

各方面改革推进及深化， 定增进进一步释放增长潜力

投资要点：

1. 事件

公司非公开发行 A 股股票申请获得有条件通过后，我们对公司进行了跟踪研究。

2. 我们的分析与判断

(一)、公司各方面改革推进及深化、增长基础不断夯实

上海浦创受让古井集团 40% 股权性质上完成国有到民营的转变，保障了公司决策和运营效率的根本改变。从公司近几年的发展变化来看，产品创新、生产夯实、销售变革、组织结构等各个方面不断推进和深化，增长的基础不断夯实，从而带来业绩的持续超预期。

(二)、在不断演化的省内外白酒竞争格局中，古井贡酒后发优势明显

安徽省本地白酒企业竞争白热化，从竞争格局的演化来看，省内白酒企业将逐步拉开距离。古今贡酒在省内中高端白酒具有绝对优势，公司定下目标安徽市场公司必须做到第一，而且与第二要有绝对的差距，3 年内安徽做到 30-50 亿元，每个地级市至少实现 2 个亿销售收入。古井贡酒在 2010 年已达到省内第一，从 2011 年上半年的销售情况来看，公司正与其他企业拉开档次。

(三)、定向增发进一步释放公司持续增长的潜力

公司定向增发于 6 月 21 日收到证监会批复，核准公司非公开发行不超过 2000 万股 A 股新股，发行价格不低于 66.51 元/股，预计募集资金净额 12.26 亿元。募集资金用于涉及优质基酒酿造技术改造项目，基酒勾储、灌装中心及配套设施建设项目，营销网络建设项目，品牌传播建设项目。我们预计最终增发价格远超发行底价。定增项目将从生产、销售、品牌全方面夯实基础，我们看好此次定向增发，将进一步释放持续发展的潜力。

3. 投资建议

公司计划未来 3 年内安徽做到 30-50 亿元，省外市场聚焦苏、鲁、豫、浙、冀市场，河南、江苏、山东突破 10 亿。公司后续存在制定股权激励的可能性。我们预计公司 2011-2013 年销售收入分别为 34.81 亿、50.28 亿和 64.05 亿，实现 EPS2.71 元、4.22 元和 6.06 元，给予推荐的投资评级。

古井贡酒 (000596.sz)

推荐 首次评级

分析师

郭怡娴 (白酒行业)

☎: (8610) 6656 8229

✉: guoyixian@chinastock.com.cn

执业证书编号: S1070510120021

董俊峰 (首席)

☎: (8610) 6656 88780

✉: dongjunfeng@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130511010002

市场数据 时间 2011.07.22

A 股收盘价(元)	93.19
A 股一年内最高价(元)	98.00
A 股一年内最低价(元)	43.10
上证指数	2794.21
市净率	6.55
总股本 (万股)	23500
实际流通 A 股 (万股)	17500
限售的流通 A 股 (万股)	6000
流通 A 股市值(亿元)	163.08

相对上证综指表现图

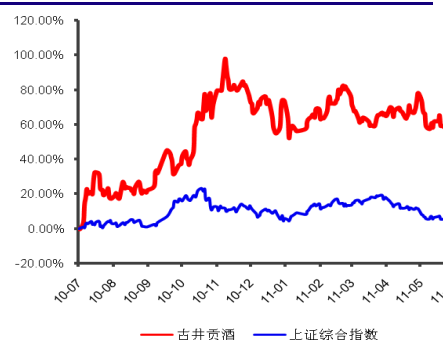


表 1: 财务报表预测

利润表	2010A	2011E	2012E	2013E	主要财务指标	2010A	2011E	2012E	2013E
营业总收入	187916	348170	502840	640488	成长性				
营业总成本	148183	263267	370483	450717	营业收入增长	40.1%	85.3%	44.4%	27.4%
营业成本	54208	85302	115150	124063	营业成本增长	3.1%	57.4%	35.0%	7.7%
财务费用	-1039	-646	-1116	-1916	营业利润增长	141.2%	113.2%	55.9%	43.4%
销售费用	40525	79383	115653	149234	利润总额增长	146.3%	107.7%	55.9%	43.4%
管理费用	26293	45262	62855	80061	净利润增长	124.0%	103.0%	55.9%	43.4%
投资净收益	98	0	0	0	盈利能力				
营业利润	39831	84903	132357	189771	毛利率	71.2%	75.5%	77.1%	80.6%
营业外收支	1051	0	0	0	销售净利率	16.7%	18.3%	19.7%	22.2%
利润总额	40881	84903	132357	189771	ROE	29.9%	37.8%	37.1%	34.7%
所得税	9505	21226	33089	47443	ROIC	50.3%	81.0%	87.1%	97.8%
少数股东损益	0	0	0	0	营运效率				
净利润	31376	63677	99268	142328	销售费用/营业收入	21.6%	22.8%	23.0%	23.3%
资产负债表 (万元)					管理费用/营业收入	14.0%	13.0%	12.5%	12.5%
货币资金	64323	101876	185193	307639	投资收益/营业利润	0.2%	0.0%	0.0%	0.0%
应收帐款	1282	2375	3430	4369	所得税/利润总额	23.3%	25.0%	25.0%	25.0%
应收票据	9603	17793	25697	32731	应收帐款周转率	107.12	190.42	173.24	164.24
存货	45288	79331	109393	121581	存货周转率	1.32	1.37	1.22	1.07
流动资产合计	128468	215556	344172	492312	流动资产周转率	1.76	2.02	1.80	1.53
固定资产	34912	53985	69934	82757	总资产周转率	1.17	1.46	1.38	1.24
资产总计	185793	291188	434985	595182	偿债能力				
短期借款	0	0	0	0	资产负债率	43.5%	42.1%	38.4%	31.1%
应付款项	12548	12795	17273	18609	流动比率	1.60	1.76	2.06	2.66
流动负债合计	80391	122563	167092	184961	速动比率	1.03	1.11	1.41	2.00
长期借款	0	0	0	0	每股指标 (元)				
负债合计	80846	122563	167092	184961	摊薄 EPS	1.34	2.71	4.22	6.06
股本	23500	23500	23500	23500	每股净资产	4.47	7.18	11.40	17.46
留存收益	81448	145125	244393	386721	每股经营现金流	2.20	2.66	4.61	6.27
少数股东权益	0	0	0	0	每股经营现金/EPS	1.7	1.0	1.1	1.0
权益合计	104948	168625	267893	410221	估值	2010A	2011E	2012E	2013E
负债股东权益总计	185793	291188	434985	595182	PE	68.3	33.6	21.6	15.0
现金流量表 (万元)					PEG	1.04	0.68	0.39	0.35
经营活动现金流	51770	62552	108318	147446	PB	20.4	12.7	8.0	5.2
其中营运资本减少	11632	-7363	-769	-7826	EV/EBITDA	50.22	23.55	15.19	10.67
投资活动现金流	-15795	-25000	-25000	-25000	EV/SALES	11.40	6.15	4.26	3.34
其中资本支出	-17602	-25000	-25000	-25000	EV/IC	36.94	21.84	16.74	13.37
融资活动现金流	-7801	0	0	0	ROIC/WACC	4.80	7.72	8.30	9.32
净现金总变化	28174	37552	83318	122446	REP	7.70	2.83	2.02	1.43

资料来源: 中国银河证券研究部

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%-20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

董俊峰，行业研究主管兼食品饮料行业证券分析师（首席）。1994—1998 年消费品营销策划业四年从业经历、1998—1999 年超市业一年从业经历、2001 年至今证券业十年从业经历。清华大学硕士。2003 年首创消费品行业数量化研究模型《品牌渠道评级体系》，已获国家版权局著作权登记证书。

周颖，食品饮料行业证券分析师（非白酒行业）。2007 年至 2011 年 2 月在中信证券从事行业研究工作，2011 年 3 月至今在银河证券从事食品饮料行业研究工作。清华大学硕士。

郭怡娴，食品饮料行业证券分析师（白酒行业）。2008 年至今从事食品饮料行业研究。武汉大学金融学硕士。

上述三人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

银河证券有权在发送本报告前使用本报告所涉及的研究或分析内容。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研

究部

北京市西城区金融街 35 号国际

企业大厦 C 座 100033

电话：010-66568888

传真：010-66568641

网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

北京地区联系： 010-66568849

上海地区联系： 010-66568281

深圳广州地区联系：010-66568908