

并购重组整合年，从“大而不强”到“更大更强”

——老白干酒（600559）2017 年报及 2018 一季度

财报点评

2018 年 04 月 28 日

强烈推荐/维持

老白干酒

财报点评

刘畅	分析师	执业证书编号：S1480517120001
	liuchang_yjs@dxzq.net.cn	010-66554017
范堃基	分析师	执业证书编号：S1480517070001
	fanlj@dxzq.net.cn	010-66554025

事件：

2017 年公司实现营业收入 25.35 亿元，同比增长 3.96%，实现归属于母公司所有者的净利润 1.63 亿元，同比增长 47.53%，归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润 1.53 亿元，同比增长 58.72%，EPS 为 0.37 元/股。利润分配方案为每 10 股转增 4 股，派现金 2 元（含税）。

2018 年第一季度公司实现营业收入 7.38 亿元，同比增长 6.14%，实现归属于母公司所有者的净利润 0.75 亿元，同比增长 80.97%，利润增长呈明显加速态势。

公司分季度财务指标

指标	2016Q3	2016Q4	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1
营业收入（百万元）	612.78	782.63	694.98	411.83	622.33	805.83	737.66
增长率（%）	1.21%	-4.05%	2.65%	12.55%	1.56%	2.96%	6.14%
毛利率（%）	61.89%	63.52%	56.58%	70.07%	61.44%	64.29%	61.90%
期间费用率（%）	36.68%	39.78%	34.04%	51.80%	31.96%	38.71%	34.26%
营业利润率（%）	10.42%	8.14%	8.06%	2.47%	14.43%	8.87%	13.05%
净利润（百万元）	58.39	27.77	41.31	6.17	69.19	46.85	74.77
增长率（%）	47.10%	56.45%	35.28%	-205.33%	18.50%	68.69%	80.97%
每股盈利（季度，元）	0.13	0.06	0.09	0.01	0.16	0.11	0.17
资产负债率（%）	49.04%	49.84%	48.22%	40.66%	42.62%	40.75%	45.65%
净资产收益率（%）	3.70%	1.73%	2.50%	0.37%	4.16%	2.74%	4.18%
总资产收益率（%）	1.89%	0.87%	1.30%	0.22%	2.39%	1.62%	2.27%

观点：

- 营收略有增长，净利润水平快速提高。**2017年，公司收入增长4%，净利润增长48%。销售费用增长7.3%达8.11亿元，其中促销费1.51亿元，同比增长了265%，主要原因是公司着力构建“企业—消费者”一体化关系，通过免费品尝、品鉴会、演唱会、品牌会销、基地游、微信红包等形式，形成口碑传播，加大促销力度所致。广告费投入3.79亿元，省内和全国的比例为6:4，同比下降20.72%，省内外投入比例与2016年比变化不大。18Q1公司收入和净利润都呈现明显增速，净利润增速达到12年以来的新高，净利

润率也达到10%以上，公司经营情况明显向好。

- **高端占比不断提高，2018年增长延续。**2016年公司低中高档白酒占比分别为47%、25%、28%，2017年比例分别为42%、24%和34%，18Q1中高档酒占比分别为26%和35%，中高档酒占比持续提升。公司四大次高端产品销售增长迅猛，十八酒坊20年增长约两倍，十八酒坊15年增长近80%，古法20年和五星39增长幅度接近50%，四大次高端产品销售规模近10亿元，并且占据了河北次高端白酒的很大份额，给外来名酒带来了很大的压力。2018年春节期间，部分高端产品完成了小幅提价，成熟地区十八酒坊15年和20年增长都在50%以上，20年更快一些，8年略有增长，10年和12年增长在30%以上。并且公司给经销商制定了较高的新年目标。公司并购的乾隆醉酒厂的百元价位战略大单品“和顺1975”和“如意七星”17年增速也在30%左右。2018年公司中高端产品大概率会持续延续高增长。
- **并购重组整合年，精耕省内市场，着手布局省外市场。**2017年公司在河北省内的主要矛盾已经由和板城的矛盾转为与其他酒的竞争。2018年公司将通过挤压山庄、沱牌、老窖、洋河、丛台等省内外竞品的份额，继续拓展市场。在作为大本营的石家庄和衡水成熟市场也继续加大营销力度，渠道下沉到村镇，精耕渠道；在河北北部承德、张家口和秦皇岛等地区利用板城的渠道快速布局十八酒坊；南部的邢台、邯郸和中部唐山、保定等地在目前高增长的情况下会继续加大力度开拓市场，并对京津两地形成全包围态势。公司销售副总等领导已经开始对乾隆醉实行接管，在个别地区的业务及资源实行统一领导和整合，未来结合原有管理模式，借助公司的平台共享经营理念，实现销售渠道、品牌跨度等业务资源的整合，实现板城与老白干1+1>2的协同效应。截至18Q1公司省内外经销商分别为1127和1169个，分别增加159和147个，目前省外辽宁和河南部分地区销售情况不错，未来会在并购标的所在的山东、安徽和湖南继续开拓布局。2018年老白干将进去并购重组整合元年，向更大更强迈进。

结论：

公司并购完成后，省内和板城强强联合会进一步整合省内市场，随着公司品牌势能积蓄的释放以及未来渠道的整合，公司收入会呈加速趋势，费用率也会有下降趋势。丰联将在18年后三个季度并表，预计公司2018-2020年收入分别为38.64亿元、49.1亿元和58.33亿元，对应EPS分别为0.83元、1.32元和1.89元，预计并购后公司收入和利润会有较快增速给予公司2018年38倍估值，对应目标价31.5元。维持公司“强烈推荐”评级。

风险提示：食品安全的风险、白酒政策的风险、整合不顺利的风险

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				
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
流动资产合计	2476	2127	3222	4657	6423	营业收入	2438	2535	3870	4930	5855
货币资金	1005	850	2111	3230	4715	营业成本	994	953	1286	1530	1745
应收账款	0	0	85	81	80	营业税金及附加	369	396	581	688	809
其他应收款	17	22	33	42	50	营业费用	756	811	1151	1422	1605
预付款项	21	21	21	21	21	管理费用	148	158	232	287	334
存货	1126	1010	1409	1677	1912	财务费用	3	-9	-15	-27	-40
其他流动资产	218	71	-597	-597	-597	资产减值损失	1.49	0.28	1.00	3.00	3.00
非流动资产合计	729	760	681	601	522	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	27	65	65	65	65	投资净收益	1.33	2.92	2.00	2.00	2.00
固定资产	570	533	499	432	365	营业利润	169	228	636	1028	1402
无形资产	126	122	110	98	85	营业外收入	20.02	16.22	9.00	9.00	9.00
其他非流动资产	0	0	0	0	0	营业外支出	3.76	4.62	8.00	6.00	5.00
资产总计	3204	2887	3903	5258	6945	利润总额	185	239	637	1031	1406
流动负债合计	1585	1163	1968	2978	4169	所得税	74	76	242	402	506
短期借款	0	0	0	0	0	净利润	111	164	395	629	900
应付账款	95	92	123	147	167	少数股东损益	0	0	0	0	0
预收款项	841	504	1278	2264	3435	归属母公司净利润	111	164	395	629	900
一年内到期的非流	0	0	0	0	0	EBITDA	360	389	701	1081	1441
非流动负债合计	12	13	0	0	0	EPS (元)	0.25	0.37	0.83	1.32	1.89
长期借款	0	0	0	0	0	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	
负债合计	1597	1177	1968	2978	4169	成长能力					
少数股东权益	0	0	0	0	0	营业收入增长	4.39%	3.96%	52.67%	27.38%	18.77%
实收资本(或股本)	438	438	476	476	476	营业利润增长	-1.62%	34.99%	179.60	61.63%	36.30%
资本公积	685	685	685	685	685	归属于母公司净利润	141.60	47.53%	141.60	59.23%	43.00%
未分配利润	398	495	554	648	783	获利能力					
归属母公司股东权	1607	1711	1935	2281	2775	毛利率(%)	59.23%	62.42%	66.77%	68.96%	70.20%
负债和所有者权	3204	2887	3903	5258	6945	净利率(%)	4.55%	6.45%	10.21%	12.76%	15.36%
现金流量表						总资产净利润(%)					
单位: 百万元						ROE(%)					
2016A	2017A	2018E	2019E	2020E							
经营活动现金流	797	-155	1430	1375	1852	偿债能力					
净利润	111	164	395	629	900	资产负债率(%)	50%	41%	50%	57%	60%
折旧摊销	188.43	169.70	0.00	79.54	79.54	流动比率	1.56	1.83	1.64	1.56	1.54
财务费用	3	-9	-15	-27	-40	速动比率	0.85	0.96	0.92	1.00	1.08
应收账款减少	0	0	-84	4	1	营运能力					
预收帐款增加	0	0	774	986	1171	总资产周转率	0.81	0.83	1.14	1.08	0.96
投资活动现金流	-14	63	1	-1	-1	应收账款周转率	6199	6889	91	59	73
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	应付账款周转率	26.78	27.04	35.91	36.51	37.29
长期股权投资减少	0	0	0	0	0	每股指标(元)					
投资收益	1	3	2	2	2	每股收益(最新摊薄)	0.25	0.37	0.83	1.32	1.89
筹资活动现金流	-221	-64	-126	-256	-365	每股净现金流(最新)	1.28	-0.35	2.74	2.35	3.12
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊)	3.67	3.91	4.07	4.79	5.83
长期借款增加	0	0	0	0	0	估值比率					
普通股增加	263	0	38	0	0	P/E	93.56	63.22	28.16	17.69	12.37
资本公积增加	-263	0	0	0	0	P/B	6.38	5.99	5.75	4.88	4.01
现金净增加额	563	-155	1305	1118	1486	EV/EBITDA	25.64	24.18	12.87	7.31	4.45

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

刘畅

东兴证券食品饮料首席分析师、新财富团队成员，拥有买方、卖方双重工作经验，曾就职于天风证券研究所，东方基金，泰达宏利基金。硕士取得英国杜伦大学金融一等学位，本科取得北京航空航天大学双学位。2017年11月加入东兴证券研究所，负责白酒、乳制品、调味品、健康食品研究工作。

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法律责任。

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。