

**投资评级：推荐（首次）**
**分析师**

安雅泽 010-88366060-8768

Email: ayz@cgws.com

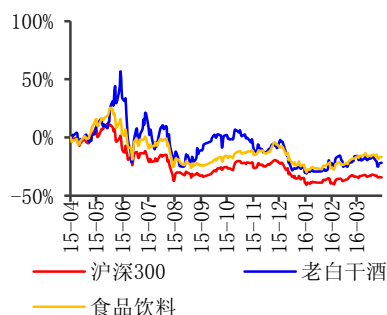
执业证书编号: S1070515110001

**市场数据**

目前股价	48.96
总市值(亿元)	85.79
流通市值(亿元)	68.54
总股本(万股)	17,522
流通股本(万股)	14,000
12个月最高/最低	99.49/41.72

**盈利预测**

	2016E	2017E	2018E
营业收入	2,752	3,316	3,956
(+/-%)	17.8%	20.5%	19.3%
净利润	120	166	218
(+/-%)	60.4%	38.1%	31.4%
摊薄 EPS	0.69	0.95	1.25
PE	71.30	51.64	39.30

**股价表现**


数据来源: 贝格数据

**相关报告**

&lt;&lt;改革释放机制活力, 净利率提升空间大&gt;&gt;

2015-02-05

## 营收增速略低于预期, 受益于改革, 未来盈利能力有望大幅提升

### ——老白干酒(600559)公司动态点评

**投资建议**

公司净利润率较低, 未来受益于改革, 净利润率有望大幅提升, 公司2016-2017年EPS分别为0.69、0.95元, 首次覆盖, “推荐”评级。

**投资要点**

- 事件:** 老白干酒公告公司2015年度实现营业收入23.36亿元, 同比增长10.75%; 归属于上市公司股东的净利润7504.19万元, 同比增长26.89%; 基本每股收益0.54元; 并拟向全体股东每10股转增15股及派现3元(含税)。公司2016年一季度实现营业收入6.77亿元, 同比增长10.45%; 归属于上市公司股东的净利润3054.14万元, 同比增长40.30%; 基本每股收益0.17元。
- 营收增速略低于预期, 募投致现金流增强, 预计16年全年仍保持较高增速。** 我们之前预计公司2015年全年营收增速在15%以上, 但公司实际2015年营业收入增速10.75%, 略低于预期, 归母净利润增长26.89%复合预期。公司2016年一季报营收增速10.45%, 符合草根调研了解到公司16年销售收入好于15年同期的情况。16年Q1净利润增速同比增长40.3%, 主要系一季度销售费用的大幅下降所致, 2016年一季度收入增长10.3%, 而销售费用同比减少5031万, 下滑23.4%。公司2015年货币资金期末较期初增加4.2亿元, 增幅为1957.11%, 主要原因为2015年12月公司非公开发行股票3522万股, 募集资金8.17亿元以及经营活动产生的现金流量增加所致。应收票据期末较期初增加5856万元, 增幅为395.81%, 主要原因为公司以应收票据背书方式购买商品减少所致。现金流增强, 有利于公司持续加大销售投入, 抢占省内和环河北区域的市场份额。预计2016年全年收入增速依然很高。
- 河北省白酒竞争格局比较激烈, 公司在河北省的市场份额大约在15%左右。** 河北省白酒竞争格局比较激烈, 公司在河北省的市场份额大约在15%左右。相较于强势品牌在本地市场超过30%的市场份额而言, 老白干酒在河北本土市场并不绝对强势。(洋河在江苏市场40%的市场份额, 汾酒在山西省内60%的市场份额)。本土酒企中承德山庄老酒和板城烧锅酒是老白干酒在河北省内最大的两家竞争对手, 山庄老酒和板城烧锅酒主要强势市场在冀北区域, 而老白干酒在冀南区域强势, 冀北区域相对弱势, 但近年来随着老白干酒在冀北市场扩张, 预计会逐步抢占山庄老酒和板城烧锅酒的市场份额。公司高端白酒直接竞争对手有茅台、五粮液、洋河和泸州老窖等。低端白酒市场方面, 牛栏山二锅头正在急速

河北市场布局，与公司形成正面竞争。

- **公司产品在衡水市和石家庄市场比较强势，销售收入分别占公司总收入的 20%和 25%，冀北市场由于本土白酒企业较多，目前还处于扩张阶段。整个河北省渠道已经下沉到县，全省 100 多个县基本已经全面覆盖。未来有望上量。外省市场主要培育山东、河南、天津、辽宁、内蒙等市场。其中销售规模最大的外省是山东和河南，目前这两个省下沉力度还不够大，只达到地级市，未来有望下沉到县。辽宁、内蒙等市场还处于起步阶段，还不能为公司提量。**
- **三大产品系列分别是老白干系列、十八酒坊系列和大小青花系列。公司在 2015 年改变销售政策，提出聚焦市场，聚焦产品的大体规划路线，公司会视情况针对不同的区域聚焦不同的产品，老白干系列在衡水市销售收入占大头，十八酒坊在石家庄比较强势，冀北区域和外省则主打大小青花。我们预计随着公司在省外市场的进一步扩张，大小青花系列有望实现快速增长。**
- **盈利预测及投资建议：**公司净利润率较低，未来受益于改革，净利润率有望大幅提升，公司 2016-2017 年 EPS 分别为 0.69、0.95 元，首次覆盖，“推荐”评级。
- **风险提示：**销售不达预期，白酒复苏不达预期。

## 附：盈利预测表

利润表 (百万)	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E	主要财务指标	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	2,109	2,336	2,752	3,316	3,956	成长性					
营业成本	882	1,006	1,178	1,409	1,669	营业收入增长	17.00%	10.75%	17.80%	20.50%	19.30%
销售费用	627	687	688	796	918	营业成本增长	-0.69%	13.99%	17.10%	19.66%	18.46%
管理费用	173	132	215	259	309	营业利润增长	26.87%	33.80%	53.77%	40.51%	32.83%
财务费用	22	25	33	31	30	利润总额增长	32.60%	24.29%	50.45%	38.05%	31.39%
投资净收益	0	-1	0	0	0	净利润增长	-9.80%	26.89%	60.35%	38.05%	31.39%
营业利润	128	171	263	370	492	盈利能力					
营业外收支	22	15	17	17	17	毛利率	58.17%	56.94%	57.20%	57.50%	57.80%
利润总额	150	186	280	387	509	销售净利率	2.80%	3.21%	4.37%	5.01%	5.52%
所得税	91	111	160	221	291	ROE	9.06%	4.93%	7.32%	9.18%	10.76%
少数股东损益	0	0	0	0	0	ROIC	6.80%	6.81%	9.97%	12.43%	14.65%
净利润	59	75	120	166	218	营运效率					
资产负债表	/ 百					销售费用/营业收入	29.73%	29.40%	25.00%	24.00%	23.20%
流动资产	1527	2066	2878	3286	3806	管理费用/营业收入	8.19%	5.65%	7.80%	7.80%	7.80%
货币资金	22	442	1059	1107	1224	财务费用/营业收入	1.03%	1.06%	1.21%	0.92%	0.76%
应收账款	58	0	26	31	37	投资收益/营业利润	-0.14%	-0.29%	0.00%	0.00%	0.00%
应收票据	15	73	37	45	54	所得税/利润总额	60.57%	59.75%	57.10%	57.10%	57.10%
存货	1394	1274	1613	1930	2287	应收账款周转率	71.93	177.24	96.22	96.75	100.08
非流动资产	716	737	752	765	748	存货周转率	0.66	0.70	0.66	0.67	0.48
固定资产	577	585	604	620	607	流动资产周转率	1.17	0.94	0.89	0.94	0.87
资产总计	2244	2803	3630	4050	4555	总资产周转率	0.84	0.73	0.72	0.77	0.75
流动负债	1553	1245	1952	2206	2492	偿债能力					
短期借款	400	164	684	684	684	资产负债率	0.70	0.45	0.54	0.55	0.55
应付款项	128	87	102	122	144	流动比率	0.98	1.66	1.47	1.49	1.53
非流动负债	23	15	15	15	15	速动比率	0.09	0.64	0.65	0.61	0.61
长期借款	0	0	0	0	0	每股指标 (元)					
负债合计	1576	1260	1967	2221	2507	EPS	0.42	0.43	0.69	0.95	1.25
股东权益	653	1524	1644	1810	2028	每股净资产	4.66	8.70	9.38	10.33	11.58
股本	140	175	175	175	175	每股经营现金流	0.06	1.92	0.94	0.67	0.93
留存收益	513	1348	1469	1635	1853	每股经营现金/EPS	0.15	4.47	1.36	0.70	0.74
少数股东权益	0	0	0	0	0	估值	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
负债和权益总计	2229	2783	3611	4031	4536	PE	115.91	114.32	71.30	51.64	39.30
现金流量表	/ 百					PEG	3.00	2.67	2.06	1.65	-
经营活动现金流	9	336	164	117	162	PB	10.50	5.63	5.22	4.74	4.23
其中营运资本减少	(167)	(190)	(8)	(105)	(118)	EV/EBITDA	33.53	33.94	25.37	19.57	15.45
投资活动现金流	(85)	(310)	(67)	(69)	(45)	EV/SALES	3.45	3.75	3.37	2.80	2.35
其中资本支出	(102)	(40)	(67)	(69)	(45)	EV/IC	6.42	6.59	6.77	6.13	5.65
融资活动现金流	63	396	520	0	0	ROIC/WACC	0.78	0.78	1.14	1.42	1.68
净现金总变化	(14)	421	616	48	117	REP	8.24	8.44	5.92	4.30	3.37

## 研究员介绍及承诺

**安雅泽:** 英国莱斯特大学经济学硕士，2012 年加入长城证券从事机构销售，2015 年 7 月从事食品饮料行业研究。

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

## 免责声明

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。本报告由长城证券向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的任何其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。长城证券版权所有并保留一切权利。

## 长城证券投资评级说明

**公司评级:** 强烈推荐——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅 15%以上；  
推荐——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 5%~15%之间；  
中性——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于-5%~5%之间；  
回避——预期未来 6 个月内股价相对行业指数跌幅 5%以上。

**行业评级:** 推荐——预期未来 6 个月内行业整体表现战胜市场；  
中性——预期未来 6 个月内行业整体表现与市场同步；  
回避——预期未来 6 个月内行业整体表现弱于市场。

## 长城证券销售交易部

### 深圳联系人

刘 璇: 0755-83516231, 18938029743, liux@cgws.com  
李双红: 0755-83699629, 18017465727, lishuanghong@cgws.com  
黄永泉: 0755-83699629, 13544440001, huangyq@cgws.com  
李小音: 0755-83516187, 18562591899, lixiaoyin@cgws.com  
吴林蔓: 075583515203, 13418560821, wulinman@cgws.com

### 北京联系人

赵 东: 010-88366060-8730, 13701166983, zhaodong@cgws.com  
王 媛: 010-88366060-8807, 18600345118, wyuan@cgws.com  
李珊珊: 010-88366060-1133, 18616891195, liss@cgws.com  
申 涛: 010-88366060-8777, 15801188620, shentao@cgws.com  
杨徐超: 010-88366060-8795, 18611594300, yangxuchao@cgws.com

### 上海联系人

谢彦蔚: 021-61680314, 18602109861, xieww@cgws.com  
徐佳琳: 021-61680673, 13795367644, xuji@cgws.com  
凌 云: 021-61683504, 18621755986, lingyun@cgws.com  
王 一: 021-61683504, 13761867866, wangy@cgws.com

## 长城证券研究所

深圳办公地址: 深圳市福田区深南大道 6008 号特区报业大厦 17 层  
邮编: 518034 传真: 86-755-83516207  
北京办公地址: 北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 8 层  
邮编: 100044 传真: 86-10-88366686  
上海办公地址: 上海市民生路 1399 号太平大厦 3 楼  
邮编: 200135 传真: 021-61680357  
网址: <http://www.cgws.com>