

古井贡酒：高速增长，业绩再超预期

古井贡酒 2009 年报点评

报告关键点：

- 高速增长超预期；
- 年份原浆获得市场认可；
- 调高盈利预测，维持投资评级。

报告摘要：

- 高速增长再超预期：**古井贡发布2009年年度业绩报告：全年实现销售收入13.41亿元，同比下降8.41%，然而白酒主业销售额达到10.37亿元，同比上升了24.06%。公司全年实现净利润约1.66亿元，每股收益0.60元，同比增长329%，超过了2009年底业绩预报的每股收益0.55元，再次超出市场预期。同时我们也注意到2009年公司的实际所得税率仅为15.36%，远低于去年56%的水平。
- 年份原浆获得市场认可：**公司从2008年四季度才开始正式推出年份原浆系列酒，并且是作为公司的主力产品。公司2009年年份原浆酒的销售收入近3亿元，表明该产品已经得到市场的认可。我们认为年份原浆的成功除了自身的高品质外，主要得益于公司聚焦客户和聚焦资源的市场战略。由于年份原浆作为公司的主力产品，市场定位为中高端，瞄准的是商务和政务消费，因此公司更重视团购渠道的建设，目前年份原浆已经成为安徽省政府、合肥市政府的接待指定用酒，这对本省市场的进一步开拓具有重要意义。此外，年份原浆系列作为主力产品在资源上也得到倾斜，2010年公司在品牌的广告投入将超过1.2亿元，覆盖范围包括央视、地方卫视和凤凰卫视。以目前发展的态势，未来3年内年份原浆在公司白酒产品收入占比超过50%是可以期待的。
- 聚焦区域，聚焦战略市场：**公司当前主要的市场为苏鲁豫皖四省，聚焦安徽市场。上述四省作为我国白酒的消费大省，每个都有100多亿元的市场容量，市场发展潜力巨大。另外，聚焦区域还考虑了一个口味问题，因为中原地区对40-45度白酒的口感比较认可。我们认为：作为二线名白酒，首先要把根据地市场做深做透才谈的上未来的发展，目前公司聚焦市场的方向是正确的，这种发展路径很像几年前的洋河。公司现在将安徽、河南、山东等地销售大区细化，同时实施渠道下沉，在市场结构调整的同时客户结构也得到优化。
- 调高盈利预测，维持投资评级：**根据2009年公司生产经营的情况，考虑到公司在近日宣布对年份原浆酒提价5%-20%，我们调高公司2010-2012年的EPS分别为0.96、1.51和2.01元，我们坚持自初次调研以来的观点：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的观点不变。尽管当前的股价计算公司2010年的动态市盈率已经达到45倍动态PE，但由于公司前期基数较小，因此改制后发展的空间巨大，具有很大的弹性。给予公司2011年33倍PE，12个月的目标价定为50元，给予增持-A的投资评级。

评级：
增持-A

上次评级： 增持-A

目标价格：
50.00 元

期限： 6 个月 上次预测： 35.00 元

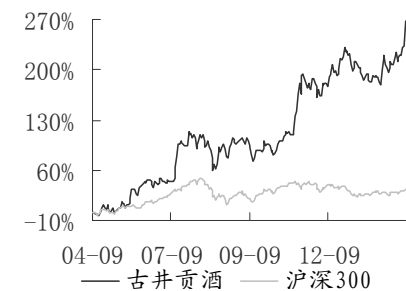
现价： 42.96 元

报告日期：
2010-04-01

市场数据

总市值(百万元)	10,095.60
流通市值(百万元)	7,518.00
总股本(百万股)	235.00
流通股本(百万股)	175.00
12 个月最高/最低	11.08/42.96 元
十大流通股东 (%)	74.32%
股东户数	19,131

12 个月股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	23.92	31.53	233.78
绝对收益	25.95	26.39	266.89

研究员

李铁
行业分析师

010-66581633

litie2@essence.com.cn

执业证书编号

S1450210010314

财务和估值数据摘要

(百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	1,378.9	1,341.4	2,011.1	2,931.6	3,371.4
Growth(%)	14.8%	-2.7%	49.9%	45.8%	15.0%
净利润	34.5	140.1	225.5	354.4	472.9
Growth(%)	2.1%	305.2%	61.0%	57.2%	33.4%
毛利率(%)	38.5%	60.8%	62.0%	63.0%	64.0%
净利润率(%)	2.5%	10.4%	11.2%	12.1%	14.0%
每股收益(元)	0.15	0.60	0.96	1.51	2.01
每股净资产(元)	3.76	3.44	4.40	5.91	7.92
市盈率	292.0	72.1	44.8	28.5	21.3
市净率	11.4	12.5	9.8	7.3	5.4
净资产收益率(%)	3.9%	17.3%	21.8%	25.5%	25.4%
ROIC(%)	4.2%	18.0%	40.7%	86.1%	87.9%
EV/EBITDA	69.2	43.4	30.5	18.6	13.3

敬请参阅报告结尾处免责声明

前期研究成果

古井贡酒：驶入发展的快车道

2009-12-16

古井贡酒：三季度业绩符合预期

2009-10-29

古井贡酒：倾力品牌建设，立足长远发展

2009-08-24

财务报表预测和估值数据汇总

单位 百万元 模型更新时间 2010-4-1

利润表	2008	2009	2010E	2011E	2012E	财务指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	1,378.9	1,341.4	2,011.1	2,931.6	3,371.4	成长性					
减: 营业成本	848.5	525.7	764.2	1,084.7	1,213.7	营业收入增长率	14.8%	-2.7%	49.9%	45.8%	15.0%
营业税费	157.0	188.4	301.7	439.7	505.7	营业利润增长率	60.4%	119.4%	81.5%	58.0%	33.0%
销售费用	144.4	247.1	362.0	527.7	573.1	净利润增长率	2.1%	305.2%	61.0%	57.2%	33.4%
管理费用	142.0	205.7	301.7	439.7	505.7	EBITDA 增长率	33.7%	56.3%	36.8%	51.9%	28.8%
财务费用	4.8	4.5	-14.6	-29.8	-52.5	EBIT 增长率	49.0%	111.9%	68.1%	55.6%	30.1%
资产减值损失	7.0	9.0	0.0	0.0	0.0	NOPLAT 增长率	-4.3%	292.9%	49.2%	54.7%	30.6%
加: 公允价值变动收益	-	-	-0.4	-	-	投资资本增长率	-9.4%	-33.9%	-26.9%	-87.2%	-481.8%
投资和汇兑收益	0.1	4.1	4.0	4.0	4.0	净资产增长率	4.0%	-8.5%	27.9%	34.3%	34.1%
营业利润	75.3	165.1	299.7	473.5	629.6	利润率					
加: 营业外净收支	1.8	0.9	1.0	-1.0	1.0	毛利率	38.5%	60.8%	62.0%	63.0%	64.0%
利润总额	77.1	166.0	300.7	472.5	630.6	营业利润率	5.5%	12.3%	14.9%	16.2%	18.7%
减: 所得税	42.6	26.0	75.2	118.1	157.6	净利润率	2.5%	10.4%	11.2%	12.1%	14.0%
净利润	34.5	140.1	225.5	354.4	472.9	EBITDA/营业收入	10.5%	16.9%	15.4%	16.0%	18.0%
资产负债表	2008	2009	2010E	2011E	2012E	EBIT/营业收入	5.8%	12.6%	14.2%	15.1%	17.1%
货币资金	273.7	361.1	1,111.3	1,875.8	2,621.6	运营效率					
交易性金融资产	-	0.4	-	-	-	固定资产周转天数	111	102	65	46	41
应收帐款	51.2	43.8	65.0	94.8	109.0	流动营业资本周转天数	76	41	9	-7	-25
应收票据	110.4	72.6	110.2	160.6	184.7	流动资产周转天数	228	236	218	242	289
预付帐款	8.5	2.4	-6.6	-19.3	-33.5	应收帐款周转天数	9	8	5	5	6
存货	471.4	366.2	533.9	757.8	847.9	存货周转天数	132	114	81	79	86
其他流动资产	0.0	-0.0	-221.0	-524.8	-669.9	总资产周转天数	379	384	306	301	341
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资资本周转天数	219	178	82	27	-7
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	-	0.3	-	-	-	ROE	3.9%	17.3%	21.8%	25.5%	25.4%
投资性房地产	30.1	31.3	-	-	-	ROA	2.3%	10.4%	10.9%	12.5%	13.3%
固定资产	404.4	357.3	365.3	376.4	385.4	ROIC	4.2%	18.0%	40.7%	86.1%	878.9%
在建工程	75.2	3.3	2.6	2.1	1.9	费用率					
无形资产	89.4	81.9	82.0	82.1	82.2	销售费用率	10.5%	18.4%	18.0%	18.0%	17.0%
其他非流动资产	5.3	21.9	29.0	29.3	29.6	管理费用率	10.3%	15.3%	15.0%	15.0%	15.0%
资产总额	1,519.5	1,342.2	2,071.7	2,834.9	3,558.8	财务费用率	0.3%	0.3%	-0.7%	-1.0%	-1.6%
短期债务	75.0	-	300.0	300.0	300.0	三费/营业收入	21.1%	34.1%	32.3%	32.0%	30.4%
应付帐款	189.1	163.6	106.4	151.0	168.9	偿债能力					
应付票据	-	-	-	-	-	资产负债率	41.9%	39.8%	50.1%	51.0%	47.7%
其他流动负债	337.5	367.4	508.1	706.6	860.5	负债权益比	72.1%	66.1%	100.5%	104.3%	91.2%
长期借款	25.0	-	-	-	-	流动比率	1.52	1.59	1.74	2.03	2.30
其他非流动负债	9.9	3.2	123.7	289.4	368.6	速动比率	0.72	0.90	1.16	1.37	1.66
负债总额	636.5	534.2	1,038.2	1,446.9	1,698.0	利息保障倍数	16.77	37.84	-19.55	-14.89	-11.00
少数股东权益	3.1	-	-	-	-	分红指标					
股本	235.0	235.0	235.0	235.0	235.0	DPS(元)	-	-	-	-	-
留存收益	644.9	573.0	798.5	1,152.9	1,625.9	分红比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
股东权益	883.0	808.0	1,033.5	1,387.9	1,860.9	股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
现金流量表	2008	2009	2010E	2011E	2012E	业绩和估值指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	34.5	140.1	225.5	354.4	472.9	EPS(元)	0.15	0.60	0.96	1.51	2.01
加: 折旧和摊销	67.0	60.1	24.5	26.5	28.5	BVPS(元)	3.76	3.44	4.40	5.91	7.92
资产减值准备	7.0	9.0	0.0	0.0	0.0	PE(X)	292.0	72.1	44.8	28.5	21.3
公允价值变动损失	-	-	-0.4	-	-	PB(X)	11.4	12.5	9.8	7.3	5.4
财务费用	7.8	6.7	6.2	-14.6	-29.8	P/FCF	-	33.1	15.1	14.6	14.2
投资收益	-0.1	-4.1	-4.0	-4.0	-4.0	P/S	7.3	7.5	5.0	3.4	3.0
少数股东损益	-0.1	-0.0	-	-	-	EV/EBITDA	69.2	43.4	30.5	18.6	13.3
营运资金的变动	69.4	108.9	205.8	421.1	281.9	CAGR(%)	117.4%	50.0%	35.0%	-100.0%	-100.0%
经营活动产生现金流量	207.8	349.9	436.9	768.2	726.9	PEG	2.5	1.4	1.3	-0.3	-0.2
投资活动产生现金流量	-87.6	-28.9	-27.4	-28.1	-28.1	ROIC/WACC	0.4	1.9	4.2	8.9	91.3
融资活动产生现金流量	-1.2	-238.7	314.6	29.8	52.5	REP	29.0	9.9	5.8	19.8	-0.5

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。

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、责任的和法律依据或者凭证，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	南方	上海联系人
021-68766067	liangtao@essences.com.cn	021-68765206	nanfang@essence.com.cn
黄方禅	上海联系人	张勤	上海联系人
021-68765913	huangfc@essence.com	021-68763879	zhangqin@essence.com.cn
潘冬亮	北京联系人	马正南	北京联系人
010-59113590	pandl@essence.com.cn	010-59113593	mazn@essence.com.cn
周蓉	北京联系人	李昕	北京联系人
010-59113563	zhourong@essence.com.cn	010-59113565	lixin@essence.com.cn
潘琳	深圳联系人	王远洋	深圳联系人
0755-82558268	panlin@essence.com.cn	0755-82558087	wangyy3@essence.com.cn
李国瑞	深圳联系人	刘欢	深圳联系人
0755-82558084	ligr@essence.com.cn	0755-82558069	liuhuan@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

北京

北京市西城区金融大街5号新盛大厦B座19层

邮编：100034