



2017-04-23

公司点评报告

买入/首次

老白干酒(600559)

目标价: 31.2

昨收盘: 22.69

食品饮料 饮料制造

老白干酒年报一季报及收购预案点评: 深耕省内见成效, 外延并购谋强大

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	438/350
总市值/流通(百万元)	9,940/7,942
12个月最高/最低(元)	56.73/22.14

相关研究报告:

证券分析师: 黄付生

电话: 010-88695133

E-MAIL: huangfs@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190517030002

证券分析师: 王学谦

电话: 010-88321966

E-MAIL: wangxq@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190511120001

■ 点评事件:

公司公布 2016 年报, 实现收入 24.38 亿、归母净利润 1.11 亿、扣非归母净利润 9655 千万, 分别同比增长 4.39%、47.71%、60.54%, EPS 为 0.25 元/股。单四季度收入 7.83 亿下滑 4.05%, 归母净利润 2777 万增长 56.45%。分红预案为 10 派 1.5 元, 分红率 59.3%, 回顾历史分红来看仍处于较高的水平。公司同时公布 2017Q1 业绩, 实现收入 6.95 亿、归母净利润 4131 万, 扣非归母净利润 3975 万, 同比增长 2.65%、35.28%、57.57%, 业绩持续保持高增长。

■ 投资要点:

1、深耕省内市场见成效、16 年销量大幅增长 33% 助推收入保持增长

分结构看公司 2016 年酿酒收入 20.66 亿、服务业(品牌策划市场营销服务) 3.52 亿, 增长 4.34%、11.71%, 老白干系列收入 13.06 亿、十八酒坊收入 7.6 亿、同比增长 5.46%、2.42%。分区域看整体公司收入省内 17.29 亿大幅增长 23%、省外 6.89 亿下滑 23.7%, 从酿酒收入的统计口径看省内收入 14.67 亿增长 23.49%、省外 5.80 亿下滑 26.07%, 幅度同整体省内外相当。线上销售 1898 万元增长 150%。老白干系列销量 4.53 万吨增长 22.6%, 十八酒坊销量 1.3 万吨, 大幅增长 86.81%, 省内市场带动、及销量的大幅上涨 33% 助推收入增长。

公司年末应收票据 0.88 亿、同比增加 20.5%、环比减少 24.8%, 一季度放大旺季对经销商承兑汇票的使用支持、季度末增加至 2.21 亿。预收款项 16 年末环比持平、一季度末稳步增加至 8.6 亿创历史新高, 显示渠道打款意愿强劲。

2、净利率逐季回升, 利润弹性逐步释放

16 年高档酒、中档酒收入分别增长 2.21%、1.92%, 整体中高档酒收入占比 53.21%、略下降 1 个百分点, 整体产品结构相对稳定, 中高档酒毛利率稳步提升带动整体毛利率提升 2 个点至 59%。2016 年广告费用 4.78 亿增长 9%、促销费用大幅增长 182%, 销售费用率提高 2 个点至 31%, 管理费用 6% 持平, 财务费用由于募集资金到位偿还银行借款后大幅下降。整体期间费用率略上升 1.1 个点, 所得税率大幅下降 20 个点至 40%, 净利率提升 1.3 个点至 4.55%。公司从 16 年三季度开始净利率逐步回升, 观察 17 年收入结构上中高端酒分别增长 13%、21% 好于低端产品, 毛利率提升 5 个点至 57%、期间费用率略

上涨 2 个点，所得税率继续下降至 28%，净利率进一步提升至 5.9%。

3、公司披露拟收购丰联酒业，河北省内优势市场互补，河北王渐行渐近

3.1、拟以 13.99 亿收购丰联酒业 100% 股权，佳沃集团持股 6.29% 成为第二大股东

公司披露收购预案摘要，拟发行股份及支付现金共 13.99 亿元购买丰联酒业控股集团有限公司 100% 股权，其中股份对价 7.8 亿、发行价 20.86 元、发行 37,392,137 股；现金对价 6.19 亿，拟定增配套融资不超 4 亿用于支付现金对价，实际公司需要支付现金 2.19 亿，公司自前次增发募资 8 亿现金流大幅改善、支付能力充足。发行股份收购资产完成暂不考虑配套融资摊薄股本，大股东老白干集团持股比例由 28.85% 下降至 26.58%，仍为控股股东，衡水市财政局仍为实际控制人，佳沃集团持股 6.29% 成为第二大股东。据公开信息显示，君和聚力为丰联酒业管理团队持股平台，将持有上市公司 1.58% 的股份。

表 1：老白干收购丰联酒业交易方案

序号	交易对方	持有丰联酒业出资额:万元	交易对价:万元	现金对价:万元	股份对价:万元	股份对价数量:股	现金对价比例
1	佳沃集团	136,500.96	111,511.54	49,157.22	62,354.32	29,891,811	44.1%
2	君和聚力	34,250.24	27,980.00	12,334.32	15,645.68	7,500,326	44.1%
3	汤捷	300	245.08	245.08	-	-	100.0%
4	方焰	120	98.03	98.03	-	-	100.0%
5	谭小林	80	65.35	65.35	-	-	100.0%
合计		171,251.20	139,900.00	61,900.00	78,000.00	37,392,137	44.2%

资料来源：公司公告、太平洋证券研究院

3.2、16 年丰联酒业扭亏为盈，1.24 倍 PS 收购估值合理

丰联酒业大股东为佳沃集团，后者是联想控股下属企业，丰联酒业是在联想收购酒类相关资产后统一运营酒类资产的平台，在 2011~2012 年间完成安徽文王、承德乾隆醉、湖南武陵、曲阜孔府家的收购，此后整体运营不佳，2016 年丰联酒业营业收入 11.27 亿、资产总额 20 亿、资产净额 4.3 亿，资产负债率 78.5%，利润方面 16 年优化资本结构扭亏为盈、盈利 1565 万。我们认为此次收购对应估值为 PS 为 1.24 倍，估值合理

表 2：丰联酒业整体情况

	2012	2013	2014	2015	2016	单位:亿元	2016年	收购估值

收入：百万	910.5	1297.9	1121.1	1187	1127.3	资产总额	20.04	PS： 1.24
同比增速%		43%	-14%	6%	-5%	资产净额	4.30	PB： 3.25
净利润：百万	NA	NA	-853	-73	15.7	合计负债	15.74	PE： 89
同比增速%				-91%	-121%	资产负债率	78.5%	

资料来源：联想控股招股说明书、公司公告、太平洋证券研究院

3.3 收购后省内市占率提升近4个点，将和板城形成协同效应

公司在河北深耕多年，此次收购一举拿下省内第二大品牌板城，整收入扩大到35.65亿，省内收入增至约22.4亿（考虑丰联整体规模和2014年差不多，以2014年披露数据来估算2016年乾隆醉收入），全省白酒市场按出厂口径150亿规模来估算、收购后省内市占率可以由11.5%提升至15%。

表3：丰联旗下酒类资产情况

公司名称	所在地	品牌	香型	历史荣誉	产能情况	主打产品	2012年销售/亿	2013年销售/亿	2014年销售/亿	管理团队
承德乾隆醉酒业有限责任公司	河北承德	板城	浓香	2006年获商务部“中华老字号”	20条生产线、设计产能2万吨	板城烧锅、乾隆醉、紫塞明珠三大系列	6.38	5.43	5.11	谭小林
安徽文王酿酒股份有限公司	安徽阜阳	文王	浓香	2010年“文王”获中国驰名商标	18条、6千吨	文王贡人生系列、专家级系列、经典系列等	0.66	3.61	2.96	方焰

湖南武陵酒有限公司	湖南常德	武陵	酱香	1988 首届中国食品博览会金奖，第五次全国评酒会十七大名酒之一	2 条、1.75 千吨	酱香武陵酒、浓香型武陵洞庭春色、兼香型武陵芙蓉国色	1.11	1.22	1.03	赵正鑫
曲阜孔府家酒业有限公司	山东曲阜	孔府家	浓香	1988 年获首届中国食品博览会金奖；1988 年获国家银奖；1989 年获北京国际食品博览会金奖；1990 年获第 29 届布鲁塞尔国际产品质量评比会金奖	13 条、1.3 万吨	大陶、府藏、得意、儒雅香四大系列	0.86	2.61	1.96	刘涛

资料来源：联想控股招股说明书，公开信息，太平洋证券研究院，备注：产能数据是 2014 年情况

《业绩承诺及补偿框架协议》显示 2017 年承诺丰联酒业净利润数包含承德乾隆醉外丰联酒业净利润 2,945.94 万元，也即 2017 年乾隆醉

扣非净利润能做到 3730.66 万元。公司对于这四个标的的战略是先运作好省内的乾隆醉，其他三家保留丰联原有管理团队保持一个稳健的盈利情况。从业绩补偿测算方案中也可以看出，公司着重防范除承德乾隆醉外的其他三家酒企的业绩不达标风险及资产减值风险，并设立了对应的补偿方案。

表 4：收购业绩承诺

业绩承诺标的-扣非归母净利润	2017 年度	2018 年度	2019 年度
丰联酒业	6,676.60	-	-
除承德乾隆醉外丰联酒业	-	4,687.12	7,024.39
承诺净利润合计	6,676.60	4,687.12	7,024.39

资料来源：wind，太平洋证券研究院，

备注：业绩承诺不考虑丰联酒业收购这四家所产生的 PPA 及所得税的影响。

公司香型为清香，优势市场主要集中在衡水、石家庄、保定、唐山等，而板城是消费人群更为广泛的浓香型，其主要优势地区在冀北的承德，两者的结合将在香型、优势市场上形成互补，减少不必要的竞争，形成 1+1>2 的效果。

表 5：老白干的省内市场分布

区域	市场定位	地区	销售额
省内市场	根据地市场	衡水	12 亿
		石家庄	10.7 亿
	重点市场	保定	3-4 亿
		唐山	2-3 亿
	培育市场	邯郸	1 亿多
		沧州	大几千万
		廊坊	几千万

资料来源：2014 年草根调研、经销商口径数据拆分，太平洋证券研究院

4、盈利预测与估值

我们认为公司实施完员工持股计划、各方利益绑定（公司、员工、经销商），公司运营、费用投放效率提升、净利率逐步回归行业平均的大趋势确立。河北作为出厂口径 150 亿、零售口径超 200 亿的消费大省，一直以来受到外来品牌例如洋河、泸州强势进入，去年感受尤为明显，公司收缩战线、聚焦省内，发力优势市场，16 年已见成效，未来将继续执行深耕省内市场战略。公司在行业分化、集中度提升的大背景下，收购省内第二大品牌将形成香型、优势市场的有利互补，大大降低内耗竞争，未来协同效应可期待。

公司计划 2017 年收入 26.3 亿，营业成本控制在 10.7 亿元以内，费用不超过 13.25 亿元，营业总成本控制在 23.95 亿元以内，我们预计依靠内生增长公司利润将做到 1.71 亿，同比增长 54.4%，净利率进一步提升至 6.52%。而公司员工持股计划 2018 年底到期解禁，预计 18 年老白干本身净利率加速释放回归行业平均水平，同时假设丰联酒业

18 年并表，按照发行股份收购丰联酒业后总股份摊薄，预计 17~19 年收入为 26.3、42.4、47.4 亿，利润为 1.71、4.30、5.34 亿，EPS 为 0.36、0.9、1.12 元/股，按 3.5 倍 PS 给予摊薄后目标价 **31.2 元**，“买入”评级。

主要财务指标

	2016A	2017E	2018E
营业收入(百万元)	2438.33	2630.00	4240.46
同比增长	4.39%	7.86%	61.23%
归属母公司净利润(百万元)	110.84	171.36	429.71
同比增长	47.71%	54.60%	150.76%
摊薄每股收益(元)	0.23	0.36	0.90
PE	97	63	25
资料来源: Wind, 太平洋证券			

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅低于-15%。



研究院/机构业务部

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话： (8610)88321761/88321717

传真： (8610) 88321566

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。