

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

古井贡酒，崛起大中原

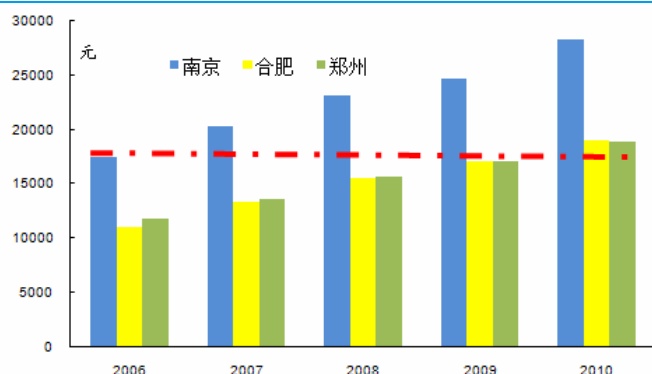
事件

我们近期前往古井贡酒调研，简要反馈如下。

■ 省内——问鼎徽酒之巔后，持续扩大优势。坚持高端化、聚焦品牌、汇聚核心消费群体。

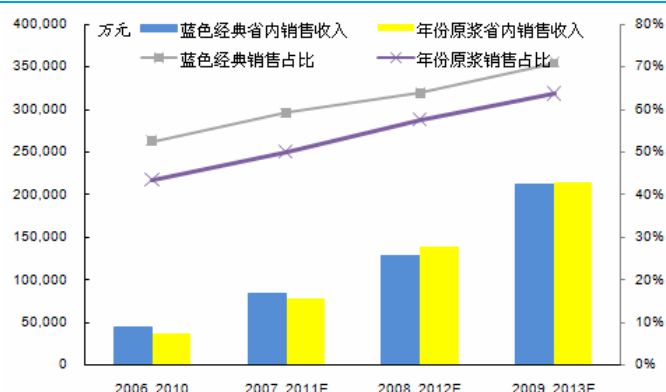
- 安徽市场，如果说战略战术的调整带来 09 年以来的这一轮恢复性增长，那么公司需继续创新和聚焦才能引领未来 3-5 年的省内快速发展，以打破省内 3-5 年风水轮流转的竞争格局，实现强者恒强的局面。
- 坚持高端化、聚焦品牌、汇聚核心消费群体、拉开省内差距、实现量到质的变化。未来公司将持续坚持几个方面的工作：1) 品牌和品质，树立安徽最高端/最有代表性的酒，并将之深入到核心消费者心中；2) 营销的精细化管理，实现费销比更高的地面效果；3) 得合肥者得安徽。公司目前在合肥以双事业部直接运作，凭借上千的队伍牢牢控制合肥市场，成为合肥政务商务首选用酒。我们认为公司未来在合肥将借助多项措施，确保其合肥龙头地位。
- 年份原浆在未来 5 年依然是公司核心产品，公司将坚持产品微创新以持续引领省内的主流消费。适时依据消费者需求，升级产品外在包装和内在文化内涵，提升产品表现力；通过持续的产品和价格升级，满足消费者需求；延伸年份原浆产品线，通过更高的品质和创新的营销模式满足高端人士的需求；明年起，局部市场实行控量，注重增长的质量而非简单的追逐规模。
- 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。
- 我们认为目前年份原浆的销售态势类似 3-4 年前洋河蓝色经典的销售形势，洋河海之蓝的成功正在古井贡酒年份原浆身上重新演绎。洋河在 10 年以前，一直以海之蓝为主打，海之蓝高速增长期也主要在 06-09 年间。从人均可支配收入来看，09-10 年的合肥恰恰跟 06 年的南京相当，而合肥目前热卖的恰是跟海之蓝档次相近的 5 年和献礼版年份原浆。从我们对年份原浆未来三年的预测来看，其在省内的增长态势和规模与蓝色经典海之蓝有异曲同工之妙，或许历史总是惊人的相似。从公司的品牌基础、省内消费口碑、团队执行力等要素来看，年份原浆 5 年和献礼版复制 3 年前洋河海之蓝的成功有很高的概率。

图表2：从人均可支配收入看主要市场消费差距



来源：国金证券研究所

图表2：蓝色经典与年份原浆系列在省内市场的对比



■ 省外全国化元年：聚焦苏鲁豫浙冀，核心聚焦大中原市场。

- 我们认为公司的全国化分为三个层次，核心层是大中原市场，主要以河南市场为主体；次核心层以苏鲁浙冀和北上广深为主体；外层以东北、西北、华南等外围市场为主。
- 核心层：合肥-亳州-郑州，三点共振，形成优势大中原市场。亳州距合肥和郑州皆为 300 公里左右，同属中原文化带。亳州地处皖北，靠近河南，方圆 300 公里，接近一半在河南境内。由于地理环境、消费习惯、消费档次比较接近，古井贡酒在河南市场历来消费基础好、认同度高、市场潜力大（河南市场的销售历史上从来没低过 2 亿）。我们认为河南市场是公司省外至关重要的基地型市场，得河南者得中原。公司 11 年加大对河南市场的投入，对组织结构进行了大幅度改变，将合肥的成功模式导入郑州，我们预测效果将在年底和明年上半年体现，公司有望将河南打造成首个过 10 亿的省外市场。确保古井贡酒从安徽第一酒走向中原第一酒。
- 次核心层：苏鲁浙冀和北上广深紧跟郎洋步伐。次核心市场的整体消费能力大致领先安徽省内 2-3 年，在产品组合和市场策略上，将跟核心层有所区别，需要红版 16 年和 26 年高举高打，辅以 5 年和 8 年的地面跟进。我们认为如何平衡好核心层和次核心层的关系，尤其是在空中宣传和产品聚焦上比较关键。类似汾酒在省外主打青花瓷，洋河省外主打天之蓝，古井在次核心层也需要找产品的突破口和抓手。从目前的态势来看，红版 16 年是个不错的发力点。
- 鉴于公司目前超出预期的销售形势，我们提升盈利预测及目标价格：11-13 年白酒销售收入将分别实现 32.01、49.21 和 68.41 亿，同比增长 70.3%、53.7%和 39.0%。净利润 11-13 年分别为 6.12、9.78 和 14.19 亿，增发摊薄后的 EPS 将分别达到 2.40 和 3.83 和 5.57 元。我们提升公司 6-12 个月目标价位到 115 元，相当于 30x12PE。
- 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 70%。；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。

图表3：三张表预测（摊薄前）

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	3,201	4,921	6,841
增长率		-2.7%	40.1%	70.3%	53.7%	39.0%
主营业务成本	-848	-526	-542	-866	-1,288	-1,721
% 销售收入	61.5%	39.2%	28.8%	27.1%	26.2%	25.2%
毛利	530	816	1,337	2,335	3,633	5,119
% 销售收入	38.5%	60.8%	71.2%	72.9%	73.8%	74.8%
营业税金及附加	-157	-188	-292	-480	-738	-1,026
% 销售收入	11.4%	14.0%	15.5%	15.0%	15.0%	15.0%
营业费用	-144	-247	-405	-640	-984	-1,368
% 销售收入	10.5%	18.4%	21.6%	20.0%	20.0%	20.0%
管理费用	-142	-206	-263	-416	-640	-889
% 销售收入	10.3%	15.3%	14.0%	13.0%	13.0%	13.0%
息税前利润 (EBIT)	87	174	377	799	1,271	1,836
% 销售收入	6.3%	13.0%	20.1%	24.9%	25.8%	26.8%
财务费用	-5	-4	10	13	29	52
% 销售收入	0.3%	0.3%	-0.6%	-0.4%	-0.6%	-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	813	1,301	1,889
营业利润率	5.5%	12.3%	21.2%	25.4%	26.4%	27.6%
营业外收支	2	1	11	3	3	3
税前利润	77	166	409	816	1,304	1,892
利润率	5.6%	12.4%	21.8%	25.5%	26.5%	27.7%
所得税	-43	-26	-95	-204	-326	-473
所得税率	55.3%	15.6%	23.3%	25.0%	25.0%	25.0%
净利润	34	140	314	612	978	1,419
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净	35	140	314	612	978	1,419
净利率	2.5%	10.4%	16.7%	19.1%	19.9%	20.7%

现金流量表（人民币百万元）

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
净利润	34	140	314	612	978	1,419
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	74	69	32	57	62	69
非经营收益	13	-13	-6	18	-4	-4
营运资金变动	86	153	178	117	163	192
经营活动现金净流	208	350	518	804	1,199	1,676
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
股权筹资	0	0	0	0	0	0
债权筹资	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	0	1
现金净流量	119	82	282	747	1,147	1,620

资产负债表（人民币百万元）

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
货币资金	274	361	643	1,390	2,537	4,157
应收款项	162	116	187	256	394	547
存货	471	366	453	664	988	1,320
其他流动资产	9	3	2	6	8	11
流动资产	915	846	1,285	2,317	3,927	6,035
% 总资产	60.2%	63.1%	69.1%	80.8%	87.8%	91.8%
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%	11.9%	7.4%	4.8%
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%	19.2%	12.2%	8.2%
资产总计	1,520	1,342	1,858	2,867	4,471	6,572
短期借款	86	5	0	0	0	0
应付款项	247	262	342	527	798	1,091
其他流动负债	269	264	462	679	1,034	1,422
流动负债	602	531	804	1,206	1,832	2,513
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	1,206	1,832	2,514
普通股股东权益	880	808	1,049	1,661	2,639	4,058
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	2,867	4,471	6,572

比率分析

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
每股指标						
每股收益	0.147	0.596	1.335	2.603	4.161	6.039
每股净资产	3.744	3.438	4.466	7.069	11.230	17.269
每股经营现金净流	0.884	1.489	2.203	3.420	5.104	7.132
每股股利	0.000	0.350	0.350	0.000	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	3.93%	17.34%	29.90%	36.82%	37.06%	34.97%
总资产收益率	2.29%	10.44%	16.89%	21.33%	21.87%	21.59%
投入资本收益率	3.91%	18.10%	27.58%	36.06%	36.13%	33.92%
增长率						
主营业务收入增长率	14.78%	-2.72%	40.09%	70.35%	53.73%	39.01%
EBIT增长率	43.97%	100.67%	116.15%	111.79%	59.19%	44.42%
净利润增长率	2.07%	305.15%	123.97%	94.94%	59.88%	45.12%
总资产增长率	9.05%	-11.09%	38.42%	54.31%	55.96%	46.99%
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	36.5	22.2	14.7
偿债能力						
净负债/股东权益	-18.42%	-44.12%	-61.29%	-83.69%	-96.14%	#####
EBIT利息保障倍数	18.2	38.9	-36.3	-60.0	-44.2	-35.0
资产负债率	41.51%	39.80%	43.51%	42.06%	40.98%	38.25%

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	2010-08-09	买入	60.45	N/A
2	2010-10-24	买入	65.12	71.50 ~ 71.50
3	2010-10-31	买入	64.14	N/A
4	2010-11-29	买入	90.12	N/A
5	2011-01-17	买入	72.58	100.00 ~ 100.00
6	2011-03-22	买入	78.44	N/A
7	2011-03-28	买入	74.71	100.00 ~ 100.00
8	2011-04-18	买入	76.36	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