

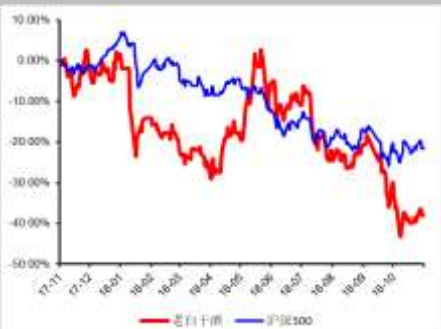
投资评级

谨慎推荐

公司基本情况

收盘价(元)	14.04
52周最高(元)	24.19
52周最低(元)	12.38
总市值(亿元)	93.51
流通市值(亿元)	68.80
总股本(亿股)	6.66
流通股本(亿股)	4.90

股价走势图



研发部

首席分析师：程毅敏
SAC 执业证书编号：S1340511010001
Email: chengyimin@cnpsec.com

研究助理：高贺
SAC 执业证书编号：S1340118070002
Email: gaohe@postoa.com.cn
电话：010-67017788-9510

相关研究报告

老白干酒 (600559.SH):

依托河北地域，产品结构向上延伸改善业绩

核心观点：

● **产品线丰富，发力次高端市场**

公司产品有十八酒坊和老白干两大系列。老白干定位全国市场，从中低端酒向高中低方向转型，从光瓶酒到大小青花瓷系列、红五星、古法系列到千元价位的1915。十八酒坊目前在河北市场较为出名，经营年份类中高端酒。公司通过产品向上升级，已经占据了河北次高端白酒市场很大份额。

● **河北省内市场稳固，并购整合后竞争力增强**

2018年，公司进一步巩固河北省内地域优势，通过挤压沱牌、老窖等省外竞品市场份额，提升销量。衡水作为老白干的发源地，销售规模达10亿元，石家庄是十八酒坊系列的主要销售地，公司在这两地进一步巩固了市场地位。河北北部承德、张家口、秦皇岛等地也在快速布局阶段；邯郸、保定、唐山的市场拓展较为顺利，未来有望和牛栏山二锅头形成北方二强的局面。3月末，公司收购的丰联酒业完成资产过户，对业务及资源的整合初步成果已有所显现，主要体现在收入增长及毛利率提升方面，未来销售渠道、品牌形象的进一步整合有望带来更大收益，加大公司作为河北地域酒类龙头的竞争优势。

● **产品结构优化，高端销量增长迅速**

从产品构成看，前三季度，以十八酒坊（二十年）、衡水老白干（1915）为代表的100元以上高端白酒营收7.85亿元，同比增长56.35%；40元-100元的中端白酒营收6.03亿元，同比增长69.26%；40元以下的低端白酒营收8.2亿元，同比增长28.25%。与此同时，公司不断梳理产品线，优化产品结构，前三季度，公司高端、低端白酒的出货量分别增长37.34%和17.18%，对应的收入增长分别达到56.35%和28.25%。

● **盈利预测与投资评级**

前几年公司存在增长疲乏、利润率低等问题，但进入 2018 年情况看，已经能明显反映出基本面的大幅改善。目前管理层聚焦于省内市场整合，次高端培育和费用优化并进，未来随着产品结构提升、运营效率改善以及并购效应显现，公司收入利润规模还有很大的提升空间。我们预计公司 2018-2020 年 EPS 分别为 1.52 元、1.90 元和 2.53 元，对应的动态市盈率分别为 22.33 倍、17.96 倍和 13.44 倍。给予“谨慎推荐”的投资评级。

● **风险提示**

经济下滑，消费需求下降；行业政策风险；发生食品安全问题。

盈利预测

会计年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入（百万）	2535	3630	4329	5116
增长率（%）	3.96%	43.19%	19.26%	18.18%
归母净利润（百万）	164	401	469	592
增长率（%）	47.53%	145.07%	17.01%	26.26%
EPS（元）	0.25	0.60	0.70	0.89
PE	57.19	23.33	19.94	15.79

数据来源：老白干酒公告、中邮证券研发部

财务预测 (单位: 百万元)

资产负债表					利润表				
	2017A	2018E	2019E	2020E		2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	850	1322	1776	2315	营业总收入	2535	3630	4329	5116
应收款及预付款	174	249	297	351	营业总成本	2309	3133	3716	4341
存货	1010	1447	1534	1610	营业成本	953	1352	1608	1893
其他流动资产	93	55	55	55	税金及附加	396	559	666	787
金融资产	0	3	3	3	销售费用	811	1004	1175	1363
长期应收款	0	0	0	0	管理费用	158	254	299	348
长期股权投资	65	65	65	65	财务费用	-9	-37	-38	-57
固定资产、无形资产	691	1861	1829	1836	资产减值损失	0	1	6	7
其他非流动资产	5	700	700	700	其他经营收益	2	15	32	32
资产合计	2887	5702	6258	6935	投资净收益	3	15	32	32
短期借款	0	440	440	440	其他收益	0	0	0	0
应付票据及应付账款	92	132	158	186	营业利润	228	497	613	774
预收款项及合同负债	504	808	963	1138	加: 营业外收	16	13	15	18
其他应付款	567	1337	1336	1337	减: 营业外支	5	2	3	3
一年内到期债务及其他流动负债	0	0	0	0	利润总额	239	507	625	789
金融负债	0	0	0	0	减: 所得税	76	107	156	197
长期借款和应付债券	0	0	0	0	净利润	164	401	469	592
其他长期负债	13	173	173	173	减: 少数股东	0	0	0	0
负债合计	1177	2890	3070	3275	归母净利润	164	401	469	592
股本	438	666	666	666					
资本公积	685	1237	1237	1237	财务指标	2017A	2018E	2019E	2020E
留存收益	588	908	1283	1757	成长能力				
归属于母公司所有者权益	1711	2811	3187	3660	营业收入增长率	3.96%	43.19%	19.26%	18.18%
少数股东权益	0	0	0	0	利润总额增长率	34.99%	118.27%	23.34%	26.43%
权益合计	1711	2811	3187	3660	归母利润增长率	47.53%	145.07%	17.01%	26.26%
负债权益合计	2887	5702	6258	6935	盈利能力				
					毛利率	62.42%	62.74%	62.86%	62.99%
					归母净利率	6.45%	11.04%	10.83%	11.57%
					ROE	9.56%	14.25%	14.71%	16.18%
					偿债能力				
					资产负债率	40.75%	50.69%	49.06%	47.22%
					利息保障倍数	-	65.03	34.04	42.72
					营运能力				
					存货周转率	0.94	0.93	1.05	1.18
					应收账款周转率	6851.27	6851.27	6851.2	6851.2
					总资产周转率	0.88	0.64	0.69	0.74
					每股指标与估值				
					EPS	0.25	0.60	0.70	0.89
					每股经营性现金流	-0.36	1.56	0.97	1.19
					每股净资产	3.91	4.22	4.79	5.50
					PE	57.19	23.33	19.94	15.79
					PB	5.47	3.33	2.93	2.55

数据来源: wind、老白干酒公告、中邮证券研发部

中邮证券投资评级标准

股票投资评级标准：

- 推荐： 预计未来 6 个月内，股票涨幅高于沪深 300 指数 20%以上；
谨慎推荐： 预计未来 6 个月内，股票涨幅高于沪深 300 指数 10%—20%；
中性： 预计未来 6 个月内，股票涨幅介于沪深 300 指数-10%—10%之间；
回避： 预计未来 6 个月内，股票涨幅低于沪深 300 指数 10%以上；

行业投资评级标准：

- 强于大市： 预计未来 6 个月内，行业指数涨幅高于沪深 300 指数 5%以上；
中性： 预计未来 6 个月内，行业指数涨幅介于沪深 300 指数-5%—5%之间；
弱于大市： 预计未来 6 个月内，行业指数涨幅低于沪深 300 指数 5%以上；

可转债投资评级标准：

- 推荐： 预计未来 6 个月内，可转债涨幅高于中信标普可转债指数 10%以上；
谨慎推荐： 预计未来 6 个月内，可转债涨幅高于中信标普可转债指数 5%—10%；
中性： 预计未来 6 个月内，可转债涨幅介于中信标普可转债指数-5%—5%之间；
回避： 预计未来 6 个月内，可转债涨幅低于中信标普可转债指数 5%以上；

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的业务资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券有限责任公司不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券有限责任公司可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。中邮证券有限责任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、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为客户。

本报告版权仅为中邮证券有限责任公司所有，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。如引用发布，需注明出处为中邮证券有限责任公司研发部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

中邮证券有限责任公司对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本40.6亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团公司绝对控股的证券类金融子公司。

中邮证券的经营经营范围包括证券经纪、证券投资咨询、证券投资基金销售、融资融券、代销金融产品、证券资产管理、证券承销与保荐、证券自营和与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问等。中邮证券目前在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、黑龙江、广东、浙江、辽宁、吉林、新疆、贵州、新疆、河南、山西等地设有分支机构。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长。中邮证券努力成为客户认同、社会尊重，股东满意，员工自豪的优秀企业。

业务简介

■ 证券经纪业务

公司经中国证监会批准，开展证券经纪业务。业务内容包括：证券的代理买卖；代理证券的还本付息、分红派息；证券代保管、鉴证；代理登记开户；

公司为投资者提供现场、自助终端、电话、互联网、手机等多种委托通道。公司开展网上交易业务已经中国证监会核准。

公司全面实行客户交易资金第三方存管。目前存管银行有：中国邮政储蓄银行、中国工商银行、中国农业银行、中国银行、中国建设银行、交通银行、民生银行、兴业银行、招商银行、北京银行、华夏银行。

■ 证券自营业务

公司经中国证监会批准，开展证券自营业务。使用自有资金和依法筹集的资金，以公司的名义开设证券账户买卖依法公开发行业或中国证监会认可的其他有价证券的自营业务。自营业务内容包括权益类投资和固定收益类投资。

■ 证券投资咨询业务

公司经中国证监会批准开展证券投资咨询业务。为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议。

■ 证券投资基金销售业务：公司经中国证监会批准开展证券投资基金销售业务。代理发售各类基金产品，办理基金份额申购、赎回等业务。

■ 证券资产管理业务：公司经中国证监会批准开展证券资产管理业务。

■ 证券承销与保荐业务：公司经中国证监会批准开展证券承销与保荐业务。

■ 财务顾问业务：公司经中国证监会批准开展财务顾问业务。