

## 老白干酒 (600559.SH) 白酒行业

评级: 买入 维持评级

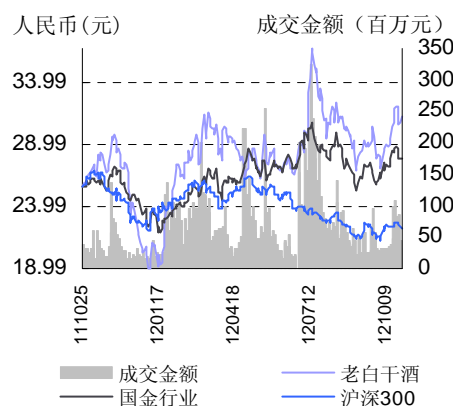
业绩点评

市价(人民币): 31.15元  
目标(人民币): 40.00-45.00元

长期竞争力评级: 高于行业均值

## 市场数据(人民币)

已上市流通A股(百万股)	140.00
总市值(百万元)	43.61
年内股价最高最低(元)	36.69/18.99
沪深300指数	2291.24
上证指数	2101.58



## 相关报告

- 《重点布局最后一座白酒金矿》，2012.8.23
- 《河北王,等待制度变革东风》，2012.7.5

肖喆 分析师 SAC 执业编号: S1130512070001  
(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

## 经营拐点初现, 13年核心白酒品种

## 公司基本情况(人民币)

项目	2010	2011	2012E	2013E	2014E
摊薄每股收益(元)	0.297	0.658	1.000	1.410	1.979
每股净资产(元)	3.06	3.62	4.62	6.03	8.01
每股经营性现金流(元)	0.98	0.77	2.34	2.03	2.66
市盈率(倍)	100.92	45.62	30.01	21.29	15.17
行业优化市盈率(倍)	76.52	21.74	18.66	18.66	18.66
净利润增长率(%)	16.59%	121.22%	52.00%	40.97%	40.37%
净资产收益率(%)	9.72%	18.17%	21.64%	23.38%	24.71%
总股本(百万股)	140.00	140.00	140.00	140.00	140.00

来源: 公司年报、国金证券研究所

## 业绩简评

- 老白干酒公布 2012 年 Q3 财报: 收入达到为 12.16 亿元, 同比增长 23.87%, 净利润为 0.82 亿元, 同比增长 98.9%, 大幅超出市场预期。

## 经营分析

## ■ 经营点评: 经营拐点初现

- 1) Q3 单季白酒业务收入为 4.88 亿元, 同比增长 30.7%; 毛利率上升至 58%, 较上半年 49% 的毛利率上升 9 个百分点。净利率大幅改善, 提升 6 个百分点至 10%。毛利率与净利率大幅改善主要得益于公司产品结构的有效中高端化。
- 2) 存货及预收账款维持高位。存货上升至 9.19 亿, 同比增长 45%; 预收账款同比上升 8%, 为 5.35 亿。

## ■ 13 年展望: 战略需聚焦, 制度待东风

- 1) 公司今年提出 2015 规划: 产能达到 8 万吨, 销售收入目标 50 亿, 利税 8 亿(其中税金 6 亿, 利润 2 亿), 进入白酒第一梯队。我们认为在行业竞争加剧的趋势下, 公司只要战略聚焦得宜, 辅以制度红利定能实现规划目标。2) 我们认为年内完成集团及股份公司换届是大概率事件。人事稳定, 革新才有可能。3) 行业从集体繁荣走向挤压和分化的趋势, 有望加速公司变革进程。白酒行业挤压式竞争态势下, 不加速发展就会被边缘化。4) 战略需聚焦: 老白干在品牌与定位上一直有所犹豫, 我们认为老白干的复兴之路很难复制名酒厂, 而更多的应该参考金种子的发展模式。以成本领先的快消费品营销思路垄断本土中低端市场。过去老白干一直在“试错”中探索发展, 战略有效聚焦将实现长效发展。5) 公司充足的存货和预收账款, 为公司的全面腾飞打下扎实基础。6) 草根调研显示, 公司受益于口红效应, 实际动销情况良好。

- 盈利预测: 2012-14 年白酒收入增速为 24%、25% 和 25%。考虑到公司毛利率提升较快, 继续提升盈利预测。12-14 年净利润为 1.40 亿、1.97 亿和 2.77 亿元, 对应 EPS 为 1.00、1.41 和 1.98 元, 同比增长 52%、41% 和 40%。考虑到公司未来改革潜力, 给予 12 年 40-45 倍的估值, 目标价 40-45 元, 对应 56-63 亿市值。

## ■ 投资建议

- 白酒上市公司中最后一座待发光的金矿, 12-13 年值得重点布局的白酒品种。低位布局, 等待 13 年收获。

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
强买	0	0	0	2	3
买入	0	0	1	2	5
持有	0	0	0	1	1
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	2.00	1.83	1.80
评分	1.00	1.21	1.22	1.22	1.25

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

日期	评级	市价	目标价
1 2012-07-05	增持	28.38	30.88 ~ 30.88
2 2012-08-23	买入	29.55	36.10 ~ 36.10

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“强买”得1分，为“买入”得2分，为“持有”得3分，为“减持”得4分，为“卖出”得5分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =强买； 1.01~2.0=买入； 2.01~3.0=持有  
3.01~4.0=减持； 4.01~5.0=卖出



长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

- 强买：预期未来6-12个月内上涨幅度在20%以上；
- 买入：预期未来6-12个月内上涨幅度在10%-20%；
- 持有：预期未来6-12个月内变动幅度在-10%-10%；
- 减持：预期未来6-12个月内下跌幅度在10%-20%；
- 卖出：预期未来6-12个月内下跌幅度在20%以上。

**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作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**

电话: (8621)-61038271

传真: (8621)-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹  
国际大厦 7 楼**北京**

电话: 010-6621 6979

传真: 010-6621 5599-8803

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100032

地址: 中国北京西城区金融街 27 号  
投资广场 B 座 4 层**深圳**

电话: 0755-33516015

传真: 0755-33516020

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518026

地址: 深圳市福田区福中三路诺德金  
融中心 34B