

古井贡酒 (000596.SZ) 白酒行业

评级：买入 维持评级

公司点评

陈钢
 分析师 SAC 执业编号：S1130511030031
 (8621)61038215
 cheng@gjzq.com.cn

肖喆
 联系人
 (8621)61038276
 xiaozhe@gjzq.com.cn

五力合坚，跨越发展；

事件

我们近期再次前往古井贡酒调研，针对市场普遍关心的问题做如下分析。

焦点 1：省内发展如何突破胶着的竞争情况？

■ 通过品牌升空与结构持续调整，获取产品定价权。

- 1.1 这几年公司持续在省内聚焦年份原浆产品系列的效果正不断体现，年份原浆市场比例持续得到提升，增长出现井喷式发展，省内一季度增长超过 150%，省内所有大区年份原浆销售皆实现翻番。
- 1.2 年份原浆高端化效果显著，结构持续得到优化。16 年和 26 年一季度销售即超过 10 年全年销售。
- 1.3 花系淡雅专设团队运作，公司针对老淡雅趋缓的增长势头，及时推出花系淡雅系列，并专设团队和营销上予以运作，力图在省内市场实现全价格带覆盖。
- 1.4 营销中心移至合肥将增强公司对市场的控制力以及反应力。我们认为公司将营销中心从亳州迁至合肥，类似于洋河将营销中心设在南京，这意味着公司将极大的加强对整个安徽市场的管控能力及反应速度，同时非常有利于营销人才的集聚。
- 1.5 小结：市场普遍担心安徽省内竞争激烈，古井贡酒省内成长空间有限，我们认为无需过度担心。古井贡酒作为省内唯一名酒，坚持回归高端，占领徽酒制高点，策略是非常有效的。在中高端价格带，古井贡酒的竞争优势在省内无可比拟。从目前年份原浆的增长势头来看，只要公司稳打稳扎不犯方向性错误，高增长态势至少将保持三年以上。

焦点 2：省外拓展情况如何？全国化思路是什么？

■ 省外发展的空间潜力很大：

- 2.1 公司省外发展坚持聚焦策略，即聚焦苏鲁豫冀浙五个省外核心市场。从目前来看五大核心市场增速均超过 30%。11 年，公司开始对省外销售组织进行调整，在核心市场设立省级运营平台及城市直销运营中心。河南和山东市场经过调整后，增速均超过了公司平均水平。
- 2.2 江苏市场，即便面对苏酒较大的竞争压力，年份原浆仍实现超过 40% 的增长。我们认为在公司市场投放仍较少的情况下，江苏市场的增长得来不易。较好的增长态势说明三点：第一. 公司品牌力足够强；第二. 表明公司营销能力并不输于苏酒；第三. 考虑到洋河省内持续的高增长，这意味着名酒间的良性竞争其实有利于共同做大市场蛋糕（挤占其他酒种的份额/挤占其他非名酒的市场份额）。

■ 全国化思路：

- 2.3 公司对全国化的思路总体上看是比较清晰和清醒的。对于全国化，公司并不冒进，坚持做一个市场就要做好一个市场的原则。对于一些空白市场，公司宁愿不做，也不选择撒胡椒面似的做法。
- 2.4 苏鲁豫冀浙在较长的一段时间内仍将是公司重点攻关的市场，其他市场将处于逐步培育的过程。
- 2.5 小结：我们认为未来在次高端的价位带上有能力 and 有决心推行全国化的名酒并不多，高价位带上的竞争将不会是一片竞争的红海，而更可能是几个名酒们共同做大的局面。接下来的三年将是名酒们跑马圈地的时代。

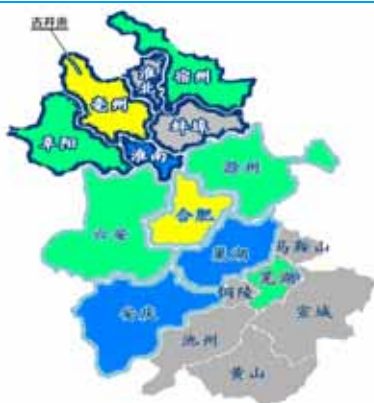
焦点 3: 对公司一些“瑕疵”的看法

- 公司管理层稳定度带来的折价：由于古井贡酒几近人事更迭，董事长和总经理先后变化，市场对公司管理层稳定度存在一定质疑。我们对此的看法是，目前公司中高层团队稳定而且优秀，既有想法又有干劲，在白酒上市企业中整体足够排前三位。我们认为随着市场对公司管理层的更多接触和沟通，将有效减少对管理层稳定度的怀疑。
- 市场对公司科学考核与激励的期盼。我们认为公司在激励机制上将有希望实现突破。从 10 年以来，公司对全体员工的考核与激励都得到了大幅度的改善，公司大力提倡多劳多得能者上位的人才理念。我们预测 11 年公司激励与考核机制改革将进一步得到深化和完善。

盈利预测及投资建议：11 年最值得投资的白酒企业之一

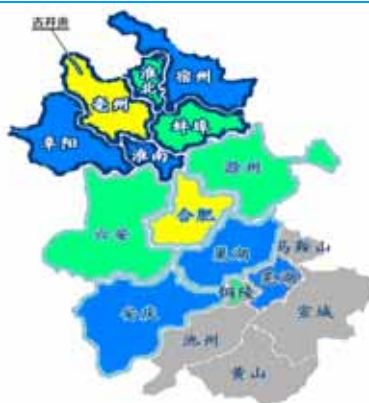
- 11 年，我们认为公司仍将获得白酒版块中的超额收益，公司在这两年极有可能进入高速成长期，市场对公司的看法会从怀疑走向相信；业绩的高弹性也会相应的获得较高的估值溢价。当市场热点转移到消费品板块后，公司将凭借其优秀的成长性优先获得市场的青睐。
- 重申我们的推荐逻辑，五力合坚，跨越发展（在此套用公司五力合坚的企业文化：以坚贞铸造忠诚、以坚守光大文化、以坚韧提升品牌、以坚定管控质量、以坚毅描绘愿景）。5 大措施确保实现 12 年 50 亿（含税）跨越式目标：1）省内省外有望实现两翼齐飞；2）产品结构进一步优化精简，全价格带覆盖；3）年份原浆放量突破，产品继续升级；预计 11-12 年有望实现同比增长超过 100% 和 50%。；4）导入科学的考核和激励机制，打造酒界黄埔军校；5）品牌持续做加法，品牌内涵再升级。
- 维持对公司的盈利预测：11-12 年白酒销售收入将分别实现 31.22 和 43.14 亿，同比增长 66.2% 和 35.9%。11-12 年的 EPS 将分别达到 2.358 和 3.538 元。我们维持公司 6-12 个月 100 元目标价位，相当于 42x11PE 和 28x12PE。

图表1：10 年成功拿下合肥和布局皖北地区



来源：国金证券研究所

图表2：11 年省内走向全面开花



图表3：10 年品牌新的诠释

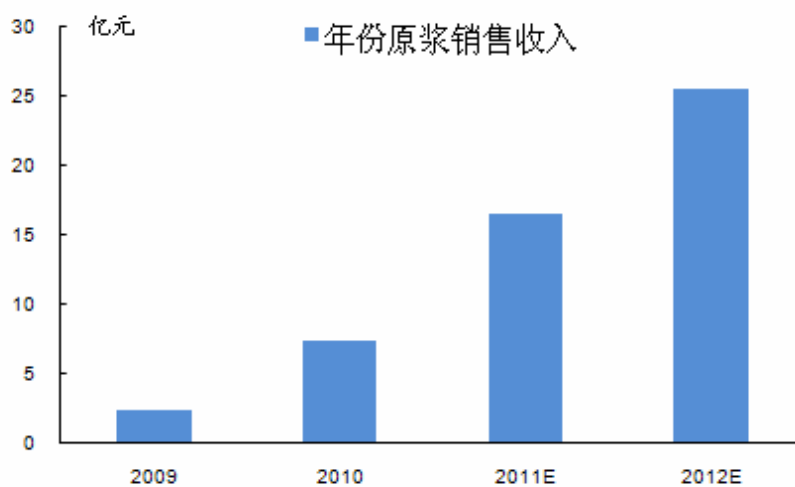


来源：国金证券研究所

图表4：10 年品牌新的诠释



图表5: 火箭般的增长速度



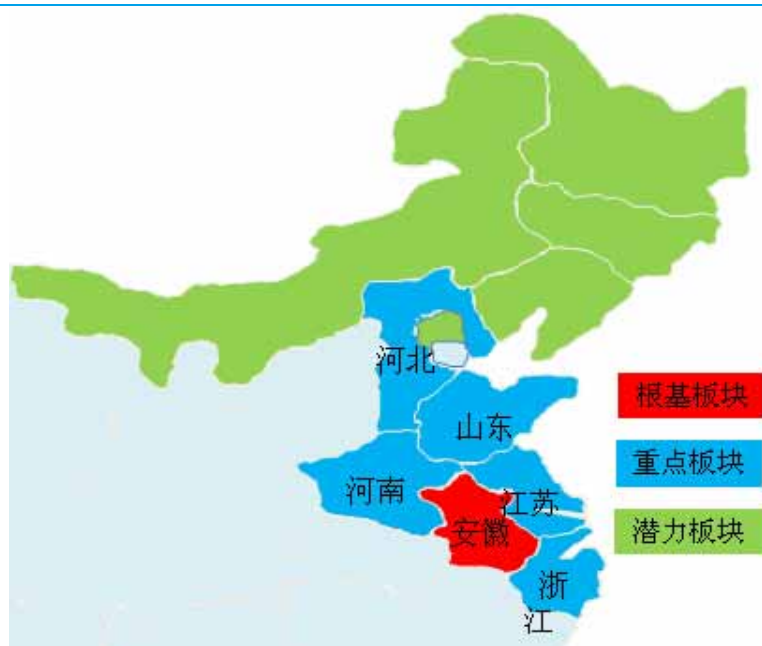
来源: 国金证券研究所

图表6: 产品新体系: 112X

终端价格	产品定位	传统产品	10年新品	11年新变化
>500 高端价位	品牌占位	古井淡雅数字系列	古井年份原浆26年	高端产品的裂变?
100-500 次高端价位	主推产品	古井年份原浆系列 (献礼版108, 5年148, 8年268, 16年428)		5年和8年推广力度加大
50-100 中端价位	潜力提升	老古井贡系列	花色淡雅系列-蓝花红花青花	花色淡雅有待加速增长
<50 次中端价位	自然跑量	陈酿系列	五谷泉等非古井贡品牌	多个低端新品牌的推出

来源: 国金证券研究所

图表7：立足安徽，重点苏鲁豫浙冀，潜力东北



来源：国金证券研究所

图表8：献礼版、5年、8年和16年年份原浆



来源：国金证券研究所

图表9：10年下半年再次推出红版16年年份原浆和26年年份原浆



来源：国金证券研究所

图表10：销售预测

项 目	2011E	2012E	2013E
年份原浆			
平均售价 (万元/吨)	16.50	18.15	19.97
增长率 (YOY)	10.00%	10.00%	10.00%
销售数量 (吨)	9,400.00	13,160.00	16,450.00
增长率 (YOY)	89.90%	40.00%	25.00%
销售收入 (百万元)	1,551.00	2,388.54	3,284.24
增长率 (YOY)	108.89%	54.00%	37.50%
毛利率	85.00%	85.50%	85.50%
销售成本 (百万元)	232.65	346.34	476.22
增长率 (YOY)	108.89%	48.87%	37.50%
毛利 (百万元)	1,318.35	2,042.20	2,808.03
增长率 (YOY)	108.89%	54.91%	37.50%
占总销售额比重	49.67%	56.27%	60.75%
占主营业务利润比重	57.12%	63.53%	67.64%
淡雅系列			
平均售价 (万元/吨)	5.62	6.07	6.31
增长率 (YOY)	8.00%	8.00%	4.00%
销售数量 (吨)	9,000.00	9,720.00	10,692.00
增长率 (YOY)	12.50%	8.00%	10.00%
销售收入 (百万元)	505.44	589.55	674.44
增长率 (YOY)	21.50%	16.64%	14.40%
毛利率	74.00%	74.00%	74.00%
销售成本 (百万元)	131.41	153.28	175.35
增长率 (YOY)	21.50%	16.64%	14.40%
毛利 (百万元)	374.03	436.26	499.09
增长率 (YOY)	21.50%	16.64%	14.40%
占总销售额比重	16.19%	13.89%	12.48%
占主营业务利润比重	16.21%	13.57%	12.02%
其他古井贡酒			
平均售价 (万元/吨)	4.20	4.41	4.63
增长率 (YOY)	5.00%	5.00%	5.00%
销售数量 (吨)	23,000.00	26,450.00	29,095.00
增长率 (YOY)	69.12%	15.00%	10.00%
销售收入 (百万元)	966.00	1,166.45	1,347.24
增长率 (YOY)	77.57%	20.75%	15.50%
毛利率	60.00%	60.00%	60.00%
销售成本 (百万元)	386.40	466.58	538.90
增长率 (YOY)	77.57%	20.75%	15.50%
毛利 (百万元)	579.60	699.87	808.35
增长率 (YOY)	77.57%	20.75%	15.50%
占总销售额比重	30.94%	27.48%	24.92%
占主营业务利润比重	25.11%	21.77%	19.47%
其他收入			
销售收入 (百万元)	100.00	100.00	100.00
增长率 (YOY)	-31.09%	0.00%	0.00%
毛利率	36.00%	36.00%	36.00%
销售成本 (百万元)	64.00	64.00	64.00
增长率 (YOY)	-30.55%	0.00%	0.00%
毛利 (百万元)	36.00	36.00	36.00
增长率 (YOY)	-32.03%	0.00%	0.00%
占总销售额比重	3.20%	2.36%	1.85%
占主营业务利润比重	1.56%	1.12%	0.87%
销售总收入 (百万元)	3122.44	4244.53	5405.93
销售总成本 (百万元)	814.46	1030.20	1254.47
毛利 (百万元)	2307.98	3214.33	4151.46
平均毛利率	73.92%	75.73%	76.79%

来源：国金证券研究所

图表11：三张表预测

损益表 (人民币百万元)						
	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
主营业务收入	1,379	1,341	1,879	3,122	4,245	5,406
增长率		-2.7%	40.1%	66.2%	35.9%	27.4%
主营业务成本	-848	-526	-542	-814	-1,030	-1,254
% 销售收入	61.5%	39.2%	28.8%	26.1%	24.3%	23.2%
毛利	530	816	1,337	2,308	3,214	4,151
% 销售收入	38.5%	60.8%	71.2%	73.9%	75.7%	76.8%
营业税金及附加	-157	-188	-292	-468	-637	-811
% 销售收入	11.4%	14.0%	15.5%	15.0%	15.0%	15.0%
营业费用	-144	-247	-405	-680	-907	-1,155
% 销售收入	10.5%	18.4%	21.6%	21.8%	21.4%	21.4%
管理费用	-142	-206	-263	-437	-594	-757
% 销售收入	10.3%	15.3%	14.0%	14.0%	14.0%	14.0%
息税前利润 (EBIT)	87	174	377	722	1,077	1,429
% 销售收入	6.3%	13.0%	20.1%	23.1%	25.4%	26.4%
财务费用	-5	-4	10	13	28	46
% 销售收入	0.3%	0.3%	-0.6%	-0.4%	-0.7%	-0.8%
资产减值损失	-7	-9	10	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	4	1	1	1	1
% 税前利润	0.1%	2.5%	0.2%	0.1%	0.1%	0.1%
营业利润	75	165	398	736	1,105	1,476
营业利润率	5.5%	12.3%	21.2%	23.6%	26.0%	27.3%
营业外收支	2	1	11	3	3	3
税前利润	77	166	409	739	1,108	1,479
利润率	5.6%	12.4%	21.8%	23.7%	26.1%	27.4%
所得税	-43	-26	-95	-185	-277	-370
所得税率	55.3%	15.6%	23.3%	25.0%	25.0%	25.0%
净利润	34	140	314	554	831	1,109
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	35	140	314	554	831	1,109
净利率	2.5%	10.4%	16.7%	17.7%	19.6%	20.5%

现金流量表 (人民币百万元)						
	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
净利润	34	140	314	554	831	1,109
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	74	69	32	57	62	68
非经营收益	13	-13	-6	18	-4	-4
营运资金变动	86	153	178	128	124	130
经营活动现金净流	208	350	518	757	1,014	1,303
资本开支	-90	-29	-161	-52	-53	-58
投资	0	0	0	-1	0	0
其他	2	0	3	1	1	1
投资活动现金净流	-88	-29	-158	-52	-52	-57
股权融资	0	0	0	0	-97	0
债权融资	7	-232	-5	-5	0	1
其他	-8	-7	-73	0	0	0
筹资活动现金净流	-1	-239	-78	-5	-97	1
现金净流量	119	82	282	700	864	1,247

资产负债表 (人民币百万元)						
	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
货币资金	274	361	643	1,343	2,207	3,454
应收账款	162	116	187	250	340	432
存货	471	366	453	625	790	962
其他流动资产	9	3	2	6	7	8
流动资产	915	846	1,285	2,224	3,344	4,857
% 总资产	60.2%	63.1%	69.1%	80.2%	86.0%	90.0%
长期投资	30	32	45	46	45	45
固定资产	481	361	349	341	329	315
% 总资产	31.6%	26.9%	18.8%	12.3%	8.5%	5.8%
无形资产	92	82	156	161	168	174
非流动资产	604	496	573	550	544	537
% 总资产	39.8%	36.9%	30.9%	19.8%	14.0%	10.0%
资产总计	1,520	1,342	1,858	2,774	3,889	5,394
短期借款	86	5	0	0	0	0
应付款项	247	262	342	514	677	847
其他流动负债	269	264	462	656	874	1,099
流动负债	602	531	804	1,170	1,551	1,947
长期贷款	25	0	0	0	0	1
其他长期负债	0	3	5	0	0	0
负债	627	534	808	1,170	1,551	1,948
普通股股东权益	880	808	1,049	1,604	2,338	3,447
少数股东权益	3	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	1,510	1,342	1,858	2,774	3,889	5,394

比率分析						
	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
每股指标						
每股收益	0.147	0.596	1.335	2.358	3.538	4.719
每股净资产	3.744	3.438	4.466	6.824	9.948	14.667
每股经营现金净流	0.884	1.489	2.203	3.220	4.314	5.545
每股股利	0.000	0.000	0.350	0.000	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	3.93%	17.34%	29.90%	34.56%	35.56%	32.17%
总资产收益率	2.29%	10.44%	16.89%	19.98%	21.38%	20.56%
投入资本收益率	3.91%	18.10%	27.58%	33.77%	34.55%	31.09%
增长率						
主营业务收入增长率	14.78%	-2.72%	40.09%	66.16%	35.94%	27.36%
EBIT增长率	43.97%	100.67%	116.15%	91.49%	49.12%	32.71%
净利润增长率	2.07%	305.15%	123.97%	76.64%	50.00%	33.39%
总资产增长率	9.05%	-11.09%	38.42%	49.30%	40.19%	38.72%
资产管理能力						
应收账款周转天数	9.5	8.2	3.4	5.0	5.0	5.0
存货周转天数	207.4	290.8	275.8	280.0	280.0	280.0
应付账款周转天数	36.6	59.1	64.6	60.0	60.0	60.0
固定资产周转天数	107.0	97.2	66.1	37.5	25.7	18.6
偿债能力						
净负债/股东权益	-18.42%	-44.12%	-61.29%	-83.75%	-94.42%	#####
EBIT利息保障倍数	18.2	38.9	-36.3	-54.2	-38.7	-31.3
资产负债率	41.51%	39.80%	43.51%	42.18%	39.88%	36.10%

来源：国金证券研究所

历史推荐和目标定价(人民币)

	日期	评级	市价	目标价
1	2010-07-02	买入	40.25	N/A
2	2010-08-09	买入	60.38	N/A
3	2010-10-24	买入	65.16	71.50 ~ 71.50
4	2010-10-31	买入	64.15	N/A
5	2010-11-29	买入	90.75	N/A
6	2011-01-17	买入	72.79	100.00 ~ 100.00
7	2011-03-22	买入	78.79	N/A
8	2011-03-28	买入	74.98	100.00 ~ 100.00

来源：国金证券研究所



投资评级的说明:

强买：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 20%以上；

买入：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 10% - 20%；

持有：预期未来 6-12 个月内变动幅度在 -10% - 10%；

减持：预期未来 6-12 个月内下跌幅度在 10% - 20%；

卖出：预期未来 6-12 个月内下跌幅度在 20%以上。

特别声明:

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告亦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任何人作出邀请。国金证券未有采取行动以确保于此报告中所指的证券适合个别的投资者。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。国金证券及其关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息、所载资料或意见。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载的观点并不代表国金证券的立场，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

上海	北京	深圳
电话: (8621)-61356534	电话: (8610)-66215599-8792	电话: (86755)-33089915
传真: (8621)-61038200	传真: (8610)-61038200	传真: (86755)-61038200
邮箱: researchsh@gjzq.com.cn	邮箱: researchbj@gjzq.com.cn	邮箱: researchsz@gjzq.com.cn
邮编: 201204	邮编: 100032	邮编: 518000
地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼	地址: 中国北京西城区金融街 27 号投资广场 B 座 4 层	地址: 中国深圳福田区金田路 3037 号金中环商务大厦 921 室