

古井贡酒 (000596.SZ)

公司拟现金收购黄鹤楼，外延扩张路径清晰

核心观点:

● 公司拟现金收购黄鹤楼 51% 股权

公司公告拟以 8.16 亿元收购黄鹤楼酒业 51% 股权。并对目标资产做出业绩承诺，交割日起未来 5 年收入分别为 8.05 亿元、10.06 亿元、13.08 亿元、17.01 亿元、20.41 亿元，复合增速 26.19%，交割后 5 年内净利率不低于 11%。

黄鹤楼酒业是集研发、生产、销售于一体的湖北大型白酒企业，也是当地政府全力打造的“六大”支柱产业及百年名牌工程之一。据新闻报道，该公司拥有武汉、咸宁、随州三大基地，员工 2000 余人，百年以上的窖池 1000 余口，原酒库存过万吨。

● 收购顺应白酒行业整合大势势，外延扩张路径清晰

白酒行业经过接近四年的调整，开始呈现弱复苏状态，行业内部也开始出现分化。名优白酒企业收入利润增速有不同程度的回升，而部分中小型地方白酒企业盈利仍较差，未来行业整合是大势所趋，集中度有望向名优白酒靠拢。此次收购是行业调整后上市公司第一次较大规模并购，未来有望成为行业并购浪潮的开端。公司收购黄鹤楼顺应行业趋势，外延扩张路径清晰。

● 公司收购黄鹤楼利润增厚明显，湖北与安徽接壤利于泛区域扩张

首先对公司业绩增厚明显，假设今年完成股权交割，之后 5 年净利率 11%，黄鹤楼 2017-2021 净利润分别为 0.89 亿元、1.11 亿元、1.44 亿元、1.87 亿元、2.25 亿元。2017 年古井贡预计收入 66.60 亿元，净利润 9.5 亿，公司持有黄鹤楼 51% 股权，净利润增厚约 4.78%。其次公司大本营安徽省与黄鹤楼大本营湖北接壤，有利于公司泛区域扩张，提升公司影响力及市占率。

● **投资建议:** 预计公司 2016-2018 年 EPS 分别为 1.63/1.89/2.20 元，合理估值 41 元，维持买入评级。

● **风险提示:** 整合效果不达预期

盈利预测:

	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	4,650.86	5,253.41	5,891.18	6,659.97	7,559.07
增长率(%)	1.53%	12.96%	12.14%	13.05%	13.50%
EBITDA(百万元)	809.17	1,066.48	1,204.95	1,342.33	1,535.50
净利润(百万元)	597.04	715.58	818.62	950.15	1,106.75
增长率(%)	-4.01%	19.85%	14.40%	16.07%	16.48%
EPS(元/股)	1.186	1.421	1.626	1.887	2.198
市盈率(P/E)	31.17	25.69	22.63	19.49	16.74

数据来源: 公司财务报表, 广发证券发展研究中心

公司评级	买入
当前价格	37.93 元
合理价值	41 元
前次评级	买入
报告日期	2016-05-01

相对市场表现



分析师: 王永锋 S0260515030002
01059136605
wangyongfeng@gf.com.cn

分析师: 卢文琳 S0260515030004
01059136660
luwenlin@gf.com.cn

相关研究:

古井贡酒财报点评: 预收创历史新高, 经营性净现金流大幅增长 2016-04-26

古井贡酒点评公告: 拟收购黄鹤楼酒业, 外延式扩张路径清晰 2016-03-01

古井贡酒中报点评: 公司二季度环比向好, 未来期待国企改革 2015-08-24

资产负债表

单位: 百万元

至12月31日	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
流动资产	4006	4619	5903	7314	8926
货币资金	718	1087	3911	5084	6422
应收及预付	554	633	702	793	898
存货	1227	1397	1289	1437	1605
其他流动资产	1506	1501	0	0	0
非流动资产	2408	2564	2223	2071	1919
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	1724	1691	1539	1387	1234
在建工程	62	63	63	63	63
无形资产	438	426	298	298	298
其他长期资产	184	385	324	324	324
资产总计	6414	7183	8127	9385	10845
流动负债	2186	2283	2474	2782	3135
短期借款	0	0	0	0	0
应付及预收	2186	2145	2474	2782	3135
其他流动负债	0	138	0	0	0
非流动负债	46	67	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	46	67	0	0	0
负债合计	2232	2349	2474	2782	3135
股本	504	504	504	504	504
资本公积	1295	1295	1295	1295	1295
留存收益	2366	2981	3799	4749	5856
归属母公司股东权	4164	4779	5598	6548	7655
少数股东权益	0	0	0	0	0
负债和股东权益	6397	7129	8072	9330	10790

利润表

单位: 百万元

至12月31日	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	4651	5253	5891	6660	7559
营业成本	1459	1510	1651	1840	2056
营业税金及附加	667	790	884	999	1134
销售费用	1304	1558	1726	1951	2215
管理费用	579	544	577	679	771
财务费用	-38	-20	-19	-59	-76
资产减值损失	9	11	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	105	69	30	30	30
营业利润	776	930	1102	1279	1490
营业外收入	29	45	0	0	0
营业外支出	8	9	0	0	0
利润总额	796	966	1102	1279	1490
所得税	199	251	283	329	383
净利润	597	716	819	950	1107
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	597	716	819	950	1107
EBITDA	809	1066	1205	1342	1536
EPS (元)	1.19	1.42	1.63	1.89	2.20

现金流量表

单位: 百万元

	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
经营活动现金流	387	790	2712	1143	1308
净利润	597	716	819	950	1107
折旧摊销	168	214	152	152	152
营运资金变动	-253	-66	1731	70	79
其它	-124	-74	11	-30	-30
投资活动现金流	-836	-331	158	30	30
资本支出	-386	-238	128	0	0
投资变动	-451	-103	30	30	30
其他	2	9	0	0	0
筹资活动现金流	-176	-101	-46	0	0
银行借款	0	0	0	0	0
债券融资	0	0	-46	0	0
股权融资	0	0	0	0	0
其他	-176	-101	0	0	0
现金净增加额	-625	358	2824	1173	1338
期初现金余额	1382	718	1087	3911	5084
期末现金余额	757	1076	3911	5084	6422

主要财务比率

至12月31日	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
成长能力(%)					
营业收入增长	1.5	13.0	12.1	13.1	13.5
营业利润增长	-5.9	20.0	18.4	16.1	16.5
归属母公司净利润增长	-4.0	19.9	14.4	16.1	16.5
获利能力(%)					
毛利率	68.6	71.3	72.0	72.4	72.8
净利率	12.8	13.6	13.9	14.3	14.6
ROE	14.3	15.0	14.6	14.5	14.5
偿债能力					
资产负债率(%)	34.9	33.0	30.7	29.8	29.1
净负债比率	-0.2	-0.2	-0.7	-0.8	-0.8
流动比率	1.83	2.02	2.39	2.63	2.85
速动比率	1.25	1.38	1.83	2.08	2.30
营运能力					
总资产周转率	0.76	0.77	0.77	0.76	0.75
应收账款周转率	868.31	1,131.4	912.50	912.50	912.50
存货周转率	1.27	1.15	1.28	1.28	1.28
每股指标(元)					
每股收益	1.19	1.42	1.63	1.89	2.20
每股经营现金流	0.77	1.57	5.39	2.27	2.60
每股净资产	8.27	9.49	11.12	13.00	15.20
估值比率					
P/E	31.2	25.7	22.6	19.5	16.7
P/B	4.5	3.8	3.3	2.8	2.4
EV/EBITDA	22.1	16.2	12.1	10.0	7.9

广发食品饮料研究小组

- 王永锋: 分析师, 经济学硕士, 7年证券行业工作经验。2013年食品饮料最佳分析师水晶球第四名、新财富入围。2012年食品饮料最佳分析师水晶球公募类第四名、金牛奖第五名、新财富入围。
- 卢文琳: 分析师, 经济学硕士, 2年证券行业工作经验。2013年食品饮料最佳分析师水晶球第四名、新财富入围团队成员。
- 王文丹: 研究助理, 1年证券行业工作经验。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入: 预期未来 12 个月内, 股价表现强于大盘 10%以上。
- 持有: 预期未来 12 个月内, 股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出: 预期未来 12 个月内, 股价表现弱于大盘 10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入: 预期未来 12 个月内, 股价表现强于大盘 15%以上。
- 谨慎增持: 预期未来 12 个月内, 股价表现强于大盘 5%-15%。
- 持有: 预期未来 12 个月内, 股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出: 预期未来 12 个月内, 股价表现弱于大盘 5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市
地址	广州市天河区林和西路9号耀中广场A座1401	深圳市福田区福华一路6号免税商务大厦17楼	北京市西城区月坛北街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区富城路99号震旦大厦18楼
邮政编码	510620	518000	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线				

免责声明

广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户, 不对外公开发布。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠, 但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考, 报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任, 除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法, 并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断, 可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可, 任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用, 否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。