

2011-01-17

食品饮料

古井贡酒 000596-SZ

年份原浆销售势如破竹，再造一个古井指日可待

◇ 调研地点：安徽亳州

◇ 拜访对象：安徽古井集团有限责任公司董事长、销售总经理等、董秘及其他高管

◆ 战略与市场定位清晰，3-5 年内回归白酒第一阵营：

07 年公司明确提出并执行“回归与振兴”及“聚焦”的战略，力争回归白酒第一阵营。公司把市场划分为生存（安徽）、发展（江苏、山东、河南、浙江）、潜力（北京、广东等）三大板块；在产品上实行“一减一加”，大刀阔斧砍掉大量低端不盈利产品、把产品数量从原来的 1800 多个减少到 200 个，同时增加产品宣传、提升产品品牌和形象。公司清晰的战略与市场定位、高效的执行力使得销售及业绩增长屡超预期，2010 年全年实现净利润增长 100%、主导产品年份原浆酒销售收入增长 208%。我们认为公司目前发展势头强劲，销售过亿市场不断增加，虽然管理层有所变动，但只要整体的战略不发生变化，再造一个古井目标的实现指日可待，3-5 年内实现百亿销售收入不是梦想。

◆ 产能完全满足公司高速发展需求：

公司从 07 年开始每年恢复 3000-5000 吨的停产产能，到 10 年 9 月原有的停产产能已全部恢复，目前公司原酒生产量大于销售量，原酒产能在苏鲁皖豫市场位居第一。虽然公司销售呈现井喷式发展，但由于 00-07 年间储存了大量的原酒，现有原酒至少能够满足公司未来两年高速发展的需求。为保障公司的长期发展，公司一方面将用定向增发募集资金对现有产能进行技改并新建部分产能，提高优质酒产出率（普通酒和优质酒的比例将从原先的 7:3 转变至 3:7）以满足产品结构调整的需求，另一方面将用自有资金新建产能。我们认为产能不是公司发展的瓶颈，未来公司销售发展完全有产能保障。

◆ 营销投放围绕“三高”，有力提升公司品牌优势

公司的营销注重对媒体与消费群体的研究，广告投放注重“三高”，即高端媒体、高端人群、高端品牌推广。比如公司选择在航空媒体、全国旅游景点等高端人群最聚集的地方投放平面及户外广告，选择在中央电视台、凤凰卫视、安徽卫视等高端群体收视率高的频道与时间段投放电视广告等。由于公司的营销投放针对性强，使得在费用投入上比同行少 1/3，但宣传效果卓有成效，极大提升了公司品牌形象，对公司长期发展非常有利。

◆ 盈利预测与投资评级：

假设公司 2011 年完成 2000 万股的定向增发（增发价格下限为 66.86 元/股），我们预计公司 10-12 年摊薄后的 EPS 分别为 1.19、2.26 和 3.70 元，以 1 月 13 日收盘价 71.23 元计算，10-12 年动态 PE 分别为 60X、32X 及 19X。我们认为增发将进一步增强公司的优势和竞争力，公司井喷式快速增长态势将会延续，盈利预测有不断上调可能。虽然公司目前估值不算便宜，但我们看好公司的长期发展，同时公司未来加强投资者沟通会使得投资者与公司的交流更加顺畅从而增强投资者信心。我们维持长期“买入”的投资评级，目标价维持 107.25 元。

◆ 风险分析：

白酒行业增速下降或竞争加剧，公司核心产品年份原浆酒销售不达预期。

业绩预测和估值指标

指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入（百万元）	1,379	1,341	1,808	2,901	4,287
营业收入增长率	14.78%	-2.72%	34.75%	60.48%	47.79%
净利润（百万元）	35	140	280	575	943

光大证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的情况下可能与本报告所分析的企业存在业务关系，并且继续寻求发展这些关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为投资决策的唯一因素。

敬请参阅最后一页之重要声明。

维持

买入

当前价格	71.23 元
目标价格	107.25 元
目标期限	6 个月

分析师：

李婕(执业证书编号：S0930511010001)

联系人：

李卓

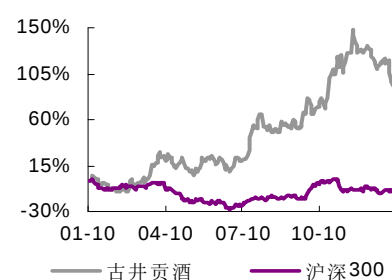
021-22169079

lizhuo_yjs@ebsecn.com

市场数据

总股本(百万股)	235
总市值(百万元)	16,739
流通比例(%)	74.47%
12 个月最高/最低(元)	91.88/31.20
近 3 月日均成交量(百万股)	0.72
主要股东	安徽古井集团有限责任公司

股价表现(12 个月)



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	-10.67	24.82	106.56
绝对收益	-14.97	17.74	95.34

相关报告：

增发促发展，业绩再腾飞

..... 2010-11-29

业绩与提价双超预期，年份原浆酒重磅出击

..... 2010-03-26

古井喷泉，振兴在望

..... 2010-03-09

古井贡酒调研纪要

董事长、销售公司总经理、董秘及公司其他高管

1、公司未来 3-5 年发展规划

跨越式发展战略，再造一个古井，力求未来 3-5 年回到白酒第一阵营。

2、公司迅猛发展的原因

(1) 稳定的品质；(2) 高美誉度的品牌；(3) 高效的团队；(4) 好的主导产品年份原浆酒。

3、管理层变动对公司的影响

原总经理刘敏因 3 年合同到期，与公司正常终止雇佣关系，不影响公司的日常经营。公司会尽快选举新任总经理，新任总经理将会有丰富的白酒营销经验。

4、公司产品和核心竞争策略

公司的销售策略与其他公司有所不同，其他公司以消费者为中心，而公司是以竞争对手为中心，向竞争对手学习长处、优势，弥补自身不足。

(1) “一减一加”策略，“一减”指在产品数量中实行减，使产品系列更加清晰，把产品数量从原先的 1800 多依次减到 800 多再减到 600 多再减到今天的 200 多个，使得非盈利产品、对古井品牌有伤害的产品大大减少了。“一加”是在产品宣传、产品品牌和形象上加。

(2) 坚持就是胜利。在核心产品年份原浆酒推出后，不但坚持三年不动摇，而且百年不动摇。

(3) 标准就是规则。产品的视觉形象、颜色、价格、渠道都规定下来，使营销体系建设更加丰满，使消费者心目中对产品印象深刻。

(4) 不变就是创新。保证产品的品质不变，比如年份原浆从 09 年推出后产品品质、口感没有任何变化。

(5) 不盈利就必须淘汰。除了有些策略产品是为打压竞争对手，不需要

盈利外，其他主导产品都必须以盈利为导向。

5、公司年份原浆酒的发展状况

公司的年份原浆酒取得成功的原因主要在于四点：

（1）有好名字、好概念：把年份酒切割开来，别人是年份陈酒，公司是年份原浆酒（既是年份酒，又是原浆酒）。

（2）有好的品质。

（3）有好的推广方案：布局时分一、二、三级市场，在选择经销商时以人脉为选择根本，要求经销商有好的理念。

（4）有好的团队。

公司未来对年份原酒将坚持“两保两限”：

“两保”：一是保价格，公司将实行一系列价格保护措施；二是保品质，品质大于天。

“两限”：一是限制客户数量，追求客户质量；二是限制整个布局：不求速度，只追求效益。

6、广告投放及市场策略

所谓市场就是品牌+网络，品牌把产品送到消费者心中，网络渠道把产品送到消费者手中。除了重视渠道外，公司目前更注重品牌，加大了广告投入的力度。虽然在广告费用投入上公司比同行少 1/3，但公司加强了对媒体的研究，注重三高：即高端媒体、高端人群、高端品牌推广（比如在航空媒体、在全国旅游景点、在高端人群最聚集的地方投放广告，各地的人大政协大会指定用酒必须拿下），因而广告效果非常好。公司广告是让消费者、经销商、投资者看的，是对品牌有加分的，是一种品牌积累。

7、公司核心市场

公司把全国分为一、二、三类市场：

第一类市场是生存板块，即安徽根据地。先攻合肥，拿下合肥就拿下安徽，拿下安徽就拿下全国。公司只用了一年时间已独霸合肥，合肥 10 年实现 1.2 亿元收入，今年元月以来已做了 8000 万销售。在安徽市场公司必须做到第一，而且与第二要有绝对的差距。3 年内安徽必须做到 30-50 亿元，每个地级市至少实现 2 个亿销售收入。公司要在合肥省政府的大门口建旗舰店，把指挥中心拉到合肥去。

第二类是发展板块，包括苏、鲁、豫、浙江市场。

第三类是潜力市场：比如北京（已建立会所），深圳等。

8、对销售人员如何考核

公司理念：（1）为荣誉而战，为使命而战。销售人员以业绩说了算，三年内公司要回到白酒的第一集团军。

（2）为优秀、能干的人提供平台。对销售人员以激励为正导向，工资构成是包括基本工资+绩效+提成，一线做得好的人今年给 100 万年薪。对销售人员有三个要求：一品，品质必须优秀；二勤；三能力，公司给销售人员做培训，不同层级的人员有不同的培训计划和培训。

9、现有产能和规划能否满足未来发展需要

白酒产能包括原酒产能和灌装酒产能两块，公司这两块产能均能满足未来 2 年销售需求：

（1）原酒产能：包括原酒生产产能和原酒储存量两块。公司中低档酒至少储存 3 年，高档酒至少 5 年。存储产能一定要大于当年销售，因为储存有个滞后期。2000-2007 年储存了大量的原酒。07 年以来公司对原来停产的产能以每年 3000-5000 吨恢复生产，到 10 年 9 月已全部恢复生产。今年原酒生产量大于销售量。公司的原酒生产产能和原酒储存量在苏鲁皖豫地区是最大的，能满足未来两年销售。

（2）灌装产能：原先有空余，现在 09 年原先的 4-5 条生产线已满负荷生产（白班、夜班），10 年 9 月开始动工（6 月筹划），在西区上了 6 条灌装

产能，一条相当于 3 条老线产能，等于产能增加了 2/3。目前除了 2 条线夜班没开工（因为还在招劳工），其他线的白班、夜班几乎全部满负荷生产。公司估计现有的罐装产能能满足未来两年销售，原因在于：（1）之前淡季只开白班，未来会在淡季增加夜班。（2）随着产品结构的调整，单品销售批量越来越大，单班产量大幅增加。（3）老线改造将增加现有产能。

新建产能规划：

（1）基酒勾储和灌装中心：再造一个古井，现已征了 400 多亩。3 月开工，工期一年。

（2）原酒产能：2 个项目：一个根据现有产品结构调整对现有酿造车间进行改造，把普通酒和优质酒占比从原先的 7:3 改变至 3:7；二是利用现有资金新建产能。1-1.5 年内所有新建产能必须建成，2012 年 9 月份前投产。

10、生产成本的趋势及影响

生产成本主要包括粮食、包装等原料成本（约占 80%）、人工成本和制造费用。今年单瓶生产成本会下降，明年悲观估计是持平，乐观估计还会下降。

（1）原料成本：粮食、包装等原料成本。包装中瓶子成本最大，粮食中高梁占比最大。包装每年放在 6 月集中招标采购。因为 6 月是白酒最淡的时点，招标价格会是全年最低价。包装原材料涨价 15%之内，公司不给调价。原材料价格下降，公司会主动调价。虽然包装原材料在涨价，但 10 年公司包装成本下降了 5.86%。预计明年单品包装材料成本仍会下降，原因在于：单品数量大且集中，包装生产厂家的生产成本下降；生产工艺越来越成熟，比如年份原浆酒的瓶子是采用玻璃瓶喷涂，这是全国第一家使用这种工艺，之前工艺不成熟，容易出现质量问题，现在工艺已成熟且大批量、流水线生产。高粱占粮食成本的 90%左右，高粱基本上都用于酿酒，用途单一。白酒行业虽然大型名优酒厂发展很快，但小酒厂很多在倒闭，行业集中度越来越高，对高粱的议价能力在逐渐提升。公司高粱采购与东

北的主要粮库锁定全年价格。

(2) 人工成本: 单人用人成本在增加, 但随着自动化程度和管理流程优化, 用人数量在减少, 因而总体人工成本在下降。

(3) 制造费用: 实行精益管理, 去年开始全面引入丰田的模式, 大幅提升生产效率并减少了制造费用。

11、定向增发的进程

到目前进展比较顺利, 证监局对土地、环保问题的核查昨天刚结束。公司争取尽快完成增发, 节省财务费用。未来公司会在投资者沟通方面加以改善, 让投资者对公司的战略及发展状况更加了解。

12、公司为何在央视投广告

10 年央视白酒广告投标占广告总投标额的 30%, 约 20.5 亿元。央视的收视率高, 在央视投广告有利于增加公司的品牌力。古井已经很多年没在央视上打广告了, 重返央视也表现了古井对重返白酒第一阵营的信心。

13、古井要回白酒第一阵营, 如何定义第一阵营

各种综合指标在未来 2-3 年内至少要进到白酒前十位。

14、管理层激励什么时候做

公司也准备积极推进, 但目前没有任何进展。

15、介绍一下公司的产品架构

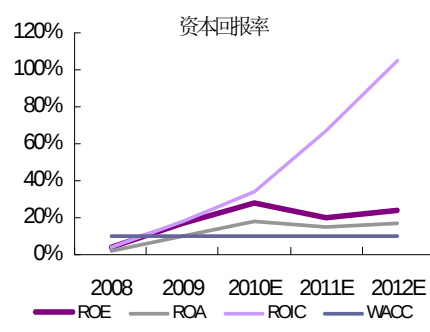
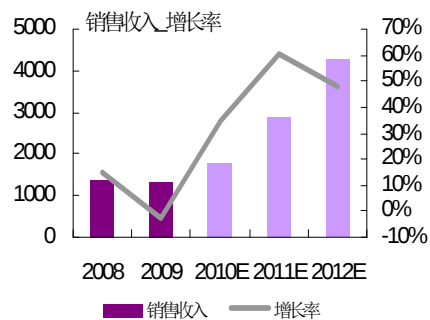
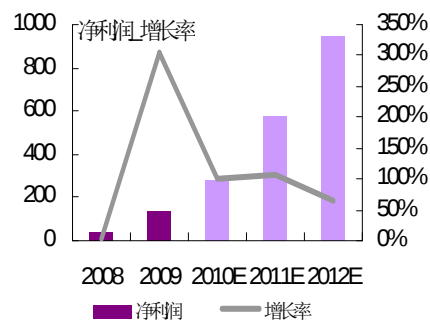
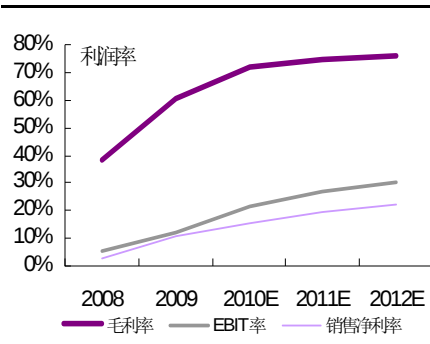
(1) 高端、超高端是年份原浆; (2) 老古井、老贡酒系列; (3) 淡雅系列: 古井是中国淡雅香型的制定者, 目前卖得很好; (4) 光瓶。

随着年份原浆酒的增长, 其他中低端产品也会实现全面增长。

16、公司在安徽省的过亿市场主要有哪些

古井贡是安徽唯一的全国名酒, 目前省内过亿市场包括亳州、合肥、芜湖、马鞍山、安庆等。除这几个市场外, 别的地区也卖得很不错。

财务报表及预测



利润表 (百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	1,379	1,341	1,808	2,901	4,287
营业成本	848	526	508	745	1,028
折旧和摊销	24	2	57	59	61
营业税费	157	188	257	412	600
销售费用	144	247	396	580	815
管理费用	142	206	262	377	557
财务费用	5	4	4	-3	-10
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	0	4	0	0	0
营业利润	75	165	381	788	1,296
利润总额	77	166	386	793	1,301
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	34.58	140.09	279.77	575.21	942.97

资产负债表 (百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
总资产	1,520	1,342	1,569	3,957	5,484
流动资产	915	846	1,101	3,499	5,037
货币资金	274	361	631	2,795	4,049
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收账款	38	22	29	46	68
应收票据	110	73	98	157	232
其他应收款	13	21	17	17	19
存货	471	366	322	476	660
可供出售投资	0	0	0	0	0
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	404	357	377	368	357
无形资产	89	82	78	74	70
总负债	636	534	564	1,039	1,623
无息负债	525	529	564	1,039	1,623
有息负债	111	5	0	0	0
股东权益	883	808	1,006	2,919	3,861
股本	235	235	235	255	255
公积金	585	396	438	1,842	1,984
未分配利润	60	177	333	821	1,623
少数股东权益	3	0	0	0	0

现金流量表 (百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	208	350	326	677	1,044
净利润	35	140	280	575	943
折旧摊销	24	2	57	59	61
净营运资金增加	-81	-176	152	228	297
其他	231	385	-162	-185	-257
投资活动产生现金流	-88	-29	-48	-50	-50
净资本支出	-89	-82	80	50	50
长期投资变化	0	0	0	0	0
其他资产变化	2	53	-128	-100	-100
融资活动现金流	-1	-239	-8	1,537	259
股本变化	0	0	0	20	0
债务净变化	7	-106	-5	0	0
无息负债变化	94	4	34	475	584
净现金流	119	82	270	2,164	1,253

资料来源：光大证券、上市公司

关键指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	14.78%	-2.72%	34.75%	60.48%	47.79%
净利润增长率	2.07%	305.15%	99.71%	105.60%	63.94%
EBITDA 增长率	-25.08%	64.61%	164.28%	91.33%	59.49%
EBIT 增长率	60.23%	114.24%	132.66%	104.03%	63.71%
估值指标					
PE	484	119	60	32	19
PB	19	21	17	6	5
EV/EBITDA	163	100	38	19	11
EV/EBIT	212	101	43	20	12
EV/NOPLAT	442	120	60	28	16
EV/Sales	12	12	9	6	4
EV/IC	16	22	20	19	17
盈利能力 (%)					
毛利率	38.47%	60.81%	71.89%	74.31%	76.03%
EBITDA 率	7.16%	12.12%	24.43%	29.12%	31.43%
EBIT 率	5.45%	12.00%	21.30%	27.08%	30.00%
税前净利润率	5.59%	12.38%	21.35%	27.35%	30.34%
税后净利润率 (归属母公司)	2.51%	10.44%	15.48%	19.83%	21.99%
ROA	2.27%	10.43%	17.83%	14.53%	17.19%
ROE (归属母公司) (摊薄)	3.93%	17.34%	27.82%	19.71%	24.42%
经营性 ROIC	3.70%	18.40%	33.64%	66.68%	104.56%
偿债能力					
流动比率	1.52	1.59	2.31	4.63	4.62
速动比率	73.76%	90.41%	163.45%	400.26%	401.70%
归属母公司权益/有息债务	7.93	161.60	-	-	-
有形资产/有息债务	12.85	247.70	-	-	-
每股指标(按最新预测年度股本计)					
EPS	0.15	0.60	1.19	2.26	3.70
每股红利	0.00	0.35	0.00	0.00	0.00
每股经营现金流	0.88	1.49	1.39	2.66	4.10
每股自由现金流(FCFF)	0.97	1.72	0.44	1.36	2.51
每股净资产	3.74	3.44	4.28	11.45	15.14
每股销售收入	5.87	5.71	7.69	11.38	16.81

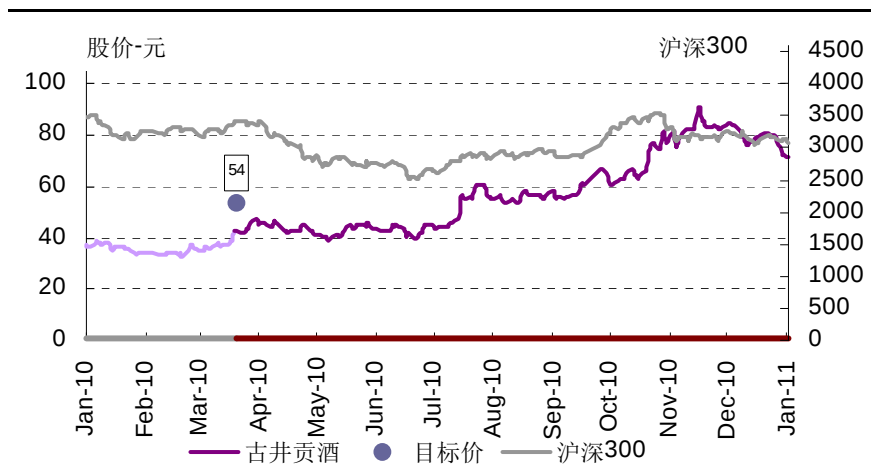
资料来源：光大证券、上市公司

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

投资建议历史表现图

古井贡酒（000596）



资料来源：光大证券研究所

日期	股价	目标价	评级
2010-04-02	42.96	54.00	买入
2010-04-27	43.32	54.00	买入
2010-04-30	41.80	54.00	买入
2010-07-02	40.92	54.00	买入
2010-08-09	60.88	54.00	买入
2010-10-25	65.16	72.00	买入
2010-11-01	64.15	78.00	买入
2010-11-29	82.50	107.25	买入

买入	增持	中性
减持	卖出	

行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。
 市场基准指数为沪深 300 指数。

光大证券股份有限公司

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 邮编: 200040
总机: 021-22169999

光大证券研究所

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 3 楼 邮编: 200040
总机: 021-22169999 传真: 021-22169114

销售小组	姓名	办公电话	手机	电子邮件
北京				
	李大志(主管)	010-68567189	13810794466	lidz@ebscn.com
	郝辉	010-68561722	13511017986	haohui@ebscn.com
	孙威	010-68567231	13701026120	sunwei@ebscn.com
	吴江	010-68561595	13718402651	wujiang@ebscn.com
	黄怡	010-68567231	13699271001	huangyi@ebscn.com
	吴朝阳	010-68561722	15811098222	wuzy@ebscn.com
上海				
	杨日昕(主管)	021-22169082	13817003122	yangrx@ebscn.com
	平珂(主管)	021-22169152	13818133101	pingke@ebscn.com
	周薇薇	021-22169087	13671735383	zhouww1@ebscn.com
	严非	021-22169086	13127948482	yanfei@ebscn.com
	王宇	021-22169131	13918264889	wangyu1@ebscn.com
深圳				
	王汗青(主管)	0755-83024403	13501136670	wanghq@ebscn.com
	黎晓宇	0755-83024434	13823771340	lix1@ebscn.com
	黄鹂华	0755-83024396	13802266623	huanglh@ebscn.com
	张晓峰	0755-83024431	13926576680	zhangxf@ebscn.com
	江虹	0755-83024029	13810482013	jianghong1@ebscn.com
QFII				
	濮维娜	021-62152373	13301619955	puwn@ebscn.com
	陶奕	021-62152393	13788947019	taoyi@ebscn.com
	满国强	021-62152393	15821755866	mangq@ebscn.com

风险提示及免责声明

本研究报告仅供光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。

本报告由光大证券股份有限公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。光大证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，供投资者参考。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，光大证券股份有限公司及其附属机构（包括研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员，交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不相一致的投资决策。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版，复制，刊登，发表，篡改或者引用。

特别声明

光大证券股份有限公司创建于1996年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。

经营业务许可证编号：z22831000

已获业务资格：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；证券资产管理；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。

在法律允许的情况下，光大证券及其附属机构可能持有报告中提到公司所发行证券的头寸并进行交易，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。投资者应当充分考虑与光大证券及其附属机构可能存在的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一参考因素。