



古井贡酒 (000596)

产品聚焦、省内省外并进有助公司稳健增长

——古井贡酒调研报告

	胡春霞 (分析师)	柯海东 (分析师)	闫伟 (研究助理)
	021-38676186	0755-23976221	021-38674873
	huchunxia@gtjas.com	kehaidong013145@gtjas.com	yanwei@gtjas.com
证书编号	S0880511010015	S0880513050001	S0880113090019

本报告导读:

未来3年产品聚焦、省内省外并进有助公司收入保持5-10%的稳健增长, 预计净利率将保持平稳。期待国企改革提升公司经营潜力, 上调目标价至30元, 增持。

投资要点:

- **投资建议: 维持增持。**公司国企改革进程有望加快, 维持2014年EPS预测1.24元, 上调2015-16年EPS预测至1.36、1.48元(前次预测1.33、1.45元)。参考可比公司, 给予2015年22倍PE, 上调目标价至30元(前次预测26.6元), 维持增持。
- **公司聚焦50-200元价格带, 预计受高档白酒价格下行影响较小。**近期高档白酒批零价格有所下行, 目前茅台一批价830元左右、五粮液一批价520-530元。但公司聚焦年份原浆5年、献礼版、老贡酒及红运系列, 产品终端价在50-200元, 与500元以上的高档白酒区隔明显, 我们认为高档白酒批零价格下行对50-200元的价位带影响较小。
- **省内精耕渠道、省外逐步推进, 有助收入稳健增长。**未来公司在省内将持续聚焦年份原浆、老贡酒、淡雅系列, 渠道上进一步下沉, 预计2015年可覆盖所有乡镇。在省外主要聚焦河南、江苏、山东、河北、浙江等市场, 目前在河南已基本站稳脚跟, 且河北、山东等市场也形成了局部的区域性优势。省内省外稳扎稳打, 有助收入稳健增长。
- **预计未来3年盈利水平将保持平稳。**公司通过持续发力年份原浆系列, 目前产品结构已停止降级, 预计未来3年毛利率保持平稳。竞争对手IPO会在一定程度上加剧竞争, 但公司在省内100-200元的价位带竞争优势明显、费用投放有望保持较高效率, 且预计公司未来3年收入可稳健增长, 预计公司销售费用率大幅上升的概率不大。
- **催化剂:**近期老白干公告拟定增引进战投、优秀经销商并实施员工持股计划, 若古井贡酒跟随大势实施国企改革, 将进一步提升经营潜力。
- **核心风险:**行业竞争加剧; 消费税政策变化。

财务摘要 (百万元)	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入	4,197	4,581	4,794	5,286	5,815
(+/-)%	27%	9%	5%	10%	10%
经营利润 (EBIT)	868	776	720	821	928
(+/-)%	11%	-11%	-7%	14%	13%
净利润	726	622	622	685	746
(+/-)%	28%	-14%	0%	10%	9%
每股净收益 (元)	1.44	1.24	1.24	1.36	1.48
每股股利 (元)	0.20	0.20	0.35	0.35	0.35
利润率和估值指标	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
经营利润率 (%)	20.7%	16.9%	15.0%	15.5%	16.0%
净资产收益率 (%)	21.5%	16.6%	14.9%	14.6%	14.2%
投入资本回报率 (%)	91.6%	24.6%	22.2%	25.6%	31.7%
EV/EBITDA	11.1	13.2	13.4	11.1	9.2
市盈率	18.0	21.0	21.0	19.1	17.5
股息率 (%)	0.8%	0.8%	1.3%	1.3%	1.3%

评级: 增持

上次评级: 增持

目标价格: 30.00

上次预测: 26.60

当前价格: 25.44

2014.11.24

交易数据

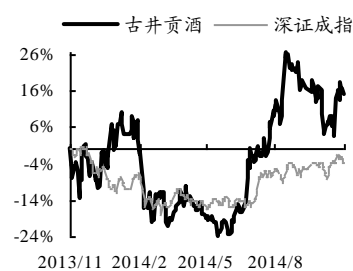
52周内股价区间 (元)	17.16-29.49
总市值 (百万元)	12,812
总股本/流通A股 (百万股)	504/384
流通B/H股 (百万股)	120/0
流通股比例	100%
日均成交量 (百万股)	4.72
日均成交值 (百万元)	120.85

资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	4,027
每股净资产	8.00
市净率	3.2
净负债率	-28.88%

EPS (元)	2013A	2014E
Q1	0.61	0.57
Q2	0.14	0.14
Q3	0.20	0.20
Q4	0.28	0.33
全年	1.24	1.24

52周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	-1%	3%	24%
相对指数	-4%	-1%	25%

相关报告

- 《业绩符合预期, 三季度持续改善》2014.10.28
- 《逐季改善明显, 率先走出低谷》2014.08.12
- 《省内份额持续提升, 竞争加剧使净利率仍存压力》2014.06.23
- 《基本面相对平稳, 期待国企改革激发经营潜力》2014.02.22
- 《加大费用投入, 再推原浆升级》2012.08.22

模型更新时间: 2014.11.24

股票研究

必需消费
食品饮料

古井贡酒 (000596)

评级: 增持

上次评级: 增持

目标价格: 30.00

上次预测: 26.60

当前价: 25.44

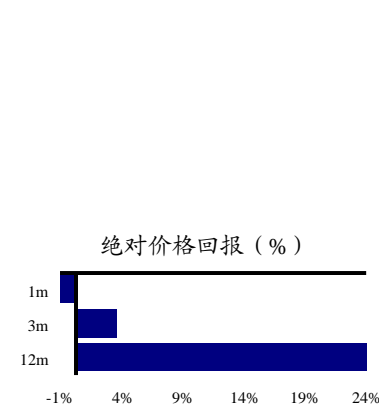
公司网址

www.gujing.com

公司简介

公司中国老八大名酒企业,是中国第一家同时发行 A、B 两支股票的白酒类上市公司。

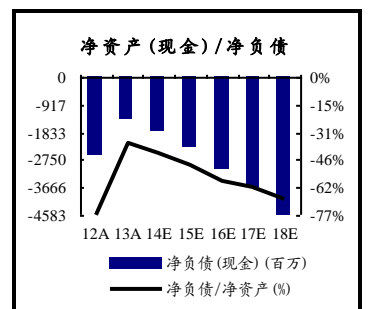
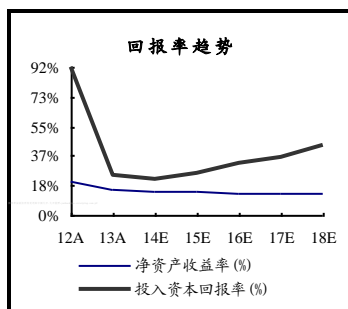
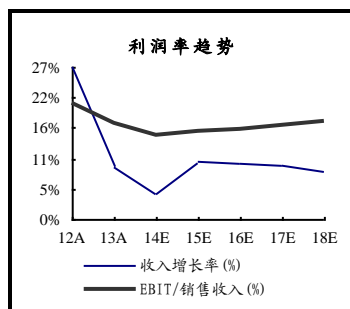
公司的前身为起源于明代正德十年(公元 1515 年)的公兴槽坊,1959 年转制为省营亳县古井酒厂。



52 周价格范围 17.16-29.49
市值 (百万) 12,812

财务预测 (单位: 百万元)

	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E
损益表							
营业总收入	4,197	4,581	4,794	5,286	5,815	6,363	6,905
营业成本	1,221	1,384	1,462	1,617	1,777	1,945	2,110
税金及附加	639	631	661	728	801	877	951
销售费用	1,076	1,280	1,414	1,543	1,686	1,814	1,933
管理费用	393	510	537	576	622	668	725
EBIT	868	776	720	821	928	1,060	1,185
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	10	100	80	50	20	20
财务费用	-88	-47	-16	-21	-27	-34	-42
营业利润	954	825	836	922	1,005	1,114	1,246
所得税	247	230	230	253	276	305	341
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	0
净利润	726	622	622	685	746	825	922
资产负债表							
货币资金、交易性金融资产	2,610	1,382	1,762	2,299	3,068	3,669	4,586
其他流动资产	7	980	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000
长期投资	59	59	59	59	59	59	59
固定资产合计	1,207	1,644	1,738	1,687	1,678	1,711	1,736
无形及其他资产	352	376	376	375	375	375	375
资产合计	5,308	5,817	6,312	7,027	7,854	8,731	9,735
流动负债	1,924	2,034	2,403	2,610	2,867	3,096	3,354
非流动负债	9	40	0	0	0	0	0
股东权益	3,375	3,743	4,189	4,697	5,267	5,915	6,661
投入资本(IC)	707	2,302	2,367	2,338	2,139	2,187	2,016
现金流量表							
NOPLAT	648	566	526	599	678	774	865
折旧与摊销	73	108	126	151	159	168	176
流动资金增量	747	-169	152	-22	190	-16	195
资本支出	-621	-555	-484	-84	-134	-184	-184
自由现金流	847	-50	320	644	893	741	1,052
经营现金流	1,087	638	805	717	1,029	941	1,257
投资现金流	-646	-1,489	-384	-4	-84	-164	-164
融资现金流	-113	-252	-40	-176	-176	-176	-176
现金流净增加额	328	-1,103	380	537	769	600	917
财务指标							
成长性							
收入增长率	26.9%	9.1%	4.7%	10.2%	10.0%	9.4%	8.5%
EBIT 增长率	11.2%	-10.7%	-7.1%	13.9%	13.1%	14.2%	11.8%
净利润增长率	28.1%	-14.3%	0.0%	10.0%	8.9%	10.6%	11.7%
利润率							
毛利率	70.9%	69.8%	69.5%	69.4%	69.4%	69.4%	69.4%
EBIT 率	20.7%	16.9%	15.0%	15.5%	16.0%	16.7%	17.2%
净利润率	17.3%	13.6%	13.0%	13.0%	12.8%	13.0%	13.3%
收益率							
净资产收益率(ROE)	21.5%	16.6%	14.9%	14.6%	14.2%	13.9%	13.8%
总资产收益率(ROA)	13.7%	10.7%	9.9%	9.7%	9.5%	9.4%	9.5%
投入资本回报率(ROIC)	91.6%	24.6%	22.2%	25.6%	31.7%	35.4%	42.9%
运营能力							
存货周转天数	203	245	270	270	270	270	270
应收账款周转天数	2	1	1	1	1	1	1
总资产周转天数	415	443	462	461	467	476	488
净利润现金含量	1.50	1.03	1.29	1.05	1.38	1.14	1.36
资本支出/收入	15%	12%	10%	2%	2%	3%	3%
偿债能力							
资产负债率	36.4%	35.7%	38.1%	37.1%	36.5%	35.5%	34.5%
净负债率	-77.3%	-36.9%	-42.1%	-49.0%	-58.3%	-62.0%	-68.8%
估值比率							
PE	18.0	21.0	21.0	19.1	17.5	15.8	14.2
PB	3.9	3.5	3.1	2.8	2.5	2.2	2.0
EV/EBITDA	11.1	13.2	13.4	11.1	9.2	7.7	6.2
P/S	3.1	2.9	2.7	2.5	2.2	2.1	1.9
股息率	0.8%	0.8%	1.3%	1.3%	1.3%	1.3%	1.3%



目 录

1. 省内精耕渠道、省外逐步推进, 有助收入稳健增长.....	4
2. 预计未来 3 年盈利水平将保持平稳.....	5
3. 盈利预测与估值.....	6
4. 核心风险.....	7
图 1: 近期 53 度飞天茅台批零价格有所下行.....	4
图 2: 近期 52 度五粮液批零价格有所下行.....	4
图 3: 2013 年古井贡酒在安徽省内收入第一.....	5
图 4: 2013 年古井贡酒高档酒收入占比 58%.....	5
图 5: 公司产品结构停止降级, 毛利率保持平稳.....	6
图 6: 2014 年前三季公司销售费用率达 30.4%.....	6
表 1: 口子酒业募投项目情况 (单位: 万元)	6
表 2: 迎驾贡酒募投项目情况 (单位: 万元)	6
表 3: 可比公司估值比较.....	7

近期我们参加了古井贡酒临时股东大会，参会的二级市场投资者仍有30-40人，在行业持续调整的低谷期实属不易，反映了公司作为率先走出行业底部的二线龙头，资本市场对其热度不减。

与会过程中，投资者较为关心的问题包括：

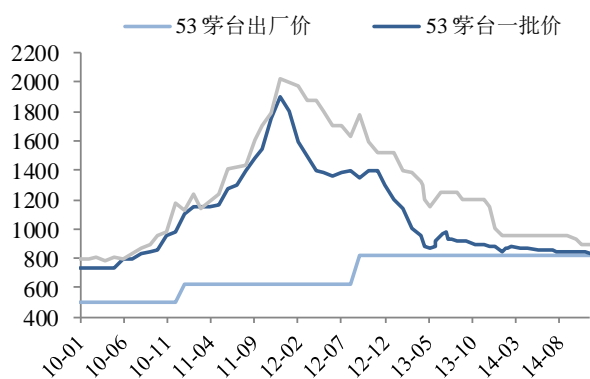
- 近期高端白酒价格下行，对公司产品价格的影响；
- 公司在省内的增长空间，及省外市场的布局；
- 未来几年公司费用率会否继续提升；
- 国企改革进程。

1. 省内精耕渠道、省外逐步推进，有助收入稳健增长

- 公司产品价位带受高端白酒价格回落影响小

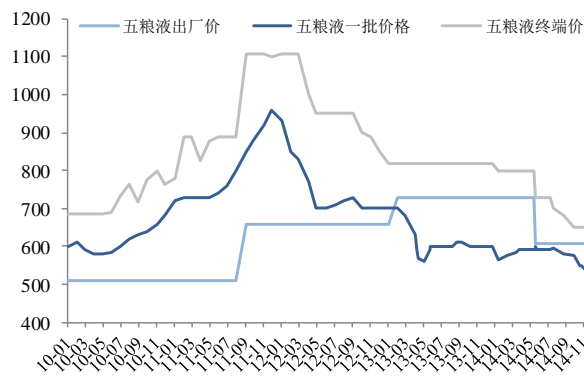
近期高档白酒批零价格有所下行。近期受飞天茅台、五粮液持续放量，外加中秋国庆期间需求不振影响，高档白酒批零价格持续下行。目前茅台一批价830元左右、五粮液一批价520-530元，近一个月内已均下跌20-30元。

图 1：近期 53 度飞天茅台批零价格有所下行



数据来源：Wind，国泰君安证券研究

图 2：近期 52 度五粮液批零价格有所下行



数据来源：Wind，国泰君安证券研究

公司聚焦 50-200 元价格带，预计受高档白酒价格下行影响较小。公司目前聚焦年份原浆 5 年（终端价 150 元左右）、年份原浆献礼版（终端价 100 元左右）、老贡酒及红运系列（终端价 50-80 元），产品终端价在 50-200 元的价位带，与 500 元以上的高档白酒价位带区隔明显，我们认为高档白酒批零价格下行对 50-200 元的价位带影响较小。

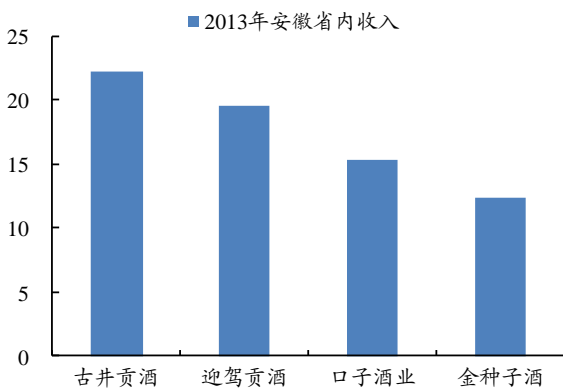
- 省内精耕渠道，未来市占率仍可稳步提升

公司在省内中高端市场竞争力较强，但低端市场仍面临激烈竞争。安徽省内酒企众多，但在 100-200 元的中高价位带较强的竞争者只有古井贡酒的年份原浆 5 年、年份原浆献礼版，口子酒业的口子窖 5 年、口子

窖 6 年，及洋河的海之蓝，公司近年来持续发力年份原浆系列，目前已具备较强的竞争力。100 元以下的低价位带竞争者较多，古井贡酒、口子酒业、迎驾贡酒、金种子酒、宣酒、高炉家均有一定竞争力，竞争仍较为激烈。

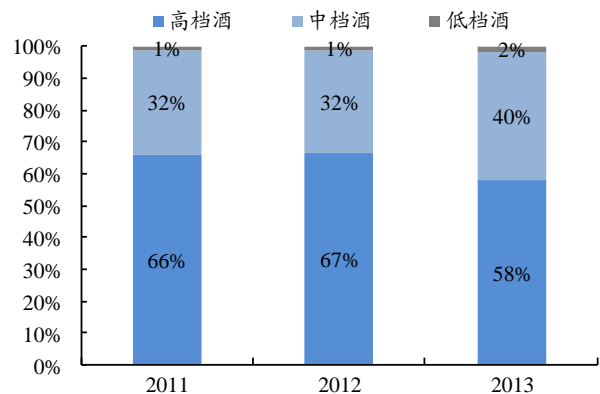
省内持续精耕渠道，市占率有望稳步提升。未来公司在省内将持续聚焦年份原浆系列，并针对农村市场继续发展老贡酒、淡雅系列，渠道体系上进一步下沉，预计 2015 年可实现所有乡镇全覆盖。2013 年公司在安徽市场市占率仅 20% 左右，预计未来将会稳步提升。

图 3: 2013 年古井贡酒在安徽省内收入第一



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

图 4: 2013 年古井贡酒高档酒收入占比 58%



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

● **省外市场逐步推进，产品聚焦有助稳健增长**

公司在省外主要聚焦河南、江苏、山东、河北、浙江等市场。在行业调整期，公司首先加大河南市场营销投入，由于河南地产酒实力不强，公司目前在河南已基本站稳脚跟。另外据渠道调研，公司通过聚焦年份原浆，目前在河北、山东等市场也形成了局部的区域性优势。公司在省外市场逐步推进、稳扎稳打，预计未来省外可贡献稳定的收入增长。

2. 预计未来 3 年盈利水平将保持平稳

● **产品结构停止降级，预计未来 3 年毛利率保持稳定**

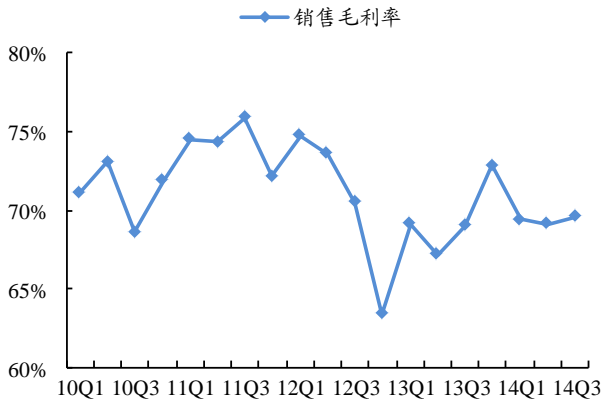
在行业调整期，公司通过持续发力年份原浆系列中档产品，目前产品结构已停止降级，2014 年前三季度公司毛利率基本保持稳定，预计未来 3 年毛利率亦将保持平稳。

● **竞争对手 IPO 会在一定程度上加剧竞争，但预计公司销售费用率将保持平稳**

迎驾贡酒、口子酒业最快有望在 2015 年完成 IPO，其将分别投入 2.2 亿、1.3 亿资金用于营销网络建设，预计会在一定程度上加剧省内竞争。

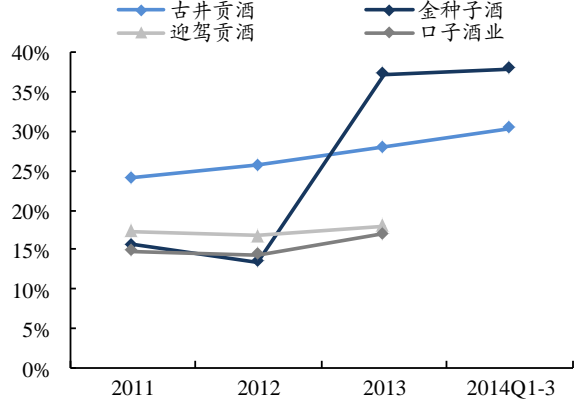
但预计未来 3 年公司销售费用率可保持平稳。1) 公司在安徽省内 100-200 元的价位带具有较强的竞争力, 预计未来费用投放可保持较高效率; 2) 预计公司通过产品聚焦、渠道精耕, 有助未来 3 年收入实现稳健增长, 2014 年前三季 30.4% 的销售费用率已是历史最高, 预计未来继续上升概率不大。

图 5: 公司产品结构停止降级, 毛利率保持平稳



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

图 6: 2014 年前三季公司销售费用率达 30.4%



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

表 1: 口子酒业募投项目情况 (单位: 万元)

项目名称	建设资金	流动资金	合计投资总额
1 优质白酒酿造技改项目	26628	997	27625
2 优质白酒陈化老熟和储存项目	19026	9132	28158
3 包装生产线技改项目	27452	1502	28955
4 营销网络建设项目	12637	195	12832
合计	85743	11826	97569

数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

表 2: 迎驾贡酒募投项目情况 (单位: 万元)

项目名称	项目投资总额	拟用募集资金投入总额
1 优质酒陈酿老熟及配套设施技术改造项目	61677	61677
2 营销网络建设项目	22193	18000
3 企业技术中心建设项目	8742	8742
合计	92612	88419

数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

3. 盈利预测与估值

- 上调目标价至 30 元, 维持增持

综上所述我们认为: 未来 3 年, 产品聚焦、省内省外并进有助公司收入保持 5-10% 的稳健增长, 预计净利率将保持平稳。近期老白干酒公告拟定增引进战投、优秀经销商并实施员工持股计划, 有望拉开白酒国企改革

序幕，公司国企改革进程有望加快、经营潜力有望更快释放，维持2014年EPS预测1.24元，上调2015-16年EPS预测至1.36、1.48元(前次预测1.33、1.45元)。

参考可比公司，2015年PE中位数为18倍。公司在行业中率先走出低谷，反映了管理层前瞻性的战略眼光及较强的竞争能力，因此给予公司一定的估值溢价、给予2015年22倍PE，上调目标价至30元(前次预测26.6元)，维持增持。

表 3: 可比公司估值比较

截止日期:	2014/11/23	总市值 (亿元)	EPS			CAGR 2013-15	PE		PEG	PS	
			13A	14E	15E		14E	15E		14E	15E
000596.SZ	古井贡酒	128	1.24	1.24	1.36	5%	21	19	4.2	2.7	2.4
可比公司											
600519.SH	贵州茅台	1,749	13.25	13.07	13.95	3%	12	11	4.5	5.7	5.3
000858.SZ	*五粮液	670	2.10	1.62	1.78	-8%	11	10	-	3.2	2.9
000568.SZ	泸州老窖	239	2.45	1.48	1.62	-19%	11	11	-	2.7	2.4
002304.SZ	洋河股份	656	4.65	4.55	4.86	2%	13	13	5.9	4.2	3.9
600809.SH	山西汾酒	159	1.11	0.60	0.69	-21%	31	27	-	4.0	3.5
603369.SH	*今世缘	143	1.36	1.21	1.23	-5%	23	23	-	6.0	5.8
600559.SH	*老白干酒	37	0.47	0.44	0.51	4%	59	52	14.5	2.0	1.8
600199.SH	*金种子酒	50	0.24	0.21	0.28	8%	44	32	5.8	2.5	2.3
平均数						-5%	26	22		3.8	3.5
中位数						-1%	18	18		3.6	3.2

数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

注: 标注*的公司——五粮液、今世缘、老白干酒、金种子酒数据来自 wind 一致预期, 其他公司来自国泰君安证券研究

● 催化剂: 公司国企改革有实质进展

近期老白干公告拟定增引进战投、优秀经销商并实施员工持股计划, 若古井贡酒跟随大势实施国企改革, 将进一步提升经营潜力。

4. 核心风险

安徽白酒市场竞争加剧: 随着全国性白酒公司持续发力中档白酒, 及竞争对手迎驾贡酒、口子酒业登录资本市场, 安徽市场白酒行业竞争将进一步加剧, 公司将面临费用率上升, 利润率回落的压力。

消费税政策变化风险: 若消费税征收环节从生产端改为消费终端征收将加大产业链税负, 对公司产生不利的影响。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格
分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或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，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可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。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。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“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

	评级	说明
1.投资建议的比较标准 投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15% 以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15% 之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于 -5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5% 以上
2.投资建议的评级标准 报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		