

古井贡酒步入收入规模快速增长期

古井贡酒(000596)深度分析报告

报告关键点:

- 2011年年份原浆预期销售增长100%以上,省内市场和省外市场同步高增长。
- 费用使用效率提升,费用占比逐步下降。
- 再融资完成,提升产能、渠道、品牌三方面优势。
- 维持“增持-A”的投资评级,3个月目标价110元。

报告摘要:

- 古井贡酒已完成第一阶段增长。白酒公司经典成长路径大致可以划分为两个阶段,两个不同阶段财务指标特征不同。我们发现古井贡酒在2007年至2010年间财务指标的表现大致符合成长第一阶段的特征,我们认为在成长动力继续存在的背景下,古井贡酒将进入成长的第二阶段,这一阶段主要特征是收入规模快速扩张驱动的业绩释放。
- 年份原浆引领古井贡酒进入第一阶段增长。公司在2008年下半年开始运作年份原浆产品,2010年年份原浆已经实现7.4亿元收入。年份原浆第一阶段成功主要有三方面原因:1)产品终端定价准确,有效切入市场空挡;2)引入新的经销商运作新产品,给予经销商足够利润空间;3)选择了适合年份原浆推广的渠道模式。
- 古井贡酒增长第二阶段的动力充足。古井贡酒增长第二阶段将依赖市场的全国化战略。古井贡是安徽唯一老八大品牌并且拥全国市场的渠道积淀,这是公司实现全国化市场的基础。古井贡的第二阶段增长具备持续动力:1)年份原浆的渠道运作模式已成熟,公司通过实施“三通”和“168”两项渠道工程,可在省内和省外同时复制成功经验,实现渠道扩张带动收入增长;2)省内市场实施渠道下沉策略,对“三通”工程形成补充,巩固省内市占率优势;3)一季度出厂价提高后终端消化提价非常顺利,终端价格相应出现上升,长期看定价模式的改变会带来市场定价权掌控和费用使用效率提升;4)通过定增项目,优质酒产能会大幅提升,适应全国市场铺货需求,品牌营销大量投入继续强化品牌拉力。
- 预计年份原浆收入增长100%以上。我们预计公司上半年实现收入15亿元,全年收入在30亿元以上,年份原浆仍然是增长的最快的产品,我们预计2011年年份原浆实现收入15亿元以上,同比增长100%以上。公司销售过亿的市场地区已达到10个,省内的合肥和亳州市场超过2亿,省内市场和省外市场出现了同步高增长的趋势,公司正在与销售收入50亿的目标渐行渐近。
- 风险提示:1、白酒市场竞争加剧的风险;2、白酒消费税率提高的风险。

财务和估值数据摘要

(百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	1,341.4	1,879.2	3,221.0	4,848.2	6,579.4
Growth(%)	-2.7%	40.1%	71.4%	50.5%	35.7%
净利润	140.1	313.8	656.5	1,104.1	1,670.3
Growth(%)	305.2%	124.0%	109.2%	68.2%	51.3%
毛利率(%)	60.8%	71.2%	74.7%	75.8%	76.9%
净利润率(%)	10.4%	16.7%	20.4%	22.8%	25.4%
每股收益(元)	0.60	1.34	2.60	4.37	6.61
每股净资产(元)	3.44	4.47	10.94	14.00	18.63
市盈率	144.2	64.4	33.1	19.7	13.0
市净率	25.0	19.3	7.9	6.1	4.6
净资产收益率(%)	17.3%	29.9%	23.8%	31.2%	35.5%
ROIC(%)	21.0%	72.2%	180.6%	169.9%	213.3%
EV/EBITDA	33.2	41.6	22.0	13.0	8.2
股息收益率	0.0%	0.4%	0.9%	1.5%	2.3%

敬请阅读本报告正文后各项声明

评级:

增持-A

上次评级: 增持-A

目标价格:

110.00 元

期限:

3个月 上次预测: 82.00 元

现价(2011年07月19日): 92.50 元

报告日期:

2011-07-20

总市值(百万元)	20,315.75
流通市值(百万元)	15,128.75
总股本(百万股)	235.00
流通股本(百万股)	175.00
12个月最低/最高	43.52/91.88 元
十大流通股东(%)	72.66%
股东户数	12,679

12个月股价表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	10.89	21.14	77.83
绝对收益	19.08	14.29	97.43

李铁

010-66581633
执业证书编号

行业分析师

litie2@essence.com.cn
S1450511020014

报告联系人

徐昊

010-66581748
xuhao1@essence.com.cn

前期研究成果

古井贡酒: 回归第一阵营, 再造一个古井	2011-01-18
古井贡酒: 大幅增长, 业绩符合预期	2010-08-09
古井贡酒: 回归与振兴	2010-06-17

目 录

1. 古井贡酒已完成白酒经典成长模型第一阶段	3
1.1. 白酒公司经典成长路径的两阶段模型	3
1.2. 古井贡年份原浆上市，进入成长第一阶段	5
1.2.1. 终端价格选择直接切入中档领域	5
1.2.2. 引入新经销商，给足利润空间	6
1.2.3. 选择适宜年份原浆的渠道战术	6
2. 古井贡酒成长第二阶段的驱动力	6
2.1. 老八大品牌影响和市场积淀是全国战略的先发优势	6
2.1.1. 老八大品牌在全国市场会形成更强的品牌拉力	6
2.1.2. 全国市场份额基础也是先发优势	7
2.2. 提升优质基酒产能适应市场全国化和渠道扩展需求	9
2.3. 年份原浆终端定价权在增强	9
2.4. 渠道快速复制和省内渠道下沉驱动收入增长	11
2.5. 省内市场和省外市场实现同步高增长	12
3. 古井贡酒盈利预测和估值	14
3.1. 古井贡酒盈利预测	14
3.2. 古井贡酒的估值比较	14
4. 投资风险提示	15

图目录

图 1 上世纪 90 年代古井贡吨酒价格（单位：万元/吨）	5
图 2 1996 年名酒产量（单位：万吨）	5
图 3 1996 年全国白酒销售收入排名前 20 的排名情况（不完全列举）（单位：亿元）	5
图 4 2000 年全国白酒市场份额（按销售额统计）	8
图 5 2000 年华东白酒市场份额（按销售额统计）	8
图 6 上世纪古井贡酒是国宴用酒	8
图 7 2009 年年份原浆再次进入人民大会堂	8
图 8 贵州茅台和五粮液终端价格走势	10
图 9 1995 年 2 月省会城市白酒终端平均价格（元）	10
图 10 白酒定价模式差异和转变路径	10
图 11 古井贡“年份原浆”渠道运作模式的理论推演	11
图 12 古井贡酒“三通工程”和“168 工程”路径演示	11
图 13 年份原浆产品的渠道侧重点	12
图 14 年份原浆产品省内外竞品比较	12
图 15 古井贡酒在安徽省内营销网络建设规划	12
图 16 年份原浆在合肥四牌楼某酒店的成列	12
图 17 古井贡酒年份原浆收入增长和收入占比增长图	13
图 18 古井贡酒移动平均单季度收入和毛利率趋势（2004Q1-2011Q1）	14

表目录

表 1 贵州茅台 2003 年至 2010 年财务指标	4
表 2 泸州老窖 2003 年至 2010 年财务指标	4
表 3 洋河股份 2004 年至 2010 年财务指标	4
表 4 古井贡酒 2007 年至 2010 年财务指标	4
表 5 2008 年安徽省白酒市场终端价格	6
表 6 历年全国白酒评酒会获奖情况	7
表 7 白酒品牌价值表	7
表 8 本次定增的品牌传播项目	8
表 9 2010 年白酒上市公司广告费用投放情况	9
表 10 古井贡酒近 2 年的 4 次提价	9
表 11 年份原浆本次调价后出厂价和终端价格表	9
表 12 年份原浆在合肥白酒市场主要竞品比较	13
表 13 古井贡酒主营业务预测表	14
表 14 白酒行业可比上市公司估值表	15

国内白酒行业自 2003 年以来保持了强劲的增长趋势，2010 年行内规模以上企业白酒产量达到 890 万千升，规模以上企业收入超过 2422 亿元，比 2003 年底水平分别增长 135.2% 和 388.4%。贵州茅台、五粮液、泸州老窖、洋河股份等名优白酒在这一阶段成长性非常突出。

安徽省内名优白酒众多，皖白酒公司在 2008 年以前的增长除迎驾贡酒外，均没有表现出很好的成长性。安徽白酒的品牌除“古井贡”和“口子窖”在全国拥有一定知名度外，其余品牌有较强地域性。安徽白酒的生存发展主要依赖省内消费市场增长。我们认为安徽白酒的演进模式有别于“茅、五、泸”的全国市场的高起点战略，安徽白酒大部分是需要有在拥有省内利润增长支撑的基础上，逐步走向全国化。拥有同样演进模式的洋河股份，现在已经完成了由江苏区域市场向全国市场的转变。我们认为古井贡酒现阶段战略核心是：以“年份原浆”为核心产品，巩固安徽为中心苏皖鲁豫市场的利润基础，同时实施全国市场扩张。

1. 古井贡酒已完成白酒经典成长模型第一阶段

1.1. 白酒公司经典成长路径的两阶段模型

白酒公司的成长驱动因素可分外部环境因素和公司内部因素量方面，近 10 年来国内白酒行业的外部环境因素是大消费升级，白酒行业赶上了一个量价齐升的大好时代，并且这个时代在继续存在。但公司内部的驱动因素各有不同，体现在：

- ◆ 核心产品不同：茅台、五粮液、国窖 1573、洋河蓝色经典等核心产品
- ◆ 市场结构不同：区域核心市场结构、全国化市场结构
- ◆ 渠道模式不同：传统大流通渠道、现代商超渠道、餐饮酒店渠道、团购渠道
- ◆ 公司体制不同：国有体制、民营体制

我们发现在白酒公司在业绩成长的长周期内，一些财务指标的变化趋势呈现出一致性，我们将这样的表现大致划分为两个阶段来探讨：

- 第一阶段：收入小幅增长，毛利率水平逐步稳定、费用占比上升、净利润增幅较快、销售净利率小幅度提升；
- 第二阶段：收入规模增长较快；毛利率水平继续提升、费用占比大幅下降、净利润继续高增长、销售净利率大幅提升；

两个阶段中财务指标的不同变化趋势，我们可以给出这样的解释：

- 在第一阶段，公司聚焦核心产品，推动核心产品的市场开拓收入开始增长，产品结构的调整带来毛利率的结构性上升，市场费用和营销费用的投入增长造成费用占比上升，净利润增长较快因为前期净利润基数很低。
- 第二阶段，核心产品逐渐进入增长期，收入规模快速增长，同时市场扩张带来产品提价能力增强，毛利率水平继续上升，而费用占比的迅速下降，进而带来净利润的持续增长和销售净利率的提升。

我们观测三家已经体现出明显成长性的白酒公司：贵州茅台、泸州老窖和洋河股份，相关财务指标变化趋势基本可以验证白酒二阶段成长模型的存在。

表 1 贵州茅台 2003 年至 2010 年财务指标

贵州茅台	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
收入规模增长绝对额（百万元）	566	609	921	973	2334	1004	1428	1963
毛利率（%）	80.1%	82.2%	82.5%	84.0%	88.0%	90.3%	90.2%	90.9%
销售费用率（%）	15.2%	12.5%	12.1%	11.9%	7.7%	6.5%	6.4%	5.8%
销售净利率（%）	24.4%	27.3%	28.5%	31.5%	39.1%	46.1%	44.6%	43.4%
净利润同比增长（%）	55.7%	39.8%	36.3%	38.1%	83.2%	34.2%	13.5%	17.1%
成长阶段划分	成长第一阶段				成长第二阶段			

资料来源：公司年报、安信证券研究中心

表 2 泸州老窖 2003 年至 2010 年财务指标

泸州老窖	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
收入规模增长绝对额（百万元）	132	103	176	470	1001	872	572	1000
毛利率（%）	52.8%	53.5%	53.8%	56.4%	56.9%	66.1%	66.6%	69.4%
销售费用率（%）	21.9%	25.1%	24.0%	15.3%	12.0%	13.5%	11.4%	6.0%
销售净利率（%）	3.5%	3.1%	3.2%	16.7%	26.4%	33.3%	38.3%	41.1%
净利润同比增长（%）	35.1%	-5.3%	16.8%	598.5%	139.8%	63.7%	32.2%	31.8%
成长阶段划分	成长第一阶段				成长第二阶段			

资料来源：公司年报、安信证券研究中心

表 3 洋河股份 2004 年至 2010 年财务指标

洋河股份	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
收入规模增长绝对额（百万元）	-	266	388	691	920	1320	3617
毛利率（%）	57.90%	52.90%	47.38%	48.48%	52.35%	58.47%	56.31%
销售费用率（%）	13.45%	13.24%	11.29%	7.85%	8.45%	10.12%	9.67%
销售净利率（%）	3.50%	7.88%	16.33%	21.27%	27.70%	31.32%	28.94%
净利润同比增长（%）	-	268.40%	224.88%	114.16%	98.29%	68.71%	75.86%
成长阶段划分	成长第一阶段				成长第二阶段		

资料来源：公司年报、安信证券研究中心

古井贡酒在 2007 年至 2010 年四年间的财务指标表现也符合成长第一阶段的特征：收入规模绝对增长幅度不大，产品结构改善，毛利水平显著提升，同时销售费用占比有显著上升，销售净利率也有显著提升，净利润同比增速很快。我们认为古井贡酒已经基本完成了白酒经典成长模型的第一阶段。

但公司对比贵州茅台、泸州老窖和洋河股份，我们发现古井贡 2010 年收入增长规模低于洋河 2008 年至 2010 年水平，销售费用率水平较高，销售净利率水平较低。我们认为贵州茅台、泸州老窖和洋河股份尚处于增长阶段，财务指标仍有提升空间，对比古井贡酒目前财务指标，我们认为公司未来业绩改善的空间更大。但是业绩的提升需要公司针对市场特点做出相应改变。

表 4 古井贡酒 2007 年至 2010 年财务指标

古井贡酒	2007	2008	2009	2010	2011-2015 （预计）
收入规模增长绝对额（百万元）	238	178	-37	538	800-1000
毛利率（%）	32.3%	38.5%	60.8%	71.2%	75%-78%
销售费用率（%）	9.5%	10.5%	18.4%	21.6%	13%-15%
销售净利率（%）	2.8%	2.5%	10.4%	16.7%	28%-32%
净利润同比增长（%）	154.2%	2.1%	305.1%	124.0%	50%-70%

成长阶段划分

第一阶段

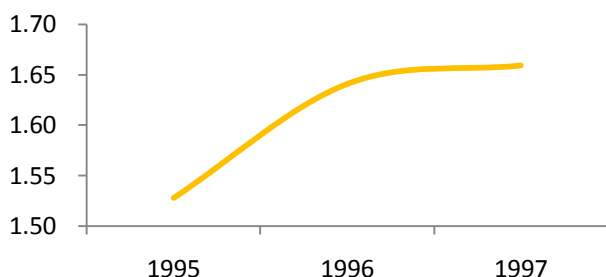
第二阶段

资料来源：公司年报、安信证券研究中心

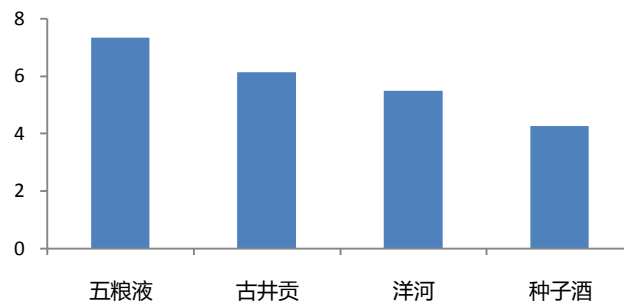
1.2. 古井贡年份原浆上市，进入成长第一阶段

上世纪 90 年代初是古井贡酒曾经辉煌的时期，当时白酒行业茅台、五粮液为代表的名酒纷纷提价，而古井贡酒采取了“降度降价”、“名酒变民酒”战略，短期内销量和收入规模实现了快速增长。1996 年古井集团白酒产量超过 6 万吨，收入超过 10 亿元。

图 1 上世纪 90 年代古井贡吨酒价格（单位：万元/吨）图 2 1996 年名酒产量（单位：万吨）



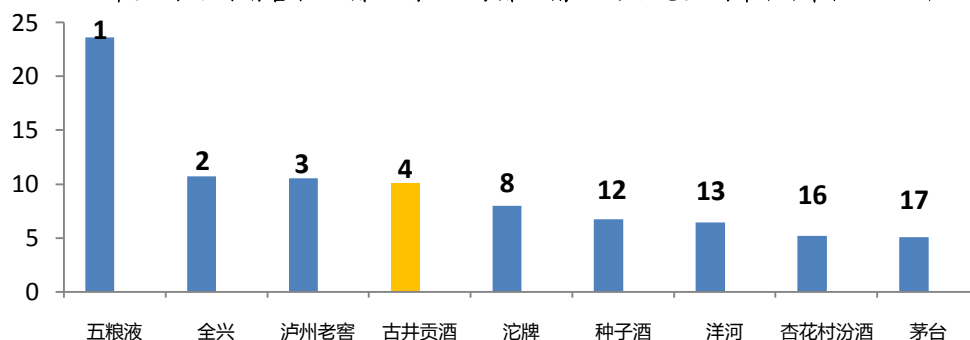
数据来源：《中国酒》、安信证券研究中心



数据来源：《中国酒》、安信证券研究中心

上世纪 90 年代公司的成功是选择了符合当时白酒行业发展特点的策略：扩大产量、快速占领渠道、提高铺货率。但在 2000 年后，白酒行业逐渐进入大消费升级的阶段，茅台、五粮液继续提价，拉开了终端价格差，而公司传统产品价格缺乏提价能力造成公司业绩在 2000 年后出现连续下滑。

图 3 1996 年全国白酒销售收入排名前 20 的排名情况（不完全列举）（单位：亿元）



数据来源：白酒年鉴、安信证券研究中心

公司认识到围绕一款“核心产品”重树品牌形象、梳理渠道、扩张新渠道、重新获取定价能力才能重新提振业绩。2007 年开始运作高端产品“淡雅数字系列”但并未达到预期目标。2008 年公司推出年份原浆系列酒，确立了古井贡酒的核心产品线。

年份原浆的快速增长驱动了公司业绩在 2009 年和 2010 年实现了高增长。年份原浆近两年的高增长主要来自省内市场，省内市场的成功，我们认为有三方面客观因素：1) 终端区间切入准确；2) 引入新经销商；3) 选择适宜渠道战术。

1.2.1. 终端价格选择直接切入中档领域

2008 年，年份原浆首先上市的是 5 年年份原浆和 8 年年份原浆，终端价格分别为 158 元和 268 元，新品选择了 150 至 300 元的主力价格区间。从安徽省白酒消费市场价格层级看，终端价格 600 元以上的市场主要是茅台、五粮液、国窖 1573 和水井坊垄断，直接切入非常困难。而 100 元至 150 元的价格区间，省内强势竞品较多，并且已经取得一定渠道优势。年份原浆选择的省内价格区间正好位于一线白酒直下，但省内中档竞品价格区间之上。150 元至 300 元的价格区间也符合省内白酒市场消费升级的需求。

表 5 2008 年安徽省白酒市场终端价格

古井贡酒 终端价格（元）	5 年年份原浆 158	8 年年份原浆 268
口子窖 终端价格（元）	5 年口子窖 90	10 年口子窖 238
迎驾贡酒 终端价格（元）	银星 85	金星 115
金种子酒 终端价格（元）	祥和 55	柔和 88

数据来源：《中国酒》、安信证券研究中心

1.2.2. 引入新经销商，给足利润空间

公司对年份原浆的渠道推广，并没有大量使用老经销商。我们认为公司是考虑老经销商大多代理传统低价产品渠道上不适应年份原浆的需要，老经销商很难和公司年份原浆发展战略协调一致，并且使用老经销商会对还有一定量的传统产品有所挤压。公司选择引入新经销商的策略，给经销商充足的渠道利润空间和优惠返点费用支持。新经销商策略带来了年份原浆在上市后收入迅速增长过 5000 万。

1.2.3. 选择适宜年份原浆的渠道战术

安徽白酒擅长渠道销售，口子窖开创了盘中盘的渠道运作模式，虽然盘中盘的鼎盛时期已过，但是其核心运作思路在现在看仍然行之有效。盘中盘模式的核心思路是：通过占领小盘市场的核心渠道带动小盘市场增长，多个小盘市场启动自然拉动大盘区域市场增长，即“核心向外辐射市场”的扩张逻辑。安徽白酒公司现在运作的渠道模式大多脱胎于盘中盘模式，按各家之长发挥优势。我们认为公司运作年份原浆的渠道模式也基本承袭了盘中盘模式的思想。

2. 古井贡酒成长第二阶段的驱动力

年份原浆引领的公司第一阶段的高增长主要是省内市场支撑，公司成长第二阶段增长将来自全国市场更多。相比省内市场的增长，驱动全国市场需要公司在战术上作出一定调整。我们认为公司成长的第二阶段已经到来。

2.1. 老八大品牌影响和市场积淀是全国战略的先发优势

2.1.1. 老八大品牌在全国市场会形成更强的品牌拉力

古井贡酒是安徽省唯一一个“老八大”的名酒，“老八大”品牌已经成为白酒领域不可被复制的品牌优势。8 个老八大品牌中，我们看到不是所有“老八大”品牌都有好的发展。茅台、五粮液、泸州老窖都已跻身一线白酒，其特征是全国性市

场格局和强大的品牌支撑力。相对落后，但出于增长趋势之中的有山西汾酒、西凤酒和古井贡酒。三家业绩高速增长的老八大——汾酒、西凤酒和古井贡酒现在均面临全国市场突破的关键时期。

表 6 历年全国白酒评酒会获奖情况

名称	香型	评酒会获奖届次
茅台酒	酱香	1、2、3、4、5
汾酒	清香	1、2、3、4、5
泸州老窖	浓香	1、2、3、4、5
西凤酒	凤香	1、2、4、5
五粮液	浓香	2、3、4、5
古井贡酒	浓香	2、3、4、5
全兴大曲	浓香	2、4、5
董酒	其他香	2、3、4、5
剑南春	浓香	3、4、5
洋河大曲	浓香	3、4、5
双沟大曲	浓香	4、5
郎酒	酱香	4、5
沱牌曲酒	浓香	5

数据来源：《白酒年鉴》、安信证券研究中心

在安徽省内白酒市场上，公司也是唯一的“老八大”品牌，在 2010 年的“华樽杯”中国酒类品牌价值排行榜上，古井贡的品牌价值达到 81.7 亿元，在安徽省内白酒中位居第一，白酒品牌中排名第 8，说明公司的品牌已经具备了全国品牌的潜力。

表 7 白酒品牌价值表

白酒公司名称	2010 年销售	品牌价值
	收入（亿元）	（亿元）
贵州茅台	116.3	531.5
五粮液	155.4	529.8
洋河股份	76.2	131.6
泸州老窖	53.7	133.6
山西汾酒	30.2	82.6
郎酒	58	129.7
剑南春	36	86.8
安徽白酒		
古井贡	18.8	81.7
金种子	12	65.7
口子酒	25	26.8
店小二		18.4
迎驾贡	30	14.6
文王贡		11.9
皖酒		10.3
沙河王		5.7

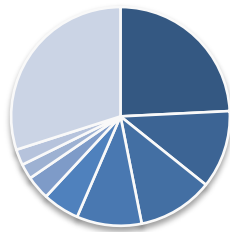
数据来源：“华樽杯”中国酒类品牌价值排行榜、安信证券研究中心

2.1.2. 全国市场份额基础也是先发优势

古井贡酒上一轮业绩的高峰时期已经完成了全国市场的布局，古井贡酒地处中原，但传统省外市场却包括了西北市场、东北市场、浙江市场以及华南市场。2000 年公司销售收入占全国白酒销售收入的 2.35%。2000 年公司在华东白酒市场销售份额 11.3%，销售份额仅次茅台、五粮液和剑南春。公司的市场渠道积淀也是全国

市场推进的先发优势。

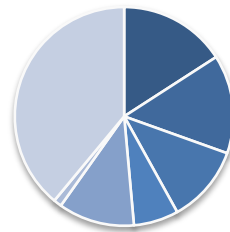
图 4 2000 年全国白酒市场份额（按销售额统计）



■尖壮 ■红五星二锅头 ■茅台 ■五粮液 ■五粮醇 ■剑南春 ■泸州老窖 ■古井贡 ■其他

数据来源：《中国酒》、安信证券研究中心

图 5 2000 年华东白酒市场份额（按销售额统计）



■五粮液 ■剑南春 ■茅台 ■泸州老窖 ■古井贡 ■洋河大曲 ■其他

数据来源：《中国酒》、安信证券研究中心

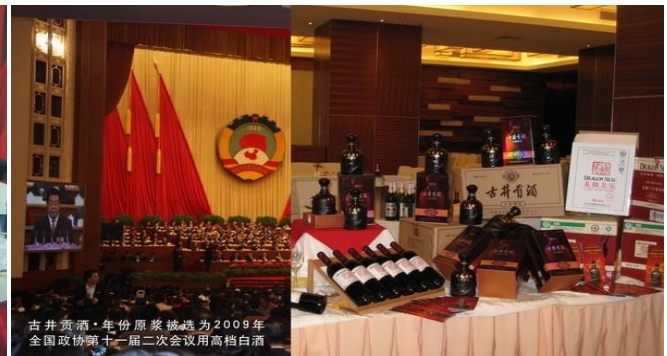
公司成长的第一阶段，市场主要聚焦在省内，而进入成长第二阶段全国市场的增长尤为重要。我们认为第一阶段和第二阶段中，品牌和渠道对收入增长的驱动力各有不同，省内市场渠道推力的效果更好，而省外市场品牌拉力效果更好。

图 6 上世纪古井贡酒是国宴用酒



数据来源：公司网站、安信证券研究中心

图 7 2009 年年份原浆再次进入人民大会堂



数据来源：公司网站、安信证券研究中心

我们认为公司在品牌建设上的投入在 2009 年以前是不足的，主要原因还是销售规模不大无法产生足够的例如输入向品牌投入。本次公司定增项目中有品牌宣传项目，公司将投入 6.5 亿元的品牌宣传费用。年份原浆的广告也在 2011 年进入央视平台，同时年份原浆的公交车身和公交站台等户外广告也在北京地区出现。

表 8 本次定增的品牌传播项目

投资项目	投资金额（亿元）	比例
电视媒体广告投放	2.7	56.92%
其中：使用募集资金	1.7	16.15%
重点市场户外广告投放	1.2	18.46%
重点市场车身广告投放	0.55	8.46%
大型公关活动	0.55	8.46%
平面网络媒体广告等其他媒体广告投放	0.5	7.70%
合计	6.5	100%

数据来源：公司公告、安信证券研究中心

古井贡酒相比茅台、五粮液、洋河等公司，古井在营销广告上的投入仍受限于销售规模，随着收入规模扩大，品牌建设投入还会扩大。我们判断古井贡的品牌影响力将在“老八大”的基础上达到一个新的高度。

表 9 2010 年白酒上市公司广告费用投放情况

公司名称	广告费用（亿元）
贵州茅台	4.96
五粮液	4.21
洋河股份	4.35
水井坊	3.15
山西汾酒	2.32
古井贡酒	1.73
沱牌舍得	1.26
酒鬼酒	0.75
泸州老窖	0.28（09 年 1.5 亿）
金种子酒	0.25

数据来源：公司年报、安信证券研究中心

2.2. 提升优质基酒产能适应市场全国化和渠道扩展需求

渠道扩展和市场全国化对铺货率的要求也会提升，按照公司“三通”工程网点覆盖推进标准，在销量持续提升阶段，酒店渠道的 A 类、B 类酒店的铺货率要达到 80%以上，商超的 KA 和购物中心铺货率达到 100%，连锁超市铺货率达到 80%以上，常规的烟酒店渠道也要达到 80%的铺货率。我们认为强调铺货率是中档白酒显著区别于一线白酒的一个特征，渠道对收入增长的贡献更强。

年份原浆系列属于公司高档产品，其基酒的储存周期不少于 5 年，中档产品的基酒储存周期也不少于 3 年，公司现有的基酒储存瓶颈限制了产能的增长，进一步影响市场铺货率的提升。公司利用本次募集资金建设基酒勾储、成品酒灌装中心等产能提升项目，将新增 5 万吨基酒勾储和灌装产能，消除优质酒的产能瓶颈。

公司目前成品酒的产能约 2 万吨，相比上世纪 90 年代鼎盛时期超过 6 万吨的年产量已经明显下降，但我们看到了产能的结构性提升，即可产中高档白酒的优质窖池增长，同时公司通过技术改进也提升了出酒的优酒率。新增产能预计在 2012 年中期完成，从时间点上正好切合公司全国化的战略步骤。

2.3. 年份原浆终端定价权在增强

公司近 2 年完成了 4 次对产品的直接提价，其中 3 次涉及年份原浆。2010 年年份原浆提价幅度较大，而 2011 年 3 月的提价幅度并不显著。3 月出厂价提高后，我们看到 6 月份年份原浆各产品终端价也出现了增长，例如 8 年年份原浆由 268 元提升至 308 元。

表 10 古井贡酒近 2 年的 4 次提价

提价开始时间	提价产品	提价幅度	公告提价理由
2010 年 1 月	红运、金奖系列	5%	理顺产品价格体系
2010 年 3 月	年份原浆	5%-20%	原材料、包材涨价
2010 年 11 月	年份原浆	5%-20%	价格联动、分摊包材成本
2011 年 3 月	年份原浆、淡雅	5%-20%	价格联动、成本上升

数据来源：公司公告、安信证券研究中心

表 11 年份原浆本次调价后出厂价和终端价格表

产品名称（单位：元/瓶）	原出厂价	现出厂价	原终端价	现终端价*
--------------	------	------	------	-------

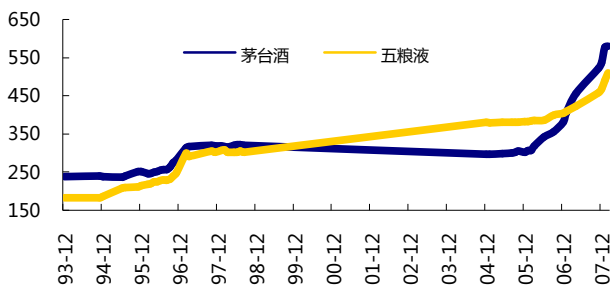
古井贡酒年份原浆 5 年	86	90	158	168
古井贡酒年份原浆 8 年	148	160	268	308
古井贡酒年份原浆 16 年	272	305	488	538
古井贡酒年份原浆 26 年	513	570	1288	1488

数据来源：安信证券研究中心，注：现终端价采自安徽市场数据

1995 年的省会城市白酒市场上，贵州茅台最贵，达到 241 元，当时古井贡酒销售均价 43 元。在 1993 年至 2000 年，古井贡酒终端价格的区间始终和贵州茅台终端价格存在一定倍数关系，贵州茅台的终端价格是公司主销产品价格的 5-7 倍。

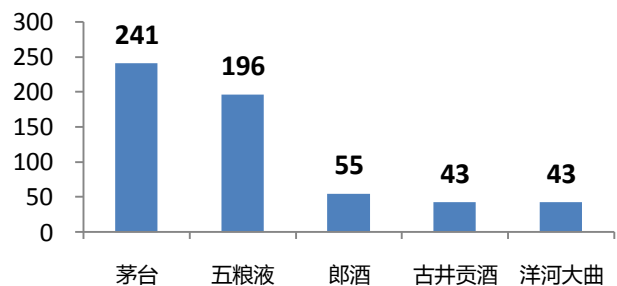
以贵州茅台为代表的一线白酒随消费升级进入价格上涨时期，这一趋势在 2005 年后开始加速，2011 年北京地区贵州茅台终端价格已经达到 1500 元以上。我们认为各酒终端价格之间的比价关系还会继续存在，古井贡酒等二线或者次高端白酒的提价空间仍然可被看好。

图 8 贵州茅台和五粮液终端价格走势



数据来源：国内贸易部综合计划司（现商务部）、安信证券研究中心

图 9 1995 年 2 月省会城市白酒终端平均价格（元）

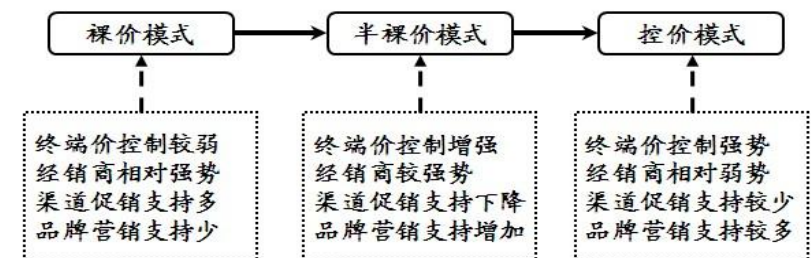


数据来源：《中国酒》、安信证券研究中心

目前年份原浆按照销量水平划分，献礼版和 5 年年份原浆的销量占比最大。2010 年下半年公司推出了 26 年年份原浆酒，该款产品的出厂价高达 570 元，终端价格基本与一线白酒出厂价相近。我们认为推出 26 年年份原浆目的在于通过高端产品上量驱动年份原浆产品内部的毛利结构优化。

按照白酒行业产品运作的规律，新产品上市初期采取全裸价模式较为常见，随着销量上升，定价模式会逐渐从全裸价模式向半裸价模式过渡，最终达到控价模式。我们判断随着年份原浆销量和收入的上升，尤其是年份原浆收入规模突破 10 亿元以后，其定价模式也会发生相应的变化。

图 10 白酒定价模式差异和转变路径



数据来源：《中国白酒的营销渠道发展研究》、安信证券研究中心

裸价模式和控价模式的差异主要是在：终端价格控制力不同；公司和经销商地位不同；渠道支持不同；品牌营销支持不同。定价模式的转变本质上是公司对市场掌控力不断增强的变化过程，这样的过程实施的条件是有一定的收入规模，公司相对经销商处于较为强势的地位。

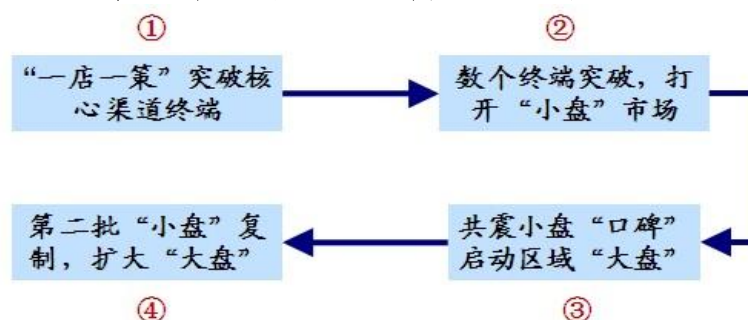
我们认为贵州茅台、五粮液、国窖 1573 等一线白酒基本上已经完成或者接近完成控价模式的转变。我们判断年份原浆已经进入从半裸价模式向控价模式转变的阶段，渠道费用和品牌营销费用的增长会显著慢于销售收入的增长，并且费用的投入和产出比会扩大，费用使用更有效率，销售费用占比将会呈现显著下降的趋势。控价模式完成后年份原浆也将具备更强的提价能力。

2.4. 渠道快速复制和省内渠道下沉驱动收入增长

上文中我们提及年份原浆在安徽省内的快速增长与皖酒企业擅长渠道运作的特点有直接关系。我们认为公司的渠道在运作思路非常清晰：

- ◆ 第一步：在安徽省内重点市场（例如合肥）通过启动核心终端来启动重点市场，寻求突破。渠道人员少而精，区域市场主管需要实施重点公关。（2008 年至 2009 年）
- ◆ 第二步：省内的重点市场突破，重点市场将辐射周边更大区域市场增长。渠道人员有所增长，适应渠道扩张的管理需求。（2010 年至 2011 年）
- ◆ 第三步：渠道推进模式已被证明是符合年份原浆产品特点的方式，可被省内其他市场以及省外市场快速复制。渠道人员数量大幅增长，渠道数量快速增长。（2011 年以后）

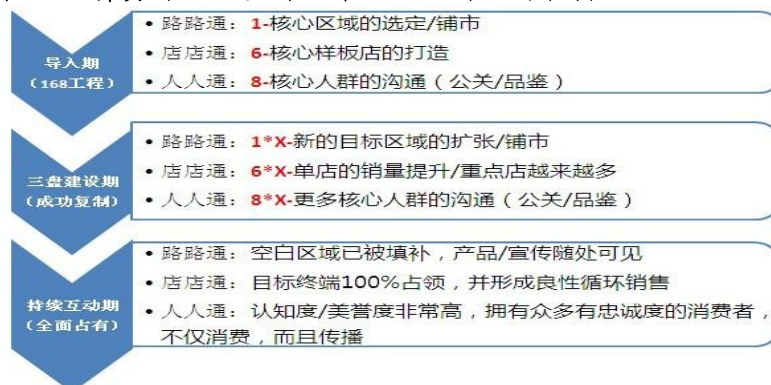
图 11 古井贡“年份原浆”渠道运作模式的理论推演



数据来源：《中国白酒的营销渠道发展研究》、安信证券研究中心

年份原浆产品渠道运作的特点正好与公司成长二阶段模型趋势判断大体一致。市场成熟地区有开发经验的销售人员可以陪派遭到其他新兴区域市场，通过在省内市场和省外市场快速复制成熟的渠道运作模式，达到渠道推动收入增长的目标。

图 12 古井贡酒“三通工程”和“168 工程”路径演示



数据来源：百度文库、安信证券研究中心

具体到渠道推进战术上，公司为了适应全国化市场的公司搭建了以区域运营中心和中心城市直销为双核心的运营管理平台。公司重点实施了“三通”、“168”工程。

“三通工程”可理解为“路路通，店店通和人人通”即小区域、高占有，在选定的区域内集中资源，建立规划、执行、督导三位一体的执行体系，通过精细化的网点建设和核心消费者意识的培养，构建渠道和消费者的良性互动，达到产品陈列面最大化、推荐率最大化、消费者指名购买率最大化。

公司渠道模式实施步骤大致有三个阶段：导入期、三盘建设期和持续互动期，即先在局部区域做到第一，然后进行成功复制，逐步扩大市场占领率，将区域板块连成一体，最终全面打开目标市场。公司计划通过“三通”工程最终达到覆盖率第一、陈列第一、推荐率第一、指名购买率第一和销售第一。

图 13 年份原浆产品的渠道侧重点

渠道类型	酒店		商超			烟酒店			团购
产品	A类	B类	KA	购物中心	连锁	体验店	形象店	常规店	
26年	●		●	●		●	●		●
16年	●		●	●		●	●		●
8年	●	●	●	●	●	●	●	●	●
5年	●	●	●	●	●	●	●	●	●
献礼版	●	●	●	●	●	●	●	●	●

数据来源：百度文库、安信证券研究中心

图 14 年份原浆产品省内外竞品比较

产品/区域	省内	省外
26年	徽酒第一价位/茅台/五粮液	茅台/五粮液/红花郎15年
16年	口子窖20年	红花郎10年/区域第一品牌
8年	口子窖10年/迎驾15年/洋河海之蓝	洋河天之蓝/区域强势品牌
5年	口子窖5年/迎驾银星	洋河海之蓝/区域强势品牌
献礼版	口子窖5年/迎驾银星	区域强势品牌

数据来源：百度文库、安信证券研究中心

我们认为公司的渠道运作模式还是脱胎于皖白酒擅长的“盘中盘”模式，但这种渠道扩展模式也有弊端，快速扩展的主要是酒店和商超渠道，还是通过经销代理模式来完成。本次定增项目覆盖了营销网络的建设，公司计划在安徽省内建设 102 个营销网点，一方面提高年份原浆以及其他产品的省内网点覆盖率，落实渠道下沉和销售渠道扁平化的战略，另一方面网点建成也是公司产品 and 品牌宣传终端。省内直销网络的建设是对公司“三通”工程的渠道模式有效补充。按照一个直销网点年销售收入 500 万测算，省内网络完全建成后可贡献收入约 5 亿元。

图 15 古井贡酒在安徽省内营销网络建设规划

类别	2011年	2012年	2013年	累计
产品体验馆	1			1
旗舰店	2	4	6	12
专卖店	14	30	45	89
合计				102

数据来源：公司公告、安信证券研究中心

图 16 年份原浆在合肥四牌楼某酒店的陈列



数据来源：合肥古井贡旗舰店、安信证券研究中心

另一方面，公司通过与安徽省内政府机关、企事业单位以及驻军的良好沟通，也开拓了团购市场。年份原浆已经成为安徽省政府和合肥市政府的接待用酒，安徽省内大型企业如奇瑞集团、铜陵有色均和公司有团购销售。公司下一步团购业务重点是突破军队团购市场，目前看已经小有进展。

2.5. 省内市场和省外市场实现同步高增长

2010 年公司白酒销售收入约 17 亿元，其中安徽省内市场和省外市场收入贡献比例大体相同。公司在省内市场上收入超过 2 亿的有合肥市场和亳州市场，其余收入超过 1 亿元的市场还有安庆、芜湖、巢湖和阜阳。省内市场的良好增长是向省外市场扩张的基础。

2008 年公司在安徽省内划分了 3 个销售大区，2009 年将销售管理细化，重新划分 19 个销售区域，包括 18 个大区和一个直销分公司，完全覆盖了安徽省 17 个地级市。年份原浆上市初期除亳州市场外，还重点选择合肥市场作为安徽省大盘市场的突破点。合肥市场上传统强势的是口子窖和迎驾贡，口子窖主要占据了政府、企事业单位团购以及部分中、高档酒店渠道，而迎驾贡在餐饮渠道集中在中、低档酒店，迎驾贡渠道酒的特点更加鲜明。

表 12 年份原浆在合肥白酒市场主要竞品比较

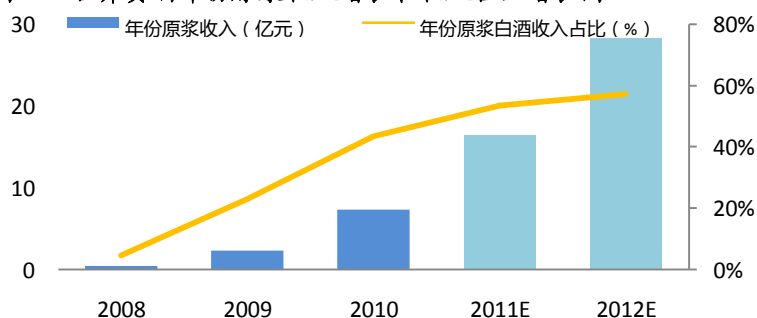
合肥市场	主力产品	终端价格区间	消费人群	销售规模	优势
口子窖	口子窖 5 年、10 年	100 元-240 元	政府、商务	2 亿元以上	政商关系好
迎驾贡	迎驾金星、银星	80 元-180 元	酒店顾客	2 亿元以上	渠道健全
种子酒	醉三秋、柔和	80 元-100 元	团购、酒店		正在增长
双轮集团	高炉家酒	50 元-100 元	酒店普通顾客		酒店较强
文王贡	文王贡正一品	30 元-50 元	普通消费者		渠道扁平

资料来源：百度文库、安信证券研究中心

年份原浆在合肥市场采取了核心中高档酒店和团购市场同时进入的策略，在合肥核心地段开设古井贡酒旗舰店，顺利打开了安徽省政府和合肥市政府团购渠道，并且公司还切入合肥中、高档酒店渠道。2009 年年份原浆在合肥市场收入估计超过 5000 万，2010 年超过 1 亿。合肥市场的打开也带动年份原浆在安徽省内的快速增长。

2007 年以前古井贡酒在合肥市场的市场占有率远远落后于口子窖和迎驾贡。年份原浆推出后在合肥市场增长较快，预计 2011 年合肥市场总体收入超过 2 亿元。目前古井贡酒在合肥市场占有率基本和口子窖和迎驾贡持平。我们认为合肥市场的突破是安徽市场甚至是苏鲁豫皖市场全面增长的最关键一步。

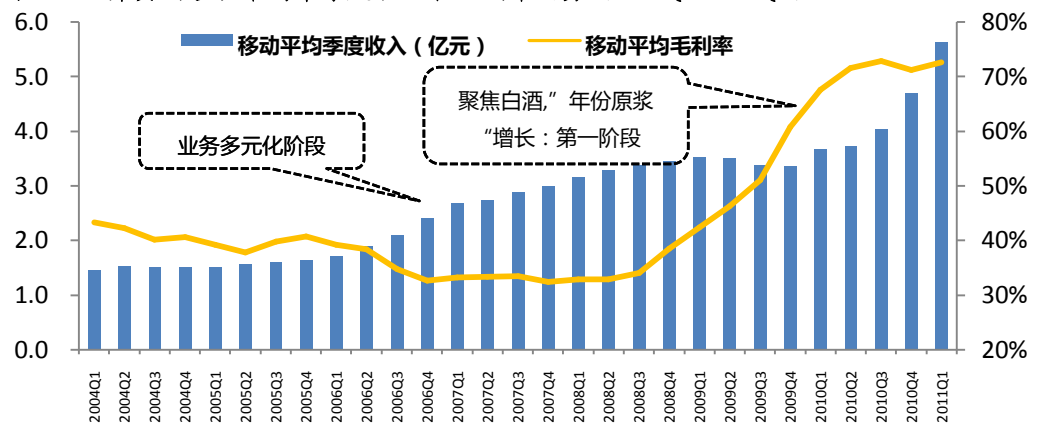
图 17 古井贡酒年份原浆收入增长和收入占比增长图



数据来源：公司财务报告、安信证券研究中心

公司在河北、河南、江苏和浙江市场收入均已超过 1 亿元，河南市场是省外收入最大省份，估计收入在 3 亿元以上，省外地区市场上苏州收入超过 1 亿元。公司历史上在西北市场和东北市场也有很强的市场基础，这些区域也依旧是未来突破的重点市场。我们判断公司 2011 年在省内市场和省外市场将同步实现高增长，公司 2011 年开始将进入一个收入规模快速增长时期。

图 18 古井贡酒移动平均单季度收入和毛利率趋势 (2004Q1-2011Q1)



数据来源：公司财务报告、安信证券研究中心

3. 古井贡酒盈利预测和估值

3.1. 古井贡酒盈利预测

盈利预测的关键假设：

- 1、假设 2011 年年份原浆收入增长 122%、2012 年年份原浆增长 61%，2013 年年份原浆收入增长 43%；
- 2、假设 2011 年营业收入增长 71%、2012 年收入增长 50%、2013 年收入增长 35%；
- 3、假设 2011 年销售费用率下降，假设 2012 年至 2013 年期间费用率继续呈下降趋势；
- 3、假设 2011 年至 2013 年所得税实际税率 25%。

表 13 古井贡酒主营业务预测表

收入项目	2009	2010	2011E	2012E	2013E
高档白酒收入（百万元）	353	996	2047	3314	4676
高档白酒增速（%）	-54.94%	181.69%	105.56%	61.94%	41.10%
其中：年份原浆收入（百万元）	238	740	1645	2646	3795
年份原浆收入增速（%）		210.30%	122.29%	60.86%	43.45%
中档白酒收入（百万元）	618	677	994	1355	1723
中档白酒增速（%）	124.01%	9.52%	46.90%	36.25%	27.13%
低档白酒收入（百万元）	65	28	30	29	31
低档白酒增速（%）	291.29%	-56.55%	6.05%	-2.98%	5.00%
白酒销售收入（百万元）	1037	1701	3071	4698	6429
白酒销售收入增速（%）	-3.74%	64.07%	80.56%	52.99%	36.85%
白酒销售毛利率（%）	69.88%	75.40%	77.11%	77.51%	78.28%
营业收入（百万元）	1341	1879	3221	4848	6579
营业收入增速（%）	-2.72%	40.09%	71.41%	50.52%	35.71%
营业成本（百万元）	526	542	815	1172	1517
营业毛利率（%）	60.81%	71.15%	74.68%	75.82%	76.95%

资料来源：公司财务报告、安信证券研究中心

3.2. 古井贡酒的估值比较

白酒行业目前 2011 年动态估值水平约 39 倍，一线白酒 2011 年动态估值在 23-27 倍，二线白酒估值水平在 35-50 倍。按照 7 月 15 日收盘价计算公司 2011 年动态 PE 估值为 34 倍，低于行业平均估值水平。我们预计古井贡酒未来 3 年的业绩复合增长率高达 76%，对应公司 2011 年的 PEG 仅为 0.45 倍。

表 14 白酒行业可比上市公司估值表

公司名称	收入（亿元）		每股收益（元）		2011 年 PE	2011 年 PS
	2011	同比增长（%）	2011	同比增长（%）		
贵州茅台	164	41.2%	7.25	49.1%	26.9	12.3
五粮液	195	25.7%	1.54	32.6%	24.4	7.3
泸州老窖	73	35.2%	2.04	28.7%	23.1	9.0
洋河股份	110	45.0%	3.83	56.4%	34.8	10.9
山西汾酒	45	49.8%	2.00	75.5%	38.6	7.4
金种子酒	19	34.5%	0.60	96.5%	30.8	5.5
酒鬼酒	8	50.3%	0.38	44.1%	53.6	7.3
水井坊	16	-9.9%	0.68	42.1%	34.9	7.1
老白干酒	16	36.5%	0.68	128.1%	47.9	2.9
沱牌舍得	10	15.7%	0.34	48.3%	72.0	7.9
平均	66	32.4%	1.9	60.1%	38.7	7.8

数据来源：wind、安信证券研究中心

年份原浆的高速增长是公司未来 3 年业绩成长的核心。我们认为公司正进入收入规模增长的阶段，毛利率提升和费用率的下降也会同时发生，净利润在这一阶段持续高增长。预计公司在 2011 年收入增长至 30 亿元以上，2012 年收入突破 50 亿元的概率较大，我们判断下半年公司业绩成长性的估值溢价将得以体现。按照 7 月 15 日收盘价计算公司总市值 203 亿元。以 PS 估值来看，按 2011 年收入计算公司的 PS 估值仅 6.4 倍，PS 估值在白酒行业上市公司中也有较大提升空间。

4. 投资风险提示

白酒行业已经历数年高速增长，中档白酒公司也经历了 2 年的快速增长，市场竞争日趋激烈，公司全国化市场推进缓慢是公司主要业绩增长的主要风险。

白酒行业税负较高，目前白酒消费税赋较重，未来国家调高消费税率将构成公司业绩下降风险。

附录：古井贡酒的小故事

臣县故令南阳郭芝，有九酝春酒。法用曲三十斤，流水五石，腊月二日清曲，正月冻解，用好稻米，施去曲滓，便酿法饮。日譬诸虫，虽久多完，三日一酿，满九石米止。臣得法酿之，常善。其上清滓亦可饮。若以九酝苦难饮，增为十酿，差甘易饮，不病。今谨上献。——曹操著《上九酝酒法奏（一作奏上九酝酒法）》

建安元年，曹操向汉献帝进献“九酝春酒”，使其成为“贡酒”。明正德十年，亳州当地建立公兴槽坊传承“九酝酿酒”之法。新中国成立十年之际，安徽省政府拨款发掘百年古窖池、搜集整理“九酝春酒”酿造之古法，使得“色清如水晶、香纯似幽兰、入口甘美醇和、回味经久不息”的古井贡酒焕发生机。美酒是中华民族悠久文化传承，也因此美酒才深得国人喜爱。

财务报表预测和估值数据汇总

						单位	百万元	模型更新时间	2011-7-14		
						财务指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
利润表						成长性					
营业收入	1,341.4	1,879.2	3,221.0	4,848.2	6,579.4	营业收入增长率	-2.7%	40.1%	71.4%	50.5%	35.7%
减: 营业成本	525.7	542.1	815.5	1,172.4	1,516.7	营业利润增长率	119.4%	141.2%	119.8%	68.2%	51.3%
营业税费	188.4	291.8	488.0	727.3	955.4	净利润增长率	305.2%	124.0%	109.2%	68.2%	51.3%
销售费用	247.1	405.2	645.3	929.2	1,191.4	EBITDA 增长率	56.3%	90.4%	104.3%	63.4%	50.8%
管理费用	205.7	262.9	417.2	582.9	738.3	EBIT 增长率	111.9%	128.7%	123.0%	65.4%	51.8%
财务费用	4.5	-10.4	-10.4	-41.5	-55.4	NOPLAT 增长率	268.3%	109.9%	113.8%	65.4%	51.8%
资产减值损失	9.0	-9.9	-9.9	6.7	6.4	投资资本增长率	-38.9%	-14.5%	75.8%	20.9%	30.7%
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	净资产增长率	-8.5%	29.9%	163.1%	28.0%	33.1%
投资和汇兑收益	4.1	1.0	0.1	1.0	1.0						
营业利润	165.1	398.3	875.4	1,472.3	2,227.5	利润率					
加: 营业外净收支	0.9	10.5	-0.1	-0.2	-0.5	毛利率	60.8%	71.2%	74.7%	75.8%	76.9%
利润总额	166.0	408.8	875.3	1,472.1	2,227.0	营业利润率	12.3%	21.2%	27.2%	30.4%	33.9%
减: 所得税	26.0	95.1	218.8	368.0	556.8	净利润率	10.4%	16.7%	20.4%	22.8%	25.4%
净利润	140.1	313.8	656.5	1,104.1	1,670.3	EBITDA/营业收入	17.1%	23.2%	27.7%	30.1%	33.4%
资产负债表	2009	2010	2011E	2012E	2013E	EBIT/营业收入	12.6%	20.6%	26.9%	29.5%	33.0%
货币资金	361.1	643.2	2,417.7	3,188.8	4,262.2	运营效率					
交易性金融资产	0.4	-	-	-	-	固定资产周转天数	102	67	37	24	17
应收账款	43.8	90.7	126.7	194.3	280.0	流动营业资本周转天数	11	-20	2	26	36
应收票据	72.6	96.0	198.9	269.8	369.5	流动资产周转天数	236	204	257	290	289
预付账款	2.4	1.8	-2.4	-9.4	-15.5	应收帐款周转天数	8	3	4	4	4
存货	366.2	452.9	567.2	870.5	1,149.3	存货周转天数	115	80	58	55	56
其他流动资产	-0.0	-0.0	0.0	0.0	0.0	总资产周转天数	384	307	318	328	316
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资资本周转天数	149	75	55	52	48
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	0.3	-	20.0	20.0	20.0	ROE	17.3%	29.9%	23.8%	31.2%	35.5%
投资性房地产	31.3	45.3	-	-	-	ROA	10.4%	16.9%	17.1%	22.0%	25.6%
固定资产	357.3	340.1	326.9	312.6	297.8	ROIC	21.0%	72.2%	180.6%	169.9%	213.3%
在建工程	3.3	9.0	6.0	4.2	3.1	费用率					
无形资产	81.9	154.4	144.2	134.7	125.8	销售费用率	18.4%	21.6%	20.0%	19.2%	18.1%
其他非流动资产	21.9	24.4	27.6	28.0	28.2	管理费用率	15.3%	14.0%	13.0%	12.0%	11.2%
资产总额	1,342.2	1,857.9	3,832.8	5,013.5	6,520.5	财务费用率	0.3%	-0.6%	-0.3%	-0.9%	-0.8%
短期债务	-	-	10.0	10.0	10.0	三费/营业收入	34.1%	35.0%	32.7%	30.3%	28.5%
应付账款	163.6	250.5	270.8	431.9	587.8	偿债能力					
应付票据	-	-	-	-	-	资产负债率	39.8%	43.5%	28.0%	29.5%	27.9%
其他流动负债	362.4	552.2	675.7	785.8	878.4	负债权益比	66.1%	77.0%	38.8%	41.8%	38.6%
长期借款	-	-	-	-	-	流动比率	1.59	1.60	3.38	3.60	4.02
其他非流动负债	3.2	4.6	92.2	226.6	313.4	速动比率	0.89	1.02	2.79	2.89	3.24
负债总额	534.2	808.5	1,071.3	1,479.1	1,817.0	利息保障倍数	37.84	-37.35	-83.26	-34.44	-39.22
少数股东权益	-	-	-	-	-	分红指标					
股本	235.0	235.0	252.5	252.5	252.5	DPS(元)	-	0.35	0.78	1.31	1.98
留存收益	573.0	814.5	2,509.0	3,281.9	4,451.0	分红比率	0.0%	26.2%	30.0%	30.0%	30.0%
股东权益	808.0	1,049.5	2,761.5	3,534.4	4,703.6	股息收益率	0.0%	0.4%	0.9%	1.5%	2.3%
现金流量表	2009	2010	2011E	2012E	2013E	业绩和估值指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
净利润	140.1	313.8	656.5	1,104.1	1,670.3	EPS(元)	0.60	1.34	2.60	4.37	6.61
加: 折旧和摊销	60.1	49.5	27.1	26.6	26.2	BVPS(元)	3.44	4.47	10.94	14.00	18.63
资产减值准备	9.0	-17.6	-9.9	6.7	6.4	PE(X)	144.2	64.4	33.1	19.7	13.0
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	25.0	19.3	7.9	6.1	4.6
财务费用	6.2	0.1	-10.4	-41.5	-55.4	P/FCF	67.0	54.6	52.4	22.3	15.1
投资收益	-4.1	-1.0	-0.1	-1.0	-1.0	P/S	15.1	10.8	6.7	4.5	3.3
少数股东损益	-0.0	-	-	-	-	EV/EBITDA	33.2	41.6	22.0	13.0	8.2
营运资金的变动	126.1	180.6	-17.8	-32.8	-126.3	CAGR(%)	99.0%	74.6%	49.5%	41.0%	31.4%
经营活动产生现金流量	349.9	517.7	645.4	1,061.9	1,520.1	PEG	1.5	0.9	0.7	0.5	0.4
投资活动产生现金流量	-28.9	-158.0	-22.0	-1.1	-1.1	ROIC/WACC	2.1	7.2	18.1	17.0	21.4
融资活动产生现金流量	-238.7	-78.0	1,096.0	-289.7	-445.7	REP	8.6	7.0	1.7	1.5	0.8

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

分析师简介

李铁，食品饮料行业分析师。经济学学士，格拉斯哥大学（Glasgow University）会计和财务管理硕士，中国注册会计师、中国注册税务师。曾就职于德勤华永会计师事务所，2008年1月加盟安信证券研究中心。

徐昊，食品饮料行业分析师。会计学硕士，3年食品饮料行业投资研究经验。曾就职于国都证券研究所，2011年7月加盟安信证券研究中心。

分析师声明

李铁声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。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，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发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“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

销售联系人

梁涛	上海联系人	朱贤	上海联系人
021-68766067	liangtao@essence.com.cn	021-68765293	zhuxian@essence.com.cn
凌洁	上海联系人	黄方祥	上海联系人
021-68765237	lingjie@essence.com.cn	021-68765913	huangfc@essence.com.cn
张勤	上海联系人	周蓉	北京联系人
021-68763879	zhangqin@essence.com.cn	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
潘冬亮	北京联系人	马正南	北京联系人
010-59113590	pandl@essence.com.cn	010-59113593	mazn@essence.com.cn
李昕	北京联系人	胡珍	深圳联系人
010-59113565	lixin@essence.com.cn	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
李国瑞	深圳联系人		
0755-82558084	ligr@essence.com.cn		

安信证券研究中心

深圳

深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层
邮编: 518026

上海

上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层
邮编: 200123

北京

北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层
邮编: 100034