



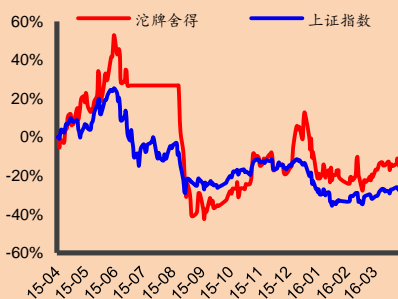
## 沱牌舍得 (600702)

投资评级: 增持 (首次覆盖)

报告日期: 2016-04-12

当前价格 (元) 18.01  
目标价格 (元) 26.10  
目标期限 (月) 6

### 股价走势:



### 主要数据

总股本(百万股)	337.00
A股股本(百万股)	337.00
总市值(亿元)	60.70
A股流通比例(%)	100.00
第一大股东	四川沱牌集团 有限公司
第一大股东持股比例	29.85%
12个月最高/最低(元)	37.55/9.99

### 华安证券消费组

分析师: 洪叶  
021-60956105  
hy\_hazq@126.com  
S0010113110005

联系人: 杨青  
0551-65161830  
yangqinglin1988@sohu.com  
S00101151100

## 业绩下滑, 但前景可期

——沱牌舍得 2015 年报点评

### 事件:

2015 年度公司实现营业收入 115,613.51 万元, 同比减少 19.99%, 净利润 712.81 万元, 同比减少 46.76%。

### 营收下滑, 成本和费用居高不下, 公司净利润大幅下滑

2015 年度, 公司营收下滑 19.99%, 主要原因是公司控量保价, 帮助经销商消化库存, 营销机制改革和产品体系调整短期冲击销售, 所得税费用同比增加; 酒类综合毛利率持续下滑至 51.07%, 同比下滑 0.26 个百分点; 期间费用居高不下, 销售费用率、管理费用率、财务费用率分别为 20.63%、14.46%、3.05%, 分别提高-3.75、2.84、0.55 个百分点; 销售净利率 0.62%, 同比下滑 0.31 个百分点。营收下滑, 成本和费用居高不下导致公司净利润下滑 46.76%。公司各项指标均处在白酒上市公司相对低位, 未来随着天洋集团对公司改革的深入, 公司业绩改善空间大。

### 天洋集团入主, 盘活管理体制, 公司运营效率提升空间大

目前, 公司是白酒类上市国企中体制变革最为彻底的一家, 天洋集团接手沱牌集团股权, 成为公司实际控制人, 我们看好公司由国企向民企的转变, 随着管理体制的盘活, 公司的运营效率存在大幅度提升的空间。我们的信心来自于: 首先, 以前受制于国有企业体制的制约, 公司运营效率低, 公司管理费用率和销售费用率分别为 14.46%、20.63%, 均大幅度高于行业水平, 行业内的优秀白酒类公司的管理费用率处在 6%-9% 之间, 销售费用率处在 10%-13% 之间, 公司净利率也处于行业最低水平。因此, 公司变革的动力强、空间大。其次, 目前我们已经看到了天洋集团的动作。第一个切入点是销售, 天洋集团的刘力入主销售公司, 在核心岗位人事上的迅速卡位, 既体现了天洋集团对公司掌控的开始, 也预示着天洋集团积极寻求变革的强大执行力。按照公司的计划, 将于 2016 年底组建完整的市场化销售团队, 公司首先从扭转销售不利局面开始, 我们认为此举切中要害。未来, 我们认为公司后续在股权激励、员工持股计划等方式也存在实施的基础和动力。

### 产品结构存在升级空间, 未来业绩增长弹性高

2015 年, 公司实现白酒收入 9.61 亿元, 实现销量 3.26 万吨, 产品平均售价为 2.95 万元/吨, 吨酒价格较低, 从具体的产品价格档次来看, 公司主要产品价格区间主要集中在 300 元以下的中低端酒。天洋集团将公司纳入到自身文化产业体系, 挖掘并打造白酒文化, 有利于提升公司产品核心竞争力, 助力公司升级产品线。我们认为公司与天洋集团协同, 将带来公司白酒质与量的提升, 公司未来的业绩增长具备高弹性。

### 盈利预测及投资建议

我们预计 2016-2018 年营业收入分别为 14.51、17.61、20.89 亿元，净利润分别为 0.37、0.68、0.93 亿元，EPS 分别为 0.11、0.20、0.28 元，当前股价对应 PE 分别为 164.96、88.72、65.47，考虑到天洋集团入主公司所带来的制度红利及运营效率的提升，公司未来业绩存在较高的弹性，我们给予公司“增持”评级。

### 盈利预测：

单位：百万元

财务指标	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	1156	1451	1761	2089
收入同比 (%)	-20%	26%	21%	19%
归属母公司净利润	7	37	68	93
净利润同比 (%)	-47%	417%	86%	36%
毛利率 (%)	50.4%	55.0%	58.5%	59.5%
ROE (%)	0.3%	1.6%	2.9%	3.9%
每股收益	0.02	0.11	0.20	0.28
P/E	852.23	164.96	88.72	65.47
P/B	2.70	2.67	2.61	2.53
EV/EBITDA	69	29	19	14

资料来源：wind、华安证券研究所



## 投资评级说明

以本报告发布之日起 12 个月内，证券（或行业指数）相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

### 行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；

增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；

中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；

减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%；

卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上；

无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。市场基准指数为沪深 300 指数。

## 信息披露

### 分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 免责声明

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。华安证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。