

# 未发光的金子

## 买入 首次

目标价格：57.00 元

### 引子：

我们在1月17日行业报告《布局三线酒时机已到》中推荐三线酒，老白干作为重点推荐标的之一，主要逻辑是公司在省内仍有至少2X扩张空间，利润率提升将带来巨大的业绩弹性，建议买入并静候公司业绩回归。

### 报告摘要：

- **河北称王，省内销量还有2X提升空间，“十二五”规划增速不低于30%：**公司已成为河北强势品牌，市场份额15%，市占率第一；河北市场规模约180亿，公司通过渠道深耕计划将份额提升至40%，对应70-80亿收入，还有2X空间；按销售口径计算，公司12年收入35亿元，计划13年实现45-50亿收入（YOY 29-43%），十二五末计划实现销售80亿元，13-15年复合增速32%；
- **定位400元以下价格带，受益新型城镇化和收入倍增计划，有提价空间：**400元以下价格带定位在个人消费，受益于新型城镇化和收入倍增计划。一方面居民收入水平提高，对中低端白酒价格形成支撑；另一方面改变消费习惯，推动消费向名优酒集中，推动产品升级，外出就餐频率的增加也将增加中低端白酒的消费量；
- **若盈利回归至合理值，净利率有望提升至20%以上，业绩弹性大：**国有体制和激励机制不足是制约公司发展的根本原因，市委领导的换届有望重启集团的改制进程。由于体制所限，公司盈利能力大大低于行业水平，净利率仅6.5%。参考可比公司的产品结构，公司毛利率应在金种子和古井贡之间，有15个百分点左右提升空间；随着省内竞争格局的逐渐稳定，销售费用率也有5个百分点左右的下降空间；
- **盈利预测、估值及投资建议：**由于公司业绩不能反映其真实增长/盈利能力，难以用通常的PE法为公司估值。我们采用PS（市销率）法和调整市盈率法（假设公司恢复到20%的正常净利率水平）估值，公司的合理市值为80-93亿元，对应股价57-66元，相较目前股价仍有25-45%上涨空间，给予“买入”评级。我们预测公司12-14年营业收入为19.3亿元、25亿元和32.3亿元，YoY 37%、29%、29%，EPS为0.922元、1.753元和2.995元，YoY 40%、90%和71%。

主要经营指标	2010	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入(百万)	1166.06	1413.69	1,932	2,497	3,232
增长率(%)	24.72	21.24	36.7%	29.3%	29.4%
归母净利润(百万)	41.65	92.13	129	245	419
增长率(%)	16.59	121.22	40.1%	90.2%	70.8%
每股收益	0.30	0.66	0.922	1.753	2.995
市盈率	74.63	33.73	49.45	26.00	15.22

### 食品饮料行业

#### 分析师：

苏青青 (S1180512060001)

电话：021-51782237

Email: suqingqing@hysec.com

#### 研究助理：

陈嵩昆

电话：021-51782231

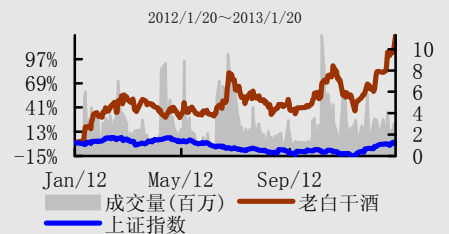
Email: chensongkun@hysec.com

刘洋

电话：021-51782230

Email: liuyang1@hysec.com

### 市场表现



### 相关研究

- 《布局三线酒时机已到》 2013/1/17
- 《酒鬼酒：4Q业绩大幅下滑，13年有待观察》 2013/1/14
- 《五粮液：报表保持高增长，13年仍可期》 2013/1/10
- 《把握板块轮动下的旺季反弹行情》 2013/1/4
- 《估值下移到位，成长股机会来临》 2012/11/26

## 目录

<b>一、</b>	<b>产品结构摆脱低端，受益于居民消费升级</b>	<b>3</b>
1、	品牌底蕴深厚，目标打造成为河北名片	3
2、	十八酒坊崛起，带动产品结构成功升级	4
3、	100-400 元定位刚需提价阻力小，受益于收入倍增及城镇化	6
<b>二、</b>	<b>河北王雏形已现，省内精耕+区域扩张驱动 30%以上增长</b>	<b>7</b>
1、	已占据河北优势地位，份额超过 15%，目标份额 40%，仍有 2X 扩张空间	8
2、	省内聚焦县乡市场，通过渠道深耕实现目标	8
3、	省外加大招商力度，点状扩张作为补充	9
<b>三、</b>	<b>市委换届引发体制改革预期，盈利能力有望回归行业均值</b>	<b>10</b>
1、	新领导扎根河北，有望重启改制进程	10
2、	产品结构位于金种子和古井贡之间，合理净利率有望提升至 20%	12
<b>四、</b>	<b>盈利预测、估值及投资建议</b>	<b>13</b>

## 图表

图 1:	老白干品牌拥有悠久的底蕴和众多品牌荣誉	3
图 2:	公司从 2008 年开始，加大市场投入	4
图 3:	近几年公司加大产品开发力度，不断完善产品线	4
图 4:	产品结构升级带动吨酒价格的提升，对业绩贡献越来越重要	5
图 5:	老白干已形成完整的产品结构	5
图 6:	100 元以上的中高档产品收入比例已达到 55%	6
图 7:	现阶段，400 元以下白酒主要定位大众消费	7
图 8:	近年来公司产品持续提价	7
图 9:	吨酒价格与其他三线酒相比仍可提升（万元）	7
图 10:	2005 年省内市场销售区域结构	8
图 11:	2012 年省内市场销售区域结构	8
图 12:	公司创新多种模式绑定经销商，加强市场开发力度	9
图 13:	华北以外地区处于培育期，收入占比缓慢提升	10
图 14:	老白干是政府控股的国有企业	10
图 15:	管理层缺乏有效的激励	11
图 16:	老白干集团改制目前仍处于停滞状态	11
图 17:	公司盈利能力明显低于行业	12
图 18:	老白干产品结构高于金种子和青青稞酒，低于古井贡酒	12
图 19:	市场开拓期费用率高，公司营业费用随着省内格局稳定有下降空间	13
图 20:	公司不同口径白酒销售收入预测	14
图 21:	可比公司 PS 估值水平	14
图 22:	可比公司 PE 估值水平	14
图 23:	分产品销售预测	15
图 24:	三张财务报表分析摘要	16

## 一、产品结构摆脱低端，受益于居民消费升级

### 1、品牌底蕴深厚，目标打造成为河北名片

#### 1-1、拥有悠久历史的老白干香型代表

老白干的“老”，是指历史悠久；“白”，是指酒质清澈；“干”，是指酒度高，燃烧不留水份。老白干的名字概括了其品牌特点，即品牌历史悠久、香型独特，是中国传统酿酒工艺的代表：

- ◆ 衡水老白干酒有着悠久的酿造历史，据文字记载可追溯到汉代（公元 104 年），知名天下于唐代，正式定名于明代；清末，衡水老白干酒就以衡水为基地，向周边辐射。民国时期，已经在三北地区和长江中下游一带有了一定的影响。建国前，衡水老白干酒在全国已经有了很高的知名度；
- ◆ 衡水老白干采用地缸发酵传统酿酒工艺，可能是中国最早的蒸馏酒之一，是第一批国家级非物质文化遗产，以“醇香清雅，甘冽丰柔”著称于世，2004 年被国家标准委员会从清香型独立出来，单独设立“老白干”香型，成为我国白酒十一大香型之一；
- ◆ 衡水老白干酿酒集团组建于 1996 年 11 月，其前身是建于 1946 年的衡水老白干酒厂，由当时政府收购十八家制酒作坊而成立。

**图 1：老白干品牌拥有悠久的底蕴和众多品牌荣誉**

年份	品牌荣誉
1915	荣获巴拿马万国博览会甲等金质大奖章
1992	67°老白干酒荣获香港首届食品博览会金奖；同年 47°精制老白干酒荣获中国名优酒博览会金奖
2004	被国家工商总局认定为“中国驰名商标”，同年以衡水老白干为代表的“老白干香型”被国家标准委员会批准和认定
2006	被国家商务部认定为首批“中华老字号”
2007	通过“纯粮固态发酵白酒”标志审核
2008	衡水老白干酒的酿造技艺被文化部认定为“国家级非物质文化遗产”，同年“十八酒坊酒”被评定为“中国驰名商标”

资料来源：宏源证券研究所

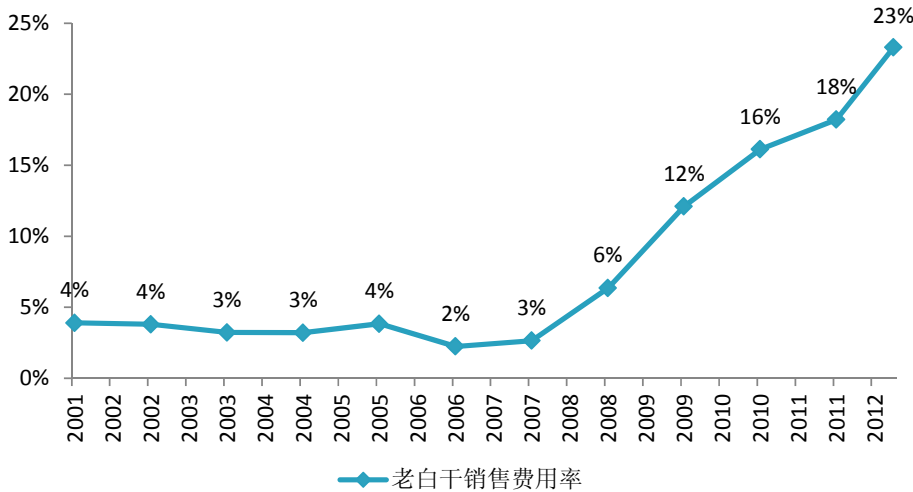
#### 1-2、加大品牌推广力度，持续进行品牌升级

虽然老白干品牌拥有优秀的历史底蕴，但也曾经面临品牌老化和低档化的问题。公司通过加大品牌推广投入，采用双品牌运作等手段重塑品牌形象，目前老白干已摆脱低端的品牌形象，成为河北省内中端强势品牌的代表：

- ◆ 双品牌运作战略，使品牌形象逐渐鲜明：90 年代老白干由于品牌老化，逐渐沦落成为低档品牌。为了重塑品牌形象，2001 年起采取分品牌战略，从老白干中独立出“十八酒坊”高端品牌。而后梳理品牌定位，将老白干定位为“喝出男人味”；十八酒坊则定位为“容者大成”的包容气质；
- ◆ 加大广告投放力度，提高品牌知名度：公司 2012 年在央视投入 1.4 亿广告，2013

年计划投入 2.4 亿；地方性媒体中，公司 12 年在河北投入 5000 万元，13 年计划在华北省外区域投入 6000 万元，而在华北以外的全国市场，12 年下半年也开始大规模投放高速公路广告牌；

图 2：公司从 2008 年开始，加大市场投入



资料来源：Wind，宏源证券研究所

- ◆ 组合推广手段提升品牌形象：公司利用事件营销（世界旅游小姐比赛）、主题促销（“集蓝钻、中钻石”主题推广）、主题公关（特色品鉴活动）、酒文化培育（开放厂区旅游基地）、终端展示（“十八酒坊”专卖店）等一系列组合推广手段，全方位对品牌进行营销，提高在消费者心目中的形象。

## 2、十八酒坊崛起，带动产品结构成功升级

过去几年，老白干通过新产品的开发已经成功地进行了产品升级，摆脱了低档酒的形象，主销价格带达到 100-400 元；产品线逐渐清晰，产品结构趋于完整，形成了老白干 1915 为高端形象，十八酒坊、年份酒为中高端市场主打，柔和、淡雅系列占领低端市场的产品结构；

- ◆ “老白干”和“十八酒坊”互相拉动升级，带动吨酒价格提升：公司从 2003 年开始产品结构升级，推出“十八酒坊”系列高档酒成为结构升级的关键。通过和年份酒概念相结合，不断推高产品结构；在“十八酒坊”档次提升后，再带动老白干品牌的年份酒档次升级，实现产品结构的整体提升。2009 年吨酒价格达到 2.9 万元/吨，4 年时间价格提升 77%，成为收入的主要贡献因素；

图 3：近几年公司加大产品开发力度，不断完善产品线

时间	产品升级
2007年	开发了“金尊”、“玉尊”、“经典”等十几个衡水老白干和十八酒坊系列酒
2008年	研发了1915衡水老白干67°、39°系列酒，衡水老白干酒清雅52°、50°、41°系列酒，十八酒坊10年、15年、20年系列年份酒等
2009年	研发了包括丰柔380、丰柔480衡水老白干酒，国标39°、42°、52°衡水老白干酒；天赋柔和、地蕴柔和、红柔和衡水老白干酒；红清柔、蓝清柔等
2010年	研发42度经典10年、52度二十年、52度醇柔二十年十八酒坊、衡水老白干398、福满堂等

资料来源：公司年报，宏源证券研究所

**图4：产品结构升级带动吨酒价格的提升，对业绩贡献越来越重要**

	销量（吨）	YoY	收入（百万元）	YoY	吨酒价格（万元）	YoY
2005	14944		245.26		1.64	
2006	16932	13.3%	296.99	21.1%	1.75	6.9%
2007	19110	12.9%	388.19	30.7%	2.03	15.8%
2008	25660	34.3%	517.42	33.3%	2.02	-0.7%
2009	30110	17.3%	874.83	69.1%	2.91	44.1%

资料来源：公司年报，宏源证券研究所

- ◆ **双品牌轮动升级形成多系列全价格带多层覆盖的独特产品结构：**大多数品牌利用不同系列产品覆盖不同价格带，但老白干由于双品牌轮流拉动升级，最终每个系列都形成了从低档到高档的产品线，如十八酒坊覆盖100-1000元，年份酒覆盖50-600元，古法原浆覆盖100-400元等。为避免不同系列形成内耗，公司将各品牌分布在不同重点区域进行销售。

**图5：老白干已形成完整的产品结构**

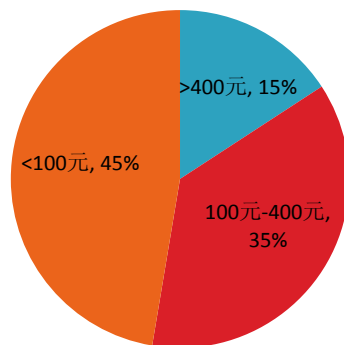
产品系列	产品名称	酒精度	规格	价格（元）	价格带
高档系列	1915	39°	500ml	2016	2000元
		67°	500ml	2325	
	千年金奖内画	67°	750ml	1960	
	内画礼品	67°	750ml	1938	
十八酒坊	二十年	39°	480ml	990	100-1000元
	十五年	46°	500ml	498	
	八年	40.8°	500ml	178	
	王牌	39°	500ml	168	
	紫钻	42°	500ml	110	
	蓝钻	42.8°	500ml	108	
	红宝石	52°	500ml	98	
老白干年份酒	二十年	67°	500ml	668	50-600元
	二十年	39°	500ml	588	
	52°二十年	52°	500ml	568	
	52°十五年	52°	500ml	199	
	52°十年	52°	500ml	118	

	52°五年	52°	500ml	50	
古法原浆	原液	72°	500ml	368	100-400 元
	十八年古法原浆	67°	750ml	469	
	十年古法原浆	67°	500ml	239	
	八年古法原浆	67°	375ml	160	
五星	新五星	39°	500ml	389	400 元
		67°	500ml	435	
中低端酒	驿动	39°	500ml	168	200 元以下
	天赋柔和	42.8°	500ml	88	
	新 67	67°	500ml	52	
	红柔和	40°	500ml	40	
	淡雅	41°	500ml	25	
	光瓶白瓶	67°	500ml	16	
	光瓶绿标	62°	500ml	10	

资料来源：网络公开资料，宏源证券研究所

- ◆ **品牌已摆脱低档形象，100 元以上产品占比过半：**目前 100 元以下中低档产品包括驿动、柔和、淡雅和光瓶系列，而驿动继续向 100-200 元价格升级，柔和向 100 元价格升级；100-400 元主力价格带销售占比已达到约 35%，且产品升级主要集中在这一价格，未来占比有望继续提升；400 元以上高端产品占比约为 15%。

图 6：100 元以上的中高档产品收入比例已达到 55%



资料来源：公开资料估算，宏源证券研究所

### 3、100-400 元定位刚需提价阻力小，受益于收入倍增及城镇化

100-400 价格带定位在个人消费的刚性部分，避开政商消费，因此不受经济增长下滑和反腐影响；相反，“十八大”后提出的新型城镇化以及收入倍增计划，有利于刺激个人消费，继续扩大老白干中低档酒消费市场，为继续提价创造条件：

- ◆ 100-400 元产品以个人情感交流需求为主，这类白酒已经需要考虑档次和面子问题，因此性价比高的受到青睐，由于请客、送礼的刚性较大，因此这类产品随着收入增加，高档酒价格上移，提价的难度较小；100 元以下价格带以个人嗜好性消费为主，特点

是消费量大、消费频率高，类似于啤酒等，但这类消费对价格敏感度较高，提价会影响销量；

图 7：现阶段，400 元以下白酒主要定位大众消费

价格带	消费特点	关注重点	现阶段提价难度
100 元以下	个人饮用	价格	一般（价格敏感度较高）
100-400 元	朋友聚饮，个人送礼	性价比	容易（需求刚性大）
400-800 元	商务宴请，商务礼品	性价比	较难（有高档酒价格天花板）
800 元以上	高档商务、政务用酒	品牌档次	难（政治压力、需求萎缩）

资料来源：宏源证券研究所

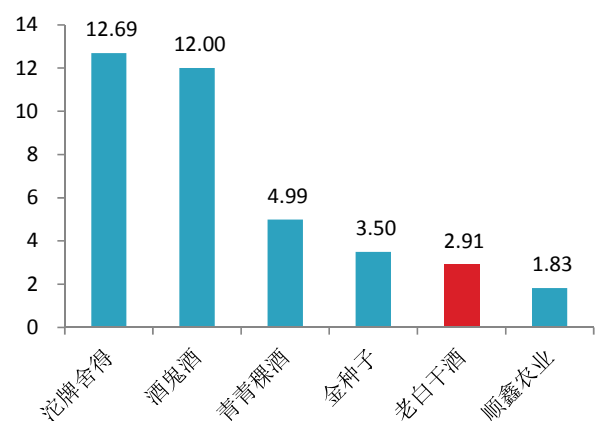
- ◆ **一、二线酒为维护品牌形象努力维持价格：**高价是奢侈品的重要因素，现阶段高档白酒的竞争仍主要集中于价格，高价代表了更强的品牌力，消费者认为更有“面子”，降价将向消费者传达品牌力下滑的信息，很可能将推出高端酒市场。因此一、二线酒宁可牺牲销量也要尽力维持价格；
- ◆ **三线酒距价格天花板仍遥远，有提价空间：**三线酒的价格天花板是二线酒价格，目前二线酒价格中枢在 400 元以上，而三线酒绝大部分收入来自于 400 元以下，因此仍有很大的结构提升空间，个人消费升级也为提价提供驱动力。
- ◆ **与其他三线酒相比，公司产品仍有提价空间：**在持续的品牌创新和升级下，公司产品提价能力增强，近几年数次提价，即使在 2012 年行业景气向下、一线酒价格下滑的背景下，公司仍然对部分产品进行了提价。目前老白干产品的性价比仍然很高，其产品结构已经优于金种子、青青稞酒，但吨酒价格仍然较低，因此未来还有提价的空间。

图 8：近年来公司产品持续提价

时间	产品线	提价幅度
2008	全线产品	上涨 5-10%不等
2009	“老白干”全线	8 年、10 年、15 年的年份酒每瓶上涨 50~100 元，中高档酒涨幅在 30%左右，例如：52 度 15 年的年份酒以前售价 228 元/瓶，现在是 318 元/瓶。中低档酒每瓶上涨 10~20 元，涨幅 5%~10%。
2012	200-300 元部分产品	上涨 10%左右

资料来源：网络公开资料，调研数据，宏源证券研究所

图 9：吨酒价格与其他三线酒相比仍可提升（万元）



资料来源：网络公开资料，宏源证券研究所

注：老白干为 2009 年数据，其余为 2011 年数据

## 二、河北王雏形已现，省内精耕+区域扩张驱动 30%以上增长

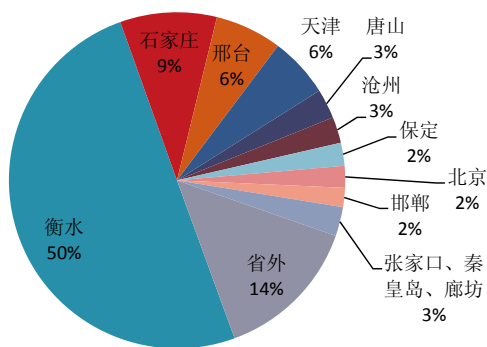
## 1、已占据河北优势地位，份额超过 15%，目标份额 40%，仍有 2X 扩张空间

公司 2012 年销售口径收入约 35 亿元，2013 年计划保证 45 亿元，争取 50 亿元，YoY 29%-43%；根据计划，未来五年内衡水老白干将提高产能中的高档酒和高附加值产品产量，实现销售收入 80 亿元（CAGR 32%），进入中国白酒第一梯队。

河北省白酒市场规模约为 180 亿元，老白干目前市场份额已达到 15%，成为河北市场占有率第一的品牌。而公司的目标是成为“河北王”，达到对河北市场的相对垄断，为此，公司目标在省内达到 70-80 亿销售规模，市场份额达到 40%：

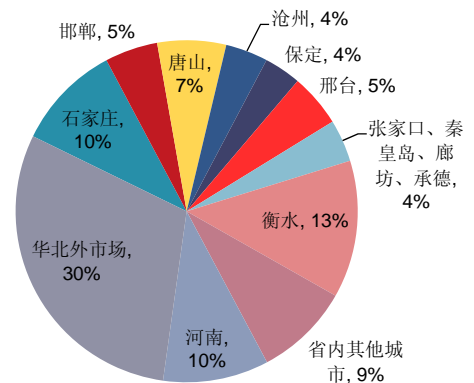
- ◆ **冀南市场的成功开拓帮助公司成为河北第一品牌：**大本营衡水和省会石家庄是公司绝对强势区域，销售额超过 8 亿元；唐山、邯郸、保定、邢台、沧州等冀南城市是相对强势区域，销售额超过 1 亿元；承德、张家口、秦皇岛等冀北城市销售低于 1 亿元；

图 10: 2005 年省内市场销售区域结构



资料来源：网络公开资料，宏源证券研究所

图 11: 2012 年省内市场销售区域结构



资料来源：调研数据，宏源证券研究所

- ◆ **冀南相对强势区域销售仍在快速上升：**在冀南强势区域中，仅有丛台酒和刘伶醉两个地区强势品牌，对公司威胁不大。公司在各县都有业务人员，乡级市场基本也被经销商覆盖，如邯郸和邢台经销商数量分别为 83 个和 29 个，其中一半是县乡级经销商，两个市场在 2015 年的销售目标要达到 6 亿元，实现爆发式增长；
- ◆ **冀北面临竞争较强：**承德市场有山庄老酒和板城两个较强对手，对周边张家口、秦皇岛市场的辐射力较强，随着公司品牌影响力的扩大和省内营销改革的推进，冀北市场有望成为省内的又一增长来源；
- ◆ **省内继续维持高增长目标：**在 2013 年，河北省内的石家庄市场目标 10 个亿（增长 25%）；其余市场按照 1-2-3-5 亿元市场的梯队建设稳步推进（即 1 亿元市场发展 2 亿元，2 亿元市场发展 3 亿元，3 亿元市场发展 5 亿元）

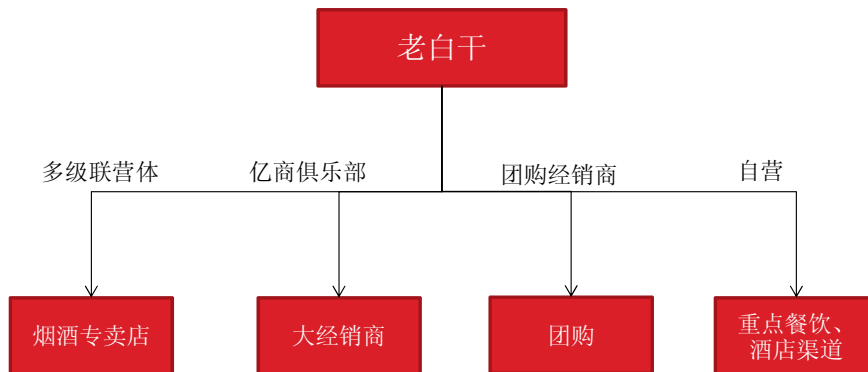
## 2、省内聚焦县乡市场，通过渠道深耕实现目标

为了达到省内 70-80 亿的营收目标，公司必须启动渠道深耕挖掘省内的潜力。为此，公司提出“聚焦百县千乡，与经销商共铸河北为王”的战略。公司在组织架构上进行扁平化，加快市场反应速度，在渠道管理上针对不同渠道经销商采用不同的合作模式，加强与经销

商的紧密联系：

- ◆ **县乡市场空间广阔，公司目前覆盖不足：**河北省有 136 个县，县乡人口占据了河北省总人口的 60%，县乡经济正在成为河北新的经济增长点，随着深度城镇化战略的推进，县乡人口消费升级有巨大空间。目前公司近在强势区域的县级有销售人员，强势区域的乡级市场和非强势区域的县级市场将是下阶段突破的重点；
- ◆ **省内细分大区进行组织扁平化：**为了配合县乡级经销商发展，公司在 2012 年开始全面实施组织扁平化。公司在河北每个地级市（共 11 个地级市）设立一个大区，并在县乡市场设置县级经理，对产品分品系进行管理，以加强对市场趋势的把握和加快对经销商需求的反应速度；
- ◆ **实施标准化、精细化的渠道操作模式：**公司将渠道成功操作经验标准化，大范围进行快速复制。例如在酒店渠道有《酒店销量提升的五步法则》；在烟酒店渠道有《渠道分级，四级联盟模式实现对市场的成功爆破》；在团购渠道有《团购渠道的流通化运作》；在县级市场有县级市场开发 1-5-5-10 模式。同时按照月度目标考核，提高经销商的目标管理的能力；
- ◆ **实施“金网工程”，与经销商加强合作保持市场优势：**对于重点区域和客户，公司直接掌握核心客户，掌控零售终端；对于专卖店、团购、流通等渠道，通过与经销商多模式合作，以全渠道、全价格、全产品、全面覆盖省内市场，目前订货量在 1000 万以上经销商约 300-500 个。

图 12：公司创新多种模式绑定经销商，加强市场开发力度



**多级联营体：**针对烟酒专卖店渠道，分街道进行谈判签约、一店一策、限区销售。建立刚性价格体系，保障客户利益。厂家享受一些独家促销权利，不允许竞品同时促销，规定高档酒销售占比。而专卖店可上报重点公关人物，厂家提供一定公关用酒，完成任务还可享受季度奖和报销店租费。

**亿商俱乐部：**公司把经销商作为战略合作伙伴，将优秀的、想发展的、能够跟上公司步伐的经销商吸引进来，帮助理顺运作思路，组建营销团队，提供后勤保障，提升管理水平，致力提升经销商的市场占有份额，打造亿元级市场。

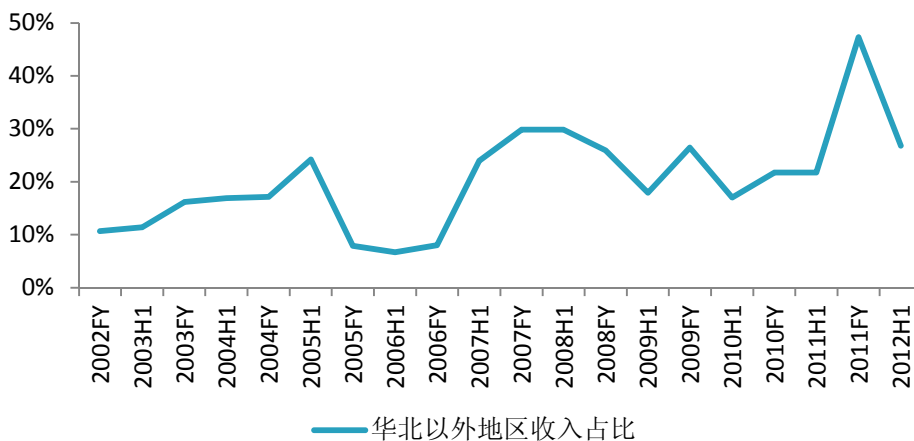
资料来源：网络公开资料，宏源证券研究所

### 3、省外加大招商力度，点状扩张作为补充

与省内“做深做透”的战略不同，公司在省外市场的策略是“点状扩张，做强做广”，逐步培育品牌在省外市场的消费基础，不冒进，稳步扩张作为省内市场的补充：

- ◆ 省外销售结构以中高端为主。以出厂价计算，省外 70~80%都是 100 元以上的中高端产品，平均价格约在 150 元左右，对应终端售价在 200 元以上；
- ◆ 公司在环河北市场（主要是北京、天津、山西和山东）以及广东市场均有一定的影响力，区域重点经销商达 100 多家，其他经销网点达 300 余家；
- ◆ 省外渠道管理较为细致：省外销售采用大客户制，与当地大代理商密切合作，团购渠道占比 40%。省外划分为 10 余个大区，每个省设有省区经理，省区下还设有地区经理；省外不设全品系经销商，而是每个单品系列设一个经销商，未来还将根据渠道继续细分经销商；
- ◆ 公司对省外招商支持较大：经销商入门门槛较低，首单打款约 100 万元，随后按年度考核。除按销售比例的费用支持外，公司对经销商活动也予以支持，同时派驻销售人员帮助经销商开发市场。

图 13：华北以外地区处于培育期，收入占比缓慢提升



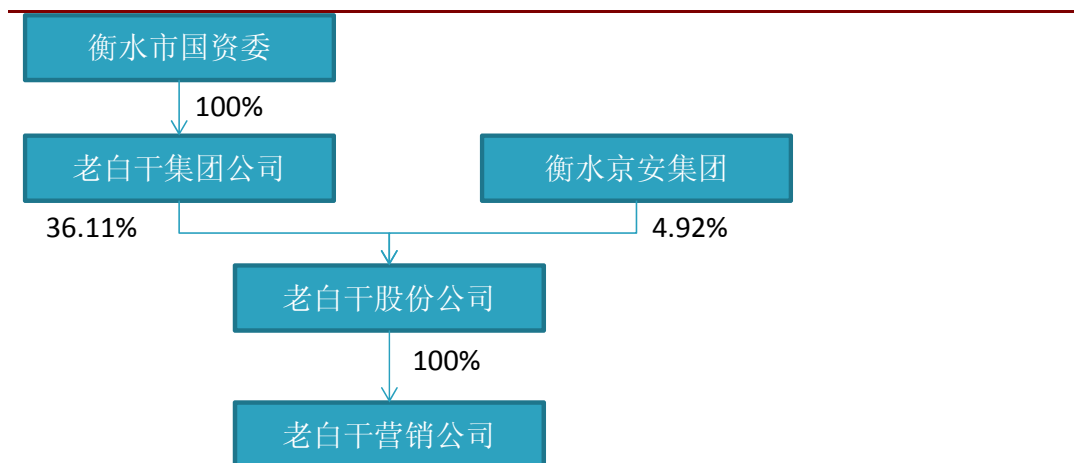
资料来源：Wind，宏源证券研究所

### 三、市委换届引发体改预期，盈利能力有望回归行业均值

#### 1、新领导扎根河北，有望重启改制进程

老白干是衡水国资委控股的国有企业，对管理层和员工的激励不足，管理层业绩考核压力不大，公司业绩释放动力不足，且员工薪酬较低有企业利益流失的风险。今年初衡水市委换届后，可能重启公司改制进程，激励机制的改革有望推动公司业绩释放：

图 14：老白干是政府控股的国有企业



资料来源：公司年报，宏源证券研究所

- ◆ 高管薪酬水平极低，激励机制缺失：公司董事长的薪酬水平仅 15 万元/年，作为业内一流操盘手的王占刚年薪仅 8 万元，远远低于行业平均水平，且管理层亦没有股权激励等其他形式激励，我们认为这对公司长期健康发展十分不利；

图 15：管理层缺乏有效的激励

姓名	上市公司职务	其他公司职务	薪酬（万元）	年龄（岁）
张新广	董事长	无	15	48
张永增	董事	集团董事长、党委书记	-	64
李书强	无	集团总经理	-	-
刘彦龙	总经理	营销公司董事长	12	47
王占刚	副总经理	营销公司总经理	8	40

资料来源：公司年报，宏源证券研究所

- ◆ 2013 年 1 月，衡水市委换届，李谦担任市委书记。李谦今年 53 岁，河北晋州人，历任河北多地职务，政治上仍有上升空间，因此为提升政绩，推动老白干的改制成为可能。

图 16：老白干集团改制目前仍处于停滞状态

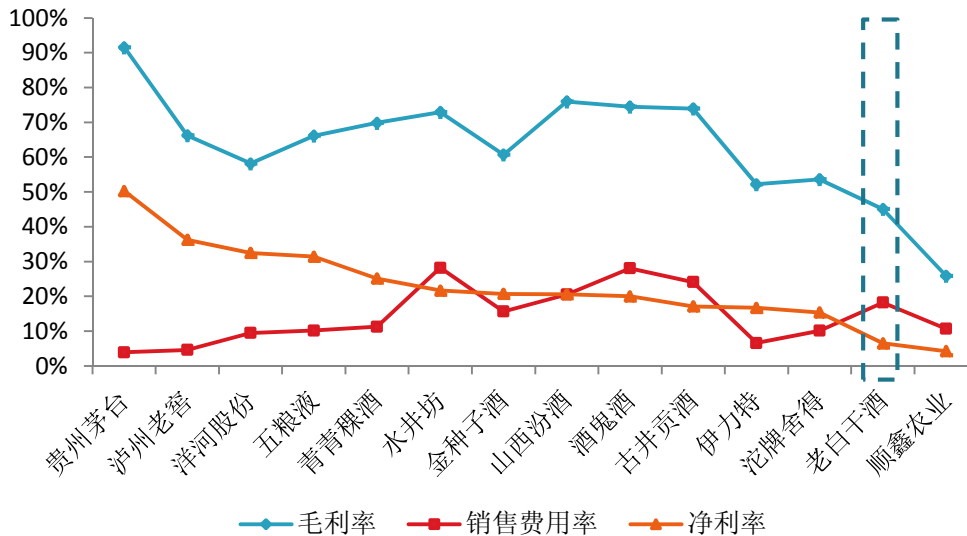
时间	老白干改制进程
2009 年 7 月 10 日	老白干酒发布公告称，公司控股股东老白干集团正在进行改制的前期准备工作，计划国有股权部分退出，拟引进战略投资者和职工入股，但尚未与任何第三方进行相关接触，也没有改制的确切时间表。
2010 年 8 月	老白干集团董事长张永增表示，由于集团是当地纳税第一大户，一开始对于引入外部投资者改制一事，政府内部意见不一致，但在年初政府内部已经达成一致，国资将持股至少 50% 以上，并进行经营层持股。
2012 年	张永增表示“老白干是衡水的财政支柱企业，作为国有企业也发展得不错，政府不愿再做改制”。改制进程停滞。

资料来源：网络公开资料，宏源证券研究所

## 2、产品结构位于金种子和古井贡之间，合理净利率有望提升至 20%

公司净利润率明显低于行业水平，主要由于毛利率较低，且营业费用率较高。我们认为产品结构提升后，高档产品收入占比加大，毛利率有提升空间；而公司在市场开拓期结束后，营业费用率也有较大下降空间。从行业水平看，净利率有望提高至 20%:

图 17: 公司盈利能力明显低于行业



资料来源：Wind，宏源证券研究所

- ◆ 从产品结构对比来看，公司毛利率有 15 个百分点以上的提升空间：金种子 100 元以下产品占比达到 90%，青青稞酒 300 元以下产品占比达到 90%，而老白干 100 元以下、300 元以下占比分别为 45%和 80%，产品结构高于前二者，但略低于古井贡酒。因此老白干合理毛利率应在金种子、青青稞酒与古井贡之间，按照金种子 60.7% 的最低毛利率计算，随着产品结构升级以及价格体系调整到位，公司毛利率仍有 15.6 个百分点的提升空间；

图 18: 老白干产品结构高于金种子和青青稞酒，低于古井贡酒

品牌 (毛利率)	产品	价格	收入占比	品牌 (毛利率)	产品	价格	收入占比
金种子 (60.7%)	徽蕴	100-200	10%	老白干 (45.1%)	老白干 1915	1680	5%
	醉三秋	30-100	30%		20 年	400-1000	15%
	种子系列	30-100	60%		五星	250-300	35%
青青稞酒 (69.9%)	德天下	1500	3%		十八酒坊 8/12/15 年	150-300	45%
	天佑德	500-1500		7%	柔和、蓝钻、光瓶等	10-100	
	八大作坊	100-300	45%	古井贡酒 (74%)	年份原浆 16、26 年	600-1400	10%
			年份原浆 8 年		150-400	45%	
			年份原浆 5 年、献礼版				
				老贡酒	80-150	45%	

	互助系列	<100	45%		淡雅	50-100	
--	------	------	-----	--	----	--------	--

资料来源：公开资料，宏源证券研究所

- ◆ **市场开拓导致高销售费用率，省内竞争格局稳定后费用率有 5 个点下降空间：**在市场开拓期，企业都会投入大量广告费、营销费扩大知名度吸引经销商。高费用率时间可持续 3-6 年，通常最大可达到 28% 左右。目前老白干已连续 4 年加大费用投入，费用率达到 23%，进一步提升空间不大，且随着市场的成熟和规模的放大，费用率未来有望逐步降低，按照平均 18% 费用率计算，有近 5 个点下降空间；

**图 19：市场开拓期费用率高，公司营业费用随着省内格局稳定有下降空间**

公司	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012E	MAX
酒鬼酒	3%	36%	26%	20%	38%	27%	22%	37%	36%	36%	28%	18%	38%
水井坊	9%	7%	22%	14%	20%	17%	15%	20%	18%	19%	28%	26%	28%
古井贡酒	11%	9%	10%	13%	8%	7%	10%	10%	18%	22%	24%	28%	28%
泸州老窖	23%	23%	22%	25%	24%	15%	12%	14%	11%	6%	5%	5%	25%
老白干酒	4%	4%	3%	3%	4%	2%	3%	6%	12%	16%	18%	23%	23%
山西汾酒	14%	18%	15%	14%	15%	14%	20%	20%	17%	19%	21%	20%	21%
沱牌舍得	11%	12%	14%	13%	12%	15%	15%	19%	14%	9%	10%	13%	19%
贵州茅台	14%	17%	15%	13%	12%	12%	8%	6%	6%	6%	4%	4%	17%
金种子酒	3%	4%	11%	10%	3%	4%	4%	12%	13%	15%	16%	12%	16%
五粮液	7%	9%	11%	13%	13%	14%	11%	11%	10%	12%	10%	8%	14%
洋河股份	0%	0%	0%	13%	13%	11%	8%	8%	10%	10%	9%	10%	13%
青青稞酒	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	11%	10%	10%	11%	12%	12%
顺鑫农业	10%	10%	9%	9%	7%	6%	6%	7%	8%	9%	11%	8%	11%
伊力特	6%	8%	9%	6%	6%	5%	6%	5%	7%	7%	7%	6%	9%

资料来源：宏源证券研究所

注：蓝色底色为高费用投放年份

## 四、盈利预测、估值及投资建议

由于公司净利率显著低于行业，有较大的提升空间，市场预期也会考虑这一因素，因此我们采用 PS 和调整净利率后 PE 两种方法为公司估值。估值结果公司市值约在 80-93 亿元之间，对应股价 57-66 元，相较目前股价仍有 25-45% 上涨空间，给予“买入”评级：

- ◆ **PS 估值合理市值约 80 亿：**公司 2012 年销售公司口径收入约 35 亿元，按照历史折算系数折算为报表收入约 18.6 亿元，PS 为 3.43x。整个三线酒的平均 PS 为 5.34x，谨慎起见，按照金种子和古井贡的平均 PS 4.3x 估值，合理市值约 80 亿元；

**图 20: 公司不同口径白酒销售收入预测**

单位: 亿元	报表收入	YoY	预收款	真实收入	YoY	销售口径收入	折算系数
2002	2.63		0.01				
2003	2.61	-0.5%	0.03	2.63		2.78	1.06
2004	3.00	14.7%	0.08	3.04	15.6%	3.55	1.17
2005	3.73	24.5%	0.26	3.88	27.8%	4.23	1.09
2006	4.83	29.4%	0.10	4.69	20.9%	7	1.49
2007	4.62	-4.4%	3.07	7.15	52.5%	10.55	1.47
2008	6.02	30.4%	3.41	6.31	-11.8%		
2009	9.35	55.4%	4.07	9.91	57.1%		
2010	11.66	24.7%	4.31	11.87	19.8%	20	1.68
2011	14.14	21.2%	4.76	14.51	22.3%	26.5	1.83
2012E	18.62	31.7%	5.35	19.13	31.8%	35	1.83

资料来源: Wind, 网络公开资料, 宏源证券研究所

注: 考虑预收款对报表收入的影响, 真实收入 = (报表收入 + 预收款增量) / 1.17。折算系数 = 销售口径收入 / 真实收入。

**图 21: 可比公司 PS 估值水平**

	市值 (亿元)	12 年预测收入 (亿元)	PS
青青稞酒	101.75	11.90	8.55
贵州茅台	2,115.40	276.12	7.66
沱牌舍得	97.01	18.43	5.26
山西汾酒	360.11	64.16	5.61
洋河股份	1,056.46	187.33	5.64
酒鬼酒	107.23	19.95	5.38
水井坊	94.83	18.66	5.08
金种子酒	108.21	22.83	4.74
古井贡酒	179.68	46.63	3.85
伊力特	73.65	17.42	4.23
泸州老窖	483.52	118.96	4.06
五粮液	1,046.93	275.07	3.81
老白干酒	63.81	18.62	3.43
顺鑫农业	69.90	87.80	0.80

资料来源: Wind, 宏源证券研究所

- ◆ PE 估值 (调整后) 合理市值约 93 亿; 我们认为公司合理净利率可达到 20% 左右, 按此计算 2012 年净利润约为 3.72 亿元。按照三线酒可比公司的估值, 可给予 12 年 25x 估值水平, 对应市值约 93 亿元。

**图 22: 可比公司 PE 估值水平**

	收盘价	EPS(2012E)	市盈率(2012E)	EPS(2013E)	市盈率(2013E)
顺鑫农业	15.94	0.33	47.70	0.67	23.88
青青稞酒	22.61	0.68	33.35	0.96	23.48

伊力特	16.7	0.61	27.21	0.87	19.23
山西汾酒	41.59	1.55	26.84	2.20	18.93
沱牌舍得	28.76	1.11	25.83	1.75	16.47
水井坊	19.41	0.90	21.56	1.14	17.00
古井贡酒	35.68	1.70	20.97	2.39	14.95
金种子酒	19.47	1.03	18.92	1.43	13.61
酒鬼酒	33	1.78	18.58	2.46	13.41
洋河股份	97.82	6.05	16.17	8.63	11.34
贵州茅台	203.76	13.31	15.31	18.46	11.04
泸州老窖	34.58	3.11	11.13	3.99	8.67
五粮液	27.58	2.49	11.06	3.13	8.80

资料来源: Wind, 宏源证券研究所

图 23: 分产品销售预测

		2008	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
白酒	收入(百万)	517.42	874.83	1114.11	1348.97	1861.92	2420.50	3146.64
	YoY		69.1%	27.4%	21.1%	38.0%	30%	30%
	成本(百万)	297.14	533.03	627.01	726.63	930.96	1137.63	1415.99
	毛利率	42.6%	39.1%	43.7%	46.1%	50.0%	53%	55%
其他	收入(百万)	84.33	60.14	51.95	64.72	70	77	85
	YoY		-28.7%	-13.6%	24.6%	8.2%	10.0%	10.4%
	成本(百万)	60.99	58.42	58.80	49.75	53.81	59.19	65.34
	毛利率	27.7%	2.9%	-13.2%	23.1%	23.1%	23.1%	23.1%
合计	销售总收入(百万元)	602	935	1,166	1,414	1,932	2,497	3,232
	销售总成本(百万元)	358	591	686	776	985	1,197	1,481
	毛利(百万元)	244	344	480	637	947	1,301	1,750
	平均毛利率	40.49%	36.74%	41.19%	45.08%	49.03%	52.08%	54.16%

资料来源: Wind, 宏源证券研究所

**图 24: 三张财务报表分析摘要**
**财务报表预测 (单位: 百万元)**

利润表					资产负债表				
	2011	2012E	2013E	2014E		2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	1,414	1,932	2,497	3,232	货币资金	49	50	328	860
YOY	21%	37%	29%	29%	应收和预付款项	44	59	74	95
营业成本	776	985	1,197	1,481	存货	785	1079	1148	1218
毛利	637	947	1301	1750	其他流动资产	0	1	1	1
% 营业收入	45%	49%	52%	54%	长期股权投资	0	0	0	0
营业税金及附加	182	248	321	416	投资性房地产	0	0	0	0
% 营业收入	12.9%	12.9%	12.9%	12.9%	固定资产和在建工程	413	417	421	425
销售费用	257	444	524	614	无形资产和开发支出	138	145	152	159
% 营业收入	18.2%	23.0%	21.0%	19.0%	其他非流动资产	0	1	1	1
管理费用	74	102	131	170	资产总计	1446	1743	2092	2702
% 营业收入	5.3%	5.3%	5.3%	5.3%	短期借款	25	30	0	0
财务费用	10	1	-1	-5	应付和预收款项	801	1039	1172	1361
% 营业收入	0.7%	0.1%	0.0%	-0.1%	长期借款	60	60	61	63
资产减值损失	-1	0	0	0	其他负债	15	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	负债合计	942	1129	1233	1424
投资收益	0	0	0	0	股本	140	140	140	140
营业利润	115	151	324	556	资本公积	166	166	166	166
% 营业收入	8.1%	7.8%	13.0%	17.2%	留存收益	201	308	552	971
营业外收支	7	0	0	0	归属母公司股东权益	507	614	859	1278
利润总额	122	151	324	556	少数股东权益	0	0	0	0
% 营业收入	8.6%	7.8%	13.0%	17.2%	股东权益合计	507	614	859	1278
所得税费用	30	37	80	137	负债和股东权益合计	1449	1743	2092	2702
净利润	92	114	245	419					
归属于母公司所有者的净利润	92	114	245	419					
少数股东损益	0	0	0	0					
现金流量表					财务指标				
	2011	2012E	2013E	2014E		2011	2012E	2013E	2014E
经营活动现金流净额	107	36	282	427	毛利率	45%	49%	52%	54%
取得投资收益收回现金	0	0	0	0	三费/销售收入	24%	28%	26%	24%
长期股权投资	0	0	0	0	EBIT/销售收入	9%	8%	13%	17%
无形资产投资	-33	-10	-14	-14	EBITDA/销售收入	11%	10%	14%	18%
固定资产投资	0	-4	-4	-4	销售净利率	7%	6%	10%	13%
其他	0	-1	0	0	ROE	18%	19%	28%	33%
投资活动现金流净额	-33	-11	-14	-14	ROA	6%	7%	12%	16%
债券融资	-52	-52	1	2	ROIC	15%	16%	27%	31%
股权融资	0	-7	0	0	销售收入增长率	21%	37%	29%	29%
银行贷款增加(减少)	0	5	-29	2	EBIT 增长率	72%	23%	112%	70%
筹资成本	10	1	-1	-5	EBITDA 增长率	46%	17%	92%	64%
其他	0	0	0	0	净利润增长率	121%	24%	114%	71%
筹资活动现金流净额	-76	-56	-30	2	总资产增长率	12%	21%	20%	29%
现金净流量	-1	1	278	532	股东权益增长率	-22%	-37%	377%	69%
					经营现金净流增长率	-22%	-37%	377%	69%
					流动比率	1.0	1.1	1.3	1.6
					速动比率	0.1	0.1	0.4	0.7
					应收账款周转天数	0.3	0.3	0.3	0.3

资料来源: Wind, 宏源证券研究所

**作者简介:**

**苏青青:** 宏源证券研究所食品饮料行业首席分析师, 上海交通大学材料学硕士, 曾任职于国金证券, 2010年新财富团队成员, 2011年加盟宏源证券研究所, 2012年获新财富最佳分析师第四名, 水晶球公募类第五、非公募第三名。

**陈嵩昆:** 宏源证券研究所食品饮料行业分析师, 上海交通大学管理科学与工程硕士, 曾任职于国金证券, 2012年年加盟宏源证券研究所, 2012年新财富团队成员, 水晶球团队成员。

**机构销售团队**

区域	姓名	电话	手机	邮箱
华北区域	牟晓凤	010-88085111	18600910607	muxiaofeng@hysec.com
	李倩	010-88083561	13631508075	liqian@hysec.com
	王燕妮	010-88085993	13911562271	wangyanni@hysec.com
	张瑶	010-88013560	13581537296	zhangyao@hysec.com
华东区域	张璐	010-88085978	13801356800	zhangjun3@hysec.com
	赵佳	010-88085291	18611796242	zhaojia@hysec.com
	奚曦	021-51782067	13621861503	xixi@hysec.com
	孙利群	010-88085756	13910390950	sunliqun@hysec.com
	李岚	021-51782236	13917179275	lilan@hysec.com
华南区域	夏苏云	0755-33352298	13631505872	xiasuyun@hysec.com
	贾浩森	010-88085279	13661001683	jiahaosen@hysec.com
	罗云	010-88085760	13811638199	luoyun@hysec.com
	赵越	0755-33968162	18682185141	zhaoyue@hysec.com
	孙婉莹	0755-33352196	13424300435	sunwanying@hysec.com
QFII	覃汉	010-88085842	18810805988	qinhan@hysec.com
	胡玉峰	010-88085843	15810334409	huyufeng@hysec.com

**宏源证券评级说明:**

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后6个月内的公司股价(或行业指数)涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来6个月内跑赢沪深300指数20%以上
	增持	未来6个月内跑赢沪深300指数5%~20%
	中性	未来6个月内与沪深300指数偏离-5%~+5%
	减持	未来6个月内跑输沪深300指数5%以上
行业投资评级	增持	未来6个月内跑赢沪深300指数5%以上
	中性	未来6个月内与沪深300指数偏离-5%~+5%
	减持	未来6个月内跑输沪深300指数5%以上

**免责条款:**

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果, 本公司概不负责。

本公司所隶属机构及关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

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、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为宏源证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。