

分析师：	乔洋	(8621)68751126	qiaoyang@cjsc.com.cn	执业证书编号：	S0490510120007
联系人：	周密	(8621)68751219	zhoumi@cjsc.com.cn		

古井贡酒调研跟踪报告

事件描述

古井贡酒于 2011 年 1 月 14 日上午召开 2011 年度第一次临时股东大会，主要内容如下：

- 股东大会审议通过关于公司符合非公开发行 A 股股票条件的议案。

公司高管就投资者关心的公司战略目标、市场营销、以及生产方面等问题作出回答。

事件评论

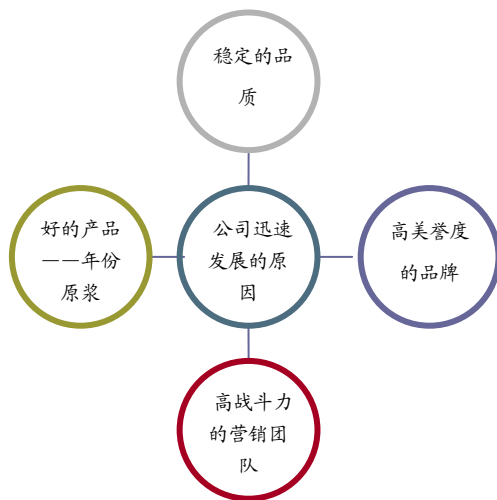
第一，公司 2010 年净利润和每股收益较 2009 年翻番；公司力争未来 3-5 年回到中国白酒第一阵营。

公司 2010 年净利润约 2.8 亿元，每股收益约 1.19 元，净利润和每股收益较 2009 年翻番。主要受益于公司收入增长，白酒销售结构的好转，综合毛利率上升。其中公司战略主导产品古井贡酒年份原浆系列销售收入约为 7.4 亿元，增长幅度约为 208%。

四方面因素支持着公司近几年的快速发展：

- （1）稳定的品质。
- （2）高美誉度的品牌，品牌价值达到 81.72 亿元。
- （3）高战斗力的营销团队。想干事、能干事。
- （4）好的产品，年份原浆。2010 年，该产品收入翻 2 倍，保证该系列产品稳定高速增长。

图 1: 公司迅速发展的原因

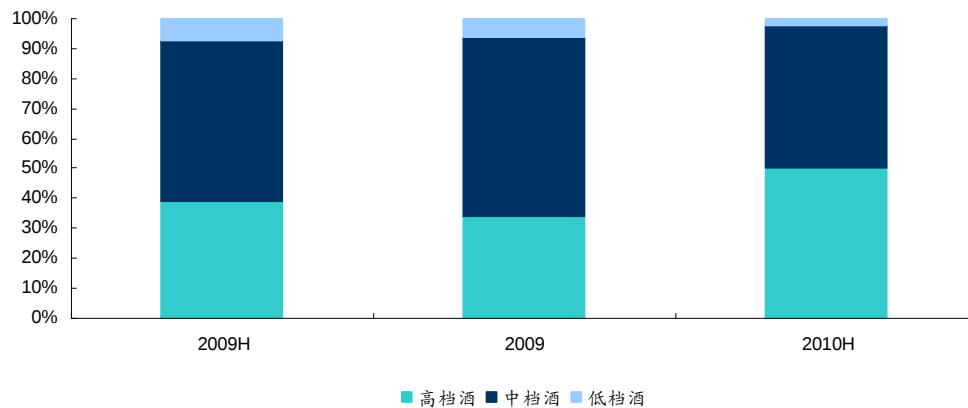


资料来源: 长江证券研究部

2010 年上半年公司高档产品收入产比较 2009 年同期增加 11.35%。2010 年前三季度公司综合毛利率水平提高到 70.8%，比 2009 年同期增加 17.2%。

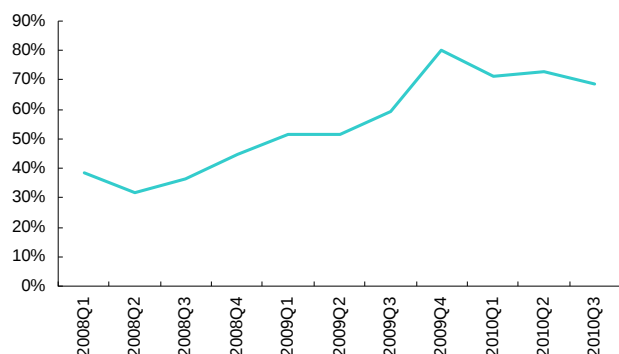
公司对未来 3-5 年的发展提出快速发展战略，目标是再造一个新古井。未来 3 年的销售目标为 50 亿，力争未来 3-5 年回到中国白酒第一阵营。

图 2: 公司高、中、低档酒收入占比



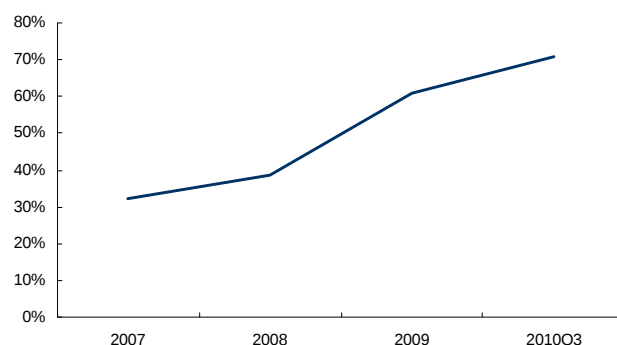
资料来源: Wind, 长江证券研究部

图 3：公司单季度综合毛利率情况



资料来源：长江证券研究所

图 4：公司综合毛利率情况

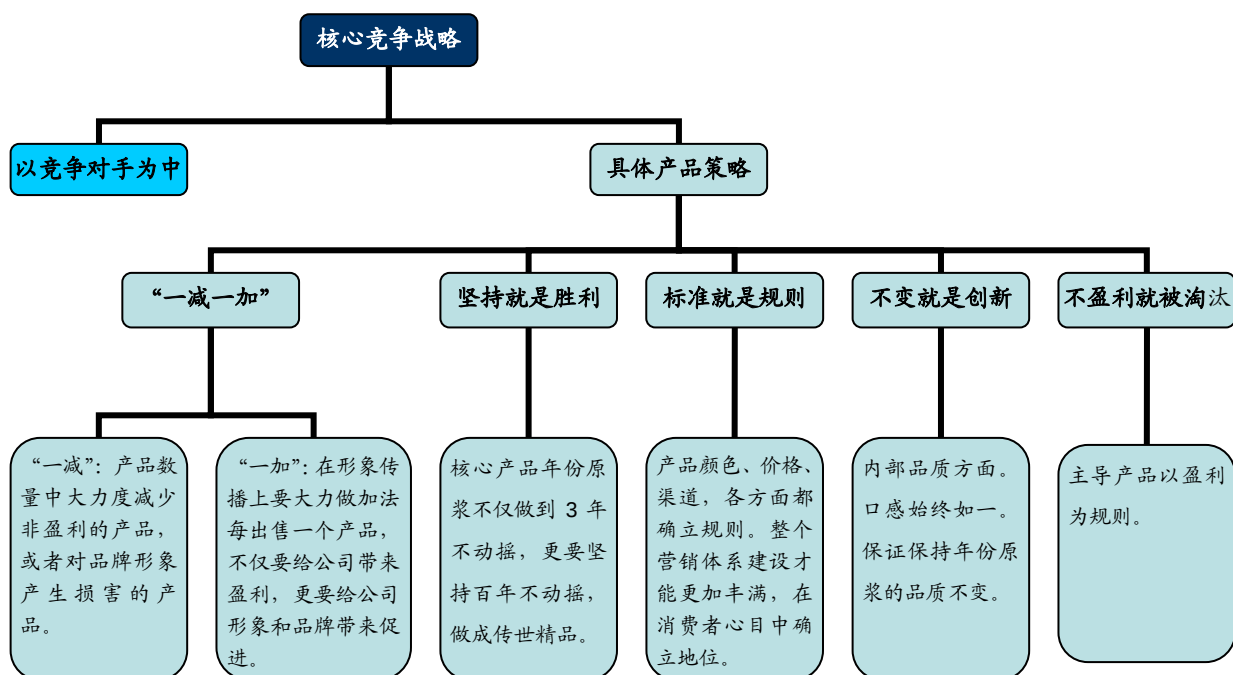


资料来源：长江证券研究所

第二，公司核心竞争战略以竞争对手为中心。

公司核心竞争战略与其他消费企业的营销策略不同；公司以竞争对手为中心，操作更具成长性（不是单纯的以消费者为中心）。在省内和全国市场设立自己的竞争对手目标，向竞争对手学习他们的长处和优势，来弥补公司自身的不足。公司具体产品策略分为以下五个方面。

图 5：公司核心竞争战略

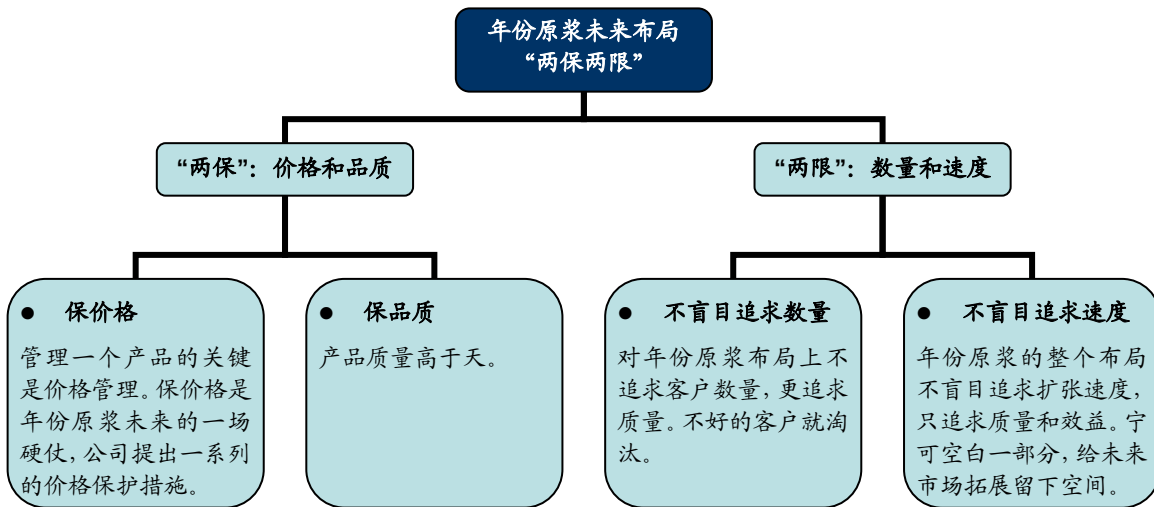


资料来源：长江证券研究部

● 年份原浆未来布局要做到“两保两限”

年份原浆 3 年来给古井带来良好的经济效益、社会口碑、品牌和企业形象。公司对年份原浆的未来布局要做到“两保两限”：以保证产品价格和品质为根本，不盲目追求布局扩张的数量和速度。

图 6：公司年份原浆未来布局的“两保两限”

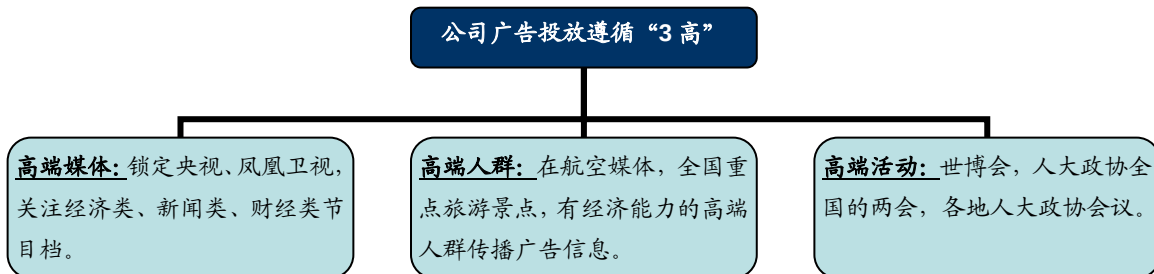


资料来源：长江证券研究部

● 广告的投放具有针对性

市场营销就是“品牌+网络”，通过品牌将概念传达至消费者心中，通过渠道网络将产品送到消费者手中。公司在做渠道的同时，更关注品牌建设以及跟消费者内心的沟通，即广告。公司在广告费用投放上，通过对媒体的深入研究，在广告投放方面遵循“3高”原则，在一定程度上降低了广告费的投入。

图 7：公司广告投放针对“3高”



资料来源：长江证券研究部

● 全国布局分为三类市场

（1）生存板块：即根据地核心市场安徽。

先攻合肥，拿下合肥就拿下安徽，拿下安徽就拿下全国。公司去年在合肥市场从零做起，通过渠道推广，形象店展示等，仅用 1 年时间，2010 年在合肥已经实现 1.2 亿的销售规模。

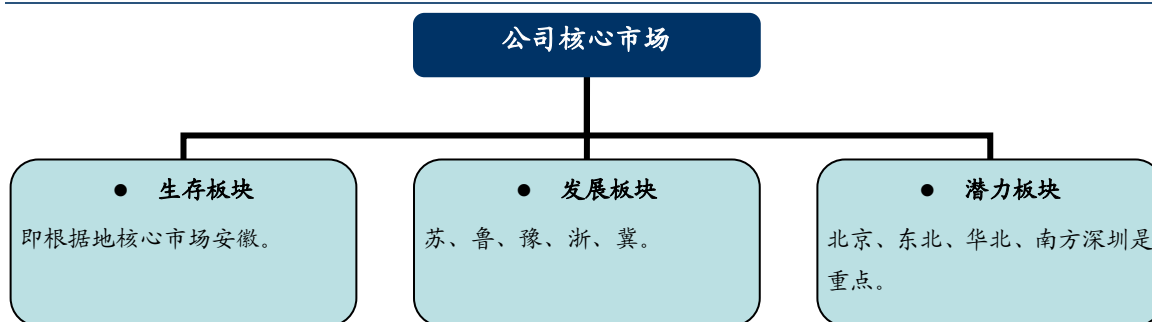
公司在安徽省内的目标是做老大，要跟第二名拉开绝对的差距。公司在安徽的长远销售目标是 30-50 亿。公司计划在合肥建营销中心，市场战略前移，到上海、北京、南京都方便快捷。

省内市场目前销售过亿的市场还包括亳州、合肥、芜湖、马鞍山、安庆等。

（2）发展板块：苏、鲁、豫，浙、冀（河北），侧重两翼河南和江苏。

（3）潜力板块：北京、东北、南方深圳是重点。北京作为全国的政治文化中心，是白酒企业的必争之地。公司在南方市场将以深圳为重点，以会所体验店方式开展。

图 8：公司核心市场



资料来源：长江证券研究部

● 公司考核体制“激励薪酬+绩效业绩+提成”，提倡“一品，二勤，三能”

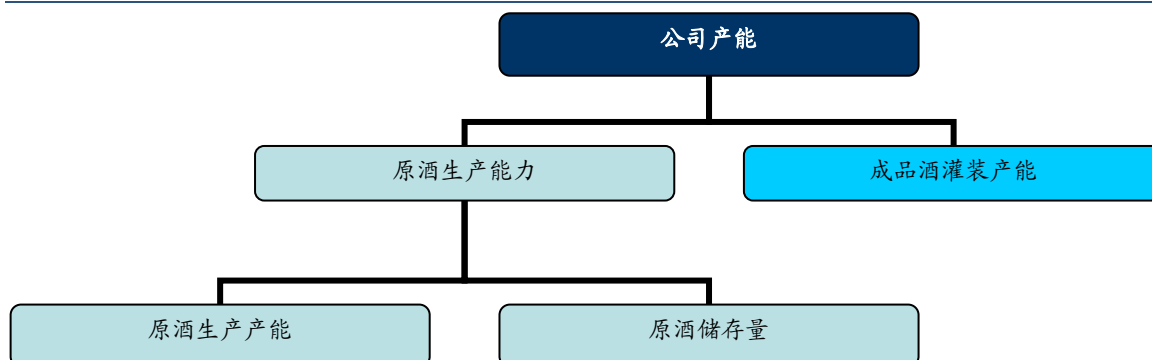
1) 公司为优秀的人提供平台，鼓励能干活肯干活的人要拿高年薪。公司考核机制由激励薪酬+绩效业绩+提成组成，以高增长、高绩效贯穿管理，以激励为正导向。

2) 提倡“一品，二勤，三能”。一品，品质好；二勤，勤奋；三能，三才是能力，公司针对不同的员工给予不同的培训，提升员工各方面能力。

如果公司将股权激励方案能够提上议程，将有助于进一步提升高管层和核心员工的工作积极性。

第三，公司目前产能未遇瓶颈；单位成本上涨空间不大。

图 9：白酒公司产能分解



资料来源：长江证券研究部

公司目前产能可以满足近 2 年的生产需求。非公开发行募投的基酒酿造，以及原酒勾储灌装项目将为公司 2 年后的产能需求作准备。

● 作为成长型企业，公司目前原酒的产能和储存量要大于当年的销售量；

从公司的发展历程来看，1989-1998 年作为第一个阶段，公司发展不错。2000 年以后公司开始走下坡，特别是 2007 年是低谷期。

一方面，2007 年是公司转折点，之后的几年公司以每年 3000-5000 吨的速度复产，到 2010 年 9 月份停产的生产车间已经全部复产。另一方面，2000 年-2007 年这段时间生产了大量原酒储存在仓库，当时是负担，现在是财富。当年产量大于销售量，加上 7 年储存的原酒，都是将来产品的品质保证。

● 成品酒灌装产能能够支持公司发展

目前公司原有灌装线日夜开班。今年根据快速增长的需求，2010 年 6 月公司开始筹划建设 6 条新的生产线，2010 年 9 月开始动工，1 条新生产线相当于 1 条老生产线 3 倍的产量。同时，公司销售产品越来越集中，销售单品批量变大，规模效应使得生产效率大幅提升。综合产品结构调整，老线改造，新线投入，以及管理流程的改善，公司在未来 1-2 年内产能是足够的。

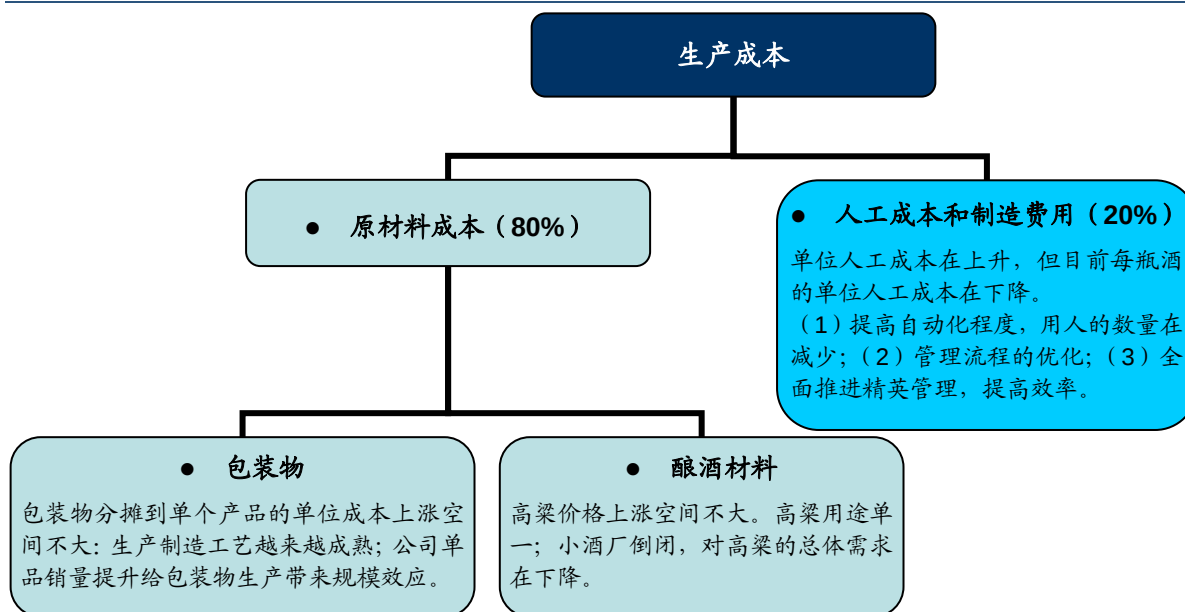
● 公司产能规划考虑未来 3-5 年的目标

公司产能规划考虑到公司 3-5 年的目标以及市场的情况，因此公司目前要增发投资基酒酿造、勾储和灌装项目。到 2012 年 9 月份必须全面完成（2 年内），2012 年旺季到来之前勾储、酿造要全面投产。

● 公司单位生产成本上涨空间不大。

公司一方面通过市场营销、提价提升收入，另一方面也在通过内部管理降低成本。生产成本主要包括原材料成本，以及人工成本和制造费用。基于包装物生产工艺趋于成熟，单品销量提成带来的规模效益；同时高粱价格上涨空间不大；单位产品分摊的人工费用也由于自动化程度提高以及内部管理和效率的提升没有太大涨幅。谨慎估计今年公司单位生产成本上涨空间不大。

图 10：公司生产成本分解



资料来源：长江证券研究部

第四，公司非公开发行募集资金拟投资于优质基酒酿造技改、勾储灌装、营销网络和品牌宣传建设四个投资项目。

公司 2010 年 11 月 29 日公告非公开发行 A 股股票预案，预计发行不超过 2000 万股，发行价格不低于 66.86 元/股，拟募集资金 12.66 亿元，用于优质基酒酿造技改、勾储灌装、营销网络和品牌宣传建设四个项目的投资建设。已经在 2011 年 1 月 14 日上午召开的第一次临时股东大会上通过，目前材料在审批流程中。

表 1：非公开发行募集资金投资项目

序号	项目名称	年均新增利润 总额（万元）	内部收益率	投资回收期	建设期	总投资额	计划使用募集资金 （万元）
1	优质基酒酿造技术改造项目	6,528	36.06%	4.26	18个月	13,500	13,500
2	基酒勾储、灌装中心及配套 设施建设项目	34,800	37.94%	4.13	18个月	68,600	68,600
3	营销网络建设项目	--	--	--	3年	27,500	27,500

4	品牌传播建设项目	--	--	--	2年	65,000	17,000
	合 计					174,600	126,600

资料来源：公司公告，长江证券研究部

（1）优质基酒酿造技术改造项目

该项目在保持基酒总产能不变的前提下，对其中年产 20,000 吨的基酒酿造车间及配套设施实施技术升级改造，即在减少 8,000 吨普通基酒产能的同时增加 8,000 吨优质基酒产能。项目建成实施后，公司优质基酒产量将明显增加，能较好地满足“年份原浆”系列白酒的高速增长对优质基酒的需求；同时有助于提高生产设备的现代化水平，减少劳动力强度，提高劳动效率。

（2）基酒勾储、灌装中心及配套设施建设项目

该项目旨在提高优质基酒的储存水平，和成品酒的灌装效率。古井贡酒系列白酒要求高档产品基酒储存周期不小于 5 年，中档酒不小于 3 年。项目计划新征建设用地 425 亩已经到位。

（3）营销网络建设

安徽是公司深度营销的战略核心市场。公司每年约有 50% 左右的销售集中在安徽省内，所占市场份额还不到 10%。

项目计划在安徽市场建立 102 家营销点。包括产品体验店、旗舰店、专卖店三个层次。

公司在战略核心市场安徽要提高占有率，营销中心向中心市场合肥转移。建立区域物流营销中心。提高市场营销能力、渠道管理能力，使公司营销网络区域成熟。

表 2：公司营销网络建设计划

类别	2011 年	2012 年	2013 年	累计
产品体验馆	1			1
旗舰店	2	4	6	12
专卖店	14	30	45	89
合 计				102

资料来源：公司公告，长江证券研究部

（4）品牌传播平台增加投入

公司针对特定的品牌传播平台增加投入，如电视媒体、户外媒体、大型公关活动等进行广告投入。电视媒体基本锁定中央电视台、凤凰卫视、安徽卫视。主要包括以下几方面的投入：

表 3：公司品牌宣传建设项目实施内容

序号	投资项目	投资金额	比例
1	电视媒体广告投放	37,000	56.92%
	其中：使用募集资金金额	17,000	26.15%
2	重点市场户外广告投放	12,000	18.46%
3	重点市场车身广告投放	5,500	8.46%
4	大型公关活动投放	5,500	8.46%
5	平面、网络等其他媒体广告投放	5,000	7.70%
	合计	65,000	100.00%

资料来源：公司公告，长江证券研究部

第五，看好公司未来 3-5 年的增长。

公司推出主力产品年份原浆在 2010 年实现 200% 的大幅增长。高端酒产品在公司营业收入中占比大幅提升，产品结构得到改善，2010 年前三季度综合毛利率水平较 2009 年同期增加 17.2%。预计 2010 年公司净利润和每股收益翻番。公司市场布局以安徽为根据地，先攻合肥，立志成为安徽市场白酒龙头企业；在苏、鲁、豫，浙、冀地区的市场稳扎稳打；进军北京、山东、深圳等潜力板块。2011 年我们认为单品放量将带来规模效应，以及公司内部管理效率提升等因素，预计分摊到单个产品的生产成本能够保证持平或略有下降。公司目前拟增发投资基酒酿造、勾储和灌装项目，计划 2012 年旺季到来之前全面投产，支持公司 2 年后的快速发展需求。

公司未来 3-5 年的目标是再造一个新古井，力争回归中国白酒第一阵营，3 年销售收入目标 50 亿元。我们看好公司未来几年的增长，预计 2010-2012 年公司每股业绩分别为 1.21 元，2.30 元，和 3.47 元。

财务报表及指标预测

利润表（百万元）					资产负债表（百万元）				
	2009A	2010E	2011E	2012E		2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	1341	1765	3126	4287	货币资金	361	705	1433	2499
营业成本	526	519	834	1040	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	816	1246	2291	3247	应收账款	44	58	102	140
% 营业收入	60.8%	70.6%	73.3%	75.7%	存货	366	294	429	476
营业税金及附加	188	248	439	602	预付账款	2	2	3	3
% 营业收入	14.0%	14.0%	14.0%	14.0%	其他流动资产	0	0	0	0
销售费用	247	325	576	790	流动资产合计	846	1155	2137	3349
% 营业收入	18.4%	18.4%	18.4%	18.4%	可供出售金融资产	0	0	0	0
管理费用	206	271	479	707	持有至到期投资	0	0	0	0
% 营业收入	15.3%	15.3%	15.3%	16.5%	长期股权投资	0	0	0	0
财务费用	4	-2	-5	-9	投资性房地产	31	31	31	31
% 营业收入	0.3%	-0.1%	-0.2%	-0.2%	固定资产合计	264	365	364	340
资产减值损失	9	26	82	70	无形资产	82	78	74	70
公允价值变动收益	0	0	0	0	商誉	0	0	0	0
投资收益	4	0	0	0	递延所得税资产	22	6	21	18
营业利润	165	379	720	1086	其他非流动资产	97	97	97	97
% 营业收入	12.3%	21.5%	23.0%	25.3%	资产总计	1342	1733	2723	3905
营业外收支	1	0	0	0	短期贷款	5	0	0	0
利润总额	166	379	720	1086	应付款项	66	53	78	86
% 营业收入	12.4%	21.5%	23.0%	25.3%	预收账款	98	129	229	314
所得税费用	26	95	180	272	应付职工薪酬	94	75	110	122
净利润	140	284	540	815	应交税费	171	273	492	695
归属于母公司所有者					其他流动负债	97	107	179	238
的净利润	140.1	284.5	540.0	814.9	流动负债合计	531	637	1087	1455
少数股东损益	0	0	0	0	长期借款	0	0	0	0
EPS（元/股）	0.60	1.21	2.30	3.47	应付债券	0	0	0	0
现金流量表（百万元）					递延所得税负债	0	0	0	0
	2009A	2010E	2011E	2012E	其他非流动负债	3	3	3	3
经营活动现金流净额	350	515	804	1129	负债合计	534	640	1091	1458
取得投资收益	0	0	0	0	归属于母公司	808	1092	1633	2447
收回现金					所有者权益				
长期股权投资	1	0	0	0	少数股东权益	0	0	0	0
无形资产投资	0	0	0	0	股东权益	808	1092	1632	2447
固定资产投资	-29	-168	-81	-73	负债及股东权益	1342	1733	2723	3905
其他	0	0	0	0	基本指标				
投资活动现金流净额	-29	-168	-81	-73		2009A	2010E	2011E	2012E
债券融资	0	0	0	0	EPS	0.596	1.211	2.298	3.468
股权融资	0	0	0	0	BVPS	3.44	4.65	6.95	10.41
银行贷款增加（减少）	-232	-5	0	0	PE	134.12	66.04	34.79	23.05
筹资成本	7	2	5	9	PEG	1.68	0.83	0.44	0.29
其他	-13	0	0	0	PB	23.25	17.20	11.51	7.68
筹资活动现金流净额	-239	-3	5	9	EV/EBITDA	80.40	40.44	21.64	13.83
现金净流量	82	344	728	1065	ROE	17.3%	26.0%	33.1%	33.3%

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话	E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 68752398	13564079561 wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区总经理	(8621) 68751916	13701696936 ganlu@cjsc.com.cn
王 磊	华东区总经理助理	(8621) 68751003	13917628525 wanglei3@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区副总经理	(8621) 68751863	13817196202 julei@cjsc.com.cn
程 杨	华北区总经理助理	(8621) 68753198	13564638080 chengyang1@cjsc.com.cn
李劲雪	上海私募总经理	(8621) 68751926	13818973382 lijx@cjsc.com.cn
张 晖	深圳私募总经理	(0755) 82766999	13502836130 zhanghui1@cjsc.com.cn
沈方伟	深圳私募总经理助理	(0755) 82750396	15818552093 shenfw@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看 好： 相对表现优于市场 中 性： 相对表现与市场持平 看 淡： 相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推 荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5% ~ 10% 之间 中 性： 相对大盘涨幅在 -5% ~ 5% 之间 减 持： 相对大盘涨幅小于 -5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本公司及作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅仅为本公司所有，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。如引用须注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。