

买入 首次

古井贡酒（000596）

2010 年 3 月 15 日

股票价格

3 月 14 日收盘价	34.74 元
6 个月内目标价	50.00 元
59 周内股价波动	40.00-62.00 元

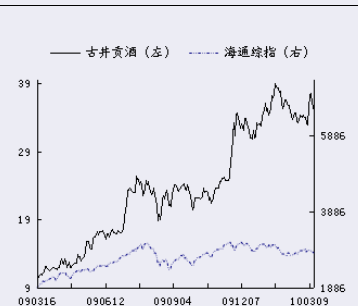
主要估值指标

	2009	2010E	2011E
市盈率	64.10	35.30	22.7
市净率	8.50	7.10	5.68
PEG	0.83	0.68	0.82
EV/EBITDA	82.70	52.10	36.40

股本结构

总股本（万股）	23500
流通 A 股（万股）	17500
B 股/H 股（万股）	6000

市场表现



资料来源：海通证券研究所

相关研究

得中档酒者得天下，20090501
估值提升还是预期盈利复苏，2009
啤酒行业产品结构调整走出舞台，
200910
要想御寒请饮中国白酒，200911
窖香川酒联合调研见闻录，200911
茅台 2010 年提价放量，200912
水井坊品牌力提升成为关键，
201003
保龄宝财富第五波，200912

赵 勇 食品饮料行业分析师
SAC 执业证书编号：
S0850209090682
电话：021-23219460
Email: zhaoyong@htsec.com

古井贡酒股价三年内达到 90 元！

古井贡酒曾是中国白酒“老八大”知名品牌，享誉海内外，历史上公司产品消费群体遍布全中国。2007 年公司出现内部管理危机后，2008 年实施“新老划断”，2009 年“竞聘上岗”提升管理水平；同时在 2008 年 8 月推出其核心中高端产品“古井贡酒年份原浆”系列酒，这将成为公司未来业绩增长的重要来源和支撑。

主要财务数据及预测

	2008	2009	2010E	2011E	2012E
净利润增长率（%）	2.07	275.26	81.44	55.35	53.45
毛利率（%）	38.47	54.01	57.39	58.71	59.98
净资产收益率（%）	3.93	13.19	20.09	24.97	29.33
每股经营性现金流（元）	0.88	1.26	0.74	1.23	1.78
每股收益（元）	0.147	0.55	1.00	1.56	2.39

资料来源：海通证券研究所

投资逻辑：

- 古井贡酒在中国市场最辉煌的时候年销售额达到 9.46 亿，当时在行业内连续几年排名第三。公司产品的消费群体遍布全中国，当时仅用 200 多家经销商就将产品销往中国各地，甚至是海外。公司虽在 1997 年之后败落，但经过 2008 年以来的持续改革，公司内部管理改善非常明显。尤其是在其中高档古井贡酒年份原浆推出之后，在短短 1 年时间获取 2 亿多的销售额，我们认为公司高端品牌的形象正在逐步回归正途，长期来看其忠实的消费群体将帮助公司快速腾飞；
- 公司产品概念的创新、产品价格定位的精准均将帮助公司获取较强核心竞争优势。公司在 2009 年确立了“营销与转型”方针，2010 年是公司“高效运营与深度营销年”。我们相信只要执行到位，公司未来几年销量和收入的快速增长将得到有效保障
- 公司中高端产品的推出将在短期内极大提高公司白酒产品的毛利率水平，并带动公司业绩快速增长，尤其是伴随着年份原浆销售额占白酒总收入水平逐步攀升至 50% 以上时，其综合毛利率水平提升幅度最大。尽管短期公司销售费用率将持高不下，但我们相信一旦公司主推产品渐趋成熟，期间费用率的下降将是必然。
- 预测与建议：**预计公司 2010-2012 年 EPS 分别为 1 元、1.56 元和 2.39 元，同比增长为 81%、55%和 53%，对应的收入增速分别为 40%、29%和 26%。当前股价 35 元对应 2010-2012 年的 PE 分别为 35 倍、23 倍和 15 倍，首次给予“买入”的投资评级，六个月目标价为 50 元（对应 11 年 32 倍 PE）。
- 风险提示：**（1）公司新品年份原浆酒的销量大幅低于预期，主要在于受到竞品的阻击过大；（2）公司销售模式推进的失败，执行力的失误将是公司短期成败的关键。（3）长期来看，相比其他白酒厂商公司存在体制上的弱势，急需尽快解决地方政府、公司高管及其经销商的利益安排。

目 录

公司概况：	3
投资逻辑：	3
业绩预测和投资建议：	3
1. 公司战略： 回归与振兴， 聚焦白酒回归高端	4
1.1 机制改革奠定未来长远发展	4
1.2 聚焦白酒， 产品结构调整回归高端	6
2. 精益管理： 聚焦年份原浆， 聚焦苏鲁豫皖	8
2.1 年份原浆酒产品概念清晰， 产品创新获取竞争优势	8
2.2 年份原浆价格定位精准， 抢占空白市场获取竞争优势	8
2.3 安徽地产白酒在 2009 年迅猛崛起，《得中档酒者得天下》！	10
2.4 聚焦苏鲁豫皖， 深度营销首先布局安徽（产品结构调整客户结构， 并进而调整市 场结构）	13
3. 业绩预测与估值： 股价三年内达到 90 元！	14
3.1 公司基酒产能充足， 足以实现 50 亿销售额	14
3.2 年份原浆销量增长带动产品结构调整， 毛利率提升促业绩增长	15
3.3 收入增长毛利提升带动业绩快速增长	16
3.4 股价三年内达到 90 元！	18
4. 风险提示	19
财务报表分析和预测	20

图目录

图 1	1997 年推出古井贡酒十年陈酿和五年陈酿.....	7
图 2	2008 年推出古井贡酒八年原浆.....	7
图 3	各省 2009 年白酒产量比重，安徽占据 4%.....	10
图 4	各省 2009 年白酒收入比重，安徽占据 5%.....	10
图 5	安徽省白酒产量 2004 年触底后开始回升	11
图 6	安徽省白酒收入从 2003 年开始快速上涨，近几年 40%.....	11
图 7	安徽省厂商单产保持在 4000 吨左右且波动较大.....	11
图 8	安徽省单位厂商收入增速从 03-05 年高位回落	11
图 9	安徽省 2009 年销售额突破 500 万的数量增加 34%.....	12
图 10	安徽省利润总额从 03-09 年复合增速高达 60%	12
图 11	2008 年白酒销售额刚好超过历史最高点 1997 年	14
图 12	2008 年毛利额也超过历史最高水平	14
图 13	我们预计公司三年市值可达 210 亿股价 90 元	18
图 14	公司股价预测敏感性分析 70-125 元之间	18

表目录

表 1	公司产品体系明晰完全覆盖各价格段市场	6
表 2	中兴商业与可比公司的人力成本率对比（%）	9
表 3	所有白酒上市公司综合毛利率水平按 1H09 排序，古井贡酒依旧较低（%）	15
表 4	所有白酒上市公司销售费用率按 1H09 排序，预计未来 2 年古井贡酒费用率还会维持高位（%）	17
表 5	所有白酒上市公司净利润率按 1H09 排序，结构调整将促使古井贡酒净利率提升（%）	17

公司概述：

古井贡酒股份有限公司坐落在曹操和华佗故里、药材之乡的安徽省亳州市。公司前身为 1959 年建厂、享誉国内外的亳州（县）州古井酒厂，后于 1996 年 5 月改制为股份有限公司，并于同年在深圳交易所上市，共发行 A 股（代码为 000596）和 B 股（代码为 200596）两种证券。截止目前，公司共有总股本 2.35 亿，其中 A 股 1.75 亿，B 股 6000 万，上述股权目前已全流通。

公司 2007 年出现内部管理危机，2008 年“新老划断”，2009 年“竞聘上岗”组织流程优化，同时在 2008 年 8 月推出其核心中高端产品“古井贡酒年份原浆”系列酒，这将成为公司未来业绩增长的重要来源和支撑。

投资逻辑：

我们认为，古井贡酒的投资逻辑主要有三点：

（1）公司的主导品牌“古井贡”曾是中国“老八大”名优白酒，享誉海内外。在中国市场最辉煌的时候年销售额达到 9.46 亿，当时在行业内连续几年排名第三。公司产品的消费群体遍布全中国，当时仅用 200 多家经销商就将产品销往中国各地，甚至是海外。公司虽在 1997 年之后败落，但经过 2008 年以来的持续改革，公司内部管理改善非常明显，尤其是在其中高档古井贡酒年份原浆推出之后在短短 1 年时间获取 2 亿多的销售额，我们认为公司高端品牌的形象正在逐步回归正途，长期来看其忠实的消费群体将帮助公司快速腾飞；

（2）公司产品概念的创新、产品价格定位的精准均将帮助公司获取较强核心竞争优势。公司在 2009 年确立了“营销与转型”方针，2010 年是公司“高效运营与深度营销年”。我们相信只要执行到位，公司未来几年销量和收入的快速增长将得到有效保障

（3）中高端产品的推出将在短期内极大提高公司白酒产品的毛利率水平，并带动公司业绩快速增长，尤其是伴随着年份原浆销售额占白酒总收入水平逐步攀升至 50%以上时，其综合毛利率水平提升幅度最大。尽管短期公司销售费用率将持高不下，但我们相信一旦公司主推产品渐趋成熟，期间费用率的下降将是必然。

业绩预测和投资建议：

预计公司 2010-2012 年 EPS 分别为 1 元、1.56 元和 2.39 元，同比增长为 81%、55%和 53%，对应的收入增速分别为 40%、29%和 26%。当前股价 35 元对应 2010-2012 年的 PE 分别为 35 倍、23 倍和 15 倍，首次给予“买入”的投资评级，六个月目标价为 50 元（对应 11 年 32 倍 PE）。

1. 公司战略：回归与振兴，聚焦白酒回归高端

1.1 机制改革奠定未来长远发展

古井贡酒股份有限公司坐落在曹操和华佗故里、药材之乡的安徽省亳州市。公司前身为 1959 年建厂、享誉国内外的亳州（县）州古井酒厂，后于 1996 年 5 月改制为股份有限公司，并于同年在深圳交易所上市，共发行 A 股（代码为 000596）和 B 股（代码为 200596）两种证券。截止目前，公司共有总股本 2.35 亿，其中 A 股 1.75 亿，B 股 6000 万，上述股权目前已全流通。

曾被誉为“酒中牡丹”的古井贡酒是中国老八大名酒之一（当时连续四届被评为中国名酒的品牌就只有五粮液牌、西凤牌和古井牌，贵州茅台、杏花村汾酒和泸州老窖连续五届被评为中国名酒）。公司在 1989-1997 年曾稳居行业利税排名前 3。带领公司创造辉煌的动因被很多学者总结为率先实现了从计划经济向市场经济的嬗变，连续提出“降度降价”、“负债经营”和“保值销售”的策略，并引发了白酒界的一场经营革命。

上述策略在 1989-1997 年间创造了古井贡酒的辉煌，依靠“人工老窖”培育技术，公司产能也逐年扩张，企业效益的增长完全依靠公司产销量的快速增长所带动。到了 2000 年，公司 65 度白酒总产量约 36000 吨，其中优质大曲酒 6100 多吨，普通大曲酒 7300 多吨，新型白酒 23000 多吨。同时，估计当时公司白酒总销量约 6 万吨，其中：高档白酒 13500 吨，中档白酒 11500 吨，低档白酒 35000 吨（档次差别按照公司当时的出厂价确定，但相比当时其他的白酒品牌，公司主销产品仍是中低档偏多，公司主销高档产品 55° 古井贡酒在 2000 年左右零售价仅为 40 多元）。此外，1999 年公司为了提高高档白酒的产量，增加古井贡五年、十年陈酿的产量，兴建了 8000 吨的储酒库，并于 2000 年年底建成投入使用。

1997 年之后，亚洲金融风暴以及中国经济疲软，还有消费税率的调整致使整个白酒行业都遭受重创。生产和销售中低档产品的古井贡酒也没有幸免。随着 1997 年“白酒广告”单一营销模式的崩塌，1998 年后其他白酒企业整合营销模式的崛起，中档及中低档白酒的竞争态势日益加剧。同时，在茅五剑等生产和销售高端白酒的公司进行“品牌概念向下延伸”的过程中，作为曾是“老八大”名酒的古井贡酒似乎丧失了更多的市场话语权，公司在其主销价格区间的市场上逐年丢失份额。毕竟，品牌战略的失误，尤其是高档白酒品牌地位的缺失让曾是“老八大”名酒的古井贡没有一点竞争优势。

1997-2007 年是公司荒废的“十年”，古井贡酒逐步由一个全国性的品牌沦为区域性品牌。期间，公司所推出的各种高档酒均告失败，而中档和中低档产品遭受竞争压力更大。再加上山西朔州假酒案牵连公司在 1997 年非常畅销的两个品牌，致使其在 1998 年的销量大幅下降。同时，公司上市之后进行了一系列的多元化，踏入葡萄酒产业，并在 2000 年进入 IT 产业和证券行业，2004 年投资进入农产品加工业等等。

而在白酒产业上，公司为了满足酒厂内部各利益团体的要求，公司产品结构设计不合理，营销模式上的创新虽能创造短期利益，但容易被人模仿，缺少核心竞争力。当然，我们认为企业体制和内部机制的混乱可能是最大的问题。在国有单一持股的背景下，公司高管根本就无心恋战，公司内部管理水平仍旧停留在 90 年代的水平，从 2002 年之后公司又紧紧停留在整风和瓜分利益上。

在 1998 年之后国家主张过各种体制改革，包括高管激励和 MBO 等，尤其是在 2003 年左右，很多白酒厂商均做的风风火火，不是被民营化了，就是实施了股权激励。而古井贡酒受制于当地政府守旧，曾创造过辉煌的原有高管并无受益。但在巨大利益诱导下，走向了腐败，以致在 2007 年东窗事发。2003 年之后，我们观察到很多地产白酒厂商均经历过改制，例如安徽的口子窖、高炉家、迎驾贡等；江苏的洋河、双沟、今世缘等。我们倾向认为古井贡在 2003-2007 年的失利很大程度上输在了企业体制弱势和内部机

制混乱的层面上。

2007 年 4 月份之后，股份公司新任领导班子终于开始对古井贡酒进行大刀阔斧的改革。迅速确立了“回归主业白酒、回归市场高端、回归到古井历史辉煌位置”的“回归与振兴”发展战略。公司在产品结构、人员配备、内部组织架构和资源分配上均进行了一系列改革。公司在 2008 年进行了“新老划断”，职工人数由 2007 年的 6483 人下降到 2008 年的 3790 人（其中销售人员为 3226 人），降幅达 41.5%。同时公司在 2009 年 4 月份又进行了“竞聘上岗”。目前公司管理层及业务骨干员工平均年龄均在 35-45 岁之间。在 2009 年 10 月，古井集团公司又成立了“古井学院”，立志于把古井集团打造成学习型组织，持续提升企业组织运营能力。此外，该学院还将全面负责公司人力资源开发与培训，传播古井企业文化，为古井员工及客户提供多种培训和训练服务，是对外学习交流、形象展示的窗口。据了解，公司最近 2 年还将会大规模引进人才，尤其是销售队伍的壮大将帮助公司将区域市场深耕细作。

在新任领导班子上台之后，公司积极引进各种人才，包括贵有“西北少帅”之称的职业经理人刘敏。在总经理的带领下，公司积极进行品牌体系梳理，同时加强内部运营管理，盘活企业内部机制，积极进行组织架构调整。从上游几百家供应商缩减到 40 多家，到公司内部组织架构精简，实施一体化流程提高决策效率和执行力，再到下游经销商客户的调整，我们相信在公司总经理及其领导班子的辛勤努力下，今后几年公司将会焕然一新。

在产品结构上首当其冲的就是大规模压缩产品数量，摆脱“臃肿”繁多的产品线，一是提升企业一体化生产效率，二是明晰公司产品结构，提升产品形象。经过近几年的磨合，公司产品品种数量从 2007 年的 874 个单品迅速下降到了 2008 年的 259 个，估计今后几年单品数量还会继续下降到 100 以下。管理层在品牌体系的调整上还在 2008 年隆重推出了古井贡酒年份原浆系列（5 年、8 年和 16 年），从目前来看，已经成功了一大半。在内部运营管理上，公司在 2008 年 6 月积极引进 ERP 系统，覆盖到从销售计划、采购、生产、质量、成本、库存，直至仓储和物流等整个运营流程的全面信息管理系统，我们认为经过几年的磨合期，这将为企业今后的快速发展夯实基础。

截止到现在，我们认为公司基本面正在发生积极改变。公司内部员工的工作积极性和工作态度积极向上，在调研过程中和公司内部相关人员的访谈来看，大家对企业未来的发展都抱有非常强的信心。2010 年 1 月公司对内部一线员工均提高工资约 15% 左右，同时加上增加的员工福利如住房公积金等，员工待遇提高幅度更大，这极大的刺激了员工的积极主动性。

尽管如此，我们认为公司虽然内部机制正在盘活，但从整个企业的体制来看，我们认为仍旧存在不足之处。目前古井贡酒股份有限公司的实际控制人是安徽古井集团有限责任公司，其拥有上市公司的 61.15% 的股权，公司高管并无股权或更多激励。而古井集团公司目前实际控制人仍是亳州国资委，其拥有集团公司 60% 的股权，而上海浦创在 2009 年收购了剩余 40% 的股权，成为战略财务投资者。这种股权结构相比其他白酒类企业仍旧存在劣势。

从当前已非常成功的白酒企业股权结构模式，以及中国白酒消费特殊模式来看，我们倾向认为白酒上市公司的股权宜进行多元化，尤其是在地方国资委、上市公司高管和下游经销商多方持有公司股权时，其对带动白酒企业的发展最为有利，这将带动公司所拥有的各方面资源来促进企业发展，并增强企业核心竞争力。该模式成功的案例最为明显的就是泸州老窖、洋河股份和口子窖。事实上，目前很多传统国有的白酒企业也正在朝着这个方向行进，例如五粮液公司就极有可能形成这种结构，公司领导曾表示正在积极建议地方国资委让出部分股权以捆绑核心经销商。而古井贡酒股份有限公司能否走到这一步，我们只能“期盼”，我们认为体制和机制的进一步深化改革将决定了该企业长远发展的步伐。

1.2 聚焦白酒，产品结构调整回归高端

股份公司在 2009 年上半年将盈利能力较差的瑞福祥食品有限公司 100% 股权与安徽古井集团持有的上海古井金豪酒店管理有限公司 100% 股权进行置换，同时在 09 年下半年又将其子公司亳州派瑞特包装制品有限责任公司 100% 股权出售。我们估计今后几年公司还有可能会继续梳理上市公司的各项业务，最终只剩下白酒主业。

公司为提升产品及公司高端形象，在 2007 年推出高档产品，淡雅美酒古井贡 946、846 系列。在 2008 年 8 月份又顺利推出中高档产品古井贡酒年份原浆系列（5 年、8 年和 16 年）。同时，砍掉大量不盈利和销量较小的品牌力不强的产品系列。截止到 2010 年，公司基本上形成了低档、中档、中高档和高档不同价格带的明晰产品体系。未来几年公司收入和业绩的增长主要来自产品结构逐步向上调整的步伐。

表 1 公司产品体系明晰完全覆盖各价格段市场

简介	品牌	产品系列	零售价格区间
中高档主品牌，产品导入初期，尤其是年份原浆系列将成为公司未来结构调整方向，将成为未来古井贡业绩的主要来源。		数字淡雅系列（2007 年推出）	零售价在 600-900 元之间
		年份原浆系列（2008 年推出）	5 年原浆 148-168 元；8 年原浆 228-268 元；16 年原浆 398-428 元；20 年原浆 480-530 元；红运古井贡酒和精品优雅古井贡酒均为 88-108 元；金奖古井贡酒 125-135 元；古井贡酒十年陈酿 478-498（已被上海吉马买断经营）
		古井贡酒系列（历史主销产品）	精致古井贡酒（老玻贡）48-68 元
中低档品牌，产品已到成熟期，无任何费用支持，现金流产品	古井	淡雅型古井酒（2002 年推出）	零售价 38-58 元

资料来源：海通证券研究所

截止目前，公司低档产品主要以淡雅型古井酒，中档产品主要以红运古井贡酒和精品优雅古井贡酒等为主。这些产品属于公司成熟产品，已经步入品牌成熟期，目前公司对这些产品均没有支付过多销售费用，反而利用其产生的现金流来补给近几年新推出的中高档产品。公司今后几年将聚焦在古井贡酒年份原浆系列上，重点是 5 年原浆和 8 年原浆。

讲到公司的产品结构，我们不得不回头看看其在 1996-2007 年间新产品的开发和推广的一些故事。虽然公司在此期间一直在走下坡路或萎靡不振，但我们不得不承认，公司在产品设计方面的创新始终都是走在行业的前列。虽然公司内部机制混乱，但公司产品创新依旧不断。最值得一提的是两项创新。

1996 年 10 月在石家庄糖酒会期间，公司率先推出以酒龄出酒的举措，开发两个新系列：古井贡酒十年陈酿和古井贡酒五年陈酿。其十年陈酿的酒瓶体呈圆柱形，采用法国进口蒙砂玻璃喷涂而成，同时瓶型上凸现一代枭雄曹操的英武头像，充分展示了古井贡酒悠久的酿造历史和丰富的文化底蕴。由于受产量的限制，1997 年能够出品的十年陈酿全部售出。到 1998 年 10 月，该酒在全国 14 个省会城市的平均零售价高达 280 元，高出批发价 60 元，酒店消费价高达每瓶 400 元以上。对消费者购买意图的调查中，用于品尝的占 27%，用于馈赠的占 51.5%，用于收藏的占 13.7%。在为何选购该产品一栏中，填“该酒系第一按酒龄出的、质量有保证”者占 78%，填“装帧典雅美观、大方”者占 93%，填“酒质与装潢能体现完美、悠久”者占 63%。

但是，只可惜公司对这款酒的战略思路仍旧认识不到位，公司领导思考的焦点仍旧

停留在走以量取胜的道路上，并在 1997 年提出了“像可口可乐那样保持百年成功”的战略发展目标。截止 2010 年，公司这款酒市场零售价仅卖 500 元左右。公司在高端酒路程中遭遇失败，反倒让像茅台年份酒（15 年、30 年、50 年和 80 年）这样的品牌强者恒强。从 1997 年之后，各白酒厂商争相推出各种各样的年份酒，到目前为止，最出名的当属茅台和五粮液的年份酒，而新近崛起的郎酒（红花郎和青花郎）也是采用年份标示来区分价格段。即使是在 2009 年重出江湖的酒鬼酒也仍旧是以年份为标示，该公司在 2010 年又推出了 15 年、20 年等系列的高端白酒。

图 1 1997 年推出古井贡酒十年陈酿和五年陈酿



资料来源：海通证券研究所

图 2 2008 年推出古井贡酒八年原浆



资料来源：海通证券研究所

公司另一大创新源于 2002 年率先在中国酒界确立古井系列酒“幽香、淡雅”的品格风味，并推出了淡雅型古井酒。此种酒体风格区别于“窖香川酒”的“香气大、香味重”的口感。按照他们的理解，所谓现代的好酒，必须具有两个方面的特征：1）消费者爱喝的酒才是好酒，口感要好，适口性要强；2）对消费者健康有益或危害最小的酒才是好酒，也就是说，饮后的副作用小，醒酒快，不上头。在上述思路的指导下，公司适时推出淡雅口味的白酒，并利用科学的营销，有竞争力的包装和价格，使得淡雅型古井酒在安徽地区出现了热销的态势，尤其是 2005 年之后，该产品增长迅速，在阜阳乃至皖西北地区蚕食了大量高炉家、口子等中档酒的市场份额。只可惜，该产品定价较低，当时终端零售价才 38 元，扣除奖励仅有 30 多元，餐饮渠道一般卖 48-58 元。尽管如此，到 2006 年，该产品在安徽地区年销售额也高达 2.3 亿多，并逐步由安徽市场走向河南、山东和华东其他区域。从 2002 到 2006 年，此产品公司总销售量达到 2278 万瓶，折算约 10253 吨。类似年份酒的推出一样，在公司淡雅型古井酒的带动下，安徽其他各白酒厂商也陆续推出“类淡雅”口味的降度酒，例如金种子酒在 2005 年就隆重推出口味改良之后的醉三秋地蕴和天蕴，种子酒祥和和柔和等。在苏鲁豫皖各白酒厂商经常技术交流的带动下，江苏地区也掀起“绵柔淡雅”之风，在 2003 年洋河蓝色经典正式出炉，并在 2005 年之后快速发展，“蓝色风暴”开始席卷整个苏鲁豫皖地区。洋河股份利用其自身的体制优势，加上创新的营销模式，再结合这个定位高端的“绵柔淡雅”口味的白酒获取了神话般的成功。

纵观古井贡的发展历史，似乎每次创新其都是始作俑者，均能带动整个白酒行业的革命性发展，但最终所结硕果却始终花落人家，实为叹息！历史上，“人工老窖”、“降度降价”、“以酒龄出酒”这被中国白酒界权威称之为白酒界的三次“革命行动”，均是敢为人先的古井人首创。但是“人工老窖”却被五粮液推向极致，“以酒龄出酒”被贵州茅台运用的炉火纯青。而近期的“淡雅口味改良”在短期内却被洋河蓝色经典所遮掩。所幸的是，在 2007 年新任的董事长上台之后，古井联合中国食品工业协会成立了淡雅香型中国白酒研究院，标志着淡雅香型被古井确立，同时在技术上确立了古井集团是淡雅香型的标准制定企业。近期，公司正在积极申请“国宝古井”的非物质文化遗产，我们翘首以待。

2. 精益管理：聚焦年份原浆，聚焦苏鲁豫皖

2.1 年份原浆酒产品概念清晰，产品创新获取竞争优势

在前面，我们已经提到公司是中国白酒企业中率先开发年份酒，同时也是率先研制和生产淡雅型口味浓香型白酒的厂家。在 2008 年 8 月，公司再次进行市场细分，再次成为国内第一家以“年份+原浆”组合命名的白酒生产厂商，并提出“不是所有的年份酒都是原浆级年份酒”的差异化诉求。

公司为此产品还开发出很多卖点：原浆酒以真正陈年原酒为基础进行人工调兑，保持了中国白酒的传统特色。年份原浆古井贡酒以淮北平原的优质小麦、大麦、豌豆以及东北平原的优质高粱为原料，传承古井贡酒独门秘笈“九酝酒法”，采千年古井之“无极水”、用阳春三月“桃花曲”制曲、在百年“功勋池”中发酵，然后通过“择层取醅”、“择时摘酒”方法，得到最精华的原酒。之后送入广德太极洞经陶坛窖藏至少 5 年以上，使其自然老熟，最终形成香味协调、醇香怡人、原汁原味的“原浆酒”。入口醇厚，口感绵甜，口味甘美，饮后挂杯。整个酿造过程以传统手工为基础，世代传承，并对每一步进行严格控制。

除了其核心产品酒体设计风格标新立异外，该产品包装采用黑色仿陶瓷瓶，内有麻布袋，外有华丽硬盒包装，古朴高贵。同时，在价格定位上以年份来区分。公司现有开发的年份原浆系列共有 4 大产品类别，按照终端零售价格划分分别是：5 年原浆 148-168 元；8 年原浆 228-268 元；16 年原浆 398-428 元；20 年原浆 480-530 元；

从目前的产品线来看，公司已基本形成了低档淡雅古井酒系列，中档古井贡酒系列和中高档古井贡酒年份原浆系列，还有超高档数字淡雅美酒古井贡系列。公司产品基本上覆盖了所有价格段，今后重点在于执行和调结构，即提高年份原浆系列酒的销量和销售额占比。

2.2 年份原浆价格定位精准，抢占空白市场获取竞争优势

近十年，伴随中国经济快速发展，国家财政收入、企业收入和居民可支配收入大幅增加，政务、商务活动数量不断增加，居民消费结构升级，而白酒产品的升级尤为明显，直接表现为价格上升。

以安徽的省会城市合肥地区的中高档白酒市场为例，1996-1998 年合肥消费中档白酒的主要价位是 12-38 元/瓶，1999-2001 年是 28-68 元/瓶，2002-2003 年是 58-88 元/瓶，2004-2005 年是 78-138 元/瓶，2006-2007 年基本上在 128 元/瓶以上。而在 2009-2010 年初的大面积提价之后，我们估计今后几年安徽地区中档及中高档白酒终端

零售价仍将水涨船高，预计未来几年合肥地区政务商务所用中高端白酒终端零售价将在 138 元以上，估计在 138-288 元之间的市场容量较大，而安徽其他二三线城市政务商务所用中高档白酒终端零售价估计在 120-160 元区间容量最大。

表 2 中兴商业与可比公司的人力成本率对比（%）

古井贡产品周期	产品系列	零售价格（元）	安徽竞品（口子窖）	安徽竞品（金种子）	安徽其他精品	苏鲁豫皖同价位竞品
成熟品牌/现金牛产品/摊销费用为主	淡雅型古井酒	38-58	精品口子坊（38-45 元） 2005 年推出，老口子（38-40 元）		高炉家酒（49-59 元）、老高炉（37-39 元）；文王正一品（36-38 元）；皖酒王（48 元） 迎驾银星（68-78 元）	
	精致古井贡（老玻贡）	55-68		祥和种子酒（55 元）	文王国窖茅台迎宾酒（75 元）；竹叶青酒（77 元）	
	红运古井贡和精品优雅古井贡	88-108	5 年口子窖（98-108 元） 1999 年推出	地蕴醉三秋（75-88 元）、柔和种子酒（78 元），2005 年推出	46 度和谐家酒（88-98 元）；迎驾金星（108-120 元）	郎酒五年陈（88 元）；五粮醇红淡雅（86 元）
	金奖古井贡	125-135			二十年皖酒（118 元）	茅台王子酒（128 元）；五粮醇蓝淡雅（123 元）；洋河大曲（114 元）；特制老白汾（105 元）； 洋河蓝色经典海之蓝（148-178 元）；10 度和谐家酒典藏汾酒（198 元）；小糊涂仙精品（192 元）；经元）；泸州老窖特曲（178 元）；衡水老白 典皖酒（168 元）千八年陈酿（168 元）；五粮醇金淡雅（163）；五粮春新包装（158 元以上）
	古井贡酒 5 年原浆	148-168	御尊口子窖（108-118 元）	天 蕴 醉 三 秋（168-188 元）	迎驾贡酒 15 年（220-228 元）	10 年红花郎（213 元）；泸州老窖百年（228 元）；
	新品开发/产品概念延伸/结构调整产品/销量市场份额为主	8 年原浆 16 年原浆 20 年原浆	228-268 398-428 480-530	真藏十年口子窖（288-298 元） 真 藏 二 十 年 口 子 窖（388-398 元）	60 度和谐家酒（328-388 元）	洋河蓝色经典天之蓝（398-408）；六和液（385 元）；伊力王酒（330 元） 百年老店（482 元）；1995 年五粮液专卖； 洋河蓝色经典梦之蓝 788 元左右；贵州茅台（778 元）；国窖 1573（689 元）；水井坊（618 元）；五粮液（698 元）；15 年红花郎（667 元）；国藏汾酒（568 元）；舍得（558 元）；15 年酒鬼酒（528 元）
	数字淡雅系列	600-900				

资料来源：海通证券研究所

目前安徽酒水消费仍旧以地产品牌为主，除了超高端 600 元以上的酒水基本是川贵地区的品牌外，300 元以下的酒水基本是地产品牌。其中 128 元以下的白酒市场基本被安徽本土企业所占领，徽酒素以营销出名，各个白酒产品创新不断，这就导致了有些白酒产品三十年河东，三十年河西的局面。目前来看，在安徽省按白酒收入排序依次是：口子窖、古井贡酒、迎驾集团、双轮酒业、皖酒王和金种子酒等（部分企业的销售收入还来自省外市场）。

从年份原浆的价格定位来看，我们观察到公司遭遇的竞争对手主要是口子窖，还有少部分其他地产酒和大量外来品牌的产品。外来品牌与其展开竞争的主要是洋河蓝色经典、红花郎和泸州老窖特曲。公司主打的 5 年原浆价格定在 5 年口子窖之上，洋河蓝色经典海之蓝之下，正好抢占了 138-168 元之间的价格空白。其 8 年原浆价格高于 10 年红花郎和泸州老窖百年，低于真藏十年口子窖。其 16 年原浆价格正好与洋河的天之蓝和二十年口子窖相对接。

值得一提的是，外来品牌中五粮液公司在 2009 年推出的“红、蓝、金淡雅五粮醇”系列将可能对徽酒 148 元以下的产品构成威胁。现在红淡雅零售价 86 元，蓝淡雅 123 元，金淡雅 163 元。此款产品未来将成为五粮液公司的中档拳头产品，从去年以来的宣传力度较大，同时给予经销商的利润较为丰厚，该产品在 2009 年销量 1 万多吨，预计

未来 2-3 年销量可达到 2 万吨。

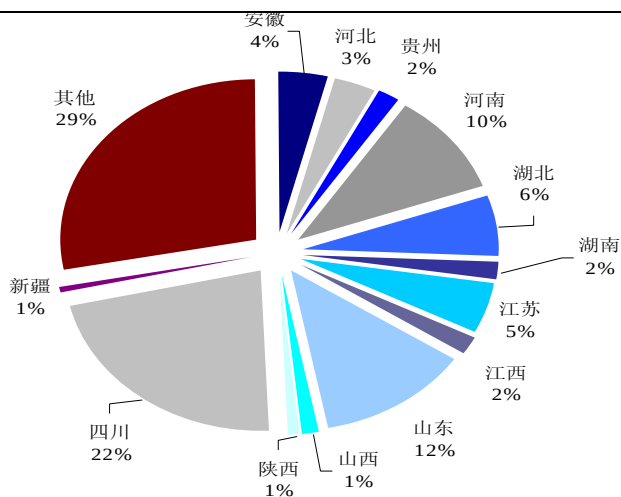
综合而言，我们认为古井贡酒年份原浆在安徽地区将存在快速增长的机会，其 5 年原浆价格定在 5 年口子窖之上，洋河蓝色经典海之蓝之下。在消费升级的背景下，5 年口子窖的消费群体将有可能提升到古井贡酒 5 年原浆的消费层次上，这可是至少 7000 多吨的消费群体（我们估计 5 年口子窖系列在全国共销售 300 多万箱，折合为 7200 吨。）。此外，公司的 8 年原浆将抢占安徽地区的中高档市场，其竞品主要是十年口子窖、10 年红花郎和泸州老窖百年特曲等。但毕竟红花郎和泸州老窖是外来品牌，公司的 8 年原浆主要竞争对手将依旧是口子窖，而其价格定在十年口子窖之下，是否将会利用其品牌优势，以及价廉物美来抢占其份额呢？

相比口子窖而言，古井贡酒的品牌影响力自然不用多说。虽然前几年古井贡的酒在合肥地区给消费者感觉是喝了头痛，但经过 2002 年之后的技术升级，同时在 2008 年升级为年份原浆之后品质得到了大幅提升。再加上营销模式的配合，我们认为公司 8 年原浆还是能获取部分市场份额。

预计未来几年安徽地区消费升级将会加速，我们倾向认为合肥市场在 138-288 元之间的市场容量较大，而安徽其他二三线城市政务商务所用中高档白酒终端零售价估计在 120-160 元区间容量最大。公司力图通过产品结构调整带动客户结构调整，再通过客户结构调整推动市场结构调整，公司的年份原浆能否获取胜利，我们认为今后重在营销模式的创新和加强，以及执行力的到位。

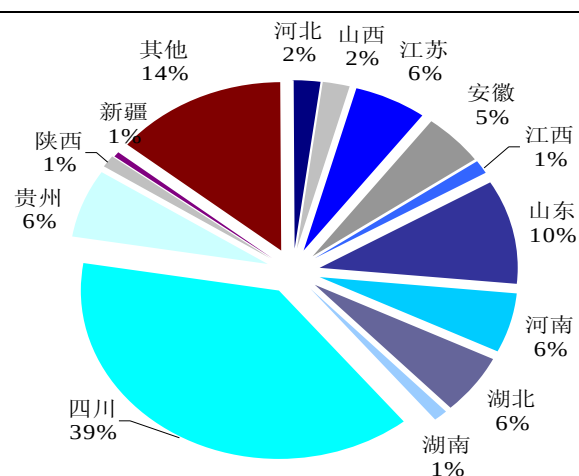
2.3 安徽地产白酒在 2009 年迅猛崛起，《得中档酒者得天下》！

图 3 各省 2009 年白酒产量比重，安徽占据 4%



资料来源：海通证券研究所

图 4 各省 2009 年白酒收入比重，安徽占据 5%

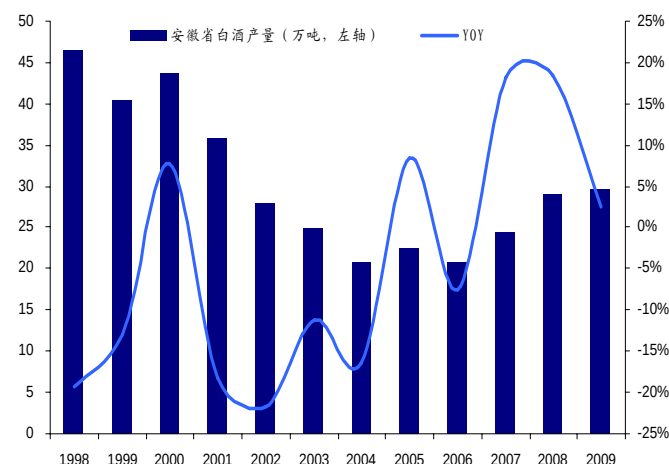


资料来源：海通证券研究所

安徽省一直是产白酒大省，2009 年安徽省 500 万销售额以上的白酒企业产酒量 29.7 万吨，位居全国各省份排名第六，占苏鲁豫皖地区总产量的 13.34%。2009 年安徽省销售额超过 500 万的企业数量有 82 家，全省总销售额约 91.8 亿，占苏鲁豫皖地区 18.6%，利润总额约 8.27 亿，占苏鲁豫皖地区 16.8%。而苏鲁豫皖四省共有企业 488 家，销售额约 493 亿，利润总额共 49 亿，总产量共 222.7 万吨。全国范围来看，安徽省在白酒行业中的地位也相当重要，2009 年安徽省白酒产量占全国 4%，销售额占全国 5%。

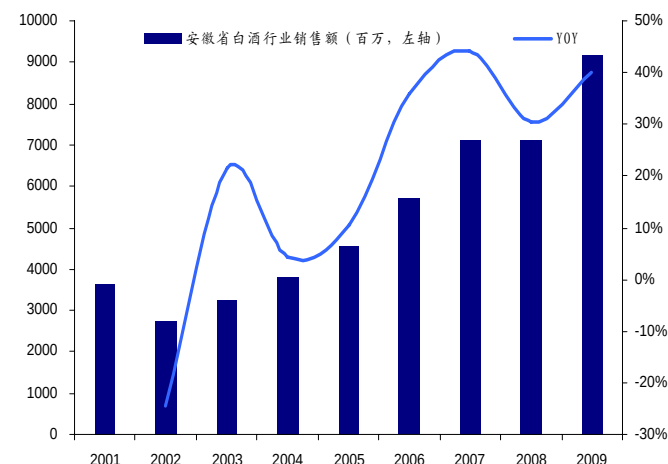
与行业保持同步，安徽省白酒产量从 1998 年的高点开始滑落，一直到 2004 年白酒产量讲到历史最低点仅为 20.7 万吨，而从 1998 年开始回落，一直到 2002 年白酒产业销售额约 27.4 亿，但从 2003 年开始，销售额突飞猛进，从 2003-2009 年复合增速高达 26.7%，而 2006-2009 的 4 年复合增速高达 37.62%。值得关注的是，从 2005 年开始“徽酒军团”在江苏市场可是节节败退的，主要在于洋河蓝色经典、双沟珍宝坊、国缘、汤沟等本地企业深耕市场联军作战阻击徽酒所致。鉴于此，我们权且认为安徽白酒企业收入的增长大部分来自本地即安徽消费所致。

图 5 安徽省白酒产量 2004 年触底后开始回升



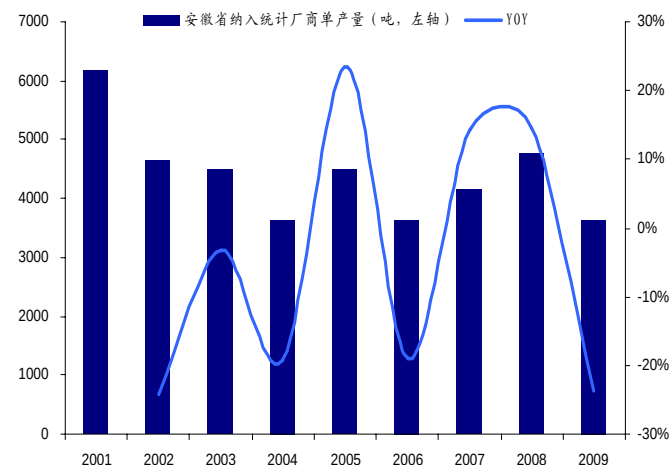
资料来源：海通证券研究所

图 6 安徽省白酒收入从 2003 年开始快速上涨，近几年 40%



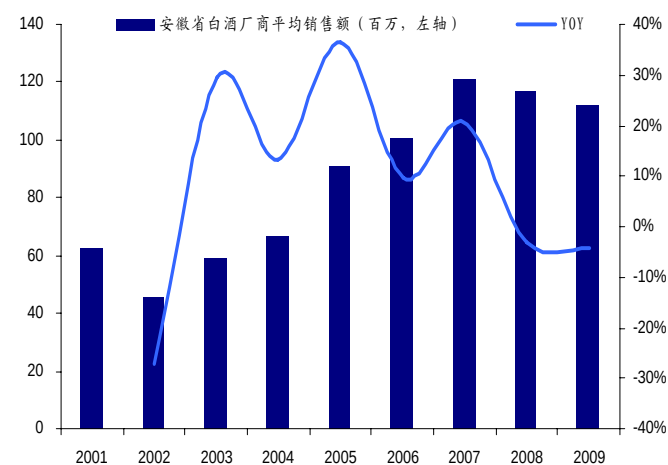
资料来源：海通证券研究所

图 7 安徽省厂商单产保持在 4000 吨左右且波动较大



资料来源：海通证券研究所

图 8 安徽省单位厂商收入增速从 03-05 年高位回落



资料来源：海通证券研究所

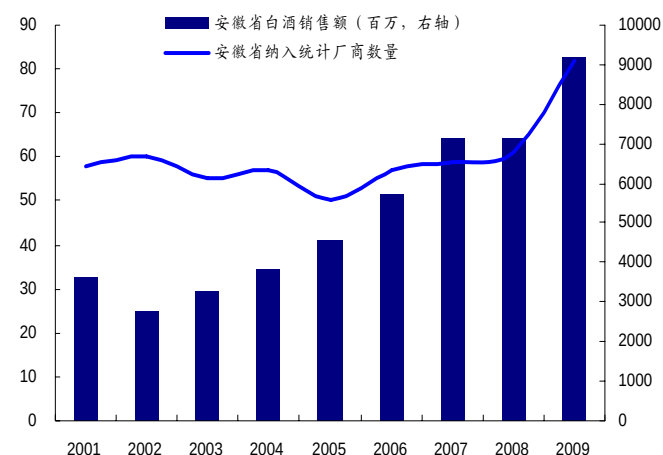
上述数据在某种程度上表现了安徽省的总容量，但考虑到同济口径的问题，我们必须考虑到每年纳入统计的厂商数量在增加，如果把总容量除以白酒厂商数量得到每家厂商的单产量，我们将会总结到更多有用信息。

我们发现剔除统计口径的问题，2004 年之后安徽省白酒厂商平均单产量在 4000 多左右徘徊，2002-2009 年的复合增速为-4.7%。同时，白酒厂商平均收入水平维持在 1 个亿以上，2003-2005 年平均收入复合增速高达 26.34%，但 2006 年之后收入增速放缓，到 2008-2009 年连续两年负增长为-3.83%。

得出这样的数据，或许我们可以做出如下推测：2003 年之后，整个白酒行业开始回暖，而安徽白酒龙头企业或者说先知先觉的进行了战略部署的白酒企业率先复苏，毕竟 2003-2005 年期间销售额超过 500 万以上的白酒企业数量并没有大幅增加，维持在 55 家的平均水平，但到 2007 年之后，盈利规模较大的企业数量越来越多，到 2009 年高达 82 家，相比 2008 年的 61 家增加了 34.4%。

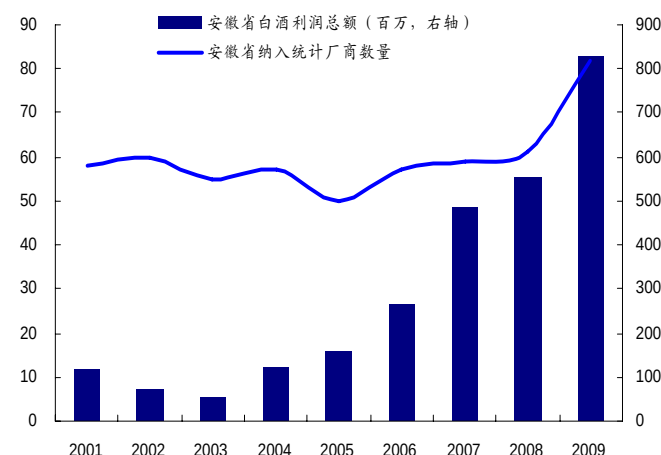
可以说，2009 年安徽的白酒厂商大获全胜，收入和利润屡创新高，而他们生产和销售的主要是中档及中低档产品，充分说明了《得中档酒者得天下》！从个别企业的数据来看也可证明安徽的地产白酒正在迅速崛起：金种子酒 2009 年白酒收入约 5.1 亿，相比 2008 年增长 49%；口子窖 2009 年收入约 20 亿，相比 2008 年增长 32%；古井贡酒 2009 年白酒收入约 13.35 亿，相比 2008 年增长 24%；迎驾集团 2009 年收入和入库税金相比 2008 年增幅均在 50%左右；双轮酒业 2009 年销售收入 10 亿，同比增长 58.4%，上缴税金同比增长 100%；安徽皖酒 2009 年销售收入约 6 亿，同比增长 25%。

图 9 安徽省 2009 年销售额突破 500 万的数量增加 34%



资料来源：海通证券研究所

图 10 安徽省利润总额从 03-09 年复合增速高达 60%



资料来源：海通证券研究所

到 2009 年底，公司白酒收入达 12 亿左右，安徽市场共有 91.8 亿，苏鲁豫皖地区共有 493 亿，全国市场约 2059 亿，公司收入占比分别为 13.07%、2.43%和 0.58%。洋河酒厂 2009 年在销售额为 40 亿，同期江苏市场共有 108 亿容量，洋河占据 37.1% 的份额。如果公司也能获取如此份额，按照 2009 年安徽市场的容量计算，公司销售额至少有 34 亿。这是有可能的，洋河股份在 2004 年白酒收入 4.17 亿，占据江苏市场 15.3% 的份额，与目前的古井贡酒相差不大，但短短 6 年时间，尤其是 2005 年之后，洋河股份市场份额迅速提升。

2.4 聚焦苏鲁豫皖，深度营销首先布局安徽（产品结构调整客户结构，并进而调整市场结构）

这次到安徽调研，笔者行径路线从郑州到许昌，然后辗转亳州，再驱车至淮北，途径永城市，再到阜阳，最后抵达合肥。一路艰辛，但所幸是沿途到处都可见古井贡酒年份原浆的招牌，包括沿途广告牌、路桥的宣传海报、烟酒店面招牌、酒店旁诺大的横幅等等。甚至在淮北和阜阳也均有古井贡酒年份原浆的宣传画。虽然皖南没有经过，但至少皖北一带均可说明公司近期的宣传和推广做的红红火火。

据了解，公司近几年一直在招聘销售人员，在 2009 年确立了“营销与转型”方针，而 2010 年是公司“高效运营与深度营销年”。除了重振和强调古井贡品牌拉力的作用外，公司还积极进行深度营销推动。

公司将安徽市场进一步细分，共划分为 18 个大区，力图在每个大区下派常驻销售人员，提高终端渠道铺货率。公司领导认为产品铺货率最大更是无形实惠的广告，最大化产品陈列将是公司今后营销的重点考核指标。公司领导认为在上述 18 个大区中每个都能做到 1 个亿的销售才能算比较成熟（亳州地区 2009 年销售额达 1.4 亿）。另外，公司在今年也将把河南地区划分为 3 大块，山东地区划分为 2 大块。

公司在 2010 年 2 月举办了经销商庆功会，分别对销售额排名靠前的经销商进行了奖励。第一名是亳州地区的经销商，年销售额达 1.4 亿；第二名是皖南安庆的经销商；第三名分别是淮北、淮南、宿州和皖南的铜陵（值得注意的是，淮北是口子窖的根据地，皖南安庆也是口子窖的重点市场，我们倾向认为若公司未来 2 年在合肥市场若能成功，其战胜口子窖成为安徽第一品牌将指日可待）；省外获奖的还有浙江、山东、内蒙和南京地区的经销商。公司对这些经销商的奖励力度非常大，均是豪华汽车，最低的奥迪汽车，最高的是宝马。

据了解公司在 2007 年之前的经销商客户到目前为止被砍掉了一大半，毕竟之前的经销商均是做流通渠道，以中低价位的产品为主。公司目前要做中高端白酒，经销商群体理应更换。今后公司的渠道重心将放在团购、餐饮、商超和名烟名酒店上。在亳州期间，笔者还偶遇了一位年份原浆的经销商，其之前是做药业流通的，最近几年药业调整，他们改做古井贡酒的年份原浆，把以前药业流通的渠道运用到白酒上仍旧行得通，同时他反应销售势头非常好，赚钱多。我们认为公司产品结构调整客户结构的步伐在最近两年将会日益成熟，今后客户结构调整市场结构将水到渠成。

此外，我们还了解到亳州市委领导也非常重视公司的发展，当地领导带头给安徽省其他各地重要客户送酒，且送酒力度非常大，送到最后就出现了很多回头客，形成了销售收入。这一点非常类似茅台当年攻占党政军市场的做法。现在安徽地区中高档白酒的团购市场才刚刚开始起步，我们认为这正是古井贡酒年份原浆的契机，并将成为日后长足的核心竞争力。

目前，公司称白酒销售额中有 50% 是在安徽市场实现。这说明省外市场仍有大量的忠实消费群体。相比 1995 年，公司实现白酒收入约 7.7 亿，当时安徽市场贡献收入 46.2%，其他省份份额比重排序依次是山东（13%）、福建（11.9%）、河北（6.6%）、广东（5.1%）、江苏（3.1%）、甘肃（3%）、陕西（2.6%）、河南（2.2%）、辽宁（0.6%），以及其他省份占据剩余 6%。现在看来，如果安徽市场一旦成为公司业绩来源的根据地，上述区域均可供企业任由发挥，毕竟昔日的“老八大”品牌仍旧深入人心。

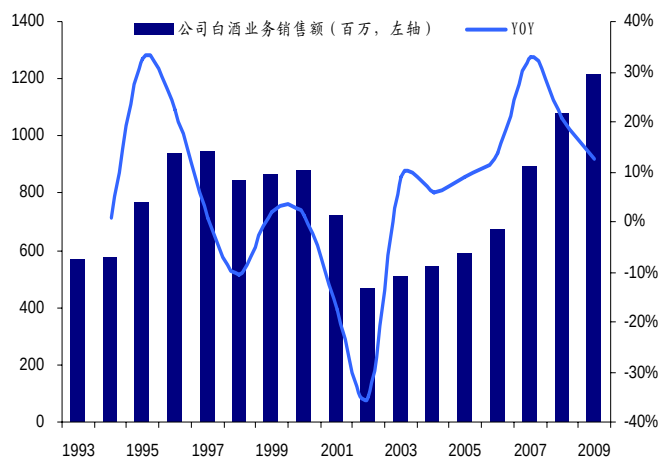
短期来看，公司仍将聚焦苏鲁豫皖地区，尤其是安徽产地市场是公司的战略市场。但公司领导表示对北京、上海、广东一带并未放弃，例如 2009 年年份原浆在北京地区共销售 2000 万，上海地区共销售 1000 多万。在广东地区公司也有广告投放，凤凰卫视的锵锵三人行中就有年份原浆的广告。

3. 业绩预测与估值：股价三年内达到 90 元！

3.1 公司基酒产能充足，足以实现 50 亿销售额

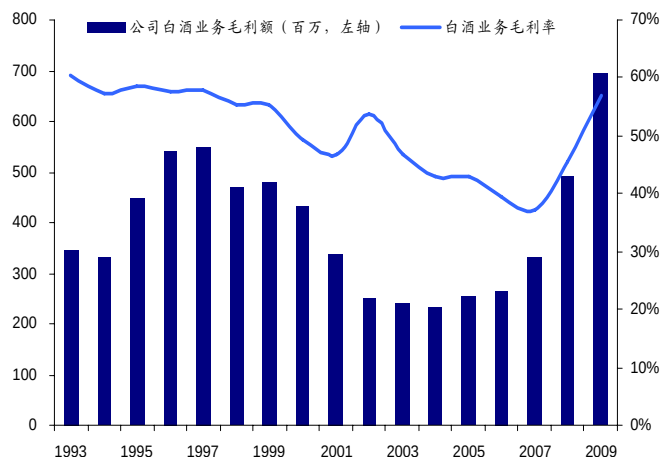
古井贡酒在上世纪 90 年代初期曾得到突飞猛进的发展。依靠“人工老窖”培育技术，公司产能也逐年扩张，企业效益增长完全依靠公司产销量的快速增长所带动。公司白酒销售额在 1997 年达到最高点约 9.46 亿，之后白酒销量开始走下坡路，到 2001-02 年由于消费税改革和产品结构弱势导致销售收入出现大幅下滑。2003 年之后随着行业景气回暖以及公司产品结构调整步伐的加快，公司白酒销售额在 2003-05 年出现缓慢的个位数恢复性增长，从 2006 年开始加速，并在 2007-08 年复合增长为 27%。预计 2009 年公司白酒销售额将达到 12.1 亿，同比增长 12.68%。

图 11 2008 年白酒销售额刚好超过历史最高点 1997 年



资料来源：海通证券研究所

图 12 2008 年毛利额也超过历史最高水平



资料来源：海通证券研究所

从上述分析来看，我们认为公司的产能布局基本在 2000 年之前就已完成，后因销量萎缩结构调整提升，我们估计公司并不会新增产能，但通过技术升级、老窖熟化等提高出酒率和优质酒率是有可能的，毕竟 10 多年的积累让很多窖池都得到了保养和升级。据了解，公司 2000 年前共有 65 度大曲酒产能约 2.1 万吨左右，至少可生产接近 3.45 万吨中高档商品酒，还有大量普通新型白酒，同时公司灌装产能超过 4.5 万吨。上述计算数据是底限，公司在 2000 年之后中低档酒销量下滑，为了进行结构升级，新增加了储酒产能达到约 1000 吨（后来可能还有增加），这部分库存在均保存在公司的 4 个大型仓库里。

目前公司年份原浆最低的是 5 年原浆出厂价约 78 元左右，按照 3.45 万吨中高档商品酒及每瓶 425ml 计算，公司可实现销售额 63.4 亿。当然，对于一个中高档产品销量达到 3.45 万吨可能太难。目前洋河股份中高档白酒销量约 2.6 万吨（对应销售额 34 亿），口子窖中高档销量约 1 万吨左右（对应销售额估计 10 亿）。我们倾向认为古井贡酒的年份原浆如果运作良好，也能达到上述企业的水平，即使将销售额打个八折，公司实现销售收入 50 亿也没有太大问题。按照公司发展战略，公司计划到 2014-15 年实现销售收入 50 亿，近五年年复合增速为 27%，接近安徽市场 2003-2009 年的销售收入复合增速。

考虑到公司在 2009 年进行了资产置换和资产剥离损失部分收入规模，我们预计公司 2009-2011 年收入分别增长-1.4%、39.9%和 28.5%。其中 2009 年白酒业务实现销售额 12.1 亿，同比增长 12.68%。2010 年公司白酒收入达到 18.08 亿，同比增长 49%。

3.2 年份原浆销量增长带动产品结构调整，毛利率提升促业绩增长

公司在 2007 年之前主销品牌价格较低，例如其主品牌 55 度 500ml 古井贡酒终端零售价才 38 元，50 度 500ml 金奖古井贡、红运和精品优雅系列零售价才 100 元左右，再往高端的就是 55 度 750ml 的古井 5 年和 10 年陈酿，但这些均不上量。

高端产品地位缺失让公司白酒业务的盈利能力一直维持在低位。公司在 1993 年白酒业务的毛利率高达 60.6%，后因“降价降度”战略的持续实施，再加上 1998 年后行业的不景气，公司白酒业务的综合毛利率从 1993 年开始一直持续下降，一直下降到 2007 年的最低点 37.24%。1998-2007 年期间公司虽屡次创新推出高端品牌，但似乎总是不尽人意（可能有多方面原因，内部管理问题最有可能）。

2008 年后公司白酒业务毛利率开始出现转机，全年大幅提高 8.2 个百分点（其中 1H08 毛利率下降 3.9 个百分点，2008 年下半年上升 16 个百分点），在 09 年上半年毛利率再次提高 9.8 个百分点，达到 57.1% 的水平。2008 年上半年毛利率下降主要是公司当时正在梳理产品线，很多盈利能力高但销量一般的产品线被陆续砍掉，而 2008 年下半年毛利率出现恢复性上涨，我们估计和 2008 年 8 月份推出“古井贡酒年份原浆”有关。据了解 2008 年公司白酒收入 10.76 亿，而年份原浆销售额高达 4000 万（加上送酒和铺货估计有 7000 万），年份原浆占比 3.7%。到 2009 年公司白酒收入约 12.1 亿，而年份原浆估计 2 亿（加上送酒和铺货可能有 4 亿），年份原浆占比 22.6%，同时，公司白酒业务毛利率在 1H09 期间相比 2008 年同期提高了 9.82 个百分点，达到 57.1% 的水平。

表 3 所有白酒上市公司综合毛利率水平按 1H09 排序，古井贡酒依旧较低（%）

股票名称	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	1H09
贵州茅台	81.5	80.1	82.2	82.5	83.8	88.0	90.3	90.4
酒鬼酒	62.0	58.5	61.9	41.2	49.9	76.3	75.3	81.5
水井坊	34.9	32.6	57.8	76.0	71.0	74.6	78.6	74.6
山西汾酒	64.4	64.9	70.5	72.1	73.7	77.1	76.5	73.5
泸州老窖	58.3	53.2	53.7	54.1	57.1	56.9	66.1	64.5
五粮液	44.0	45.0	48.9	50.0	52.8	53.9	54.4	62.0
洋河股份					47.4	48.5	52.4	56.1
古井贡酒	51.6	44.5	39.9	40.7	33.6	32.3	38.5	51.3
沱牌曲酒	31.2	35.3	30.4	29.0	34.3	41.3	49.6	51.0
伊力特	48.7	45.7	46.9	44.2	49.3	41.5	45.6	44.9
老白干酒	40.6	38.7	37.3	35.7	34.1	43.6	40.5	42.1
金种子酒	32.0	21.2	19.7	11.7	14.5	19.1	33.0	37.8
*ST 皇台	51.9	36.3	46.2	46.5	38.5	21.3	14.2	17.3

资料来源：海通证券研究所

我们认为公司白酒业务毛利率还能继续大幅提高。主要在于公司中高档酒年份原浆产品的综合毛利率至少有 70% 以上，若其销售额占比继续提升，公司综合毛利率提高是必然的。历史上，1993 年公司中高档主品牌古井贡酒系列销售额占总收入 66% 的时候，公司白酒业务毛利率高达 60.6%。但当时的古井贡酒零售价也才 40 元左右，现在古井贡酒年份原浆系列出厂价应在 78 元左右，相比较而言，公司白酒业务毛利率还能大幅提升。而且从上述分析来看，公司毛利率对年份原浆占收入比重特别敏感。当年份原浆

占销售额 3.7%时，毛利率同比提高 16 个百分点，当年份原浆占销售额 22.58%时，毛利率同比提高 11.7 个百分点。由此来看随着年份原浆占销售额比重日益增加，公司白酒业务毛利率提升空间还很大，并进而带动公司业绩快速增长。

对比其他类白酒上市公司，公司在 1H09 综合毛利率仍旧较低，尤其是曾作为“老八大”品牌，在缺失中高端白酒产品地位的影响下，公司 1H09 年综合毛利率仅为 51.3%，其白酒业务毛利率为 57.1%。这个水平正好是洋河股份在 2003 年 8 月份推出“洋河蓝色经典”之后，2004 年全年的白酒业务毛利率水平 58.3%。2004 年，洋河股份中高档白酒毛利率为 72.7%，普通白酒毛利率为 45.3%。之后，洋河股份的白酒业务毛利率开始出现波动，但到了 2008 年之后，洋河股份毛利率开始恢复提升（其中原因可能和销售政策、购买基酒等有关）。

对比洋河股份，我们较为容易对公司未来的盈利水平做出预测。洋河股份的“蓝色经典”在 2003 年 8 月份上市，当年的 4 个月销售额即达到 2800 万，而 2004 年就达到 7600 万，占 2004 年白酒收入的 17.3%，2005 年销售 2.8 亿，占比 42%，2006 年销售 6.78 亿，占比 64%，2007 年销售 14.6 亿，占比 84%，2008 年销售 17 亿，占比 65%，2009 年销售 28.5 亿，占比 72%。可见洋河蓝色经典占其白酒总收入比重是 2004 年开始起步，2005 年加速，2006 年突破 50%，2007 年占比达到顶峰，2008-2009 年开始调整。

而古井贡酒的年份原浆 2008 年 8 月份投入之后销售额 4000 万，2009 年实现 2 个亿，占 2009 年白酒总收入 22.6%。我们估计今后几年年份原浆占销售收入比重也将延续洋河的轨迹，但幅度可能没有洋河那么大，毕竟 2004 年洋河白酒收入才 4.14 亿，而古井贡酒 2009 年收入已达 13.7 亿。

按照公司力图近两年实现年份原浆占据白酒总销售额 50%的战略意图，以及到 2014-15 年销售额突破 50 亿的计划，我们测算公司白酒业务的毛利率未来几年将得到持续提升，尤其是 2009-2010 年，白酒业务毛利率在 2009 年为 57.1%，相比 08 年提高 11.7 个百分点，2010 年白酒业务毛利率为 59.8%，相比 09 年提高 2.7 个百分点；从 2011 年开始公司白酒业务毛利率的提升开始放缓。

白酒业务的毛利率提升将带动公司综合毛利率提升，我们测算 2009-2011 年公司综合毛利率分别为 54.0%、57.4%和 58.7%。

3.3 收入增长毛利提升带动业绩快速增长

我们认为，公司未来 2 年白酒业务毛利率还能大幅提升，一直到年份原浆系列酒销售额占比总收入达到 50%之后提升速度才放缓。而公司的业绩对毛利率变动非常敏感。例如 2008 年 4 季度公司毛利率大幅提升 16.6 个百分点，直接导致当季毛利额增速为 71.6%。这可惜公司在 2008 年还处于内部调整阶段，“新老划断”让公司当季管理费用率大幅提高 6.5 个百分点，再加上 4Q08 投放新品年份原浆，销售费用率也在当季大幅提高 7.6 个百分点，致使公司赚取的毛利额完全被期间费用所蚕食，而公司业绩增长也一般。

但到了 2009 年，由于公司在 2008 年甩掉了历史包袱，同时年份原浆也获得非常快速的增长，在白酒毛利率大幅提高 11.7 个百分点的情况下，公司的业绩取得了爆发性增长。预计 2009 年公司毛利率大幅提升带动公司营业利润增长 122.6%，同时所得税率的大幅下降带动公司归属于所有者的净利润同比增长 275%，致使 2009 年 EPS 为 0.55 元。

预计未来 2 年公司期间费用率还会维持高位，主要是销售费用率的提高。毕竟公司新品在 2008 年 8 月份才投放，前期还需要大量的广告、宣传、地面促销、终端品鉴等形式营销活动。公司管理费用率在 2008-09 年大幅增加之后，预计 2010 年之后将会维持稳定。企业已经在今年年初给公司员工提高工资及福利待遇。公司在 2009 年将长短期借款基本还清，预计从 2010 年开始财务费用将为负数，主要在于公司销售模式所致及公司产品盈利能力所致。

表 4 所有白酒上市公司销售费用率按 1H09 排序，预计未来 2 年古井贡酒费用率还会维持高位（%）

股票名称	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	1H09
伊力特	7.5	8.8	5.6	6.3	5.5	6.2	5.1	4.5
贵州茅台	16.8	15.2	12.5	12.1	11.8	7.7	6.5	5.7
洋河股份			13.4	13.2	11.3	7.9	8.4	7.6
五粮液	8.6	10.9	12.8	13.4	13.6	10.7	11.2	9.1
泸州老窖	22.3	21.8	25.0	23.8	15.5	12.0	13.5	11.5
金种子酒	3.9	10.6	9.6	3.4	3.9	4.5	12.5	12.8
山西汾酒	18.0	14.8	13.8	14.8	14.0	19.7	19.6	13.6
老白干酒	3.8	3.2	3.2	3.8	2.3	2.7	6.3	13.7
古井贡酒	9.3	10.3	13.5	8.0	7.1	9.5	10.5	17.7
*ST 皇台	15.3	22.8	7.1	5.8	3.5	5.7	5.8	17.8
沱牌曲酒	11.7	13.3	12.4	11.3	16.5	14.8	19.0	20.0
水井坊	6.9	21.8	13.8	19.6	16.9	14.6	19.8	23.2
酒鬼酒	36.1	25.7	20.3	37.7	27.2	22.2	37.2	35.1

资料来源：海通证券研究所

表 5 所有白酒上市公司净利润率按 1H09 排序，结构调整将促使古井贡酒净利率提升（%）

股票名称	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	1H09
贵州茅台	21.4	25.3	28.4	29.7	32.2	41.0	48.5	52.8
泸州老窖	3.0	3.3	2.6	3.0	17.6	26.4	33.4	38.9
洋河股份			3.5	7.9	16.3	21.3	27.7	32.6
五粮液	10.8	11.1	13.2	12.4	16.0	20.1	23.1	30.3
山西汾酒	3.0	8.8	13.3	15.7	20.9	22.5	19.9	26.7
水井坊	2.2	-19.4	8.2	12.9	12.9	20.3	26.8	23.5
伊力特	21.6	21.3	24.6	-5.0	20.1	17.0	16.9	15.0
酒鬼酒	-37.4	-27.1	1.8	-78.4	-115.9	29.6	12.6	7.8
沱牌曲酒	1.2	1.6	1.7	1.8	2.5	4.6	4.8	6.6
金种子酒	4.4	-40.8	-44.3	0.8	2.6	3.4	3.7	6.6
古井贡酒	8.8	3.6	-30.3	0.8	1.4	2.8	2.5	5.0
老白干酒	8.2	5.8	5.2	3.0	0.5	3.8	5.2	3.5
*ST 皇台	-11.2	-228.5	12.1	6.4	1.6	-54.6	-69.6	-133.8

资料来源：海通证券研究所

从洋河的经验来看，其高费用率持续了接近 2 年时间，即 2004-05 年，2005 年之后，公司主打产品洋河蓝色经典开始迅速席卷苏州，并和当地的其他苏酒一同把“徽酒兵团”逐步赶出了江苏市场。再看泸州老窖从 2001 年推出“国窖 1573”之后，费用率一直维持高位，指导 2006 年之后费用率大幅减少（可能存在公司业绩平滑）。而水井坊

销售费用在高端产品放量之前仅维持 1-2 年的高费用率。

考虑到公司的新品推广，同时公司作为“老八大”的品牌地位，以及我们在前文所述的公司产品核心竞争优势“产品概念创新”和“价格定位精准”优势，我们乐观估计公司的高营业费用率将仅维持 2 年，即 2010-2011 年，从 2012 年之后，公司的营业费用率即可出现下降趋势。同时，在销售额规模的扩张下，公司管理费用率将会出现下降至平稳。

综合上述考虑，以及前面对公司综合毛利率的判断，我们认为公司的净利润率水平将会持续提升，并在短期内可能大幅提升。到 2012 年公司净利润率水平应该可以做到 17.8%，基本接近洋河股份在 2006 年的净利润率水平。而到 2013 年公司若能实现销售额 40 亿，其净利润率水平应该至少达到 20%，即洋河股份在 2007 年的水平。事实上，洋河股份在 2009 年实现销售额 40 亿时候，其净利润率水平达到了 31.3%。我们认为古井贡酒盈利能力的提升有可能会超过我们的预期，并形成上行风险。

3.4 股价三年内达到 90 元！

估值方法一：按照上述收入增速、综合毛利率、以及期间费用率的相关假设，我们预计公司 2010-2012 年 EPS 分别为 1 元、1.56 元和 2.39 元，同比增长为 81%、55% 和 53%，对应的收入增速分别为 40%、29%和 26%。当前股价 35 元对应 2010-2012 年的 PE 分别为 35 倍、23 倍和 15 倍，首次给予“买入”的投资评级，六个月目标价为 50 元（对应 2011 年 32 倍 PE），三年内目标价达到 90 元（对应 2012 年 37.7 倍 PE）。

图 13 我们预计公司三年市值可达 210 亿股价 90 元

计算权益价值：	% of value	
显性/半显性预测价值	5660	27%
+终值价值	14954	71%
=企业核心评估价值 AEV	20614	98%
+非核心资本	468	2%
+其他业务	0.0	0%
=企业总价值	21082	100%
-净负债	25	
-少数股东权益	3	
=权益评估价值	21055	
每股权益价值	90	
隐含市盈率（动态）	162.3	

资料来源：海通证券研究所

图 14 公司股价预测敏感性分析 70-125 元之间

敏感性分析：						
初始假设	WACC=	9.84%				
		Growth= 3.0%				
初始股价=	90	WACC				
		8.8%	9.3%	9.84%	10.3%	10.8%
Growth	2.0%	95	87	81	75	70
	2.5%	101	92	85	79	73
	3.0%	107	98	90	83	77
	3.5%	115	104	95	87	80
	4.0%	125	112	101	92	85

资料来源：海通证券研究所

估值方法二：结合 DCF 估值，我们观察行业平均 Beta 值为 0.84，市场无风险利率为 4%，风险溢价为 7%，同时公司未来几年基本无借贷，公司测算公司 WACC 值为 9.84%。给予公司长期增长率为 3%，得到公司 DCF 贴现股价为 90 元，其中隐含未来 10 年 FCF 年复合增速为 30%，这个水平较为合理。

估值方法三：考虑到古井贡酒到 2012 年销售收入可达到 30 亿，是洋河股份 2009 年的 75%，洋河股份在 2009 年 10 月份发行价格 60 元，对应当年市盈率为 36.36 倍，总市值计算为 270 亿。按照销售额同比比例计算，古井贡酒对应市值应该可以达到 203 亿，对应股价 86 元。如果用洋河股份当前 480 亿总市值来计算，古井贡酒总市值应在 360 亿左右，即使打个八折为 288 亿，公司股价也应该达到 123 元。

4. 风险提示

（1）公司新品年份原浆酒的销量大幅低于预期，主要在于受到竞品的阻击，毕竟在安徽市场口子窖还是老大，同时生产和销售中高档白酒的厂商进入壁垒不是很高，一旦新的参与者加入到公司产品同价位的竞争中来，将有可能对公司产品销售构成威胁。

（2）公司销售模式推进的失败，2009-2010 年公司投入大量费用到广告、终端和销售人员的费用支持上，进一步把安徽市场做深做细。但毕竟徽酒以营销著称，各个片区市场均有其当地主导品牌，要想攻城略地还颇费周折。

（3）公司主导产品年份原浆占公司白酒总收入比重低于预期，这将导致公司综合毛利率可能达不到我们的判断，并对公司业绩增长的预测构成下行风险。

（4）长期来看，公司在体制上仍旧输给很多徽酒企业，以及生产和销售中高档白酒的外来白酒企业。例如口子窖、迎驾贡、高炉家等均经历过股权改制，而洋河股份、泸州老窖等也都管理层持股或股权激励。古井贡酒虽在短短两年时间内从 2007 年的泥淖中走了出来，但未来长远发展依旧需步步为营，这就需要公司尽快解决地方政府、公司高管及其经销商利益安排的问题，方能形成更强更持久的竞争优势。

财务报表分析和预测

价值评估（倍）	2009	2010E	2011E	2012E
P/E	64.11	35.33	22.74	14.82
P/B	8.46	7.10	5.68	4.35
P/S	6.12	4.38	3.40	2.64
EV/EBITDA	87.80	55.29	38.64	27.08
偿债能力指标	2009	2010E	2011E	2012E
负债权益比率	0.34	0.31	0.28	0.24
借款/股东权益	0	0	0	0
已获利息倍数				
流动比率	1.08	1.34	1.57	1.82
速动比率	0.35	0.45	0.54	0.64
现金比率	1.08	1.34	1.57	1.82
盈利能力指标（%）	2009	2010E	2011E	2012E
毛利率	54.01	57.39	58.71	59.98
息税摊销折旧利润率	17.66	20.06	22.33	24.73
净利润率	9.55	12.38	14.97	17.82
净资产收益率	13.19	20.09	24.97	29.33
资产回报率	8.74	13.79	17.96	22.17
投资回报率	30.99	51.04	69.67	88.17
经营效率指标	2009	2010E	2011E	2012E
应收帐款周转天数	10.13	8.63	8.94	8.93
存货周转天数	236.36	174.94	177.99	177.79
总资产周转率（%）	91.57	111.35	119.98	124.37
固定资产周转率（%）	138.18	162.20	166.83	164.53
盈利增长（%）	2009	2010E	2011E	2012E
主营收入增长率	-1.42	39.86	28.53	28.86
主营利润增长率	41.65	56.03	31.76	31.87
EBIT 增长率	109.24	86.24	55.27	53.38
EBITDA 增长率	63.74	58.82	43.08	42.69
净利润增长率	275.26	81.44	55.35	53.45

利润表（万元）	2009	2010E	2011E	2012E
主营业务收入	1359	1901	2443	3149
主营业务成本	625.2	810.0	1009.0	1260.1
主营业务利润	579	875	1156	1530
营业费用	227	316	367	394
管理费用	185	247	305	394
利润总额	172	313	486	746
EBIT	167	312	484	743
折旧摊销	73	69	61	36
EBITDA	240	381	546	779
投资收益	0	0	0	0
其他营业外收入	6	0	0	0
所得税	43	78	122	186
少数股东损益	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	130	235	366	561
每股收益（元）	0.55	1.00	1.56	2.39

资产负债表（万元）	2009	2010E	2011E	2012E
现金及现金等价物	438	555	762	1062
应收款项	37	52	67	87
存货	338	438	546	682
流动资产	942	1224	1605	2125
固定资产	426	375	332	313
总资产	1484	1707	2037	2532
应付帐款	76	99	123	154
长期借款	25	25	25	25
长期负债	25	25	25	25
总负债	498	533	571	619
少数股东权益	3	2	1	-1
股东权益	984	1172	1465	1914
付息负债	0	0	0	0
每股净资产（元）	4.19	4.99	6.23	8.14

现金流量表（万元）	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	130	235	366	561
折旧摊销	73	69	61	36
营运资金变动	99	-133	-138	-177
经营活动现金流	297	173	289	419
固定资产投资	10	10	10	10
无形资产投资	0	0	0	0
资本支出	-11	-10	-10	-10
投资活动现金流	-11	-10	-10	-10
公司自由现金流	282	163	279	410
股权自由现金流	0	0	0	0
债务变化	-11	0	0	0
股票发行	0	1	2	3
融资活动现金流	-122	-46	-71	-109
现金净流量	164	117	207	300
每股经营性现金流（元）	1.26	0.74	1.23	1.78

资料来源：公司公告，海通证券研究所

信息披露

分析师负责的股票研究范围

赵勇：食品饮料行业

重点研究上市公司：五粮液、贵州茅台、泸州老窖、水井坊、山西汾酒、青岛啤酒、燕京啤酒、张裕、金枫酒业、古越龙山

公司评级、行业评级及相关定义

我们的评级制度要求分析师将其研究范围中的公司或行业进行评级,这些评级代表分析师根据历史基本面及估值对研究对象的投资前景的看法。每一种评级的含义分别为:

公司评级

买入: 我们预计未来6个月内, 个股相对大盘涨幅在15%以上;

增持: 我们预计未来6个月内, 个股相对大盘涨幅介于5%与15%之间;

中性: 我们预计未来6个月内, 个股相对大盘涨幅介于-5%与5%之间;

减持: 我们预计未来6个月内, 个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间;

卖出: 我们预计未来6个月内, 个股相对大盘涨幅低于-15%。

行业评级

增持: 我们预计未来6个月内, 行业整体回报高于市场整体水平5%以上;

中性: 我们预计未来6个月内, 行业整体回报介于市场整体水平 - 5%与5%之间;

减持: 我们预计未来6个月内, 行业整体回报低于市场整体水平5%以下。

免责条款

本报告中的信息均来源于公开可获得资料, 海通证券研究所力求准确可靠, 但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证, 据此投资, 责任自负。本报告不构成个人投资建议, 也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易, 还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。本报告仅向特定客户传送, 未经海通证券研究所授权许可, 任何引用、转载以及向第三方传播的行为均可能承担法律责任。

海通证券股份有限公司研究所

汪异明
所长
(021) 63411619
wangym@htsec.com

高道德
副所长
(021) 63411586
gaodd@htsec.com

路 颖
所长助理 批发和零售贸易行业首席分析师
(021) 23219403
luying@htsec.com

陈 露
所长助理 宏观经济首席分析师
(021) 23219435
chenl@htsec.com

陈美凤
计算机及通信行业首席分析师
(021) 23219409
chenmf@htsec.com

江孔亮
建筑工程行业首席分析师
(021) 23219422
kljiang@htsec.com

丁 频
农业及食品饮料行业首席分析师
(021) 23219405
dingpin@htsec.com

韩振国
煤炭行业核心分析师
(021) 23219400
zghan@htsec.com

潘洪文
保险行业核心分析师
(021) 23219389
panhw@htsec.com

邓 勇
石化及基础化工行业核心分析师
(021) 23219404
dengyong@htsec.com

龙 华
机械及公用事业行业核心分析师
(021) 23219411
longh@htsec.com

钮宇鸣
港口及水运行业核心分析师
(021) 23219420
ymniu@htsec.com

刘 金
基础化工及造纸印刷行业高级分析师
(021) 23219421
liujin@htsec.com

邱春城
电子元器件行业高级分析师
(021) 23219413
qiucc@htsec.com

区志航
纺织服装行业高级分析师
(021) 23219407
ouzh@htsec.com

谢 盐
证券信托行业高级分析师
(021) 23219436
xiey@htsec.com

陈志鹏
航空及机场行业分析师
(021) 23219154
chenzp@htsec.com

余闰华
银行业分析师
(021) 23219390
shemh@htsec.com

杨红杰
有色金属行业分析师
(021) 23219406
yanghj@htsec.com

范坤祥
金融行业分析师
(021) 23219382
fankx@htsec.com

刘彦奇
钢铁行业分析师
(021) 23219391
liuyq@htsec.com

赵 勇
食品饮料行业分析师
(021) 23219460
zhaoyong@htsec.com

方 维
机械行业分析师
(021) 23219438
fangw@htsec.com

江维娜
医药行业分析师
(021) 23219610
jiangwn@htsec.com

李冠宇
计算机行业分析师
(021) 23219414
ligy@htsec.com

帅 虎
房地产行业分析师
(021) 23219401
shuaih@htsec.com

王茹远
互联网及传媒行业分析师
(021) 23219474
wangry@htsec.com

赵晨曦
汽车行业分析师
(021) 23219473
zhaocx@htsec.com

曹小飞
化工小组助理分析师
(021) 23219267
caoxf@htsec.com

陈子仪
TMT 小组助理分析师
(021) 23219244
chenzy@htsec.com

郭世凯
消费小组助理分析师
(021) 23219269
guosk@htsec.com

李 畅
机械小组助理分析师
(021) 23219268
lich@htsec.com

潘 鹤
消费小组助理分析师
(021) 23219423
panh@htsec.com

蒲世林
建筑建材及建筑工程小组助理分析师
(021) 23219054
pusl@htsec.com

钱列飞
交通运输小组助理分析师
(021) 23219104
qianlf@htsec.com

舒 灏
机械小组助理分析师
(021) 23219171
shuh@htsec.com

张 浩
电力及电力设备小组助理分析师
(021) 23219383
zhangh@htsec.com

李明亮
宏观经济核心分析师
(021) 23219434
lml@htsec.com

汪 辉
宏观经济高级分析师
(021) 23219432
wanghui@htsec.com

刘铁军
产业经济高级分析师
(021) 23219394
liutj@htsec.com

熊伟
宏观经济分析师
(021) 23219396
xiongww@htsec.com

陈久红
策略核心分析师
(021) 23219393
chenjiuhong@htsec.com

吴一萍
策略高级分析师
(021) 23219387
wuyiping@htsec.com

张冬云
策略高级分析师
(021) 23219442
zhangdy@htsec.com

单磊
策略高级分析师
(021) 23219428
shanl@htsec.com

陈瑞明
策略分析师
(021) 23219197
chenrm@htsec.com

娄静
金融工程首席分析师
(021) 23219450
loujing@htsec.com

胡倩
金融工程首席分析师
(021) 23219472
huqian@htsec.com

姜金香
固定收益高级分析师
(021) 23219445
jiangjx@htsec.com

单开佳
金融工程高级分析师
(021) 23219448
shankj@htsec.com

雍志强
期货高级分析师
(021) 23219424
zqyong@htsec.com

周健
金融工程分析师
(021) 23219444
zhouj@htsec.com

吴先兴
金融工程分析师
(021) 23219449
wuxx@htsec.com

邱庆东
固定收益分析师
(021) 23219424
qiuqd@htsec.com

丁鲁明
金融工程助理分析师
(021) 23219068
dinglm@htsec.com

张峰
金融工程助理分析师
(021) 23219370
zhangfeng@htsec.com

冯梓钦
金融工程助理分析师
(021) 23219402
fengzq@htsec.com

郑雅斌
金融工程助理分析师
(021) 23219395
zhengyb@htsec.com

贺振华
机构客户部经理 核心销售经理
(021) 23219381
hzh@htsec.com

潘春晖
核心销售经理
(021) 23219374
panch@htsec.com

高溱
高级销售经理
(021) 23219386
gaoqin@htsec.com

孙俊
高级销售经理
(021) 23219454
sunj@htsec.com

胡雪梅
高级销售经理
(021) 23219385
huxm@htsec.com

季唯佳
销售经理
(021) 23219384
jiwj@htsec.com

黄毓
销售经理
(021) 23219410
huangyu@htsec.com

毛艺龙
销售经理
(021) 23219373
maoyl@htsec.com

申林英
销售经理
(021) 23219415
shenly@htsec.com

殷怡琦
销售经理
(021) 23219397
yinyq@htsec.com

海通证券股份有限公司研究所
地址：上海市黄浦区广东路689号海通证券大厦13楼
电话：(021) 23219000
传真：(021) 23219392
网址：www.htsec.com