



2017-08-31

公司点评报告

买入/维持

老白干酒(600559)

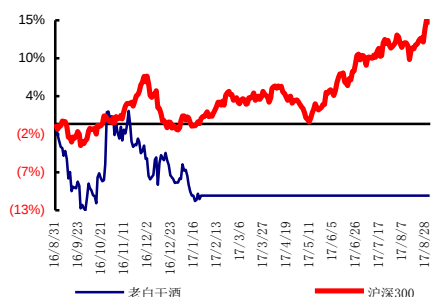
目标价: 31.2

昨收盘: 22.69

食品饮料 饮料制造

高端酒增长加速，盈利能力提升

■ 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)	25.91/22.14

相关研究报告:

《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》——2017/04/23

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：蔡雪昱

电话: 010-88695135

E-MAIL: caixy@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1440513090001

事件：公司公布 2017 年中报，实现收入 11.07 亿、归母净利润 0.47 亿、扣非归母净利润 0.42 亿，分别同比增长 6.12%、47.71%、60.54%，EPS 为 0.11 元/股。单二季度收入 4.12 亿增长 12.55%，较一季度 2.65% 的增长提速，归母净利润 617 万扭亏（16Q2 亏损 586 万），业绩继续保持高增长。

高档酒增长提速，省内占比进一步提升：分产品来看，上半年高、中档白酒销量 1264 吨、2251 吨，增长 66.7%、24.3%，收入 3.55 亿、2.79 亿，增长 56.84%、9.03%，除中档酒的收入外，中高档酒的其他增长指标均较一季度提速。低档酒销量 17934 吨、收入 4.73 亿元，同比下滑 20.92%、15.67%，较一季度有所放大。上半年高档酒表现突出，估计由占据 300-400 元价位段次高端产品十八酒坊 15 年等放量增长带动。这与自去年开始公司省内抬高枪口打中高端有关，中高端酒收入占比进一步提升至 57%（同比增加 11 个点）。今年重点仍在中高端、低端自然销售、聚焦省内，表现出省内增长 10.9%，省外下滑 14.1%。

公司应收票据 0.53 亿，同比环比下降 28.9%、76%，预收款 6.71 亿，环比下降 22%同比增加 76%仍在高位，结合单二季度应交税费减少 0.65 亿，保证金减少使得其他应付款环比下降 1.53 亿，综合下来单二季度经营活动产生的现金流量净额为-2.37 亿。

产品结构带动毛利率大涨，广告及促销费用带动销售费用率上涨，净利率继续提升：产品结构带动单二季度毛利率提升 11 个点至 70%，接近单季度历史最高水平，今年 Q1 以来平均吨酒售价一改此前下滑情况，上半年增长 24.9%。上半年销售费用增长 30.5%，其中人员工资平稳增长 3.2%，广告费在去年上半年不高的基数上增加 15.5%（去年下半年基数 3.33 亿很高，预计增幅有限）、促销费大幅增长 304%接近 5 千万，而去年一年促销费 4100 万，使得销售费用率提高 6 个点至 33.6%。税金增加 0.12 个点、管理费用率减少 0.19 个点、财务费用下降 0.92 个点，综合下来单二季度净利率 1.5%（去年同期-1.6%），上半年净利率 4.25%增加 1.85 个点。

盈利预测与估值：

目前定增收购仍然等待中概股回归相关文件出台。公司聚焦省内中高端产品放量势头开始显现，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。

目前公司净利率开始稳步提升，我们假设公司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	2017F	2018F	2019F
营业收入(百万元)	2438.33	2630.00	4240.46	4742.41
营业收入增长率	4.39%	7.86%	61.23%	11.84%
净利润(百万元)	110.84	171.36	429.71	534.28
净利润增长率	47.71%	54.60%	150.76%	24.34%
摊薄每股收益(元)	0.23	0.36	0.90	1.12
P/E	97	63	25	20

资料来源：Wind，太平洋证券

表1、高中低档白酒增速

	2016		2017Q1		2017Q2	
	销量增速	收入增速	销量增速	收入增速	销量增速	收入增速
低档酒	34.9%	7.2%	-13.1%	-12.5%	-29.6%	-20.5%
中档酒	15.4%	1.9%	14.5%	12.9%	38.5%	3.2%
高档酒	29.2%	2.2%	10.4%	21.2%	270.6%	230.7%

资料来源：公司公告，太平洋研究院整理

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。