此外，公司还将河南分为 3 个大

区。今后的 3-5 年公司仍将继续集中在安徽、河南和江苏这些区域重点市场，集中资源做深做透这些重点市场，我们认为这种策略符合目前公司的实力。

- 估值讨论。预计公司 09、10 年 EPS 分别为 0.34、0.53 公司目前销售和经营都得到了较大的改善，有增长的潜力，值得关注，但估值上不具备明显优势，暂不给评级。

附表

资产负债表

单位: 百万元	2008	2009E	2010E	2011E
流动资产	915	913	989	1146
货币资金	274	321	355	437
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	38	36	41	47
其他应收款	13	16	17	20
存货	471	420	443	489
非流动资产	604	654	701	749
可供出售金融资产	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0
投资性房地产	30	0	0	0
固定资产	404	439	469	491
在建工程	75	88	94	97
油气资产	0	0	0	0
无形资产	89	108	127	148
资产总计	1520	1567	1690	1895
流动负债	602	578	572	596
短期借款	75	66	67	68
应付票据	0	0	0	0
应付账款	104	80	89	97
其他	423	432	416	431
非流动负债	35	23	22	19
长期借款	25	23	19	15
其他	10	0	3	4
负债合计	636	601	594	615
股本	235	235	235	235
资本公积	532	532	532	532
未分配利润	60	136	254	421
少数股东权益	3	7	12	20
股东权益合计	883	966	1096	1280
负债及权益合计	1520	1567	1690	1895

现金流量表

单位: 百万元	2008	2009E	2010E	2011E
净利润	35	80	124	176
折旧和摊销	67	55	66	77
资产减值准备	-17	11	8	15
无形资产摊销	2	2	2	2
公允价值变动损失	0	0	0	0
财务费用	5	4	3	2
投资损失	-0	-0	-0	-0
少数股东损益	-0	4	6	8
营运资金的变动	-143	-24	58	68
经营活动产生现金流量	234	153	162	210
投资活动产生现金流量	-52	-90	-121	-123
融资活动产生现金流量	2	-15	-7	-5
现金净变动	184	48	34	82
现金的期初余额	155	274	321	355
现金的期末余额	338	321	355	437

利润表

单位: 百万元	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	1379	1293	1472	1691
营业成本	848	739	788	865
营业税金及附加	157	155	177	203
销售费用	144	136	154	177
管理费用	142	133	152	174
财务费用	5	4	3	2
资产减值损失	7	6	6	6
公允价值变动	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0
营业利润	75	120	192	264
营业外收入	10	9	10	9
营业外支出	8	10	10	10
利润总额	77	119	191	263
所得税	43	36	61	79
净利润	34	83	130	184
少数股东损益	-0	4	6	8
归属母公司净利	35	80	124	176
EPS (元)	0.15	0.34	0.53	0.75

主要财务比率

	2008	2009E	2010E	2011E
成长性(%)				
营业收入增长率	14.8%	-6.3%	13.9%	14.9%
营业利润增长率	60.4%	58.9%	60.3%	37.4%
净利润增长率	2.1%	130.4%	56.1%	41.7%
盈利能力(%)				
毛利率	38.5%	42.8%	46.5%	48.9%
净利率	2.5%	6.2%	8.4%	10.4%
ROE	3.9%	8.3%	11.5%	14.0%

偿债能力(%)

资产负债率	41.9%	38.4%	35.1%	32.4%
流动比率	1.52	1.58	1.73	1.92
速动比率	0.72	0.82	0.92	1.07

营运能力(次)

资产周转率	0.95	0.84	0.90	0.94
应收帐款周转率	36.31	33.18	36.40	36.57

每股资料(元)

每股收益	0.15	0.34	0.53	0.75
每股经营现金	0.88	0.65	0.69	0.89
每股净资产	3.74	4.08	4.61	5.36

估值比率(倍)

PE	162.84	70.69	45.29	31.96
PB	6.40	5.87	5.19	4.47

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,

投资建议的评级标准为:

推 荐: 相对表现优于市场

中 性: 相对表现与市场持平

回 避: 相对表现弱于市场

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

强烈推荐: 相对大盘涨幅大于 15%

推 荐: 相对大盘涨幅在 5% ~ 15% 之间

中 性: 相对大盘涨幅在-5%部 ~ 5% 之间

回 避: 相对大盘涨幅小于-5%

机构销售部**机构销售负责人**

郭 锐

电话: 021-38565929

Email: guor@xyzq.com.cn

上海地区销售经理

邓亚萍

电话: 021-38565916

Email: dengyp@xyzq.com.cn

尹 莉

电话: 021-38565911

Email: yinli@xyzq.com.cn

北京地区销售经理

严长胜

电话: 021-38565936

Email: yancs@xyzq.com.cn

韩吟华

电话: 021-38565933

Email: hanyh@xyzq.com.cn

广东地区销售经理

严长胜

电话: 021-38565936

Email: yancs@xyzq.com.cn

朱元曦

电话: 021-38565941

Email: zhuyy@xyzq.com.cn

研究报告发布

杨 忱

电话: 021-38565915

Email: yangchen@xyzq.com.cn

重要声明

兴业证券系列报告的信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。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, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。