

公司研究/点评报告

2010 年 07 月 26 日

古井贡酒（000596）

名酒复兴典范，延续高增长

评级：增持（首次）

价值区间：51.02-59.53 元

投资要点：

■ **名酒复兴进行时。**古井贡酒是老八大名酒之一，辉煌时期曾连续 7 年排名行业第三。07 年变故之后新的经营团队提出“回归与振兴”的发展战略，08-09 年逐步完成了全方位的调整，内部管理明显改善，公司重新焕发生机，并奠定了高速增长的基础。10 年中期业绩预增约 200%符合预期，基于白酒下半年迎来消费旺季，公司全年业绩持续高增长的可能性较大。

■ **高成长的三大细节因素。**一是产品结构清晰化，在单品数量大幅削减的同时生产效率和每瓶酒的出厂均价都有较大提高。主导产品年份原浆正步入井喷增长阶段。09 年销售额达到 2.3 亿元，占销售收入比例为 23%，10 年这一比例将提高到 35%，未来销售占比有望达到 50%甚至更高。二是销售渠道不断做深做细，通过考核对经销商进行精细化管理；聚焦重点市场苏皖鲁豫，安徽省内市场继续深挖，渠道则下沉到县级。三是内部管理精细化，通过对公司内部细化、效率提高和成本节约上的管理，使得运营效率有很大的改善，生产成本明显下降。

■ **未来高增长仍可延续。**未来发展具备天时地利人和之优势：天时是中低收入群体收入增长提速，其消费升级将给中档白酒消费带来巨大的增量空间；地利是公司对接二三线地区白酒消费升级，作为安徽白酒龙头亦将受益于皖江经济开发和消费市场的快速发展。人和是管理层稳定实干，政府政策大力支持，亳州市出台的白酒产业振兴规划明确支持公司做大做强。

■ **盈利预测与估值。**预计公司 10-12 年的销售收入可达 18.99、24.66 和 30.97 亿元，EPS 分别为 1.20、1.70 和 2.48 元，目前 10-12PE 分别为 38.30 倍、26.96 倍和 18.52 倍。看好公司的营销能力和盈利增长，未来业绩仍有超预期可能。以 11 年 30-35 倍 PE 估值，股价对应区间为 51.02-59.53 元，相比目前股价仍有 11.26%-29.81%左右的提升空间。首次给予“增持”评级，建议逢低积极配置。

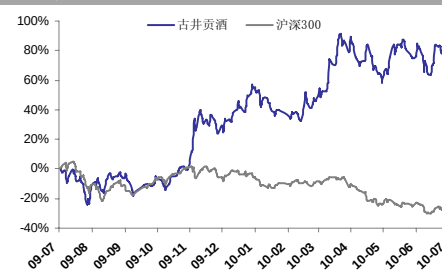
盈利预测与估值

	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入（百万元）	1341.43	1898.99	2465.99	3096.99
同比（%）	-2.72	41.57	29.86	25.59
净利润（百万元）	140.09	281.39	399.70	581.83
同比（%）	305.15	100.87	42.04	45.57
毛利率（%）	60.81	71.15	72.70	73.91
ROE（%）	17.34	25.32	26.93	28.18
每股收益（元）	0.60	1.20	1.70	2.48
P/E	76.93	38.30	26.96	18.52
P/B	13.34	9.89	7.24	5.20

分析师 姜飞
执业证书编号 S0600210010132
联系电话 0512-62938632
邮箱 jiangfei@gsjq.com.cn

联系人 李雅娜
联系电话 021-63122950
邮箱 liyn@gsjq.com.cn

古井贡酒与沪深 300 指数走势比较图



相关研究报告

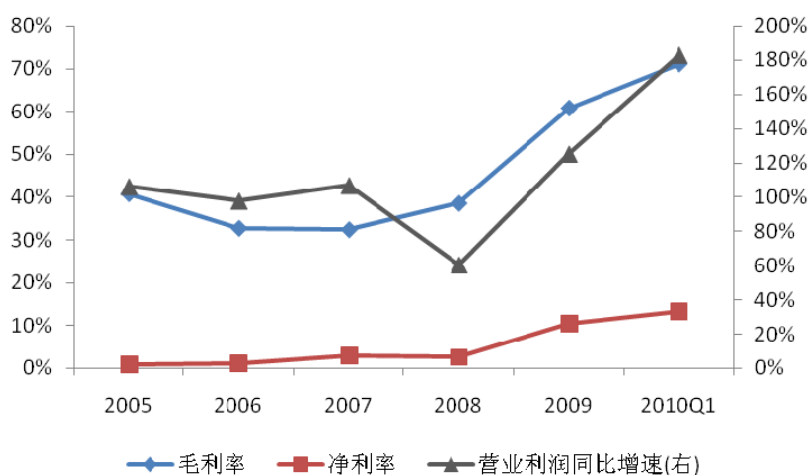
2010 年 6 月 26 日
迎接消费时代的饮食再升级——食品饮料行业 2010 年中期投资策略
2010 年 4 月 20 日
假日效应凸显，短期行情递延
2010 年 4 月 15 日
把握低估值与预期改善的机会——食品饮料 2010 年二季度投资策略

1. 名酒复兴，增长势头强劲

古井贡酒是中国老八大名酒之一，被誉为“酒中牡丹”，享誉海内外，具有深厚的历史文化沉淀和市场基础，公司销售收入曾经连续 7 年在行业排名前三甲。在经历了数年落败之后，07 年 4 月份后公司新的经营团队毅然提出“回归与振兴”的发展战略，08-09 年逐步完成了全方位的调整：剥离副业，聚焦白酒主业；梳理和整合组织架构，内部管理明显改善；引进战略投资者，优化了股权结构。这一系列举措使公司重新焕发生机，并奠定了高速增长的基础。

2010 年中期业绩增幅符合预期。根据公司发布的业绩预增公告，上半年净利润约 1.7 亿元，同比增长约 200%，EPS 约 0.45 元，主要原因为销售收入快速增长，产品结构升级推动销售利润率大幅提升。公司一季报数据显示，毛利率为 71.11%，同比大幅上升 19.79 个百分点，净利率为 13.29%，同比也上升了 6.44 个百分点。基于白酒下半年迎来消费旺季，公司全年业绩持续高速增长的可能性较大。

图 1：古井贡酒毛利率、净利率和营业利润增速



资料来源：公司公告，东吴证券研究所

2. 内外兼修，高成长三大细节因素分析

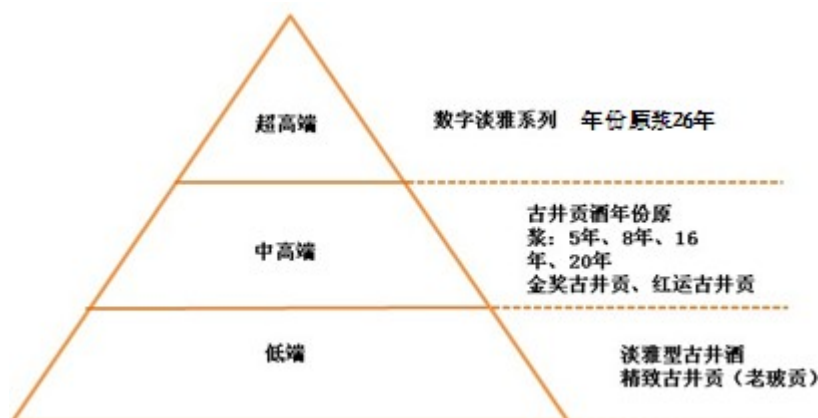
2.1. 产品体系清晰，年份原浆步入井喷增长阶段

产品体系布局逐步完成。“回归与振兴”的发展战略为公司指明了正确的方向，而产品结构大调整则为复兴迈出坚实一步。产品品种从 07 年的 874 个单品大幅缩减到 08 年的 210 个，09 年底又压缩至 70 个。产品体系的清晰化使得生产效率和每瓶酒的出厂均价都有较大提高。

主导产品年份原浆步入井喷增长阶段。产品的定位精准，策

略上与超高端名酒错位竞争，聚焦中高端市场，主打 100-400 元的区间。年份原浆自 08 年 4 季度推出后受到市场认可，经过一年多的运作，销量逐渐进入井喷阶段。09 年销售额达到 2.3 亿元，占销售收入比例为 23%，公司计划 10 年将这一比例提高到 35%，未来销售占比有望达到 50% 甚至更高。年份原浆系列产品将是未来业绩主要增长点，并使产品结构向上延伸，推动公司产品体系档次的提升和高端品牌形象的回归，迅速改变了曾经以中低档产品微利的局面。

图 2：古井贡酒产品体系



资料来源：东吴证券研究所

此外，公司于 1 月 1 日对红运系列、金奖系列等部分产品提价 5%，3 月 26 日又对年份原浆系列产品的销售价格上调 5-20%。从侧面印证公司该系列产品畅销的态势。

表 1：古井贡酒上半年提价情况

产品	提价时间	提价幅度
“古井贡酒”年份原浆	2010.3.26	5%-20%
“古井贡酒”红运系列、金奖系列	2010.1.1	5%

资料来源：公司公告，东吴证券研究所

2.2. 营销转型，市场聚焦

公司 10 年定位为“高效运营与深度营销”。公司销售渠道不断做深做细，实现扁平化管理，以提高销售政策的执行力度。公司还通过考核对经销商进行精细化管理。09 年淘汰了与公司发展要求不符的老经销商大约 50%，并根据经销商特点，因人制宜，让其负责不同的经销渠道，这对公司产品推广有较大好处。

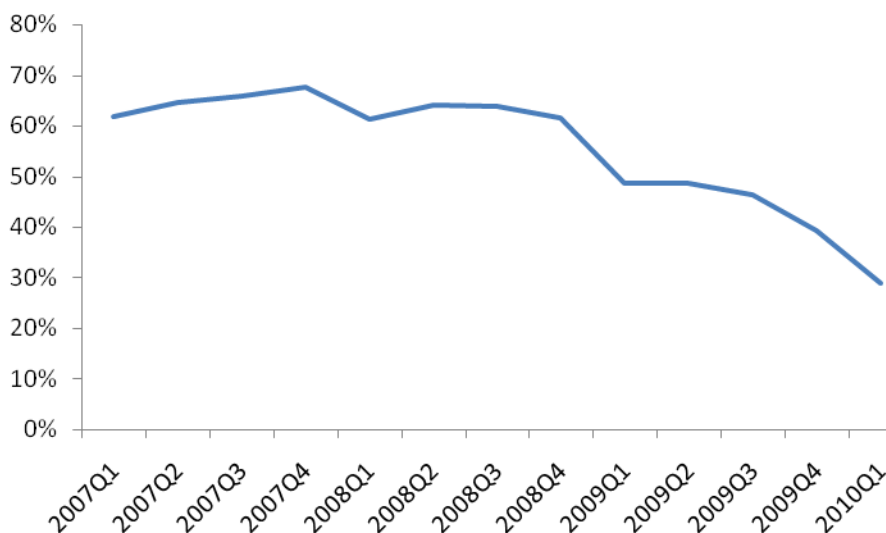
在市场布局上，聚焦重点市场苏皖鲁豫，深挖安徽市场。目前 4 省的销售额占总收入的 72%，其中安徽地区的销售额占比为 49.5%，省内市场容量仍有较大空间。公司 09 年对安徽市场进行了重新划分，将原有的 3 个销售大区按地级市改为 18 个大区和

一个直销分公司，目前已经做到以县为单位，而在大本营亳州地区已经做到以乡为单位。公司对每个大区的目标销售额在1亿元以上。在省外市场，以河南、山东和江苏为重点突破区域，在河南、山东和江苏地区的分别划分为3个、2个和2个大区。

2.3. 管理精细化，成本下降明显

内部管理精细化。公司引入了先进的管理流程，通过对公司内部细化、效率提高和成本节约上的管理，使得运营效率有很大的改善，并实现生产成本的全面下降。公司自09年年4季度开始推行精细化管理，到10年1季度成品酒的生产效率就提高了18%。而交货效率也有提高，在旺季亦可实现48小时交货。

图 3：公司营业成本占比明显下降



资料来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

3. 天时地利人和，高增长仍可延续

3.1. 天时：适逢收入分配改革提速

在过去的10余年里，我国居民尤其是低收入者并没有充分享受经济高速增长成果。今年以来，全国有20多个省市区纷纷上调或计划上调最低工资标准，调整幅度都在10%以上，一些省份超过20%，显示出我国收入分配调整正在加速。普通劳动者的收入增长有望得到进一步提高。

大方向看，如果中低收入群体的收入获得显著提升，其消费需求的释放和升级将给中档价位白酒消费带来巨大的增量空间。

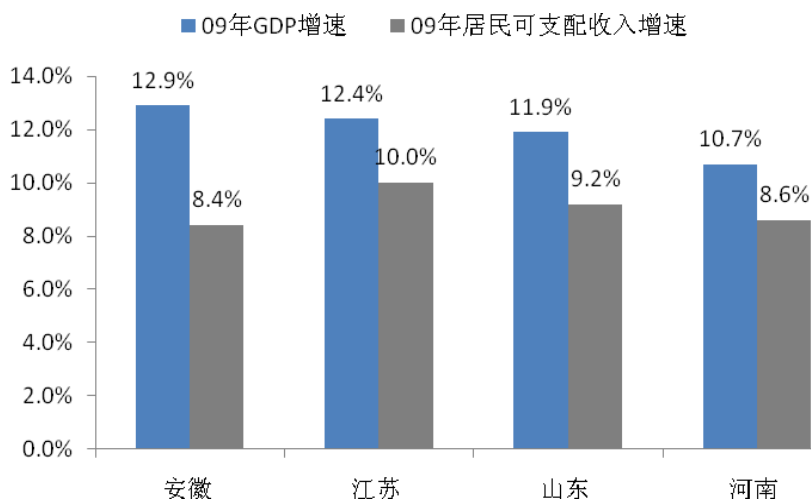
3.2. 地利：对接二三线地区白酒消费升级

目前高端白酒由于逐步完成了品牌化的发展阶段，且受累于一线地区经济增速放缓，其增长速度也将步入平稳期。随着国家

逐渐加大对中西部地区（包括农村地区）的政策扶持力度，使得这些地区的经济增长速度快于全国平均水平。二三线地区消费增长潜力巨大，白酒消费目前正在经历着由喝低档酒向中档酒的升级，中档白酒的空间巨大。

古井贡酒所聚焦的苏鲁豫皖重点市场经济增长和居民收入增长较快，消费结构有所升级。而白酒消费升级的直接表现即为古井年份原浆、洋河蓝色经典等次高端品牌的销售放量和产品价格上涨。公司作为安徽省唯一老八大名酒，具有省内白酒企业无法复制的品牌优势，亦将受益于安徽的皖江经济开发和消费市场的快速发展。

图 4：古井贡酒重点省级市场 GDP 和收入增速较快



资料来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

3.3. 人和：管理层稳定实干，地方政府大力支持

上半年高层的调动交接已平稳过渡。从目前来看，公司的战略、定位和发展目标都已非常明晰，新的管理团队稳定实干，高效执行公司战略，未来快速发展的势头仍有望持续。新董事长余林曾参与了古井贡股权改制的整个过程，他的上任或许能进一步推进体制改革。

同时亳州市的大力支持使公司发展迎来战略机遇期。亳州市在 09 年底出台了《白酒产业调整和振兴规划》，力争到 2011 年，实现全市白酒销售收入达 100 亿元，培育年销售收入 30 亿元以上企业 1 家，并明确支持以古井贡酒和高炉家酒为代表的白酒龙头企业做大做强。

4. 盈利预测与投资建议

受益于中低收入群体收入增长提速和二三线地区消费升级，二线白酒的景气度可给予较高预期。公司提出的5年发展规划是2014年销售收入达到50亿，年复合增长率达到27.2%。随着公司品牌扩张，市场竞争力的提升，产品体系进一步向上延伸，该目标并非不可实现，至少2-3年的高增长的确性比较大。

预计公司10-12年的销售收入可达到18.99、24.66和30.97亿元，EPS分别为1.20、1.70和2.48元，目前10-12PE分别为38.30倍、26.96倍和18.52倍。中长线看好公司的营销能力和盈利增长，不排除未来业绩超预期的可能。以11年30-35倍PE估值，公司股价对应区间为51.02-59.53元，相比目前股价仍有11.26%-29.81%左右的提升空间。首次给予“增持”评级，建议逢低积极配置。

5. 风险提示

省内外中档白酒产品的激烈竞争。

表2：财务报表预测及财务指标（单位：百万元）

资产负债表	2009A	2010E	2011E	2012E	利润表	2009A	2010E	2011E	2012E
货币资金	118.74	369.38	750.84	1283.95	营业收入	1341.43	1898.99	2465.99	3096.99
应收和预付款项	118.68	186.74	301.89	414.23	减：营业成本	525.70	547.86	673.22	808.01
存货	366.23	366.00	380.00	400.00	营业税金及附加	188.43	266.81	347.71	436.68
其他流动资产	0.40	0.40	0.40	0.40	营业费用	247.10	436.77	542.52	619.40
长期股权投资	0.30	0.30	0.30	0.30	管理费用	205.74	294.34	382.23	480.03
投资性房地产	31.27	26.14	21.02	15.89	财务费用	4.48	-5.49	-12.60	-22.89
固定资产和在建工程	360.58	340.83	310.09	278.85	资产减值损失	8.95	0.00	0.00	0.00
无形资产和开发支出	81.88	77.28	72.68	68.08	加：投资收益	4.11	0.00	0.00	0.00
其他非流动资产	0.00	0.00	0.00	0.00	公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00
资产总计	1078.08	1367.07	1837.21	2461.69	其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	营业利润	165.14	358.70	532.93	775.77
应付和预收款项	261.90	269.50	339.94	382.59	加：其他非经营损益	0.87	16.48	0.00	0.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	利润总额	166.01	375.19	532.93	775.77
其他负债	8.19	8.19	8.19	8.19	减：所得税	25.95	93.80	133.23	193.94
负债合计	270.08	277.68	348.13	390.78	净利润	140.05	281.39	399.70	581.83
股本	235.00	235.00	235.00	235.00	减：少数股东损益	-0.04	0.00	0.00	0.00
资本公积	326.06	326.06	326.06	326.06	归属母公司股东净利润	140.09	281.39	399.70	581.83
留存收益	246.93	528.32	928.02	1509.85					
归属母公司股东权益	808.00	1089.39	1489.08	2070.91	财务和估值数据摘要	2009A	2010E	2011E	2012E
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	营业收入	1341.43	1898.99	2465.99	3096.99
股东权益合计	808.00	1089.39	1489.08	2070.91	增长率(%)	-2.72%	41.57%	29.86%	25.59%
负债和股东权益合计	1078.08	1367.07	1837.21	2461.69	归属母公司股东净利润	140.09	281.39	399.70	581.83
					增长率(%)	305.15%	100.87%	42.04%	45.57%
现金流量表	2009A	2010E	2011E	2012E	每股收益(EPS)	0.596	1.197	1.701	2.476
经营性现金流量	350.05	252.78	378.86	520.22	销售毛利率	60.81%	71.15%	72.70%	73.91%
投资性现金流量	-28.86	-7.64	-10.00	-10.00	净资产收益率(ROE)	17.34%	25.83%	26.84%	28.10%
筹资性现金流量	-238.69	5.49	12.60	22.89	市盈率(P/E)	76.93	38.30	26.96	18.52
现金流量净额	82.51	250.64	381.46	533.12					

资料来源：公司公告，东吴证券研究所

免责声明

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。本报告的版权归本公司所有，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、刊发，需注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

行业投资评级：

买入：行业股票指数在未来 6 个月内表现优于沪深 300 指数 10%以上；

增持：行业股票指数在未来 6 个月内表现优于沪深 300 指数 5% ~ 10%；

中性：行业股票指数在未来 6 个月内表现介于沪深 300 指数-5% ~ +5%之间；

减持：行业股票指数在未来 6 个月内表现弱于沪深 300 指数 5%以上。

股票投资评级：

买入：股票价格在未来 6 个月内表现优于沪深 300 指数 20%以上；

增持：股票价格在未来 6 个月内表现优于沪深 300 指数 5% ~ 20%；

中性：股票价格在未来 6 个月内表现介于沪深 300 指数-5% ~ +5%之间；

减持：股票价格在未来 6 个月内表现弱于沪深 300 指数 5%以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区翠园路 181 号
邮政编码：215028
传真：（0512）62938663
公司网址：<http://www.gsjq.com.cn>