

产品结构调整，高端酒增速较快

——老白干酒（600559）2017年半年报点评

2017年10月29日

强烈推荐/维持

老白干酒

财报点评

徐昊	分析师	执业证书编号：S1480514070003
	xuhao@dxzq.net.cn 010-66554017	
焦凯	分析师	执业证书编号：S1480512090001
	jiaokai@dxzq.net.cn 010-66554144	
范堃基	分析师	执业证书编号：S1480517070001
	fanlj@dxzq.net.cn 010-66554025	

事件：

2017年1-9月公司累计实现营业收入17.29亿元，同比增长4.44%，归属上市公司股东的净利润为1.17亿元，同比增长40.45%，EPS 0.27元。其中2017Q3实现营业收入6.22亿元，同比增长1.56%。

公司分季度财务指标

指标	2016Q1	2016Q2	2016Q3	2016Q4	2017Q1	2017Q2	2017Q3
营业收入（百万元）	677.02	365.91	612.78	782.63	694.98	411.83	622.33
增长率（%）	10.45%	21.27%	1.21%	-4.05%	2.65%	12.55%	1.56%
毛利率（%）	51.98%	59.03%	61.89%	63.52%	56.58%	70.07%	61.44%
期间费用率（%）	32.09%	41.98%	36.68%	39.78%	34.04%	51.80%	31.96%
营业利润率（%）	6.31%	-0.54%	10.42%	8.17%	8.06%	2.47%	14.43%
净利润（百万元）	30.54	-5.86	58.39	27.77	41.31	6.17	69.19
增长率（%）	40.30%	40.46%	47.10%	56.45%	35.28%	-205.33%	18.50%
每股盈利（季度，元）	0.17	-0.01	0.13	0.06	0.09	0.01	0.16
资产负债率（%）	38.72%	37.99%	49.04%	49.84%	48.22%	40.66%	42.62%
净资产收益率（%）	1.94%	-0.39%	3.70%	1.73%	2.50%	0.37%	4.16%
总资产收益率（%）	1.19%	-0.24%	1.89%	0.87%	1.30%	0.22%	2.39%

观点：

- **产品结构调整，高端酒快速增长带动毛利率提高。**公司17Q3销售收入6.22亿元较去年同期仅增长1.56%，净利润同比增加18.5%，17年前三季度毛利率为61.54%，同比增长4.33pct。主要因为公司产品结构调整，去年产品线砍到200个以内，低档酒销售收入减少较多，高档酒增速较快所致。1-9月份，低档酒销售收入5.02亿元，同比减少26.24%，Q3收入仅2955万元，环比减少83.51%；中档酒销售收入3.56亿元，比去年同期略下降0.37%；二十年古法年份酒等为代表的高档酒Q3收入增长迅猛达2.85亿元，环比增长223.54%，前三季度累计收入6.4亿元。

- **聚焦中高端产品，持续扩大招商。**公司在河北省内的销售收入占近80%，十八酒坊8、10、15、20年系列都是公司省内聚焦的重点，400元价位的十八酒坊15年是主流商务接待用酒。十八酒坊的品牌已经牢牢把握石家庄市场，并且连续11年销量第一，保定、唐山两个市场起步相对较晚，目前也保持了较好的良性增长。通过聚焦十八酒坊收入超过50%，也是未来的主流。省外老白干定位全国市场，全面覆盖高中低端。公司三季度继续扩大招商，省内外经销商数量相当，省内997家，Q3增加81家，省外1070家，Q3增加40家。
- **收购丰联酒业，形成优势互补。**公司拟以13.99亿元收购丰联酒业旗下的河北乾隆醉，山东曲阜孔府家，安徽文王酿和湖南武陵四家酒厂。通过收购，公司产品的香型更加丰富，板城、孔府家和文王酒主要是浓香型，武陵是酱香型，与老白干香型形成互补。其二是区域互补，与乾隆醉酒厂的板城烧锅酒协同效应更加凸显，扩大了河北北部承德、张家口、唐山等地的市场份额，省内协同盈利的能力提高；通过丰联旗下其他原有品牌布局山东、安徽、湖南等省外地区，逐渐走向全国化。其三是管理模式互补，收购之后，行业内酒企管理模式可以互相磨合和探讨，管理方式可以有所互补。

结论：

公司公告称商务部反垄断局对公司收购不实施进一步审查，使得并购事宜再推进一步，我们预计公司收购大概率能成功。收购后，老白干战略清晰，十八酒坊和板城主攻河北市场，坐实河北王地位，以老白干主攻省外市场，并且通过山东曲阜孔府家、安徽文王酒和湖南武陵等名优白酒，扩大老白干在这三个省的影响力，进一步为老白干全国化奠定基础，增强公司的竞争力。我们预计公司2017-2019年归属上市公司的净利润分别为：1.78亿元、3.09亿元和4.93亿元，对应EPS分别为0.41元、0.7元和1.12元，维持公司“强烈推荐”投资评级。

风险提示：收购失败的风险、对赌业绩不达预期、白酒行业政策的风险

公司盈利预测表

资产负债表	单位: 百万元					利润表	单位: 百万元				
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
流动资产合计	2066	2476	3189	4054	5123	营业收入	2336	2438	2698	3114	3679
货币资金	442	1005	1713	2475	3441	营业成本	1006	994	1050	1131	1199
应收账款	0	0	59	51	50	营业税金及附加	318	369	405	434	508
其他应收款	7	17	18	21	25	营业费用	687	756	809	906	1028
预付款项	19	21	21	21	21	管理费用	132	148	162	174	201
存货	1274	1126	1179	1270	1347	财务费用	25	3	-14	-21	-30
其他流动资产	250	218	88	88	88	资产减值损失	-3.36	1.49	1.00	3.00	3.00
非流动资产合计	737	729	648	568	488	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	30	27	27	27	27	投资净收益	-0.50	1.33	2.00	2.00	2.00
固定资产	585	570	503	435	367	营业利润	171	169	287	489	772
无形资产	118	126	113	101	88	营业外收入	18.36	20.02	9.00	9.00	9.00
其他非流动资产	0	0	0	0	0	营业外支出	3.27	3.76	8.00	6.00	5.00
资产总计	2803	3204	3838	4622	5611	利润总额	186	185	288	492	776
流动负债合计	1245	1585	2130	2760	3503	所得税	111	74	109	183	283
短期借款	164	0	0	0	0	净利润	75	111	178	309	493
应付账款	87	95	101	108	115	少数股东损益	0	0	0	0	0
预收款项	447	841	1381	2003	2739	归属母公司净利润	75	111	178	309	493
一年内到期的非流	0	0	0	0	0	EBITDA	360	360	354	548	822
非流动负债合计	15	12	0	0	0	BPS (元)	0.54	0.25	0.41	0.70	1.12
长期借款	0	0	0	0	0	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	
负债合计	1260	1597	2130	2760	3503	成长能力					
少数股东权益	0	0	0	0	0	营业收入增长	10.75%	4.39%	10.65%	15.41%	18.16%
实收资本(或股本)	175	438	438	438	438	营业利润增长	33.80%	-1.62%	70.18%	70.34%	57.93%
资本公积	948	685	685	685	685	归属于母公司净利润	61.02%	47.71%	61.02%	72.88%	59.65%
未分配利润	342	398	389	374	349	获利能力					
归属母公司股东权	1543	1607	1671	1825	2072	毛利率(%)	56.94%	59.23%	61.09%	63.68%	67.41%
负债和所有者权	2803	3204	3838	4622	5611	净利率(%)	3.21%	4.55%	6.62%	9.91%	13.39%
现金流量表						总资产净利润(%)					
单位: 百万元						ROE(%)					
2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E		
经营活动现金流	336	797	783	896	1184	偿债能力					
净利润	75	111	178	309	493	资产负债率(%)	45%	50%	55%	60%	62%
折旧摊销	163.99	188.43	0.00	80.33	80.33	流动比率	1.66	1.56	1.50	1.47	1.46
财务费用	25	3	-14	-21	-30	速动比率	0.64	0.85	0.94	1.01	1.08
应收账款减少	0	0	-59	8	1	营运能力					
预收帐款增加	0	0	540	623	736	总资产周转率	0.93	0.81	0.77	0.74	0.72
投资活动现金流	-310	-14	1	-1	-1	应收账款周转率	80	6199	91	56	72
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	应付账款周转率	21.69	26.78	27.54	29.78	32.94
长期股权投资减少	0	0	0	0	0	每股指标(元)					
投资收益	-1	1	2	2	2	每股收益(最新摊薄)	0.54	0.25	0.41	0.70	1.12
筹资活动现金流	396	-221	-77	-133	-217	每股净现金流(最新)	2.40	1.28	1.61	1.74	2.21
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊)	8.80	3.67	3.81	4.17	4.73
长期借款增加	0	0	0	0	0	估值比率					
普通股增加	35	263	0	0	0	P/E	41.74	90.16	55.32	32.00	20.04
资本公积增加	781	-263	0	0	0	P/B	2.56	6.14	5.91	5.41	4.77
现金净增加额	421	563	707	762	966	EV/EBITDA	10.19	24.61	23.08	13.50	7.82

资料来源: 公司财报, 东兴证券研究所

分析师简介

徐昊

会计学硕士, 2008 年加入国都证券从事农业和食品饮料行业研究、2011 年加入安信证券从事食品饮料行业研究、2013 年加入东兴证券从事食品饮料行业研究, 9 年食品饮料行业研究经验。

焦凯

2010 年进入天相投资顾问有限公司, 从事煤炭行业研究; 2012 年加盟东兴证券研究所, 从事食品饮料行业研究, 5 年食品饮料行业研究经验。

范堃基

中国农业大学-加州大学伯克利分校联合培养农业经济管理专业博士。2015 年加入东兴证券证券投资部从事股票研究员工作。2017 年转入东兴证券研究所, 负责食品饮料行业研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 在此申明, 本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果, 引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源, 力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下, 本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议, 市场有风险, 投资者在决定投资前, 务必要审慎。投资者应自主作出投资决策, 自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用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，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。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，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属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，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，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，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。