

白酒

署名人: 张镭

S0960209060260

0755-82026705

zhanglei@cjis.cn

参与人: 柯海东

S0960110080062

kehaidong@cjis.cn

0755-82026712

6-12 个月目标价: 130.50 元

当前股价: 90.75 元

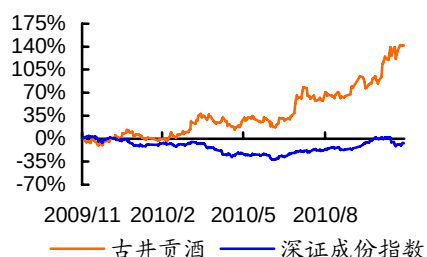
评级调整: 首次

基本资料

深证成份指数	12539.01
总股本(百万)	235
流通股本(百万)	235
流通市值(亿)	213
EPS (TTM)	1.01
每股净资产(元)	3.44
资产负债率	39.8%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
古井贡酒	41.47	68.24	111.2
			4
深证成份指数	-8.67	13.89	21.01



相关报告

古井贡酒

000596

强烈推荐

扩产能、布网点，加速回归一线名酒

近日我们走访了古井贡酒及安徽各地一些经销商，就公司长期发展战略及销售情况做了交流。公司经营思路清晰，营销团队执行力强，中高档的年份原浆系列酒销售情况良好。目前公司已经基本完成产品结构复兴，下一阶段的复兴看收入提高，近日提出的定向增发预案有望进一步提高公司的竞争力，加速公司重新跻身一线名酒的复兴进程，我们对公司给予“强烈推荐”评级，并密切跟踪增发进程、销售情况。

投资要点:

■ 公司具深厚的品牌底蕴，积极发力重新跻身一线名酒，产品结构升级的复兴阶段已逐步实现，下一阶段看收入增速提高。古井贡酒坐落在苏鲁豫皖交界的中国白酒黄金酿酒区域，蝉联第 2、3、4、5 届全国评酒会名酒，具深厚的品牌底蕴，在 90-97 年利税水平一直排名行业前三，收入曾达 9.46 亿元，具有深厚的品牌底蕴及良好的消费者认知基础。但后来由于走民酒路线、遵循大流通的销售模式相比其它借餐饮渠道崛起的高档酒落伍了。08 年经过积极的组织结构变革、理顺激励机制、进而产品结构升级，毛利率从 07 年的 32% 提高到今年的 72% 左右，使得净利率从 2.5% 提高到 11.47%。净利润从 3447 万元增至 2 亿元，实现了产品结构的复兴，但收入从 13.78 亿元增至今年 18 亿元，提升并不快，公司提出“拿下 50 亿，畅想 100 亿”的目标，属于复兴第二阶段，如果在 2014 年实现收入 50 亿，则复合增速达 29%。近日提出计划增发融资 13 亿，用于提高优质基酒产能，打广告、布销售网络，将有望大大加快公司重新跻身一线名酒的进程，早日实现收入目标。

■ 年份原浆助力公司收入、毛利率进一步提高。08 年 8 月份，公司推出毛利率高达 81% 的中高档酒年份原浆系列，重返国宴，成为两会用酒，年份原浆分为 5 年、8 年、16 年、26 年，终端定价在 140、230、428、788，占据了徽酒 100~250 元的黄金价格带，诉求点是“桃花曲、无极水、明窖池、九酝酒法，手工酿造”，发展迅猛，占总收入比例从 4% 飙升到 42%，是公司毛利率迅速提高的核心产品。据我们了解，在 10 月 29 日年份原浆提价 5%~20%，主要目的是为了控制省内销售太好、经销商利差空间过大（给经销商价差空间>80%）、支持力度不一导致的窜货问题，目前来看提价不影响年份原浆继续热卖。对比洋河股份的蓝色经典系列已占到其收入的 70%，未来年份原浆的收入占比仍有望提高、公司整体毛利率仍有较大提升空间。

主要财务指标

单位: 百万元	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	1341	1855	2656	3575
同比(%)	-8%	38%	43%	35%
归属母公司净利润(百万元)	140	229	362	614
同比(%)	318%	64%	58%	69%
毛利率(%)	60.8%	72.7%	74.7%	74.8%
ROE(%)	17.3%	24.0%	27.5%	31.8%
每股收益(元)	0.60	0.98	1.54	2.61
P/E	152.23	92.94	58.88	34.75
P/B	26.39	22.33	16.19	11.04
EV/EBITDA	91	62	40	24

资料来源: 中投证券研究所

- **安徽省内市场看市场份额的进一步提高，省外市场以点带面积极推进。**公司收入有约 50% 在省内市场获得，在省内划分了 19 个销售大区，省内市场是重中之重。

安徽人口 6795 万，喝白酒风气十分浓厚，人均年消费量约有 6.24 公斤，即年需求量 42 万吨。消费者偏好安徽地产白酒，属于情感排外型市场。09 年安徽城镇居民可支配收入 14085 元，达全国平均水平的 82%。安徽属于白酒产销大省，其 2009 年产量达 29 万吨，吨酒售价约 3.65 万元/吨，高于 3 万元的全国平均水平，市场容量约有 100 亿元。

在 30 元以下，是鄂酒占优势；600 元以上，川黔酒主导，而两者之间的价格带则是地产酒的天下。地产酒分为两个层次，第一集团：迎驾贡（25 亿）、古井贡（18 亿）、口子窖（16 亿）；第二集团：皖酒（12 亿）、高炉家（10 亿）、金种子（10 亿）。从年份原浆的定位来看，公司最大的竞争对手主要是口子窖，还有迎驾贡酒的迎驾之星、洋河海之蓝、红花郎和泸州老窖特曲。与口子窖相比，公司在品牌底蕴上优势明显，在团购推广上力度更大。公司收入有望从去年的徽酒老三提高到今年的第二名，达 18 亿左右，年份原浆在安徽市场才发力不久，公司收入在目前省内市场占有率不足 10%，提升空间还很大。

公司省外市场以点带面地展开布局，也设立了近 20 个大区，在河南、江苏无锡、苏州、浙江义乌，甚至河北保定收入都有所突破，省外收入上半年同比增长了 68.7%，有望打造几个过亿元的样板市场。

- **拟增发 13 亿元，扩充优质基酒产能，打广告、布营销网点。**公司在 11 月 29 日提出增发公告，拟以每股不低于 66.86 元的价格，增发 2000 万股，募集资金 12.67 亿元，投入到优质基酒酿造技术改造、基酒勾储、灌装中心及配套设施建设、营销网络建设、品牌传播建设等四大项目。目的是增加 8000 吨优质基酒产能，预计需 18 个月的建设期。计划将销售公司总部营销职能部门由亳州迁往合肥，在合肥成立古井贡酒营销指挥中心及区域物流运营中心，在安徽市场新建 102 家精品终端展示店，一方面可以进一步提高主导产品“年份原浆”及其他档次产品在省内的网点覆盖率，进一步落实渠道下沉和销售渠道扁平化战略；另一方面，公司按照“体验馆”、“旗舰店”、“专卖店”三个层次对这些网点进行功能设计，将它们打造为古井贡酒高端品牌的展示平台和消费体验平台，借以突出品牌高端形象，加深与经销商之间的合作，增强企业自身对市场的管控和分销能力，并能与公司“三通工程”（路路通、店店通、人人通）营销策略形成有效配合，从而建立起层次鲜明、分工有序的营销网络。公司还计划投入 6.5 亿元（包括募集资金 1.7 亿元），用于在央视、凤凰卫视、安徽卫视等电视媒体的广告投入。08、09 年公司的广告投入分别为 5068 万元、1.01 亿元，占同期营业收入的比例分别为 3.68%、7.54%，广告投入低于绝大多数一线品牌企业，与很多区域性品牌企业相比也不占优势，今年公司开始加大投入，目前销售费用率已经上升到 25%，预期高费用率还将维持 2~3 年。据了解，最近央视招标，公司在 CCTV8 上投入了一定的资源。

我们认为，增发一旦落实，公司将有望大大提高对安徽市场的覆盖渗透能力，加快公司重新跻身一线名酒的进程，早日实现 50 亿元的收入目标。

- **传闻刘敏离职，预计无碍古井贡酒的复兴。**主管销售的老总刘敏自 08 年 6 月份进公司以来，在公司推行改革，打造了年份原浆系列酒，使公司走上了复兴的正轨。在目前古井贡酒年份原浆已形成销售势能，公司内部已形成一套良好的组织结构的情况下，即使传闻刘敏离职的事件成真，正如上半年 4 月份董事长曹杰离职后并不影响古井贡酒年份原浆热卖一样，我们预计这一次的离职事件也不会对古井贡酒的复兴有太大的影响。
- **给予“强烈推荐”的投资评级。**我们认为，凭借年份原浆强劲的销售势能，公司 50 亿元的收入规划很有可能提前实现（洋河蓝色经典热卖后，07 年收入为 17.62 亿，09 年则已到 40 亿元），如果给予 10 倍的市销率，则长期来看，市值有望达 500 亿元，我们预测 10、11、12 年公司 EPS 分别为 0.98、1.54、2.61 元（未考虑增发的摊薄效应，如果考虑增发，则 EPS 稀释 8% 左右），

按 12 年 EPS，给予 50 倍 PE，6-12 个月目标价为 130.5 元，给予“强烈推荐”的投资评级。

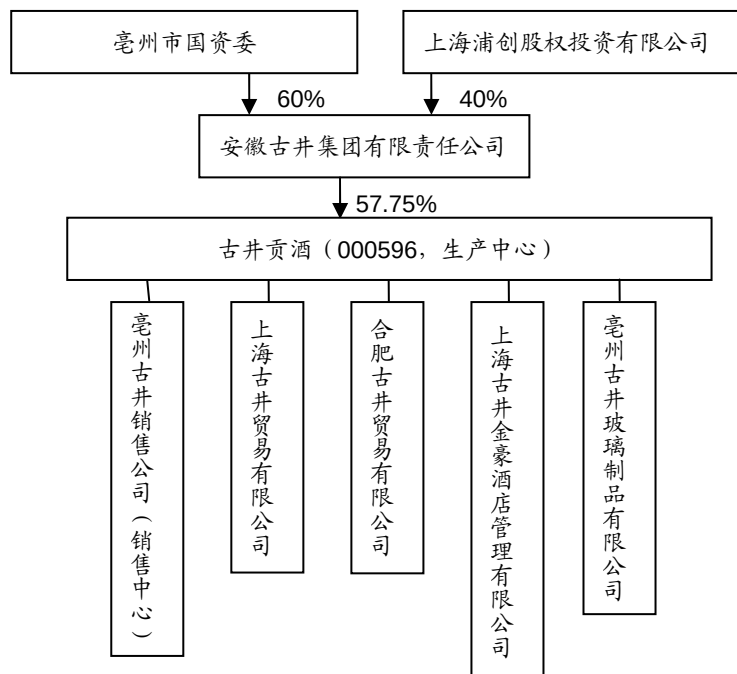
风险提示： 竞品发力形成较大阻力，管理机制有待进一步完善

表 1 古井贡酒荣誉史

时间	荣誉史
1963	古井贡酒在第二届全国评酒会上首次被评为八大名酒，名列第二。
1979	第三届全国评酒会上再次被评为国家名酒（top8）。
1984	第四届全国评酒会上再次被评为国家名酒（top13）。
1987	国庆节作为国宴饮品
1988	在巴黎举办的第十三届国际食品博览会上，古井贡酒获金夏尔奖，是本届唯一获奖的中国名酒。
1989	在第五届全国评酒会上，古井贡酒实现金牌“四联冠”（top17）。
1991	古井牌古井特曲被国家轻工部评为“全国轻工业优质产品”。
1992	古井贡酒获美国首届葡萄酒白酒国际博览会金奖和，92 香港国际食品博览会金奖，并在 92 全国国货精品消费者协会调查中获“最满意奖”，在 92 首届京城酒文化节中被推举为社会公认名酒。
1992	“古井牌”古井贡酒、“古井”牌古井特曲在首届安徽省著名商标评比中，双获“省著名商标”称号。
2009	获选 2009 年全国“两会”政协宴会用高档白酒，重返国宴。

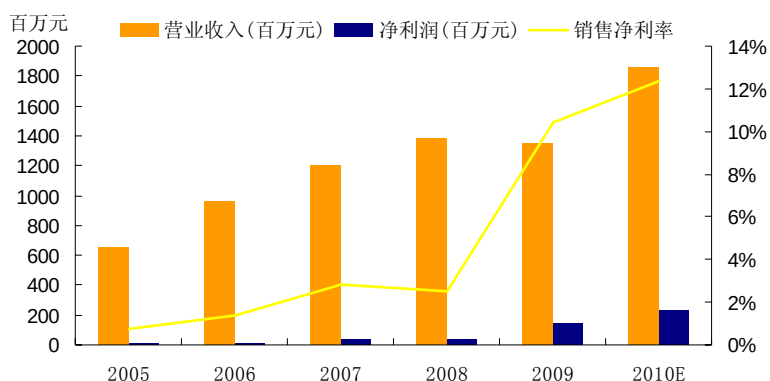
资料来源：中投证券研究所搜集整理

图 1 古井贡酒组织架构



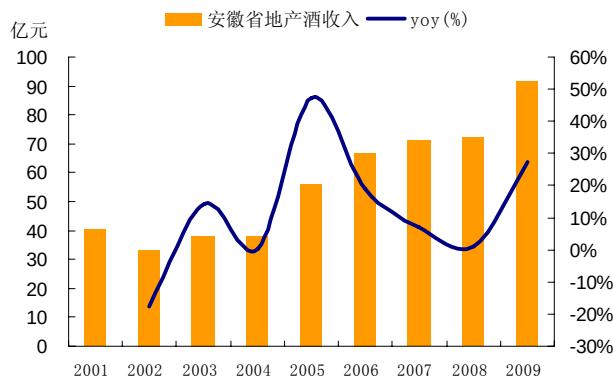
资料来源：公司公告、中投证券研究所

图 2 古井贡酒近年来强劲复兴



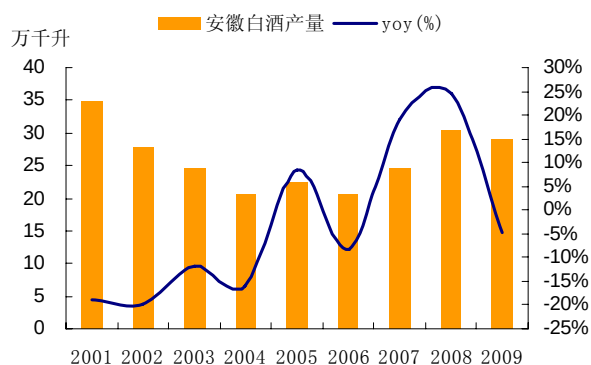
资料来源：公司公告、中投证券研究所

图 3 安徽地产酒收入



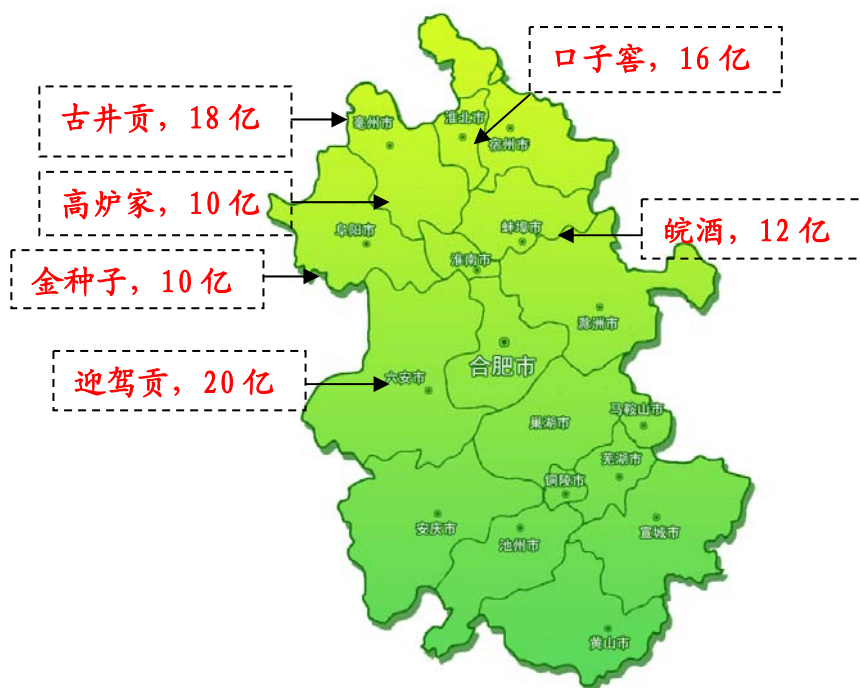
资料来源：统计局、中投证券研究所

图 4 安徽地产酒产量



资料来源：统计局、中投证券研究所

图 5 安徽白酒产地区域图



资料来源：中投证券研究所搜集整理

表 2 古井贡酒主要竞品对比

厂商	规模	香型	价位 (元/500ml)	品牌塑造及诉求	销售政策
口子窖	16 亿元	浓香	二十年口子窖 418	“窖藏”、“诚信”、“纯粮固态发酵”、“中华老字号”，以开展大型公关事件聘请代言人的方式对品牌进行活化；地面传播以大户外、公交车体为主。	买断酒店、发力团购，实行终端+消费者盘中盘双盘互动
			十年口子窖 288		
			御尊口子窖 118		
			五年口子窖 88		
古井贡	18 亿元	浓香	年份原浆 5/8/16/26 年 148~800	在央视、凤凰卫视、大户外进行广泛传播“纯正原浆，手工酿造”	类似“1+1”，靠近 80% 的价差吸引经销商
			古井贡酒系列：古井淡雅、金奖系列，68~124		
			古井牌，68-		
			古井玉液，20-		
迎驾贡酒	25 亿	浓香	20/15 年迎驾贡，418，268	“汉”文化+“迎宾”文化+“生态”文化三项组合，如迎驾之星瓶型采用汉代官帽形状，以“生态好酒，以客为尊”嫁接情感因素，是一种品牌	(消费者+终端)双盘互动；主导产品迎驾银星侧重直销或协销制
			迎驾金星 200		
			迎驾银星 100		
			百年迎驾 40~50		
双轮-高炉家	10 亿	浓香	60 度和谐家酒，388	“家”、“和谐”文化，以“高炉家酒，感觉真好”、“浓头酱尾，和谐家”、“高炉家酒，和谐为尚”宣传，近期更换为“让交流成为暖流”；以“绿色食品”认证支撑品质。	终端盘中盘
			46 度和谐家酒，198		
			42 度和谐家酒，108		
			徽风皖韵高炉家酒，98		

资料来源：中投证券研究所搜集整理

表 3 定向增发投资项目

序号	项目名称	总投资 (万)	使用募集资金 (万)	目的	建设周期
1	优质基酒酿造技术改造项目	13500.00	13500.00	在减少 8,000 吨普通基酒产能的同时增加 8,000 吨优质基酒产能	18 个月
2	基酒勾储、灌装中心及配套设 施建设项目	68600.00	68600.00	新增 50,000 吨的基酒勾 储能力和 50,000 吨的成 品酒灌装能力	18 个月
3	营销网络建设项目	27500.00	27500.00	将销售公司总部营销职 能部门由亳州迁往合肥， 在合肥成立古井贡酒营 销指挥中心。在安徽市场 新建 102 家精品终端展 示店。	3 年
4	品牌传播建设项目	65000.00	17000.00	在央台、凤凰卫视、安徽 卫视等电视媒体、户外媒 体、大型公关活动打广告	2 年
合 计		174600.00	126600.00		

资料来源：公司公告、中投证券研究所搜集整理

附：财务预测表

资产负债表					利润表				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	846	1295	1853	2707	营业收入	1341	1855	2656	3575
现金	361	803	1182	1806	营业成本	526	506	671	902
应收账款	22	37	50	68	营业税金及附加	188	273	385	521
其它应收款	21	3	5	7	营业费用	247	464	664	715
预付账款	2	3	4	5	管理费用	206	334	454	622
存货	366	336	456	608	财务费用	4	-1	-3	-4
其他	73	114	156	213	资产减值损失	9	-15	0	0
非流动资产	496	418	362	315	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	4	0	0	0
固定资产	357	313	270	226	营业利润	165	294	484	819
无形资产	82	81	80	79	营业外收入	7	16	0	0
其他	56	24	12	10	营业外支出	6	4	0	0
资产总计	1342	1713	2215	3022	利润总额	166	306	484	819
流动负债	531	756	892	1086	所得税	26	77	121	205
短期借款	0	0	0	0	净利润	140	230	363	615
应付账款	66	51	67	90	少数股东损益	-0	0	0	1
其他	465	705	824	996	归属母公司净利润	140	229	362	614
非流动负债	3	2	5	3	EBITDA	230	340	528	863
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.60	0.98	1.54	2.61
其他	3	2	5	3					
负债合计	534	758	897	1089	主要财务比率				
少数股东权益	0	0	1	2	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
股本	235	235	235	235	成长能力				
资本公积	326	326	326	326	营业收入	-8.4%	38.3%	43.1%	34.6%
留存收益	247	394	756	1370	营业利润	125.1	78.3%	64.3%	69.4%
归属母公司股东权益	808	955	1317	1931	归属于母公司净利润	318.3	63.8%	57.9%	69.4%
负债和股东权益	1342	1713	2215	3022	获利能力				
					毛利率	60.8%	72.7%	74.7%	74.8%
					净利率	10.4%	12.4%	13.6%	17.2%
					ROE	17.3%	24.0%	27.5%	31.8%
					ROIC	35.8%	175.0%	310.8	617.7%
					偿债能力				
					资产负债率	39.8%	44.2%	40.5%	36.0%
					净负债比率	0.94%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	1.59	1.71	2.08	2.49
					速动比率	0.89	1.27	1.57	1.93
					营运能力				
					总资产周转率	0.94	1.21	1.35	1.37
					应收账款周转率	42	58	57	57
					应付账款周转率	6.18	8.66	11.40	11.46
					每股指标 (元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.60	0.98	1.54	2.61
					每股经营现金流(最新摊薄)	1.49	2.10	1.61	2.64
					每股净资产(最新摊薄)	3.44	4.06	5.61	8.22
					估值比率				
					P/E	152.23	92.94	58.88	34.75
					P/B	26.39	22.33	16.19	11.04
					EV/EBITDA	91	62	40	24

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

投资评级定义

公司评级

强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%
中性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在±10%以内
回避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

看好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

研究团队简介

张镭: 中投证券研究所首席行业分析师。

柯海东: 中投证券研究所食品饮料行业分析师, 中山大学财务与投资学硕士, 华中科技大学工业设计工学学士, 武汉大学营销管理双学士。

免责条款

本报告由中国建银投资证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经事先书面同意, 本报告不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

深圳	北京	上海
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518000 传真: (0755) 82026711	北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层 邮编: 100032 传真: (010) 63222939	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼 邮编: 200041 传真: (021) 62171434