

# 并购重组落地，业绩持续快速增长

## ——老白干酒（600559）2018年半年度财报点评

2018年07月23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
范垄基	分析师	执业证书编号：S1480517070001
	fanlj@dxzq.net.cn	010-66554025

### 事件：

公司发布2018年半年度业绩预告：预计上半年实现归属于上市公司股东的净利润1.45亿元左右，与上年同期相比，增加9800万元左右，同比增加208%。扣除非经常性损益后，公司净利润预计1.24亿元，增加8200万元左右，同比增加194%。

### 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：

- **老白干+十八酒坊快速增长，丰联酒业并表加速业绩提升。**公司公告预计2018年上半年实现归母净利润1.45亿元左右，同比增长208%，扣非归母净利润1.24亿元左右，同比增长194%。公司业绩实现大幅增长主要表现在以下方面，第一，公司继续夯实河北市场，持续推进产品和市场建设，通过不断清理低端酒，逐渐提升产品结构，明确了老白干+十八酒坊两大系列酒，并且中高端酒实现了快速增长；第二，公司2018年4月完成对丰联酒业的收购，合并报表带来收入和利润大幅增加；第三，2018年上半年公司出售深南种猪分公司，资产处置收益增加。随着未来公司对产品和河北市场的持续深入整合，公司业绩未来呈加速趋势。
- **中高端产品快速增长带动毛利率提高，2018年增长延续。**2017年公司低中高档白酒占比分别为42%、24%

和34%，高档白酒较16年增加6pct，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18Q1营收7.38亿，同比增长6.14%，归母净利0.75亿，同比增长80.87%，毛利率增加5.32pct至61.90%，净利率增加4.2pct至10.14%，高档酒占比持续提升较快带动毛利率大幅提升。公司四大次高端产品销售增长迅猛，十八酒坊20年增长最快，十八酒坊15年，古法20年和五星39增长幅度也很大，十八酒坊15年、12年和10年都有20%-30%左右增长，百元以下产品增速略有下滑。丰联酒业的百元战略大单品“和顺1975”和“如意七星”也延续高增长。中高端产品的快速增长带动了公司毛利率和净利率的持续提高。

- **并购重组落地，省内外市场开启新篇章。**公司并购完成后，河北市场第一和二的关系已经由竞争已经转变为合作，省内白酒市场格局将开启新篇章。南北区域第一的联合必将对山庄、丛台、刘伶醉、保定府、沱牌、老窖、洋河等省内外竞品形成压力。公司在公司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，未来将结合原有管理模式，借助公司的平台共享经营理念，整合销售渠道、品牌跨度等业务资源，实现板城与老白干省内市场的协同效应。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，实现省内外共同发展。

### 结论：

公司产品结构不断优化，品牌势能积蓄会快速释放，未来渠道也会不断调整和整合，公司收入会呈加速趋势，费用率也会有下降趋势，毛利率和净利率都会实现快速提升。随着丰联酒业的并表，和公司自身的迅速发展，预计公司2018-2020年收入分别为41.87亿元、53.83亿元和63.64亿元，对应EPS分别为0.74元、1.16元和1.62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35倍估值，对应目标价25.9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

**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
<b>流动资产合计</b>	2476	2127	3530	5135	7101	<b>营业收入</b>	2438	2535	4187	5383	6364
货币资金	1005	850	2555	3836	5519	<b>营业成本</b>	994	953	1286	1530	1745
应收账款	0	0	92	88	87	营业税金及附加	369	396	628	751	879
其他应收款	17	22	36	46	55	营业费用	756	811	1246	1553	1744
预付款项	21	21	21	21	21	管理费用	148	158	251	313	363
存货	1126	1010	1409	1677	1912	财务费用	3	-9	-17	-32	-47
其他流动资产	218	71	-755	-755	-755	资产减值损失	1.49	0.28	1.00	3.00	3.00
<b>非流动资产合计</b>	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	<b>营业利润</b>	169	228	795	1266	1679
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
<b>资产总计</b>	3204	2887	4211	5737	7622	<b>利润总额</b>	185	239	796	1269	1683
<b>流动负债合计</b>	1585	1163	2032	3132	4425	所得税	74	76	302	495	606
短期借款	0	0	0	0	0	<b>净利润</b>	111	164	493	774	1077
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	1342	2418	3691	归属母公司净利润	111	164	493	774	1077
一年内到期的非流	0	0	0	0	0	EBITDA	360	389	857	1314	1711
<b>非流动负债合计</b>	12	13	0	0	0	<b>EPS (元)</b>	0.25	0.37	0.74	1.16	1.62
长期借款	0	0	0	0	0	<b>主要财务比率</b>					
应付债券	0	0	0	0	0		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
<b>负债合计</b>	1597	1177	2032	3132	4425	<b>成长能力</b>					
少数股东权益	0	0	0	0	0	营业收入增长	4.39%	3.96%	65.18%	28.55%	18.23%
实收资本(或股本)	438	438	666	666	666	营业利润增长	-1.62%	34.99%	249.20	59.35%	32.57%
资本公积	685	685	685	685	685	归属于母公司净利润	201.65	47.53%	201.65	56.96%	39.10%
未分配利润	398	495	569	685	846	<b>获利能力</b>					
归属母公司股东权	1607	1711	2179	2605	3197	毛利率(%)	59.23%	62.42%	69.29%	71.57%	72.58%
<b>负债和所有者权</b>	3204	2887	4211	5737	7622	净利率(%)	4.55%	6.45%	11.78%	14.38%	16.92%
<b>现金流量表</b>						<b>总资产净利润(%)</b>					
	单位: 百万元					<b>ROE(%)</b>					
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	3.46%	5.66%	11.71%	13.50%	14.13%	
<b>经营活动现金流</b>	797	-155	1725	1599	2122	<b>偿债能力</b>					
净利润	111	164	493	774	1077	资产负债率(%)	50%	41%	48%	55%	58%
折旧摊销	188.43	169.70	0.00	79.54	79.54	流动比率	1.56	1.83	1.74	1.64	1.60
财务费用	3	-9	-17	-32	-47	速动比率	0.85	0.96	1.04	1.10	1.17
应收账款减少	0	0	-91	3	1	<b>营运能力</b>					
预收帐款增加	0	0	837	1077	1273	总资产周转率	0.81	0.83	1.18	1.08	0.95
<b>投资活动现金流</b>	-14	63	1	-1	-1	应收账款周转率	6199	6889	91	60	72
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	应付账款周转率	26.78	27.04	38.85	39.86	40.53
长期股权投资减少	0	0	0	0	0	<b>每股指标(元)</b>					
投资收益	1	3	2	2	2	每股收益(最新摊薄)	0.25	0.37	0.74	1.16	1.62
<b>筹资活动现金流</b>	-221	-64	22	-316	-438	每股净现金流(最新)	1.28	-0.35	2.62	1.92	2.53
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊)	3.67	3.91	3.27	3.91	4.80
长期借款增加	0	0	0	0	0	<b>估值比率</b>					
普通股增加	263	0	228	0	0	P/E	81.68	55.19	27.57	17.57	12.63
资本公积增加	-263	0	0	0	0	P/B	5.57	5.23	6.24	5.22	4.25
<b>现金净增加额</b>	563	-155	1748	1281	1683	EV/EBITDA	22.03	20.83	12.89	7.43	4.72

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。