

老白干酒 (600559.SH) 白酒行业

评级: 增持 维持评级

公司点评

肖喆
联系人
(8621)61038276
xiaozhe@gjzq.com.cn

陈钢
分析师 SAC 执业编号: S1130511030031
(8621)61038215
cheng@gjzq.com.cn

赵晓媛
联系人
(8621)61038227
zhaoxy@gjzq.com.cn

钟凯锋
联系人
(8621)60870959
zhongkf@gjzq.com.cn

河北王，等待制度变革东风

事件

我们近期参加老白干酒的股东大会，反馈如下。

短期体制受束缚，长期河北王潜力大

- 公司现有体制束缚长期发展，难以适应未来市场竞争的要求。
 - 公司在华北区域优势明显，产品结构持续收益消费升级。通过多年的区域耕耘，公司已经奠定其河北王的区域龙头地位。公司已经形成十八酒坊、古法原浆、古法年份等多品牌多品种多价位的产品体系。
 - 由于其国企体制，公司在战略规划、人事激励等方面相对保守。国资委对公司考核以利税为主，发展速度要求上以稳定发展为宜，因此公司在市场决策上多以国资委考核目标为导向。人事激励方面，还是以“平均主义”为主，激励方式偏单一而且对高管激励并不明显，激励水平在白酒上市公司中处于最低水平，远低于其他白酒上市公司。我们认为随着白酒行业走向挤压式发展，品牌间竞争趋向白热化，公司制度变革愈来愈迫切。十三个白酒上市公司（除了老白干以外）都不同程度的完成了制度变革或管理改善，公司如果不能加快变革将错失白酒行业跨越发展的末班车。
 - 今年恰逢公司换届，我们期待地方政府及公司以更开放的心态突破传统思维实现市场共赢，成就河北王的跨越再发展。
- 公司在营销方面仍有较大的提升潜力。
 - 公司在渠道掌控、价格体系、品牌设置上仍有较大的提升空间。渠道方面，公司一直采取类似徽酒的渠道封锁策略，渠道费用投放一直居高不下，去年起公司加大团购渠道建设，开始尝试改变以往过度倚重传统渠道的策略；价格体系上，主打产品存在不同程度的价格混乱，价值分配并不通畅，经销商高度依赖年度促销及年底返利。以衡水市场为例，这几年泸州洋河等外来酒也加大了渗透的力度，足见公司对家门口市场的掌控上仍有提升的空间。
 - 产品线设置仍不够清晰，老白干和十八酒坊两大品牌都开发了较多的系列酒，如十八酒坊设置四大品系（王牌、醇柔、钻石和宝石四大系列，醇柔又分8年、9年、10年、12年、15年和20年等6个品种），价格从90到1000元/瓶不等；老白干品牌则设置了超过10个系列。公司的产品流行度高，但持续性可以加强。
 - 双品牌策略，双轮驱动并不容易。公司早年打造十八酒坊，意在将其打造为中高端品牌，与其传统品牌老白干（定位中低端）进行区隔。但在这几年的发展中，公司在品牌聚焦上一直存在犹豫，最终采取了双轮驱动的并行策略，两个品牌在价格带上没有区隔，只在地区投放上做一定区隔。公司去年邀请海清代言十八酒坊（突出有容乃大的水性精神），老白干继续是胡军代言（突出：老白干，喝出男人味的定位），意在打造一柔一钢的双品牌组合。在当今白酒竞争愈发激烈的竞争下，公司如何聚焦品牌投放，如何打品牌组合拳值得斟酌。
- 投资建议：短期估值合理，长期市值具备翻番潜力
 - 公司在营销方面与金种子等区域品牌仍有不小的差距，我们认为盈利水平和增长速度低于竞争对手并不异常。相对公司目前40亿市值，公司称王河北、全国点状发展潜力依然非常大。如果能改变现存的营销短板，称雄河北市值将有望走向百亿。
 - 盈利预测：2012-14年白酒收入增速为20%、25%和25%。12-14年净利润为1.35亿元（河北城市人食品有限公司100%股权一次性收益0.36亿元）、1.5亿元和1.9亿元，对应EPS为0.96（不考虑投资收益为0.77）、1.08和1.36元。考虑到公司未来改革潜力，给予12年40倍的估值，目标价30.88元。

图表1: 三张表预测

损益表 (人民币百万元)						
	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
主营业务收入	935	1,166	1,414	1,619	2,023	2,529
增长率		24.7%	21.2%	14.5%	25.0%	25.0%
主营业务成本	-591	-686	-776	-874	-1,093	-1,366
% 销售收入	63.3%	58.8%	54.9%	54.0%	54.0%	54.0%
毛利	344	480	637	745	931	1,163
% 销售收入	36.7%	41.2%	45.1%	46.0%	46.0%	46.0%
营业税金及附加	-123	-154	-182	-210	-263	-329
% 销售收入	13.2%	13.2%	12.9%	13.0%	13.0%	13.0%
营业费用	-113	-188	-257	-299	-364	-455
% 销售收入	12.1%	16.1%	18.2%	18.5%	18.0%	18.0%
管理费用	-46	-66	-74	-86	-101	-126
% 销售收入	4.9%	5.7%	5.3%	5.3%	5.0%	5.0%
息税前利润 (EBIT)	61	72	124	149	202	253
% 销售收入	6.6%	6.2%	8.8%	9.2%	10.0%	10.0%
财务费用	-12	-10	-10	-5	-2	1
% 销售收入	1.3%	0.8%	0.7%	0.3%	0.1%	-0.1%
资产减值损失	-2	-2	1	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	-1	0	0	36	0	0
% 税前利润	n.a	0.0%	0.0%	19.9%	0.0%	0.0%
营业利润	47	61	115	180	200	254
营业利润率	5.0%	5.2%	8.1%	11.1%	9.9%	10.1%
营业外收支	7	0	7	0	0	0
税前利润	53	60	122	180	200	254
利润率	5.7%	5.2%	8.6%	11.1%	9.9%	10.1%
所得税	-18	-19	-30	-45	-50	-64
所得税率	33.1%	31.1%	24.6%	25.0%	25.0%	25.0%
净利润	36	42	92	135	150	191
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	36	42	92	135	150	191
净利率	3.8%	3.6%	6.5%	8.3%	7.4%	7.5%

资产负债表 (人民币百万元)						
	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
货币资金	12	50	49	190	349	547
应收款项	64	49	42	91	114	142
存货	579	629	785	718	898	1,123
其他流动资产	39	25	16	46	57	70
流动资产	694	754	891	1,046	1,418	1,883
% 总资产	58.8%	58.4%	61.5%	65.4%	72.0%	77.4%
长期投资	0	0	0	1	0	0
固定资产	383	393	419	406	396	388
% 总资产	32.5%	30.5%	28.9%	25.4%	20.1%	16.0%
无形资产	94	142	138	145	152	159
非流动资产	485	537	558	554	550	549
% 总资产	41.2%	41.6%	38.5%	34.6%	28.0%	22.6%
资产总计	1,179	1,290	1,449	1,600	1,968	2,432
短期借款	85	62	66	25	25	25
应付款项	574	607	696	763	952	1,191
其他流动负债	14	67	109	107	134	167
流动负债	674	735	870	895	1,111	1,383
长期贷款	103	116	60	60	61	63
其他长期负债	2	11	11	0	0	0
负债	778	862	942	955	1,172	1,446
普通股股东权益	401	428	507	642	792	983
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	1,179	1,290	1,449	1,597	1,965	2,429

比率分析						
	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
每股指标						
每股收益	0.255	0.297	0.658	0.963	1.074	1.362
每股净资产	2.862	3.060	3.621	4.584	5.658	7.020
每股经营现金净流	0.719	0.981	0.766	1.417	1.445	1.732
每股股利	0.100	0.100	0.000	0.000	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	8.91%	9.72%	18.17%	21.01%	18.98%	19.40%
总资产收益率	3.03%	3.23%	6.36%	8.45%	7.65%	7.85%
投入资本收益率	6.96%	8.22%	14.77%	15.37%	17.28%	17.72%
增长率						
主营业务收入增长率	55.38%	24.72%	21.24%	14.51%	25.00%	25.00%
EBIT增长率	5.84%	17.85%	71.54%	20.26%	35.87%	25.00%
净利润增长率	14.68%	16.59%	121.22%	46.39%	11.47%	26.82%
总资产增长率	5.83%	9.41%	12.29%	10.42%	23.00%	23.60%
资产管理能力						
应收账款周转天数	0.9	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
存货周转天数	338.5	321.5	332.4	300.0	300.0	300.0
应付账款周转天数	63.1	54.0	50.8	50.0	50.0	50.0
固定资产周转天数	142.2	114.8	94.6	79.2	59.8	45.3
偿债能力						
净负债/股东权益	43.81%	29.72%	15.11%	-16.42%	-33.18%	-46.74%
EBIT利息保障倍数	5.2	7.5	12.6	31.1	106.9	-197.3
资产负债率	66.01%	66.79%	65.01%	59.80%	59.68%	59.54%

来源: 国金证券研究所

投资评级的说明:

- 买入: 预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 20% 以上;
- 增持: 预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 5% - 20%;
- 中性: 预期未来 6 - 12 个月内变动幅度在 -5% - 5%;
- 减持: 预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 5% 以下。

特别声明:

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海	北京	深圳
电话: (8621)-61038271	电话: 010-6621 6979	电话: 0755-33516015
传真: (8621)-61038200	传真: 010-6621 5599-8803	传真: 0755-33516020
邮箱: researchsh@gjzq.com.cn	邮箱: researchbj@gjzq.com.cn	邮箱: researchsz@gjzq.com.cn
邮编: 201204	邮编: 100032	邮编: 518026
地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼	地址: 中国北京西城区金融街 27 号投资广场 B 座 4 层	地址: 深圳市福田区福中三路诺德金融中心 34B