

各方面改革推进深化， 省内外市场加速拓展

投资要点：

● 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% 股权后，公司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。

● 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

“古井贡酒”仍是拥有市场最广泛认知度的白酒品牌之一，其高端品牌的形象易于通过核心主导产品的实施导入给消费者。安徽省本地白酒企业竞争白热化，从竞争格局的演化来看，省内白酒企业逐步拉开距离。在这个过程中，古井强大的品牌影响力将发挥巨大的作用并使企业最终领先。

● 非公开发行进一步释放公司持续增长的潜力

公司非公开发行于 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。募投项目将从生产、销售、品牌全方面夯实基础，我们看好此次非公开增发，公司进一步释放持续发展的潜力。

● 盈利预测和投资评级：

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。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。

● 主要风险因素：受宏观经济影响的产品量价关系变化有可能超过我们的预期，从而影响对公司的盈利预测。

主要财务指标

	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	1341.43	1879.16	3481.70	5028.40	6404.88
EBITDA(百万元)	234.55	426.62	909.51	1410.60	2007.99
净利润(百万元)	140.09	313.76	636.77	992.68	1423.28
摊薄 EPS(元)	0.60	1.34	2.71	4.22	6.06
PE	156.26	69.77	34.37	22.07	15.37
EV/EBITDA(X)	155.57	85.53	40.12	25.87	18.17

资料来源：中国银河证券研究部

古井贡酒 (000596.sz)

推荐 首次评级

分析师

董俊峰 (首席)

☎: (8610) 6656 88780

✉: dongjunfeng@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130511010002

联系人

郭怡娴 (白酒行业)

☎: (8610) 6656 8229

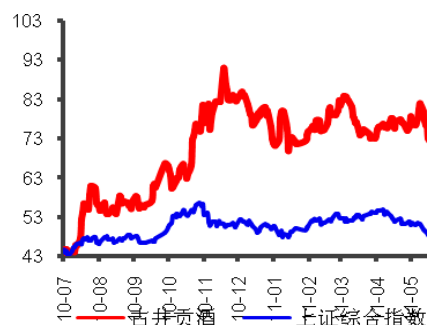
✉: guoyixian@chinastock.com.cn

执业证书编号: S1070510120021

市场数据 时间 2011.07.29

A 股收盘价(元)	93.15
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)	163.01

相对上证综指表现图



资料来源：中国银河证券研究部

相关研究

(1) 古井贡酒 (000596): 各方面改革推进及深化，定增进一步释放增长潜力 20110722

投资概要:

驱动因素、关键假设及主要预测:

国有到民营的转变继续保障公司决策和运营效率的提高;省内外竞争格局不断演化,名优白酒受益于消费升级和集中度提高;非公开发行后公司进一步释放持续增长的潜力。

年份原浆 2009 年和 2010 年分别实现销售收入 2.4 亿和 7.4 亿元,占到总体销售收入的 23% 和 44%,预计 11 年总收入占比达到 50%以上,成为品牌的有效载体,并对产品系列形成拉动,产品结构继续升级。

生存板块:三年内做到 30-50 亿,每个地级市至少实现 2 个亿销售收入;发展板块:聚焦苏鲁豫浙冀,未来三年做到河南 10 亿,江苏 10 亿,山东 10 亿;潜力板块:布局战略市场。2011-2013 年销售收入分别为 34.81 亿、50.28 亿和 64.05 亿。

我们与市场不同的观点:

1、各方面改革推进及深化、增长基础不断夯实

2009 年 5 月,公司实施产权体制变革,上海浦创受让古井集团 40%股权后,公司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。

2、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

“古井贡酒”仍是拥有市场最广泛认知度的白酒品牌之一,其高端品牌的形象易于通过核心主导产品的实施导入给消费者。年份原浆表现出了旺盛的品牌生命力和厚重的品牌文化底蕴,正是以古井贡酒作为老八大名酒的质量和品牌作为背书。

安徽省本地白酒企业竞争白热化,各企业以销售见长,营销手段创新不断并被不断模仿和超越。从竞争格局的演化来看,省内白酒企业逐步拉开距离。在这个过程中,品牌影响力将发挥巨大的作用并使企业最终领先。

3、非公开发行进一步释放公司持续增长的潜力:

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。募投项目将从生产、销售、品牌全方面夯实基础,将进一步释放持续发展的潜力。

估值与投资建议:

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。

股价表现的催化剂:

产品提价、省内外市场开拓进度超预期;公司推出股权激励计划。

主要风险因素:

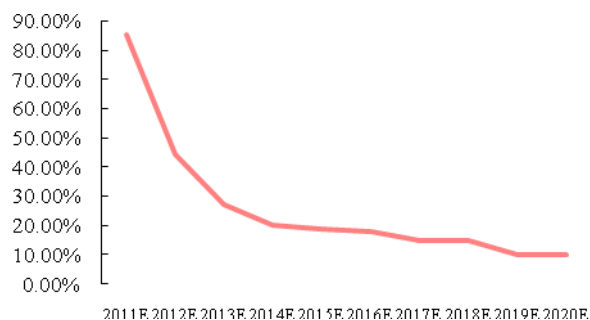
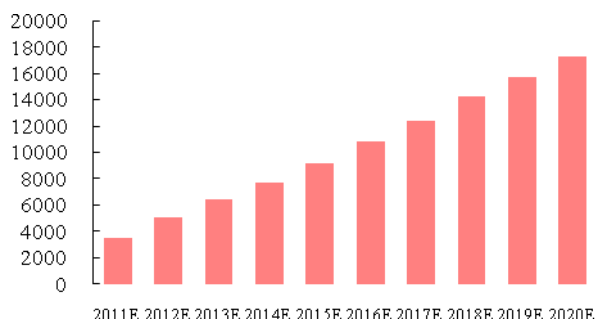
受宏观经济减速影响的产品量价关系变化有可能超过我们的预期,从而影响对公司的盈利预测。

目 录

一、公司估值分析.....	3
(一)、相对估值分析.....	3
(二)、绝对估值分析.....	3
二、白酒消费的新格局.....	4
(一)、消费结构升级,次高端、中高端市场增长迅速.....	4
(二)、白酒进入整合阶段,名酒加大全国市场拓展力度.....	4
二、在不断演化的省内白酒竞争格局中,古井贡酒后发优势明显.....	5
(一)、安徽省白酒生产和消费基础较好.....	5
(二)、省内白酒企业机制灵活、竞争激烈.....	5
(三)、在不断演化的省内白酒竞争格局中,古井贡酒后发优势明显.....	6
三、各方面改革推进及深化、增长基础不断夯实.....	8
(一)、第一步:成功导入“年份原浆”.....	8
(二)、第二步:营销体制变革,采取深度分销模式.....	9
(三)、第三步:夯实生产基础,实现传统酿造工艺的现代化改造.....	9
(四)、第四步:改革内部组织结构,向百亿目前挺进.....	9
四、占据安徽,布局全国,实现“拿下 50 亿,畅想 100 亿”的发展目标.....	10
(一)、生存板块:三年内做到 30-50 亿.....	10
(二)、发展板块:聚焦苏鲁豫浙冀.....	10
(二)、潜力板块:布局战略市场.....	10
五、定向增发进一步释放公司持续发展的潜力.....	11
(一)、优质基酒酿造技术改造项目.....	11
(二)、基酒勾储、灌装中心及配套设施建设项目.....	11
(三)、营销网络建设项目.....	11
(四)、品牌传播建设项目.....	12
六、销售预测和投资评级.....	13

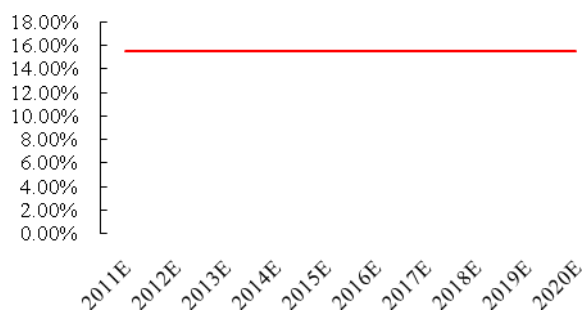
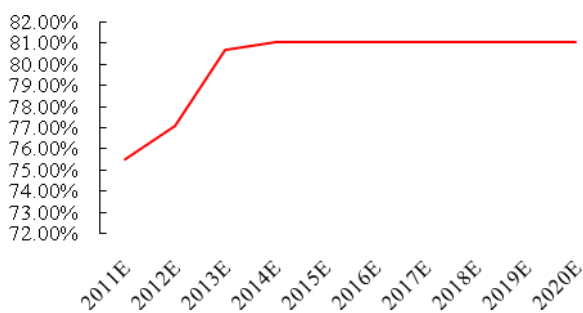
关键假设:

图 1: 公司销售收入、增速 (百万元, %)



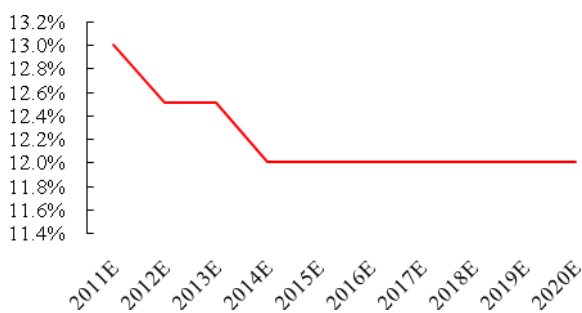
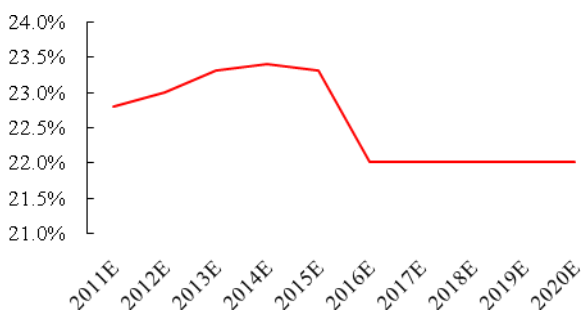
资料来源: 中国银河证券研究部

图 2: 公司毛利率、主营业务税金及附加率 (%)



资料来源: 中国银河证券研究部

图 3: 公司销售费用率、管理费用率 (%)



资料来源: 中国银河证券研究部

一、公司估值分析

(一)、相对估值分析

表 1: 上市公司估值 (元/股)

简称	收盘价	EPS			PE			PEG
		2011E	2012E	2013E	2011E	2012E	2013E	
贵州茅台	206.69	7.71	10.94	14.22	26.79	18.89	14.54	0.75
五粮液	38.00	1.50	1.93	2.39	25.38	19.72	15.93	0.97
山西汾酒	79.71	2.00	2.88	4.02	39.93	27.66	19.85	0.95
泸州老窖	48.01	1.99	2.64	3.44	24.15	18.21	13.96	0.77
古井贡酒	93.15	2.71	4.22	6.06	34.37	22.07	15.37	0.69

资料来源: 中国银河证券研究部

(二)、绝对估值分析

表 2: DCF 敏感性分析 (元/股)

目前股价	93.15	WACC				
		8.49%	9.49%	10.49%	11.49%	12.49%
	0%	152.0	131.8	115.6	102.5	91.6
	1%	165.4	141.5	122.9	108.0	95.9
g	2%	182.9	153.8	131.8	114.7	101.0
	3%	206.9	170.0	143.2	123.0	107.2

资料来源: 中国银河证券研究部

二、白酒消费的新格局

（一）、消费结构升级，次高端、中高端市场增长迅速

茅台、五粮液终端价格的不断攀升，为次高端、中高端市场留出较大的市场空间。伴随消费升级和“腰部”市场空间的打开，地方白酒并不具备生产该价格档次产品的品牌力和产品力，为知名品牌在该价格带全国化发展提供了良好的发展机会。

中低端产品量大利薄，流通成本高而无法形成全国化品牌；而中高端和次高端产品需要极强的品牌来支撑，唯有文化底蕴深厚、品牌影响力强的企业具备必要的产品力和品牌力，在全国化的过程中最大程度的降低流通阻力，取得竞争优势。

从细分的市场看，“腰部”的增速最为明显，以洋河、汾酒、古井贡为代表的次高端、中高端白酒品种，销量均超过100%。

（二）、白酒进入整合阶段，名酒加大全国市场拓展力度

十二五发展规划中，啤酒、葡萄、黄酒、白酒的年均增速为 4%、15%、12%、1.55%，白酒行业整体的销量增长非常缓慢，按照此规划，2015 年白酒产量将达到 920 万千升。在 2010 年披露的 850 万千升的产量中，上市公司占的量非常少。

现在白酒生产企业 3 万多家，有证的企业 5000~6000 家，行业整合度非常低。政策环境也有利于行业整合，如四川省政府提出“中国白酒金三角”、山西省政府酝酿“酒九条”，知名白酒企业都在进行产能扩张和全国化布局，制定了宏伟的发展计划。

郎酒：2012 年实现销售收入 100 亿，2015 年销售收入 200 亿，2020 年销售收入 300 亿；

西凤酒：2015 年成品酒产能达到 15 万吨，原酒产能 10.5 万吨，销售收入实现 100 亿；

茅台：2015 年 400 亿元，产量 4 万吨；

汾酒：2015 年实现汾酒的百亿销售，2013 年可能提前实现（集团口径）；

五粮液：十二五期间实现收入翻番，达到 300 亿的收入规模；

泸州老窖：2013 年白酒销售收入 130 亿元（含税）。

酒讲究文化底蕴，未来几年白酒可能会发生大的整合，消费会向具备品牌知名度的优势企业集中。

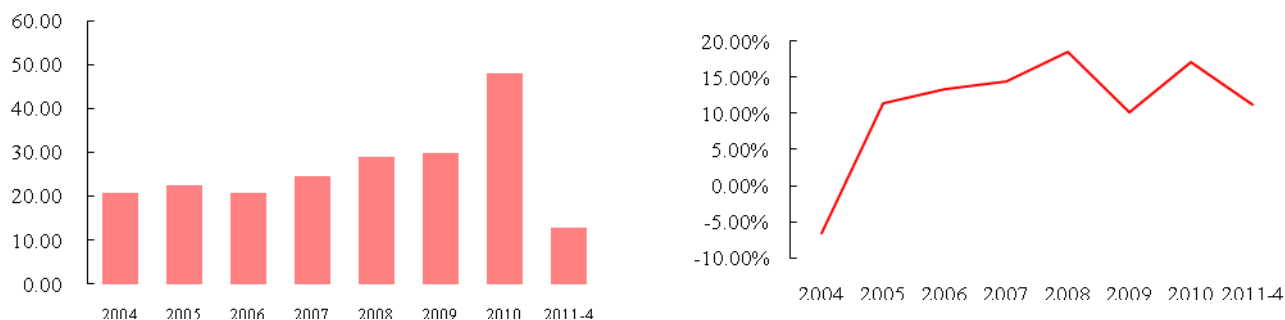
二、在不断演化的省内白酒竞争格局中，古井贡酒后发优势明显

（一）、安徽省白酒生产和消费基础较好

作为全国重要的白酒产业基地之一，安徽可以说是仅次于川酒的省份，自身生产和消费基础较好，2010 年白酒市场规模约 120 亿元，规模以上白酒企业有 140 家，1-11 月实现主营收入 113 亿元，同比增长 22.42%，实现利润约为 14.5 亿元，同比增长 76.22%，产量 43.5 万吨，同比增长 18.06%。

2010 年 1 月，国务院正式批复《皖江城市带承接产业转移示范区规划》，意味着皖酒龙头的发展得到了政策与经济发展的有力支撑，为其白酒产业带来新的契机。目前安徽省内白酒主流消费档次较低，经济的发展将带动白酒的消费升级。

图 4：安徽省 2004-2011 年 4 月白酒产量及增速情况（万千升，%）



资料来源：中国银河证券研究部

（二）、省内白酒企业机制灵活、竞争激烈

安徽白酒历史悠久，地域优势和名牌优势明显，素有“东不入皖”之说法，省内白酒企业机制灵活、竞争激烈。2010 年按照收入排序前六位为：迎驾贡酒、口子窖酒、古井贡酒、金种子酒、皖酒、宣酒。其中：迎驾贡酒、皖酒、宣酒均为民营体制；口子酒业于 2008 年 11 月将 25% 的股权卖给了高盛，获得 3.5 亿元，用于扩大产能和拓展营销；2009 年 7 月古井集团 40% 的国有股权顺利出让给上海浦创股权投资有限公司。

安徽白酒市场是个相对封闭的内部竞争型市场，高端产品还是以茅台、五粮液为主导，500 元/瓶以下的价格区间则以安徽本地酒为主，以民营为主的皖酒形成了以销售建长的特征。省内市场竞争激烈可谓是一把双刃剑，一方面省内营销资源投入较多，弱化了大本营的盈利能力；另一方面在省外扩张的过程中，显示出了非常强的进攻意识。

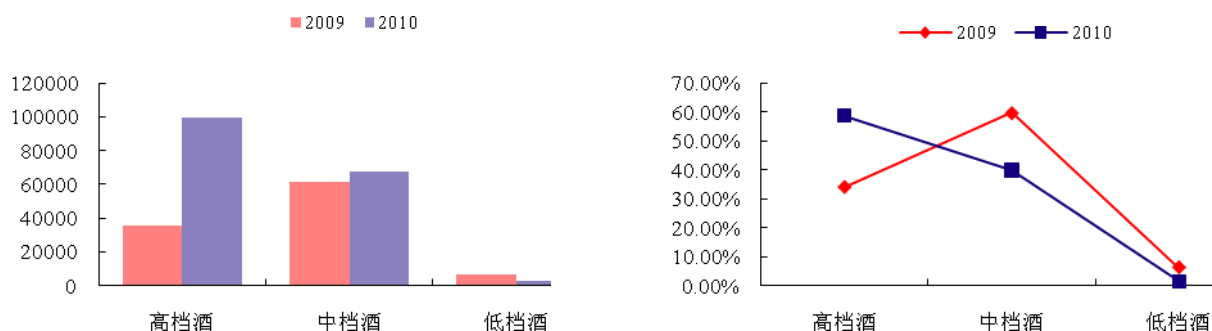
（三）、在不断演化的省内白酒竞争格局中，古井贡酒后发优势明显

新中国成立之后，古井贡酒连续四次入围中国名酒评比，在皖酒中是唯一获得全国名酒称号的企业，品牌知名度可谓最强。早在上世纪 80—90 年代，公司产品的消费群体就已遍布全国，甚至在海外华人中间也具有相当的知名度。

判断一家白酒企业是否具有长久旺盛的生命力，关键取决于其核心主导品牌发展的可持续性。直至今日，“古井贡酒”仍是拥有市场最广泛认知度的白酒品牌之一，其高端品牌的形象易于通过核心主导产品的实施导入给消费者。年份原浆表现出了旺盛的品牌生命力和厚重的品牌文化底蕴，正是以古井贡酒作为老八大名酒的质量和品牌作为背书。

2009 和 2010 年，公司白酒销售收入同比提升 3.74% 和 64.07%，毛利率同比提升 24.46% 和 5.52%，销售净利率同步提升 7.94% 和 6.26%，经营活动现金流同比提高 44.66% 和 47.65%，ROE 分别提高 12.59% 和 17.18%，显示高端产品年份原浆的强大盈利能力，对于公司产品结构升级的带动作用。

图 5：高、中、低档酒销售收入及占比情况（万元，%）

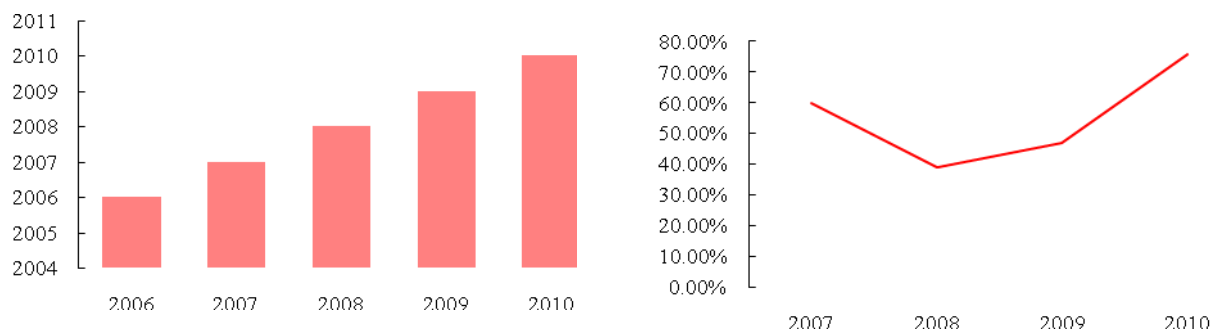


资料来源：中国银河证券研究部

安徽省本地白酒企业竞争白热化，各企业以销售见长，营销手段创新不断并被不断模仿和超越。从竞争格局的演化来看，省内白酒企业将逐步拉开距离。在这个过程中，品牌影响力将发挥巨大的作用并使企业最终领先。古今贡酒在省内中高端白酒具有绝对优势，堪比洋河在江苏省内市场销售收入的快速增长。江苏省内名优白酒企业竞争，洋河股份凭借品牌和营销优势，在省内市场实现份额的不断提升。

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。

图 6: 洋河 2006-2010 年省内市场销售收入及同比增速 (百万元, %)



资料来源: 中国银河证券研究部

表 3: 商务部举行的五次全国名酒评选结果

第一届	1952 年	四大名酒	茅台酒、汾酒、泸州老窖特曲酒、西凤酒
第二届	1963 年	八大名酒	五粮液、 古井贡酒 、泸州老窖特曲、全兴大曲酒、茅台酒、西凤酒、汾酒、董酒
第三届	1979 年	八大名酒	茅台酒、汾酒、五粮液、剑南春、 古井贡酒 、洋河大曲、董酒、泸州老窖特曲
第四届	1984 年	十三种名酒	茅台酒、汾酒、五粮液、洋河大曲、剑南春、 古井贡酒 、董酒、西凤酒、泸州老窖特曲、全兴大曲酒、双沟大曲、特制黄鹤楼酒、郎酒
第五届	1989 年	十七种名酒	茅台酒、汾酒、五粮液、洋河大曲、剑南春、 古井贡酒 、董酒、西凤酒、泸州老窖特曲、全兴大曲酒、双沟大曲、特制黄鹤楼酒、郎酒、武陵酒、宝丰酒、宋河粮液、沱牌曲酒

资料来源: 中国银河证券研究部

三、各方面改革推进及深化、增长基础不断夯实

古井贡酒在上世纪 90 年代占据行业第三的位置，从 2000 年以来由于产品低挡、平民化，公司进行多元化发展，白酒主业低位逐渐下降。07 年公司明确提出并执行“回归与振兴”及“聚焦”的战略，力争回归白酒第一阵营。

2009 年 5 月，公司实施产权体制变革，上海浦创受让古井集团 40% 股权。古井贡酒作为老八大名酒，曾经由于体制的原因而发展缓慢，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。

（一）、第一步：成功导入“年份原浆”

2008 年 10 月公司推出核心主导产品“年份原浆”，产品创新、价格档次、目标群体定位准确，一炮走红市场，销售量迅速提高。2009 年和 2010 年分别实现销售收入 2.4 亿和 7.4 亿元，占到总体销售收入的 23% 和 44%，预计 11 年总收入占比达到 50% 以上。

明星产品占到总收入的 50%，能够成为品牌的有效载体，从而实现品牌和营销资源的有效聚焦，并对产品系列形成拉动，形成良性循环。

而要实现 100 亿的销售目标，仅靠推出高端产品是不够的，需要打造涵盖高中低全价位的完善清晰的产品体系。在推出年份原浆系列之后，公司又推出花系淡雅系列，价格在 50-100 元之间，定位中低档主推产品。

从产品结构来看，公司已形成以年份原浆为高端和花系淡雅为中低档的清晰产品结构。古井贡酒系列今后将作为非主推产品，任其自然发展。

表 4：古井贡酒主要产品线（元/瓶）

		零售价格（元/瓶）
古井原浆系列	26 年古井原浆	1288
	16 年古井原浆	428
	8 年古井原浆	268
	5 年古井原浆	158
	献礼版	108
古井贡酒系列	古井贡酒十年陈酿	230
	古井贡酒五年陈酿	130
	金奖古井贡酒	108
	红运古井贡酒	88
	精品幽雅古井贡酒	70
花系淡雅	青花	90
	红花	78
	兰花	58

低档酒

老玻贡

10-20 元

资料来源：中国银河证券研究部

（二）、第二步：营销体制变革，采取深度分销模式

公司对销售渠道实行扁平化管理，共设立 38 个大区分销公司，其中安徽省设立 19 个大区，扩充销售人员队伍，以加大渠道拓展深化和管理的力度。

2010 年围绕“深度营销、高效执行”的营销战略，重点推行“路路通”、“店店通”和“人人通”的三通工程，进一步扁平化公司的深度分销模式，强化终端掌控能力，从而更为高效地推进公司销售活动的开展和推广。

（三）、第三步：夯实生产基础，实现传统酿造工艺的现代化改造

公司中低档酒至少储存 3 年，高档酒至少 5 年，要实现持续增长，必须夯实生产基础，存储产能一定要大于当年销售。2000-2007 年储存了大量的原酒，07 年以来对原来停产的产能以每年 3000-5000 吨恢复生产，到 10 年 9 月已全部恢复生产。在包装原材料涨价的情况下，规模经济和技术进步带动 09、10 年公司包装成本连续下降。

公司另一方面实现传统酿造工艺的现代化改造，进一步提高名优和高端白酒的产能，将用定向增发募集资金对现有产能进行技改并新建部分产能，提高优质酒产出率，普通酒和优质酒的比例将从原先的 7:3 转变至 3:7。

（四）、第四步：改革内部组织结构，向百亿目前挺进

公司制定百亿的发展目标和“全国布局、稳步推进，重点突破”的整体发展思路，必须从内部组织结构上进行调整。

公司销售公司总部营销职能部门由亳州迁至合肥，在合肥成立古井营销指挥中心；重点区域板块市场设立区域营销平台，链接总部与大区，区域销售政策的决策和执行权下放至区域营销平台，通过区域营销平台协调辖区内资源，提高合力和反应能力。

公司计划在全国成立 9 个区域营销平台，涵盖安徽、河南、江苏、山东、华南、华东、华北、华中、西北等地区。重点突破城市如深圳、北京、郑州等城市，设立直销运营中心。

四、占据安徽，布局全国，实现“拿下 50 亿，畅想 100 亿”的发展目标

公司制定“拿下 50 亿，畅想 100 亿”的发展目标，营销战略上把全国分为三类市场，以图实现全国化的目标。

（一）、生存板块：三年内做到 30-50 亿

安徽作为生存板块，公司制定安徽市场必须做到第一，而且与第二要有绝对的差距。3 年内安徽必须做到 30-50 亿元，每个地级市至少实现 2 个亿销售收入。

公司只用了一年时间已独霸合肥，合肥 10 年实现 1.2 亿元收入，2010 年省内过亿市场包括亳州、合肥、芜湖、马鞍山、安庆等。

按照 2010 年安徽省 120 亿的销售规模看，省内市场占有率仅在 10%。一般来说，区域聚焦一个地级市三四个亿，安徽省共有 17 地级市，按照目前的发展趋势，从这个角度看，省内市场挖潜空间巨大。

（二）、发展板块：聚焦苏鲁豫浙冀

白酒企业的影响力以产地为原点，随半径延伸而趋弱。公司认为目前还不具备多线作战的能力，未来将继续实行聚焦原则，集中精力和资源做好发展板块，包括苏、鲁、豫、浙、冀市场。

10 年省外市场增速超过省内，其中河南、江苏市场销售收入均超过 2 亿，山东、河北超 1 亿，四省合计超过 5 亿，占公司收入比重超过 30%。11 年一季度安徽、河南、山东、江苏增幅最大，都在 30%以上。

公司计划未来三年做到河南 10 亿，江苏 10 亿，山东 10 亿。

（二）、潜力板块：布局战略市场

第三类是潜力市场，比如北京（已建立会所），深圳、上海、广州等。在精力和资源允许的前提下，公司着手布局战略市场，为公司未来走向全国打下基础。

五、非公开发行进一步释放公司持续发展的潜力

公司于6月21日收到中国证券监督管理委员会《关于核准安徽古井贡酒股份有限公司非公开发行股票批复》，核准公司非公开发行不超过2000万股A股新股，自核准发行之日起6个月内有效。发行价格不低于66.51元/股，预计募集资金净额12.26亿元。募集资金将主要用于扩充优质基酒和营销网络建设、广告投放的项目。我们看好此次非公开发行，公司将进一步释放持续发展的潜力。

表5：非公开发行募投项目（万元）

		总投资额	计划使用募集资金
1	优质基酒酿造技术改造项目	13500	13500
2	基酒勾储、灌装中心及配套设施建设项目	68600	68600
3	营销网络建设项目	27500	27500
4	品牌传播建设项目	65000	17000
	合计	174600	126600

资料来源：中国银河证券研究部

（一）、优质基酒酿造技术改造项目

该项目在保持基酒总产能不变的前提下，对其中年产20,000吨的基酒酿造车间及配套设施实施技术升级改造，即在减少8,000吨普通基酒产能的同时增加8,000吨优质基酒产能。技改后将实现普通酒和优质酒的比例将从原先的7:3转变至3:7。

（二）、基酒勾储、灌装中心及配套设施建设项目

公司拟投资建设基酒勾储、成品酒灌装中心及相关配套设施。项目建成后，将新增50,000吨的基酒勾储能力和50,000吨的成品酒灌装能力。

（三）、营销网络建设项目

计划在合肥成立全国营销指挥中心及区域物流运营中心，在安徽市场新建102家精品终端展示店，与公司现有的营销渠道共同构成层次鲜明、分工有序、布局合理的全国营销网络，扩大公司的市场影响力、品牌号召力和产品渗透力。

表6：营销网络建设项目

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

资料来源：中国银河证券研究部

本项目计划在安徽省增加 102 个营销网点，一方面可以进一步提高主导产品“年份原浆”及其他档次产品在省内的网点覆盖率，进一步落实渠道下沉和销售渠道扁平化战略；另一方面，公司按照“体验馆”、“旗舰店”、“专卖店”三个层次对这些网点进行功能设计，将它们打造为古井贡酒高端品牌的展示平台和消费体验平台，借以突出品牌高端形象，加深与经销商之间的合作，增强企业自身对市场的管控和分销能力，并能与公司“三通工程”（路路通、店店通、人人通）营销策略形成有效配合，从而建立起层次鲜明、分工有序的营销网络。

（四）、品牌传播建设项目

本项目计划总投资 65,000 万元，用于在特定的品牌传播平台，如电视媒体、户外媒体、大型公关活动等进行广告投入，借以快速提升公司品牌的高端形象，加速提升公司的市场占有率和经营业绩，增强企业在同行业中的综合竞争力。本项目拟使用募集资金 17,000 万元，将全部用于在中央电视台、凤凰卫视、安徽卫视等电视媒体的广告投入。

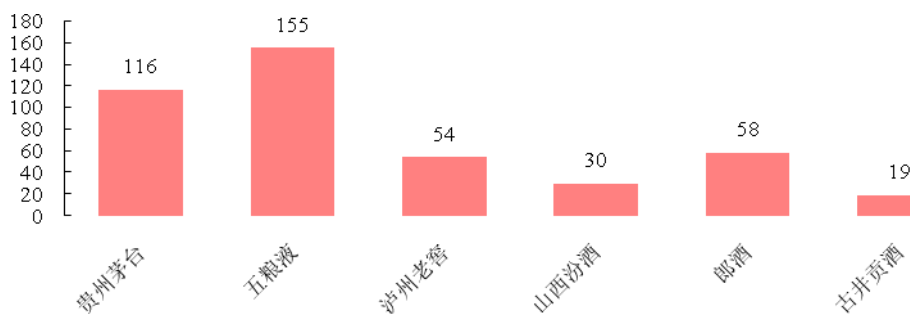
表 7：品牌传播建设项目（万元）

序号	投资项目	投资金额	比例
1	电视媒体广告投放	37000	56.92%
	其中：使用募集资金金额	17000	26.15%
2	重点市场户外广告投放	12000	18.46%
3	重点市场车身广告投放	5500	8.46%
4	大型公关活动投放	5500	8.46%
5	平面、网络等其他媒体广告投放	5000	7.70%
	合计	65000	100.00%

资料来源：中国银河证券研究部

六、销售预测和投资评级

图 7：2010 年部分白酒企业销售收入对比情况（亿元）

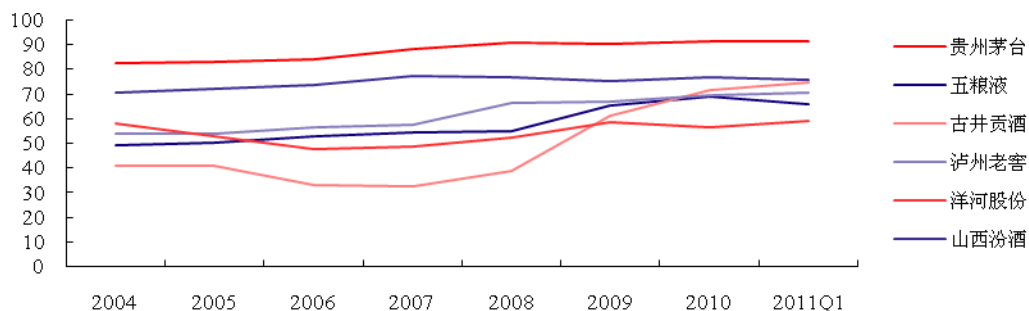


资料来源：中国银河证券研究部

古今贡酒 90 年代一度稳居行业前三名，由于发展思路滞后和经营机制的缺陷，公司发展一度落后。

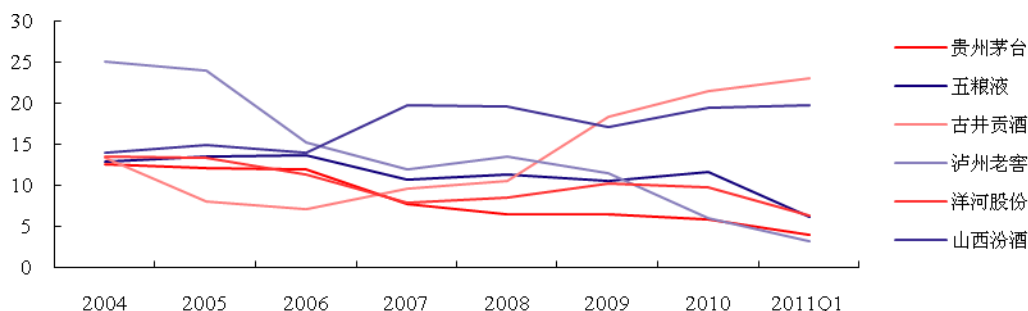
2007 年，公司提出“回归与振兴”战略之后，产品升级、渠道下沉、价格管控、市场聚集进行了全面的革新，其销售规模和经营业绩取得了爆发性增长，市场形象快速回升。09、10 年以来公司销售快速崛起，分别达到 10 亿和 17 亿。目前古井贡酒年销售收入仅有十几亿元，低于不少地方性品牌公司。

图 8：白酒上市公司毛利率对比情况（%）



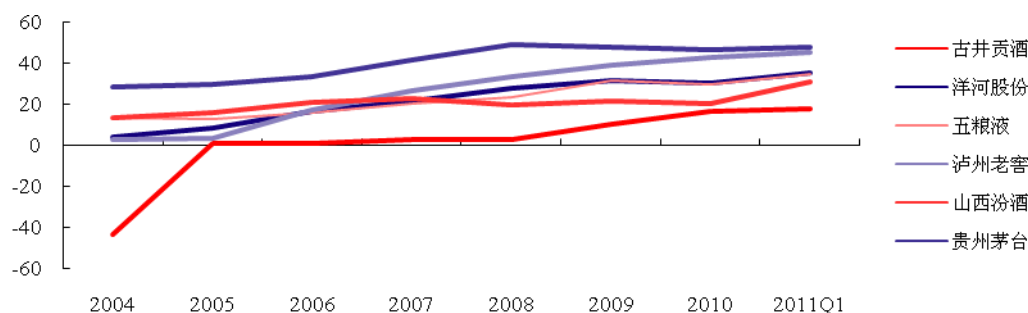
资料来源：中国银河证券研究部

图 9: 白酒上市公司销售费用率对比情况 (%)



资料来源: 中国银河证券研究部

图 10: 白酒上市公司销售净利率对比情况 (%)



资料来源: 中国银河证券研究部

公司销售费用率不断攀升与公司处于销售拓展期, 加大外埠市场投入有关。公司 2008-2010 年的广告投入分别为 5068 万元、10127 万元和 17306 万元, 占同期营业收入的比例分别为 4.7%、9.77%、10.17%。

目前公司处于拓展阶段, 以收入上规模为主要目标, 在销售收入向 50 亿迈进的过程中, 财务指标上体现为高销售费用率和低销售净利率的结合。随着收入规模的进一步扩大, 盈利能力将有较大的提升空间, 因此收入上规模阶段, 应享受较高的估值。

公司制定 2013 年实现 50 亿销售收入的目标, 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。

表 8: 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	69.8	34.4	22.1	15.4
现金流量表 (万元)					PEG	1.04	1.06	0.69	0.39
经营活动现金流	51770	62552	108318	147446	PB	20.9	13.0	8.2	5.3
其中营运资本减少	11632	-7363	-769	-7826	EV/EBITDA	51.32	24.07	15.52	10.90
投资活动现金流	-15795	-25000	-25000	-25000	EV/SALES	11.65	6.29	4.35	3.42
其中资本支出	-17602	-25000	-25000	-25000	EV/IC	37.75	22.32	17.11	13.66
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	7.87	2.89	2.06	1.47

资料来源: 中国银河证券研究部

公司战略与竞争力分析

公司基本情况介绍

公司主要从事白酒的生产与销售，主营产品包括“古井贡”牌、“古井”牌及其系列浓香型白酒，拥有酒精度从 60 度到 30 度和价格涵盖高、中、低档非常完整的产品系列，形成了以“年份原浆”系列古井贡酒为核心主导产品，以传统古井贡酒系列、“淡雅”古井酒系列等为互补的产品体系。

公司战略分析	SWOT 评价	总分值 4.0
优势	老八大名酒，营销能力强	分值：4.5
劣势	根据地市场竞争激烈	分值：3.0
机会	市场份额向名优白酒集中	分值：4.5
威胁	消费大环境变化和健康理念日益深入人心	分值：3.0

注：分值 1-5，越高越好

公司竞争力分析	波特“五力”评价	总分值 4.0
供应商力量	供应商无绝对价格控制力	分值：4.0
新进入壁垒	品牌对新进入者分享全国市场形成了一定壁垒	分值：4.0
客户力量	客户具备一定的谈判力量	分值：4.0
替代产品	替代品竞争激烈	分值：3.5
竞争对手	行业竞争激烈，主要竞争对手也在快速抢占市场份额	分值：4.0

注：分值 1-5，越高越好；+ 表示未来好转，- 号表示未来变差

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，食品饮料行业证券分析师。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。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证券业行业研究工作。清华大学硕士。

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

本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