



食品饮料/必需消费

古井贡酒（000596）

跨越式发展，回归第一阵营

——古井贡调研纪要


胡春霞
 021-38676186
 huchunxia@gtjas.com
 S0880208060347

本报告导读：

古井贡仍处于快速发展期，2010 年利润翻翻

事件：

- 我们参加了 14 日古井贡股东大会，公司借此机会组织了与资本市场的一次大型沟通，公司主要高层领导与中层干部都出面与我们进行了沟通，并表示今后将与资本市场保持密切的交流，我们对此表示欢迎。

评级： **增持**

上次评级： 增持

目标价格： **103.50**

上次预测： 58.00

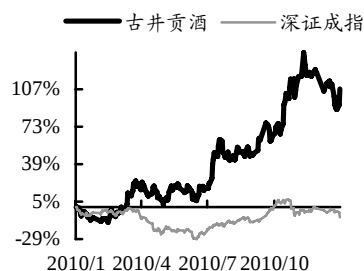
当前价格： **78.20**

2011.01.20

交易数据

52 周内股价区间（元）	31.20-91.88
总市值（百万元）	18,377
总股本/流通 A 股（百万股）	235/175
流通 B 股/H 股（百万股）	60/0
流通股比例	100%
日均成交量（百万股）	1
日均成交值（百万元）	59

52周内股价走势图



相关报告

《古井贡酒公司 2010-04-23 调研提纲》	2010.04.16
《古井贡酒公司 2011-01-14 调研提纲》	2010.12.29
《复苏之路刚起步，未来业绩将保持高增》	2010.05.05

评论：

古井贡公司已经对2010年业绩预增100%，预计Eps1.19元，其中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%。我们对公司2010年的快速增长已经有了充分的预期，但是原浆酒系列如此快速的增长仍然让我们感到吃惊。基于公司管理层最近两年的运作成功、对销售的重视和投入、新的主流产品原浆酒系列仍然处于快速发展期，以及消费品品牌成长的惯性，我们认为未来1-2年公司销售仍将有快速的增长，并且考虑到达到一定规模以后费用率的下降，预计未来1-2年内公司业绩仍能有较快的增长，预计2011、2012年EPS分别达到2.40、3.45元左右，目前公司动态PE30倍，PEG0.6左右，维持增持评级。

- **3-5 年发展规划：力争回到白酒第一阵营。**公司是老八大白酒之一，但是目前公司在行业中的地位还不能体现公司的历史文化和品牌价值。公司现有品牌价值已经达到 81.72 亿元，具备冲击白酒第一阵营的潜力和实力。公司 2009 年以来，在新产品古井原浆系列酒的带动下已经进入跨越式发展时期，希望在未来 2-3 年内回归白酒第一阵营，并提出了冲击 50 亿，展望 100 亿收入的宏伟目标。以公司目前的销售

请务必阅读正文之后的免责条款部分

发展趋势看,我们认为 50 亿收入的目标未来 3 年内达到的可能性还是非常大的。公司也表示基于目前处于信息披露的敏感时期,不便披露具体数据,具体情况将在 2010 年报中公布,我们拭目以待。

- **总结过去几年迅速发展的主要原因:** 公司管理、新品种开发的成功、行业快速发展和经济背景好。公司对过去几年的增长也是满意的,上公司认为主要的原因有几点:稳定的品质;高美誉度的品牌;高效的经营团队;好的战略产品:年份原浆,2010 年销售收入增长 200%。此外,最近几年的外因的配合应该也是不可或缺的:一是白酒行业销量的大幅度增长,2010 年 1-11 月份产量累计增长 26.87%,是 2001 年后的增长高点,并且,2010 年销量也将突破历史高点;二是安徽地区的经济增长最近几年也比较快。估计 2011 年还将延续这种好的外部环境。内部的管理层方面,今年总经理刘敏先生因为三年合同到期将正常离职,公司表示将尽快选任总经理,新任总经理会有丰富的白酒营销经验,本次总经理的更换不会带来公司其他管理层的大变动,也不会影响到公司经营。
- **公司核心竞争策略、产品策略:** 以竞争对手为中心,学习竞争对手优势弥补公司不足,洋河和郎酒是省外目标,省内是口子窖。在产品策略上坚持五点:1、一减一加,使产品更加清晰。公司 07 年前有产品 1800 多个,后来减到 800 多、600 多,到现在的 200 多产品,大力度减少了非营利产品,这对古井贡酒的品牌没有伤害,反而使在谋求在产品品牌、形象上作加法;2、坚持历史的悠久产品就是传世经典,坚持不动摇。3、产品包装、颜色、渠道等都要固定下来,品牌更加丰满。4、保证、保持年份原浆的品质不变。5、不盈利就必须淘汰,以盈利为主导。
- **产品结构。** 公司目前产品基本已经含盖了高端、超高档、中低档产品、低档的全系列产品,高端、超高档主要是年份原浆系列产品,其次是中档的老贡酒系列酒、淡雅系列酒,低档的光瓶酒系列。公司认为未来不仅仅高档酒销售情况仍然会是趋势,低档的苦力酒也会有比较好的市场机会。公司目前年份原浆收入占比已经超过 40%,预计 2011 年会超过 50%。
- **核心产品年份原浆的发展状况。** 公司已经公布 2010 年年份原浆系列酒销售收入 7.4 亿元,同比增长 208%,这个增速已经非常可观。原浆系列酒销售收入已经占到公司总收入的 40%左右,并且预计 2011 年这一比重还会上升。对于原浆系列酒的推广,公司有比较好的团队,在推广上将原浆分为 1、2、3 级市场,注重经销商的人脉。目前看公司的原浆系列酒的推广还是比较成功的,在省内的品牌知名度非常高,已经成为安徽很多区域政府的招待用酒。在后续的持续品牌宣传、网络建设后,预计还会有长足的增长。未来的布局上,公司提出了“两保、两限”。对年份原浆保证质量,保证价格,限制整个的布局和发展速度,不是仅仅追求速度,而是追求效益和质量,宁可空白市场。
- **公司未来的广告策略问题:** 三高原则,即高端媒体、高端人群、高端品牌。广告把品牌送到消费者心中,网络和渠道把产品送到消费者手中。公司在广告费用投放上,比同行至少少了 1/3。但是公司在央视、凤凰卫视等的经济节目的广告投放,在航空媒体,重点酒店投放,两会相关的媒体投放都起到了不错的效果。根据公司未来增发募集资金用途看,未来公司在媒体广告的投放还将有比较大的力度。现在中央台的广告,白酒投入非常大,2011 年白酒央视投入合计 21 亿元,公司也认为广告是必不可少的。未来公司还将学习洋酒、红酒的经验,开旗舰店、体验馆,加大各种方式对品牌宣传的力度。
- **核心市场布局的问题。** 公司将市场分为 1、2、3 类市场。第一类:根据地市场,核心市场:安徽。公司一年时间已经拿下合肥市场,在合肥已经是老大,去年 1.2 亿收入。公司希望在安徽市场占到绝对老大的地位,也就是说按照目前安徽市场 150 亿收入规模,未来在安徽要做到 30-50 亿。目前公司在亳州、芜湖、马鞍山、安庆、合肥销售年收入都已经过亿。第二类:发展的市场。苏鲁豫浙。公司在安徽省政府门口做个旗舰店,让消费者每天都能看到。要在郑州建立一个营销中心,也是在省政府门口,做体验馆。三、潜力板块。做北京市场辐射华北、东北。
- **生产能力相对充足,应该能满足销量增长。** 原酒产能,一是生产产能,一是储存产能。公司原酒中低档

至少要储存 3 年，高档的至少要 5 年。公司 2007 年后，对原酒的生产车间，以每年 3000-5000 吨产能复产，2010 年已经全部复产，满负荷生产。生产量高于销售量。储存量，2000-2007 年是古井的低谷期，7 年时间生产了大量的原酒没有销售出去，现在成为了财富。因此从两方面说公司产能应该是没有问题的。罐装产能。09 年公司是 4 条生产线，完全是满负荷生产。2010 年在主厂西区新建了 6 条线，现在也都在满负荷生产，由于人员不够只有两条线的夜班没有开。2011 年公司希望拉长生产的旺季，均衡淡旺季，那么 1-2 年内罐装产能基本没有问题。此外，产品越来越集中，单品种销量比较大，罐装的效率越来越大，都加大了公司罐装能力。

- **产能发展规划。**一是基酒勾储罐装项目。预计 2011 年 3 月底动工，争取一到一年半建成；二、原酒产能，虽然今年产量高于销量，但是预计两年后就不足，所以启动了两个项目：对现有车间的改造和利用自有资金新建扩大产能，，后期的仓储物流也都要跟上。2012 年 9 月份之前完成。
- **生产成本问题，这个应该说不是大问题，以公司现有的低档酒都超过 50% 毛利率的状况而言，成本的小幅波动影响非常有限。**公司生产成本中原料（包装、酿酒原料）占比 80%，人工成本+制造费用 20%。公司 2010 年成本占比最高的包装成本是下降的，预计 2011 年包装材料成本会下降，主要是单品种规模越来越大，采购成本会因此下降，而且现在公司的玻璃瓶可以自己生产，相比以前外运进来的成本要低不少。人工成本中单个人的工资肯定是增加的，但是从总体看由于生产效率的提高，吨酒的人工成本仍会下降。预计 11 年吨酒成本还会持平或者下降。

表 1: 古井贡非公开增发募集资金

序号	项目名称	总投资额	计划使用募集资金
1	优质基酒酿造技术改造项目	13,500	13,500
2	基酒勾储、灌装中心及配套设施建设项目	68,600	68,600
3	营销网络建设项目	27,500	27,500
4	品牌传播建设项目	65,000	17,000
	合计	174,600	126,600

作者简介:**胡春霞:**

S0880208060347

021-38676186

huchunxia@gtjas.com

武汉大学金融学硕士，国泰君安证券食品饮料行业研究员，从业六年。2007 年进入国泰君安，2008、2010 年两次获得新财富食品饮料行业最佳分析师第五名。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。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决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

	评级	说明
1. 投资建议的比较标准 投资评级分为股票评级和行业评级。 以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
2. 投资建议的评级标准 报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		