

产品结构继续提升，市场扩张潜力巨大

民生精品---点评报告/食品饮料行业

2011 年 08 月 18 日

一、事件概述

古井贡酒公布了 2011 年半年报，公司实现营业收入 15.83 亿元，同比增长 84.89%；营业利润 3.89 亿元，同比增长 185.15%；实现归属于母公司的净利润 2.88 亿元，同比增长 168.14%。实现基本每股收益 1.23 元，业绩符合我们之前的预期。

二、分析与判断

营业收入、毛利率均保持增长趋势，期间费用率下滑

1、高档酒保持爆发式增长。上半年公司营业收入同比增长 84.89%，其中高档酒、中档酒、低档酒收入同比分别增长 139.95%、48.29%、-10.43%，以年份原浆、10 年陈、五年陈等为代表的高档酒收入依然保持爆发式增长。**2、华北地区放量增长。**上半年华北、华中、华南地区销售收入分别为 2.99 亿元、11.37 亿元、1.28 亿元，同比分别增长 233.05%、70.80%、65.39%。**3、毛利率小幅提升。**综合毛利率同比提升 2.65 个百分点至 74.41%，其中高档酒、中档酒、低档酒毛利率分别达 80.60%、69.79%、47.19%，较上年同期分别提升 0.02、-2.72、-3.79 个百分点。**4、消费税大幅提升。**上半年公司消费税达 1.96 亿元，同比提升 85.14%，和营业收入增长保持同步。**5、期间费用率下滑。**期间费用率大幅下滑 5.91 个百分点至 34.71%，其中销售费用率和管理费用率分别下滑 2.02、3.66 个百分点至 21.28%和 14.08%。虽然公司销售费用和管理费用继续增加，但随着公司销售规模的扩张，销售费用率和管理费用率有望继续下滑。**6、现金流持续增加。**销售商品、提供劳务收到的现金达 12.97 亿元，同比增加 37.37%；经营性净现金流为 1.95 亿元，同比提升 20.39%，经营性净现金流相较于净利润增速较慢主要在于上半年应收票据同比增加 2.96 亿元。

2011 年收入达到 35 个亿是大概率事件

根据我们在经销商层面了解到的情况，我们认为 2011 年公司销售收入达到 35 个亿是大概率事件。**1、省内市场。**2011 年公司省内最少做到 17-18 亿。公司在安徽共 19 个大区，其中亳州 3 个多亿，合肥过 3 个亿，芜湖、安庆、淮南、巢湖等过亿，其他最少是在 6000 万以上。**2、省外市场。**公司在外省销售收入，最少的省份可以过 1.5 个亿，苏州市今年也可以过亿，河南今年可以做 5 个多亿。

产品结构继续提升

1、重点增长产品。2011 年年份原浆 5 年、16 年比去年大幅增长，其中 5 年在省内增长、16 年在省外增长。公司计划今年年份原浆销售占比达到 50%。**2、收入占比。**省内、省外销售收入销售占比依然是 1:1。其中，年份原浆献礼版销售收入占比达接近 50%，总量占比超过 50%，年份原浆 5 年收入占比约为 20%。

市场扩张潜力巨大

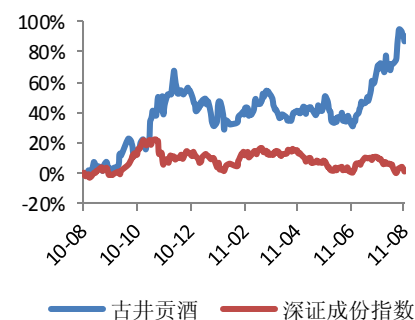
1、省内市场。公司在安徽省内市场目标为销售收入至少做到 50 个亿，现在公司只做了一半的工作，接下来的深度营销仍然潜力巨大。目前公司一共成立了 4 个战略根据地——合肥、郑州、北京、深圳，安徽市场是公司的根据地市场，公司计划将安徽市场作为核心市场做好，随后再全国化。**2、省外市场。**公司在全国化方面将会有选择来做，考虑到市场竞争，今年和明年工作重点将放在郑州，主要原因在于公司在河南市场上销售收入从来没有低于 2 个亿。郎酒、洋河、汾酒在河南正规化运作较早，洋河在河南做的最好，我们预计公司将在未来 2 年之内把河南市场做起来。

强烈推荐

维持评级

合理估值：120 元
交易数据 (2011-08-18)

收盘价(元)	100.97
近 12 个月最高/最低	108.50/52.52
总股本(百万股)	251.80
流通股本(百万股)	235.00
流通股比例%	93.33%
总市值(亿元)	254.24
流通市值(亿元)	176.70

该股与上证综指走势比较

分析师
分析师：王永锋

执业证号：S0100511070004

电话：010-85127831

邮箱：wangyongfeng@mszq.com

相关研究

《古井贡酒调研简报：销售势头良好，业绩仍处于爆发期》2011/07/05

《古井贡酒季报点评：营销策略高效执行，产品结构持续优化》2010/10/23

《古井贡酒中报点评：年份原浆系列酒放量大幅增长》2010/08/07

三、盈利预测与投资建议

我们预计公司 2011 年、2012 年、2013 年 EPS（考虑增发摊薄因素）分别为 2.70 元、4.07 元、5.69 元，同比分别增长 117%、51%、40%。考虑到公司市场扩张潜力巨大、产品结构继续提升，维持公司强烈推荐评级，目标价 120 元。

四、风险提示

省内、省外扩张达不到预期。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入（百万元）	1879	3505	4919	6470
增长率（%）	40.09%	86.51%	40.36%	31.52%
归属母公司股东净利润（百万元）	314	681	1026	1433
增长率（%）	123.97%	116.93%	50.73%	39.65%
每股收益（元）	1.34	2.70	4.07	5.69
PE	76	37	25	18

资料来源：民生证券研究所

表 1：利润预测表（百万元）

	2010	2011E	2012E	2013E
一、营业收入	1879	3505	4919	6470
减：营业成本	542	904	1220	1540
营业税金及附加	292	536	753	990
营业费用	405	718	984	1262
管理费用	263	484	664	854
财务费用	(10)	-25	-39	-45
资产减值损失	(10)	0	0	0
投资收益	1	3	3	3
二、营业利润	398	890	1341	1873
加：营业外收入	20	0	0	0
减：营业外支出	9	0	0	0
三、利润总额	409	890	1341	1873
减：所得税费用	95	209	315	440
四、净利润	314	681	1026	1433
归属母公司净利润	314	681	1026	1433
少数股东损益	0	0	0	0
五、每股收益（元）	1.34	2.70	4.07	5.69
股本（百万股）	235	252	252	252

资料来源：公司年报，民生证券研究所

分析师与行业专家简介

王永锋，食品饮料行业分析师，经济学硕士，具备证券从业资格，3年证券行业工作经验，2011年5月加入民生证券。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格和相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

机构销售

销售	负责区域	电话	手机	邮箱
尹璠	北京	010-85127761	18611738655	yintang@mszq.com
郭明	北京	010-85127762	18601357268	guoming@mszq.com
郭楠	北京	010-85127835	15801209146	guonan@mszq.com
杜婵媛	北京	010-85127761	13811313398	duchanyuan@mszq.com
杨平平	北京	010-85127761	15210830789	yangpingping@mszq.com
李珊珊	北京	010-85127506	18616891195	lishanshan@mszq.com
平珂	上海	021-68885772	13818133101	pingke@mszq.com
张瑜鑫	上海	021-68885790	13810338213	zhangyuxin_jgxs@mszq.com
陈康菲	上海	021-68885792	13917175055	chenkangfei@mszq.com
朱光宇	上海	021-68885773	18601666368	zhuguangyu@mszq.com
汪萍	上海	021-68885167	13402036996	wangping@mszq.com
钟玲	上海	021-68885797	15900782242	zhongling@mszq.com
郑敏	上海	021-68885159	18701944310	zhengmin@mszq.com
王溪	上海	021-68885793	13585785630	wangxi_sh@mszq.com
万小山	广深	0755-22662056	13902959014	wanxiaoshan@mszq.com
许立平	广深	020-84228173	18601368846	xuliping@mszq.com
韦珂嘉	广深	0755-22667772	13701050353	weikejia@mszq.com
李潇	广深	0755-22662095	13631517757	lixiao@mszq.com
马炜炎	广深	0755-22662089	18665855545	maweiyan@mszq.com
王仪枫	广深	0755-22662093	13682556787	wangyifeng@mszq.com

民生证券研究所:

北京: 北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座16层; 100005

上海: 浦东新区浦东南路588号(浦发大厦)31楼F室; 200120

深圳: 深圳市福田区深南大道7888号东海国际中心A座; 518040

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	强烈推荐	相对沪深 300 指数涨幅 20%以上
	谨慎推荐	相对沪深 300 指数涨幅介于 10% ~ 20%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-10% ~ 10%之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 10%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	推荐	相对沪深 300 指数涨幅 5%以上
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5% ~ 5%之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 5%以上

免责声明

本报告仅供民生证券有限责任公司(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。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息,但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。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刊载的意见、推测不一致的报告,但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

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。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司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。

本公司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参与本报告所提及的公司的金融交易,亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司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。

若本公司以外的金融机构发送本报告,则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可,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。本公司版权所有并保留一切权利。

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,均为本公司的商标、服务标识及标记。