

饮料制造

**古井贡酒 (000596.SZ) / 81.50 元**

## 省内区域深耕带动销量快速上升

### 事 项

近期,我们对古井贡酒进行了调研,就公司经营情况进行了交流。

### 主要观点

- 省内区域市场深耕带动 11 年销售快速增长:** 省内重点市场任务完成情况超预期,延续 2010 年销售势头,保持高速增长态势。
- 省外重点市场增长率大幅提高:** 除安徽省内市场外,今年重点运作河南、山东、河北区域,在历经两年的市场盘整期后,由于市场销售基数较小,今年销售会出现高增长率,我们预计省外市场 2012 年将会是业绩爆发期。
- 产品结构大幅改观,高档酒提升利润,中档酒将进入高速增长期:** 年份原浆作为主导产品,销售占比已经突破 50%,带来利润率的不断提升;花系淡雅作为中档战略产品步入市场推广第二年,预计今年会贡献公司整体 15%的销量,明年开始进入高速增长期。
- 组织结构调整带动市场管理的精细化和成熟营销模式的推广复制:** 公司对营销组织结构进一步调整,分设九大运营中心和四大直销公司,并从营销模式运作成熟的安徽市场选派人员赴省外重点市场任职,组织和模式的推广将成为古井贡酒未来业绩增长的保障。
- 我们认为古井贡酒未来三年的发展重点来自省内区域市场的深耕、省外区域市场扩展、中高价位产品结构提升和中低价位产品的全国推广;业绩将会保持高速增长的态势。我们给予 11 年 EPS 2.75 元,12 年和 13 年 EPS 4.11 元和 5.43 元的业绩预测,对应 PE 分别为 29.64 倍、19.83 倍、15 倍。首次给予“强烈推荐”评级。

### 风险提示

省内市场竞争环境激烈导致市场销售下滑;省外市场面临当地市场的阻击推广不力

证券分析师: 高利  
执业编号: S0360209120018

联系人: 薛玉虎 钟祺  
Tel: 010-59370882  
Email: xueyuhu@hczq.com  
zhongqi@hczq.com

### 投资评级

投资评级: 强推  
评级变动: 首次评级

### 公司基本数据

|                |             |
|----------------|-------------|
| 总股本(万股)        | 23500       |
| 流通 A 股/B 股(万股) | 17500/6000  |
| 资产负债率(%)       | 43.78       |
| 每股净资产(元)       | 5.18        |
| 市盈率(倍)         | 114.58      |
| 市净率(倍)         | 15.73       |
| 12 个月内最高/最低价   | 91.88/36.99 |

### 市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源: 港澳资讯

### 相关研究报告

## 1. 安徽省内区域市场向纵深化发展，目前销售较去年同比大幅增长

安徽省内市场以合肥为龙头，通过合肥中心市场的引领和辐射作用，借助区域办事处的嵌入式管理和渠道运作模式的复制，形成省内地级和县级市场的共振；目前安徽省内已全部覆盖到县级市场，在组织布局上分设 20 个大区，通过厂家城市经理和经销商的联合办事处运作各个渠道，并每个县分设淡雅和原浆的经销商，分产品分经销商精细化运营。

从目前市场发展来看，我们预计今年省内市场至少有七个地级市场销售会过亿，其中亳州、合肥市场超过 2 亿，目前已有部分地级市目前销售已超过去年全年销售额，预计省内年底销售同比增长翻番市场会超过三分之一的数量。

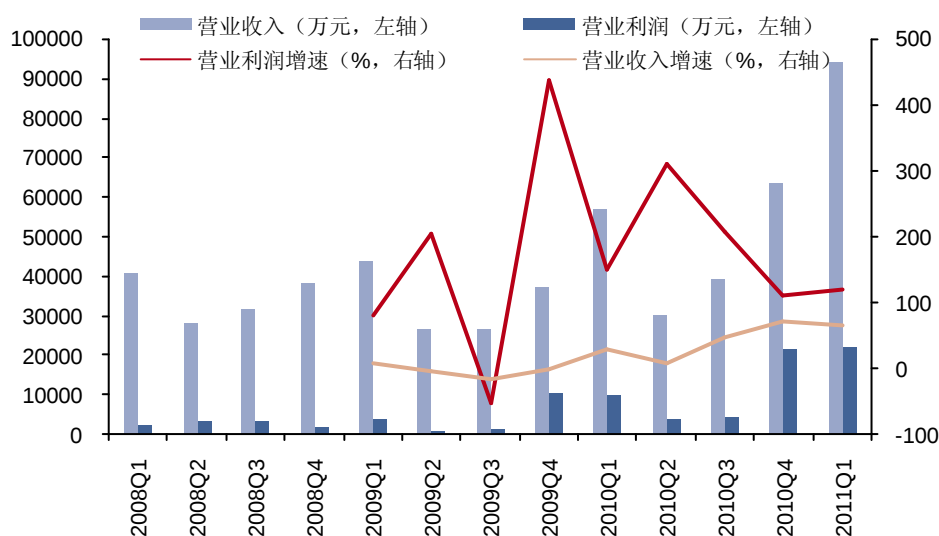
## 2. 产品结构大幅改观，中高价位产品推广成功

公司目前已经形成了年份原浆（100-1000 元）、花系淡雅（50-100 元）两大系列产品为主导，老贡酒（25-80 元）、红运、蓝瓷、五年陈、十年陈为策略补充的清晰产品架构，市场推广目标明确、资源聚焦，市场中高端和中端市场相互呼应，公司发展进入良性循环。主导产品年份原浆推广两年半时间，销售收入从 4000 万增长到 7.4 个亿以上，已占到总体销量的 43% 以上，并且这一比重还在不断增加，我们预计 2011 年会超过 55% 以上。

年份原浆得益于古井贡酒大品牌背书下的产品定位的成功，安徽省内的主导价位为 98-108 元，年份原浆献礼版定位为这一主流价格带，并与五年原浆和八年原浆形成高低价位呼应，通过团购和烟酒店渠道的推广，在市场容量最大的中高价位市场取得成功。

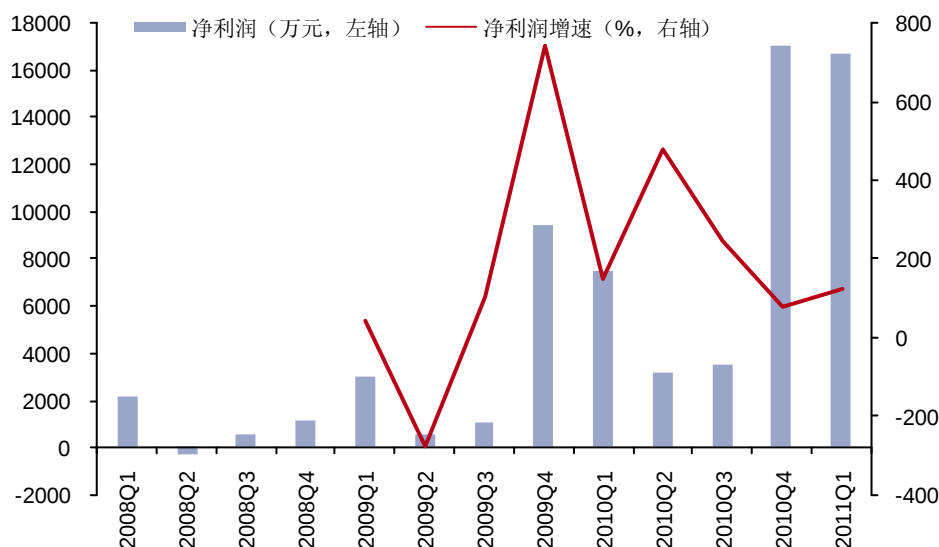
花系淡雅作为古井中档价位（50-100 元）的主导系列产品，目标瞄准全国市场的中档战略价位布局，前期重点投入安徽省内市场，未来将会是古井在省内和全国市场的又一上量产品，目前推广不到一年时间，我们预期未来两到三年会为古井贡献相当部分的销量。

图表 1 公司营业收入及利润变化情况 单位：万元



资料来源：WIND，华创证券研究所

图表 2 公司净利润及其增速变化情况 单位：万元



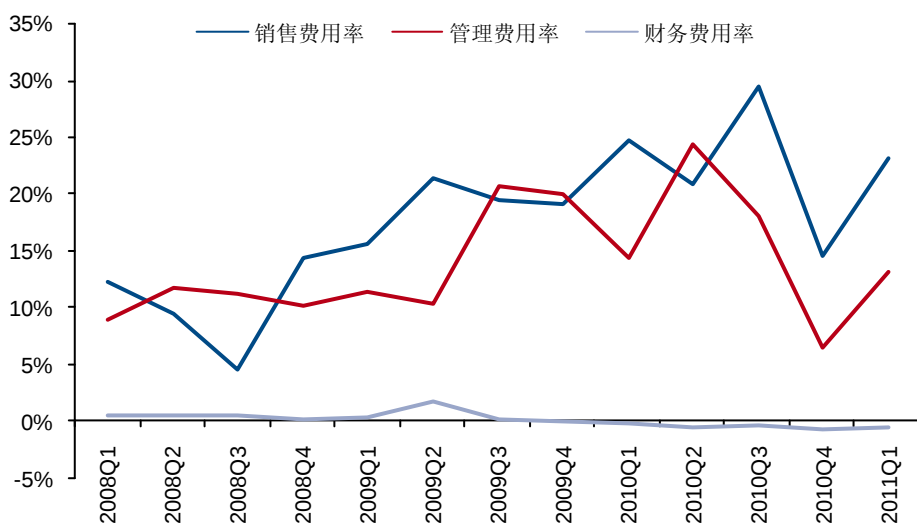
资料来源：WIND，华创证券研究所

### 3. 年份原浆由推广期步入发展期，营销费用率下降带来利润率大幅提升

以口子窖、洋河、古井年份原浆为例，中高价位白酒推广期的市场费用比例占比可高达 50% 以上，成熟的白酒企业运作新市场时资源会前置性投入，销售费用支出占比较高。

年份原浆在安徽省内的运作步入第三年，在大部分市场已经成为第一品牌，销售总额大幅增加，产品由推广期步入发展期，带来相应的市场费用率下降，转化为企业的利润，使利润率大幅增加。

图表 3 公司三项费用率变化情况



资料来源：WIND，华创证券研究所

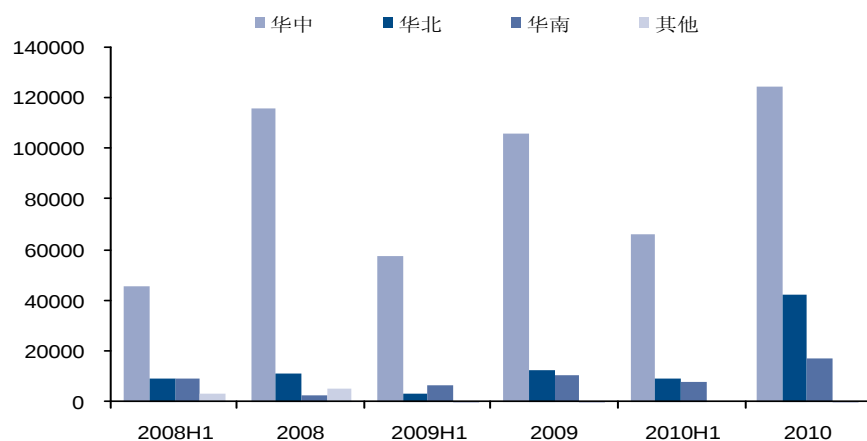
#### 4. 区域市场管理的精细化发展

公司在原有组织结构的基础上成立九大运营中心，省外重点发展河南、山东、河北、江苏、浙江市场。由于去年省外的运营弱于省内市场，基数较低，目前几个市场销售增长率较高。

区域办事处成为市场运作的主力，公司区域运作模式类似于洋河的“1+1”模式，与经销商组建联合办事处，依靠办事处人员深耕渠道运作，一般地级市场渠道运作人员可达 100-150 人，成为古井区域竞争的关键。

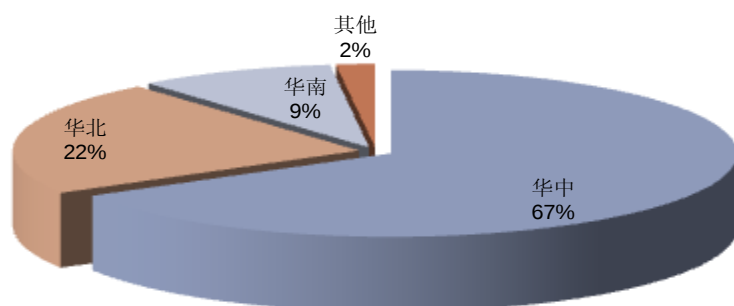
今年公司在郑州、深圳、北京学习合肥瑞景模式，新成立三大直销中心。郑州直销中心将成为古井运作河南市场的发动机，带动整个河南省年份原浆的运作上量，与复制瑞景名酒直销中心在合肥的运作带动整个安徽省的整体市场的模式一样，我们看好河南将会成为公司第二大的版块市场。

图表 4 公司分区域营业收入变化情况 单位：万元



资料来源：公司公告，华创证券研究所

图表 5 2010 年主要地区收入占比情况



资料来源：公司公告，华创证券研究所

## 5. 人才输出和运营模式的复制成为古井全国化拓展的保障

安徽省内市场运作成功的关键原因是营销人员对公司新的运作模式的充分理解和执行到位。安徽是国内白酒渠道竞争最激烈的省份，公司依靠其独特的渠道运作模式突出重围，并且经过两年的不断提升和总结，年份原浆在团购和烟酒店渠道的运作模式已经成为其核心竞争力之一；同时年份原浆在省内的运作成功为公司培养了一大批优秀的营销人才，因此安徽市场是公司市场拓展的组织人才和营销模式的输出基地。

目前河南、山东、中南、深圳等地运营中心的负责人均从安徽市场选派，我们认为这将有利于将安徽市场成功的经验复制到省外市场，为省外市场拓展的成功提供保障。

## 6. 盈利预测和建议

我们认为古井贡酒未来三年的发展重点来自：省内区域市场的深耕、省外区域市场扩展、中高价产品结构提升和中低价位产品的全国推广，业绩将会保持高速增长的态势。我们预计公司在 2011 年的业绩同比增长在 80%-100%，同时销售增长带动企业管理升级，预计 2012 和 2013 年仍会保持较高的增速，维持在 50%左右。我们给予古井贡酒 11 年 EPS 2.75 元，12 年和 13 年 EPS 4.11 元和 5.43 元的业绩预测，对应 PE 分别为 29.64、19.83 和 15 倍。首次给予“强烈推荐”评级。

图表 6 收入预测表

| 高档酒（年份原浆、十年陈、五年陈等）   | 2011E | 2012E | 2013E |
|----------------------|-------|-------|-------|
| 销售价格（万元/吨）           | 19    | 20.9  | 23    |
| 销售数量（吨）              | 116   | 144   | 176   |
| 销售收入（百万元）            | 2200  | 3000  | 4050  |
| 毛利率                  | 81%   | 81.5% | 81.5% |
| 中档酒（花系淡雅、老贡酒、红运、蓝瓷等） | 2011E | 2012E | 2013E |
| 销售价格（万元/吨）           | 6     | 6.6   | 7.26  |
| 销售数量（吨）              | 150   | 205   | 251   |
| 销售收入（百万元）            | 900   | 1350  | 1825  |
| 毛利率                  | 69%   | 69.5% | 69.5% |
| 其他酒                  | 2011E | 2012E | 2013E |
| 销售价格（万元/吨）           | 2     | 2.2   | 2.42  |
| 销售数量（吨）              | 75    | 114   | 124   |
| 销售收入（百万元）            | 150   | 250   | 300   |
| 毛利率                  | 49%   | 49%   | 49%   |
| 其他产品                 | 2011E | 2012E | 2013E |
| 销售收入（百万元）            | 145   | 145   | 145   |
| 毛利率                  | 36%   | 36%   | 36%   |
| 营业收入合计               | 3395  | 4745  | 6345  |
| YOY                  | 84%   | 40%   | 34%   |

资料来源：华创证券研究所

## 附录：财务预测表

### 资产负债表

| 单位：百万元         | 2010 | 2011E | 2012E | 2013E |
|----------------|------|-------|-------|-------|
| <b>流动资产</b>    | 1285 | 1769  | 2581  | 3564  |
| 现金             | 643  | 1179  | 2008  | 2963  |
| 应收账款           | 13   | 25    | 20    | 19    |
| 其它应收款          | 78   | 38    | 46    | 54    |
| 预付账款           | 2    | 4     | 3     | 3     |
| 存货             | 453  | 430   | 417   | 433   |
| 其他             | 96   | 93    | 87    | 92    |
| <b>非流动资产</b>   | 573  | 539   | 511   | 503   |
| 长期投资           | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 固定资产           | 340  | 298   | 253   | 208   |
| 无形资产           | 154  | 184   | 198   | 236   |
| 其他             | 79   | 56    | 60    | 60    |
| <b>资产总计</b>    | 1858 | 2307  | 3092  | 4068  |
| <b>流动负债</b>    | 804  | 700   | 758   | 845   |
| 短期借款           | 0    | 25    | 8     | 11    |
| 应付账款           | 125  | 101   | 97    | 108   |
| 其他             | 678  | 575   | 652   | 726   |
| <b>非流动负债</b>   | 5    | -6    | -62   | -83   |
| 长期借款           | 0    | -12   | -66   | -88   |
| 其他             | 5    | 6     | 5     | 5     |
| <b>负债合计</b>    | 808  | 694   | 696   | 761   |
| 少数股东权益         | 0    | -0    | -1    | -1    |
| 股本             | 235  | 235   | 235   | 235   |
| 资本公积金          | 336  | 336   | 336   | 336   |
| 留存收益           | 478  | 1043  | 1826  | 2737  |
| 归属母公司股东权益      | 1049 | 1614  | 2397  | 3308  |
| <b>负债和股东权益</b> | 1858 | 2307  | 3092  | 4068  |

### 现金流量表

| 单位：百万元         | 2010 | 2011E | 2012E | 2013E |
|----------------|------|-------|-------|-------|
| <b>经营活动现金流</b> | 518  | 596   | 1056  | 1305  |
| 净利润            | 314  | 646   | 966   | 1275  |
| 折旧摊销           | 50   | 50    | 51    | 51    |
| 财务费用           | -10  | -26   | -47   | -75   |
| 投资损失           | -1   | -2    | -2    | -2    |
| 营运资金变动         | 179  | -89   | 97    | 57    |
| 其它             | -13  | 16    | -8    | -0    |
| <b>投资活动现金流</b> | -158 | -23   | -17   | -42   |
| 资本支出           | 176  | 0     | 0     | 0     |
| 长期投资           | 2    | -10   | 2     | 2     |
| 其他             | 20   | -32   | -16   | -40   |
| <b>筹资活动现金流</b> | -78  | -38   | -209  | -309  |
| 短期借款           | 0    | 25    | -17   | 3     |
| 长期借款           | 0    | -12   | -54   | -22   |
| 普通股增加          | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 资本公积增加         | 9    | 0     | 0     | 0     |
| 其他             | -87  | -51   | -138  | -289  |
| <b>现金净增加额</b>  | 282  | 535   | 830   | 955   |

资料来源：公司报表、华创证券

### 利润表

| 单位：百万元          | 2010 | 2011E | 2012E | 2013E |
|-----------------|------|-------|-------|-------|
| <b>营业收入</b>     | 1879 | 3395  | 4745  | 6345  |
| 营业成本            | 542  | 866   | 1187  | 1559  |
| 营业税金及附加         | 292  | 527   | 737   | 985   |
| 营业费用            | 405  | 679   | 986   | 1293  |
| 管理费用            | 263  | 405   | 625   | 864   |
| 财务费用            | -10  | -26   | -47   | -75   |
| 资产减值损失          | -10  | 2     | 0     | -2    |
| 公允价值变动收益        | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 投资净收益           | 1    | 2     | 2     | 2     |
| <b>营业利润</b>     | 398  | 943   | 1259  | 1723  |
| 营业外收入           | 20   | 11    | 12    | 13    |
| 营业外支出           | 9    | 9     | 9     | 9     |
| <b>利润总额</b>     | 409  | 945   | 1262  | 1726  |
| 所得税             | 95   | 299   | 297   | 451   |
| <b>净利润</b>      | 314  | 646   | 966   | 1275  |
| 少数股东损益          | 0    | -0    | -0    | -0    |
| <b>归属母公司净利润</b> | 314  | 647   | 966   | 1275  |
| EBITDA          | 437  | 968   | 1263  | 1698  |
| EPS（元）          | 1.34 | 2.75  | 4.11  | 5.43  |

### 主要财务比率

|                | 2010   | 2011E  | 2012E  | 2013E  |
|----------------|--------|--------|--------|--------|
| <b>成长能力</b>    |        |        |        |        |
| 营业收入           | 39.9%  | 80.7%  | 39.8%  | 33.7%  |
| 营业利润           | 140.9% | 136.8% | 33.5%  | 36.8%  |
| 归属母公司净利润       | 123.7% | 106.1% | 49.4%  | 32.0%  |
| <b>获利能力</b>    |        |        |        |        |
| 毛利率            | 71.2%  | 74.5%  | 75.0%  | 75.4%  |
| 净利率            | 16.7%  | 19.0%  | 20.4%  | 20.1%  |
| ROE            | 29.9%  | 40.1%  | 40.3%  | 38.6%  |
| ROIC           | 86.4%  | 153.7% | 332.2% | 567.2% |
| <b>偿债能力</b>    |        |        |        |        |
| 资产负债率          | 43.5%  | 30.1%  | 22.5%  | 18.7%  |
| 净负债比率          | 0.00%  | 2.64%  | -7.84% | -9.77% |
| 流动比率           | 1.60   | 2.53   | 3.41   | 4.22   |
| 速动比率           | 1.03   | 1.90   | 2.85   | 3.70   |
| <b>营运能力</b>    |        |        |        |        |
| 总资产周转率         | 1.17   | 1.63   | 1.76   | 1.77   |
| 应收账款周转率        | 107    | 181    | 212    | 324    |
| 应付账款周转率        | 5.65   | 7.66   | 11.99  | 15.19  |
| <b>每股指标(元)</b> |        |        |        |        |
| 每股收益           | 1.34   | 2.75   | 4.11   | 5.43   |
| 每股经营现金         | 2.20   | 2.54   | 4.49   | 5.55   |
| 每股净资产          | 4.47   | 6.87   | 10.20  | 14.08  |
| <b>估值比率</b>    |        |        |        |        |
| P/E            | 61.04  | 29.62  | 19.83  | 15.02  |
| P/B            | 18.25  | 11.87  | 7.99   | 5.79   |
| EV/EBITDA      | 42     | 19     | 15     | 11     |

## 华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

### 公司投资评级说明:

- 强推: 预期未来 6个月内超越基准指数20%以上;
- 推荐: 预期未来 6个月内超越基准指数10%—20%;
- 中性: 预期未来 6个月内相对基准指数变动幅度在 -10%—10%之间;
- 回避: 预期未来 6个月内相对基准指数跌幅在10%—20%之间。

### 行业投资评级说明:

- 推荐: 预期未来3-6个月内该行业指数涨幅超过基准指数5%以上;
- 中性: 预期未来3-6个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5%—5%;
- 回避: 预期未来3-6个月内该行业指数跌幅超过基准指数5%以上。

## 分析师声明

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:

分析师撰写本报告是基于可靠的已公开信息,准确表述了分析师的个人观点;分析师在本报告中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;分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

## 免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(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客户。

本报告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。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。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。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考,并不构成本公司对所述证券买卖的出价或询价。本报告所载信息均为个人观点,并不构成对所涉及证券的个人投资建议,也未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。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有,本公司对本报告保留一切权利,未经本公司事先书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。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“华创证券研究”,且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场,请您务必对盈亏风险有清醒的认识,认真考虑是否进行证券交易。市场有风险,投资需谨慎。

## 利益冲突披露事项

## 华创证券研究所

地址:北京市海淀区复兴路 21 号海育大厦 7 层

邮编: 100036

传真: 010-59370801