

古井复兴之路走得铿锵有力

事件：

公司公布年报：2010年1—12月，公司实现营业收入18.79亿元，同比增长39.89%，营业利润3.98亿元，同比增长140.9%，实现归属母公司净利润3.14亿元，同比增长123.71%，实现每股收益1.34元。

年度利润分配预案：以2010年12月31日总股本23500万股为基数，每10股派发现金股利3.5元（含税）。

研究结论：

- **年度业绩超预期，古井贡酒年份原浆系列酒保持快速增长，且高增速有望维持。**2010年公司收入同比增长近四成，其中白酒业务收入超过17亿元，同比增长64%，高档酒收入同比增长182%，中档酒增速10%，低档酒逐步萎缩，同比下降五成以上，古井贡酒年份原浆献礼版的成功是最为关键的贡献。从收入地区贡献看，苏鲁豫皖浙冀战略核心市场的销量已占全国销售收入80%以上，其中安徽市场占到了50%以上，公司核心市场进一步聚焦，市场开拓卓有成效。在2011年，我们预计公司年份原浆酒增长速度有望进一步加速，整体白酒的收入增速有望达到六成以上，收入增长除了销量提高外，提价成为公司提升产品结构的重要手段。
- **报告期内毛利率大幅增加，近期提价有望继续抬升公司的盈利能力。**报告期内，公司综合毛利率同比增加10个百分点，为72.34%。其中白酒业务毛利率同比增加5.51个百分点，达到75.40%。报告期内，公司进行了两次提价，2011年3月21日起，公司对古井淡雅系列和古井贡酒年份原浆系列产品的出厂价上调了3%—25%不等的幅度。目前，两大系列产品的合计收入占公司白酒收入的比重达到56%，所以，可以预测此次提价将会大幅提升今年公司的盈利水平。公司的此次对相关产品的提价幅度，在3%—25%的范围内，原有价格越高的相应的提价幅度也会越高，这符合目前中国白酒消费市场的接受情况。
- **2012年实现50亿元税前收入不会是梦想，拟增发项目将确保未来数年的业绩成长。**我们认为，公司收入水平到2012年可以达到税前50亿元左右，成长来自于年份原浆系列酒和淡雅产品的增长，公司在省外的发展相比很多区域白酒企业走得更远。去年11月公司公布非公开发行股票预案，拟增发不低于66.86元/股，募集资金用于四个项目以提升优质基酒的生产和销售。我们认为公司此次增发成功的可能性较大。
- **盈利预测和评级：根据年报情况，我们提升公司盈利预测，预计2011—2013年EPS分别为2.42、3.67和4.84元。给予12年30倍PE，对应目标价为110元，维持公司“买入”评级。我们继续建议加仓白酒股。**



东方证券
ORIENT SECURITIES

施剑刚

食品饮料、农业高级分析师

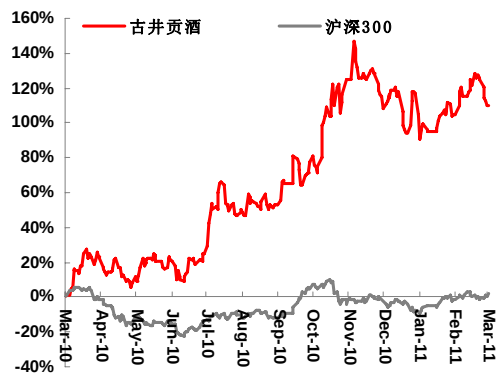
8621-63325888×6075

shijiangang@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860210020003

投资评级	买入	增持	中性	减持	(维持)
股价(2011年3月25日)	77.10元				
目标价格	110元				
总股本/A股(亿股)	2.35/2.35				
A股市值(亿元)	181				
国家/地区	中国				
行业	食品饮料				
报告发布日期	2011年3月28日				

股价表现



资料来源：WIND

财务预测	单位：百万元			
主要财务指标	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	1879	3007	4209	5388
同比%	39.9%	60.0%	40.0%	28.0%
归属母公司净利润	314	568	862	1138
同比%	123.7%	81.0%	51.8%	32.0%
毛利率(%)	71.2%	74.0%	75.0%	76.0%
ROE(%)	29.9%	38.6%	39.6%	36.0%
EPS(元)	1.34	2.42	3.67	4.84
P/E	58	32	21	16

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

公司白酒收入快速提升，毛利率通过提价和结构调整因素提高明显，省外市场开拓快速，我们认为公司在省外发展的过程中，其品牌效应的发挥是成功的。

表 1：2010 年各项业务的财务指标（万元）

主营业务分行业情况					
分行业或分产品营业收入	营业成本	毛利率(%)	收入同比	毛利率同比	
白酒	170,083.77	41,845.61	75.40%	64.07%	5.51%
酒店收入	8,294.85	5340.91	35.61%	3.86%	0.36%
其他	6,217.49	3,874.83	37.68%	-48.58%	-11.89%
合计	184,596.11	51,061.34	72.34%	42.01%	10.01%
主营业务分产品情况					
高档酒	99,558.05	19,064.63	80.85%	181.69%	0.05%
中档酒	67,695.82	21,329.93	68.49%	9.52%	2.75%
低档酒	2,829.90	1,451.05	48.72%	-56.54%	-1.21%
合计	170,083.77	41,845.61	75.40%	64.07%	5.51%

资料来源：东方证券研究所

表 2：主营业务按地区的划分情况（万元）

地区	营业收入	同比增长
华北	42,224	233.66%
华中	125,011	17.40%
华南	17,319	64.36%
东南亚	43	-86.34%
合计	184,596	42.01%

资料来源：东方证券研究所

表 3：公司分季度经营数据

项目	2010 年全年			第四季度			第一季度			第二季度			第三季度		
	2009 年	2010 年	增速	2009 年	2010 年	增速	2009 年	2010 年	增速	2009 年	2010 年	增速	2009 年	2010 年	增速
一、营业总收入	13.43	18.79	39.89%	3.44	9.07	164%	4.53	5.66	25.07%	2.52	2.90	14.87%	2.67	3.89	45.91%
其中：营业收入	13.43	18.79	39.89%	3.44	9.07	164%	4.53	5.66	25.07%	2.52	2.90	14.87%	2.67	3.89	45.91%
二、营业总成本	11.86	14.82	24.93%	2.44	5.73	135%	4.18	4.68	11.92%	2.39	2.53	5.92%	2.52	3.44	36.54%
其中：营业成本	5.26	5.42	3.02%	-1.12	0.91	-181%	2.15	1.64	-24%	1.29	0.78	-39%	1.08	1.22	13.20%
毛利率	0.61	0.71	10.32	1.32	0.90	-42.50	0.53	0.71	18.48	0.49	0.73	24.08	0.60	0.69	9.08
营业税金及附加	1.89	2.92	54.77%	0.80	1.53	90.90%	0.68	0.85	24.34%	0.33	0.45	36.70%	0.37	0.54	43.92%
销售费用	2.47	4.05	63.80%	1.57	2.28	45.24%	0.77	1.39	81.71%	0.48	0.60	24.95%	0.52	1.14	120%
管理费用	2.07	2.63	27.32%	1.03	1.31	27.61%	0.55	0.81	46.70%	0.21	0.71	232%	0.55	0.70	27.84%
财务费用	0.04	-0.10	-332%	0.00	-0.16	-12213%	0.03	-0.02	-163.15%	0.02	-0.02	-181.51%	0.00	-0.02	-4171.77%
三项费用	4.58	6.58	43.50%	2.60	3.44	32.23%	1.35	2.19	62.12%	0.72	1.29	80.05%	1.07	1.83	71.02%
三项费用率	0.34	0.35	0.88	0.76	0.38	-37.66	0.30	0.39	8.83	0.28	0.44	16.09	0.40	0.47	6.91
资产减值损失	0.09	-0.10	-210%	0.11	-0.15	-239%	0.00	0.00	-100%	0.06	0.00	-94%	0.00	-0.15	2965%
投资收益	0.04	0.01	-76%	0.04	0.01	-76%	0.00	0.00	#DIV/0!	0.00	0.01	#DIV/0!	0.00	0.00	#DIV/0!
三、营业利润	1.65	3.98	141%	1.09	3.35	207%	0.35	0.99	183%	0.14	0.38	180%	0.15	0.45	208%
加：营业外收入	0.07	0.20	178%	-0.02	0.14	-998%	0.02	0.02	37%	0.01	0.07	427%	0.02	0.07	167%
减：营业外支出	0.06	0.09	49.07%	0.05	0.08	83.55%	0.00	0.00	393%	0.00	0.01	251%	0.00	0.02	424%
四、利润总额	1.66	4.09	146%	1.03	3.41	231%	0.37	1.02	175%	0.15	0.44	199%	0.17	0.50	196%
减：所得税费用	0.26	0.95	266%	-0.14	0.73	-614%	0.11	0.26	135%	0.05	0.12	146%	0.06	0.14	120%
所得税率	0.16	0.23	7.61	-0.14	0.21	35.07	0.30	0.26	-4.48	0.32	0.26	-5.81	0.39	0.29	-9.99
五、净利润	1.40	3.14	124%	1.17	2.68	129%	0.26	0.75	193%	0.10	0.32	225%	0.10	0.35	245%
归属于母公司所有者的净利润	1.40	3.14	124%	1.17	2.68	129%	0.26	0.75	193%	0.10	0.32	224%	0.10	0.35	245%
少数股东损益	0.00	0.00	-100%	0.00	0.00		0.00	0.00	-100%	0.00	0.00	-100%	0.00	0.00	-100%
六、每股收益：															
基本每股收益	0.60	1.34	124%	0.50	1.14	129%	0.11	0.32	193%	0.04	0.14	224%	0.04	0.15	245%

资料来源：东方证券研究所

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
	2010	2011E	2012E	2013E		2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	1285	2017	2786	3519	营业收入	1879	3007	4209	5388
现金	643	1022	1431	1832	营业成本	542	782	1052	1293
应收账款	13	51	72	92	营业税金及附加	292	463	644	824
其他应收款	78	120	168	216	营业费用	405	631	842	1078
预付账款	2	4	5	6	管理费用	263	415	568	727
存货	453	651	877	1077	财务费用	-10	-12	-13	-13
其他流动资产	96	169	234	297	资产减值损失	-10	-9	-9	-9
非流动资产	573	676	764	835	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	1	1	0	0
固定资产	340	390	425	442	营业利润	398	737	1124	1487
无形资产	154	203	251	299	营业外收入	20	20	20	20
其他非流动资产	79	83	89	94	营业外支出	9	10	10	10
资产总计	1858	2694	3550	4355	利润总额	409	747	1134	1497
流动负债	804	915	1038	1152	所得税	95	179	272	359
短期借款	0	0	0	0	净利润	314	568	862	1138
应付账款	125	180	242	297	少数股东损益	0	0	0	0
其他流动负债	678	735	795	854	归属母公司净利润	314	568	862	1138
非流动负债	5	5	5	5	EBITDA	437	788	1191	1570
长期借款	0	0	0	0	EPS（元）	1.34	2.42	3.67	4.84
其他非流动负债	5	5	5	5					
负债合计	808	920	1043	1157	主要财务比率				
少数股东权益	0	0	0	0		2010	2011E	2012E	2013E
股本	235	235	235	235	成长能力				
资本公积	336	336	336	336	营业收入	39.9%	60.0%	40.0%	28.0%
留存收益	478	894	1603	2588	营业利润	140.9%	85.1%	52.5%	32.3%
归属母公司股东权益	1049	1470	2179	3164	归属于母公司净利润	123.7%	81.0%	51.8%	32.0%
负债和股东权益	1858	2390	3222	4321	获利能力				
					毛利率(%)	71.2%	74.0%	75.0%	76.0%
现金流量表					净利率(%)	16.7%	18.9%	20.5%	21.1%
					ROE(%)	29.9%	38.6%	39.6%	36.0%
					ROIC(%)	86.7%	80.0%	82.9%	85.3%
					偿债能力				
经营活动现金流	518	377	686	998	资产负债率(%)	43.5%	38.5%	32.4%	26.8%
净利润	314	568	862	1138	净负债比率(%)	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
折旧摊销	50	63	79	96	流动比率	1.60	2.20	2.69	3.06
财务费用	-10	-12	-13	-13	速动比率	1.02	1.48	1.82	2.10
投资损失	-1	-1	-0	-0	营运能力				
营运资金变动	179	-246	-247	-227	总资产周转率	1.17	1.32	1.35	1.36
其他经营现金流	-13	5	5	4	应收账款周转率	107	94	69	66
投资活动现金流	-158	-161	-162	-162	应付账款周转率	5.65	5.12	4.99	4.79
资本支出	176	110	110	110	每股指标（元）				
长期投资	2	-0	0	0	每股收益(最新摊薄)	1.34	2.42	3.67	4.84
其他投资现金流	20	-51	-52	-52	每股经营现金流(最新摊薄)	2.20	1.61	2.92	4.25
筹资活动现金流	-78	-5	-4	-6	每股净资产(最新摊薄)	4.47	6.25	9.27	13.46
短期借款	0	0	0	0	估值比率				
长期借款	0	0	0	0	P/E	57.75	31.91	21.01	15.92
普通股增加	0	0	0	0	P/B	17.26	12.33	8.31	5.73
资本公积增加	10	0	0	0	EV/EBITDA	40	22	15	11
其他筹资现金流	-88	-5	-4	-6					
现金净增加额	282	379	409	401					

资料来源：东方证券研究所

附图：相关上市公司近期资金流向



注： 超级资金(>50 万股或 100 万元)：体现了超大户或者机构当日的净买卖方向；
 散户资金(<1 万股或 5 万元)：体现了散户当日的净买卖方向；
 当日净量：红柱为净买入，绿柱为净卖出，数值为当日净量占流通盘的百分比；
 60 日累计：当日净量的 60 日累计值；
 10 日均值：60 日累计线的 10 日平滑。

资料来源：益盟，东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本报告由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。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。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司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。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司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，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn