

年报打开回购窗口，终端动销带动业绩拐点

■ **年报披露打开大比例回购窗口。**公司 2016 年报显示实现营业总收入 9.25 亿元，同比大幅下滑 60.64%，归属于上市公司股东净利润-1.47 亿元，主要系预调酒业务亏损所致，2016 年公司预调酒子公司巴克斯亏损 1.87 亿元（扣除非经常性损益亏损额为 2.31 亿元）。我们在 2016 年 9 月的报告《关注“业绩拐点+未预期的大比例回购”机会》独家前瞻提示潜在“1 元总价回购”，随着年报披露，巴克斯经审计亏损额确定，大比例回购窗口已经打开。

■ **本次回购比例近 25%。**公司在注入预调酒资产的重大资产重组时，交易双方签署《盈利预测补偿协议》，交易对方同意以股份回购方式补偿实际净利润数不足净利润预测数的差额，该部分股份将由上市公司以 1 元总价回购并予以注销，补偿股份计算公式为：补偿期间每年末应补偿股份数量=（截至当年末累计净利润预测数-截至当年末累计实际净利润数）÷补偿期限各年累计净利润预测数×标的股份总数-已补偿股份数量。根据立信会计师事务所专项审计报告，本次回购总股份为 230,795,160 股，占总股本的 24.79%。

■ **主动清库存+终端动销+苏打水新品投放，2017 轻装上阵迎拐点。**公司从 2016 年三季度逐步降低发货强度，主动帮助渠道去库存，2016 年发货 712 万箱，较 2015 年大幅减少 61%，但终端实际动销在 1300 万箱上下，渠道库存从 2015 年末的 400-450 万箱降至 2016 年中的 150 万箱，当前库存估计 40-60 万箱，市场渠道方面回归高线城市和重点渠道，资源聚焦；产品方面进行了系统性升级，明确了“微醺”“本味”和“清爽”三大系列针对性营销投放，力求扩大消费人群，预调酒新品推广具有一定效果，餐饮渠道逐步打开，**重点终端监控数据好转。**春节期间我们走访终端，发现货龄明显变新，2016 年 10 月份及之前的货品大幅减少，普遍是 10 月份以后和 2017 年 1、2 月份产品，而且 5 度和 8 度的陈列明显增多，部分终端出现断货现象。我们认为终端动销是王道，有助于恢复经销商信心，从而传导至公司发货和报表层面，2017 轻装上阵值得期待。另，二季度苏打水新品投放值得观察。

■ **投资建议：**买入-B 投资评级，维持 6 个月目标价 27.00 元。目标价实质相当于 2017 年 40 倍市盈率（考虑到 2 次回购的测算，详见正文）。

■ **风险提示：**预调酒业务恢复不急预期，利润率提升不及预期。

(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入	2,351.2	925.4	1,839.2	2,038.1	2,351.0
净利润	500.2	(147.0)	403.8	462.5	543.2
每股收益(元)	0.54	-0.16	0.43	0.50	0.58
每股净资产(元)	1.07	1.72	1.93	2.18	2.47

盈利和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
市盈率(倍)	40.5	-137.9	50.2	43.8	37.3
市净率(倍)	20.3	12.7	11.3	10.0	8.8
净利润率	21.3%	-15.9%	22.0%	22.7%	23.1%
净资产收益率	50.2%	-9.2%	22.4%	22.8%	23.6%
股息收益率	2.2%	0.0%	1.0%	1.1%	1.3%
ROIC	200.5%	-25.4%	40.6%	48.4%	70.8%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

投资评级

买入-B

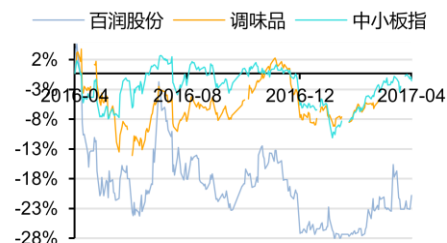
维持评级

6 个月目标价：**27.00 元**
股价 (2017-04-12) **21.77 元**

交易数据

总市值 (百万元)	20,270.05
流通市值 (百万元)	8,294.43
总股本 (百万股)	931.10
流通股本 (百万股)	381.00
12 个月价格区间	19.80/28.75 元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-1.01	-2.54	-20.32
绝对收益	0.32	2.5	-22.27

苏斌

分析师

SAC 执业证书编号：S1450515040001
sucheng@essence.com.cn
021-35082778

相关报告

- 百润股份：关注“业绩拐点+未预期的大比例回购”机会 2016-09-18
- 百润股份：库存低位，产品和营销变化积极 2016-07-27

本次回购比例近 25%

公司在注入预调酒资产的重大资产重组时，交易双方签署《盈利预测补偿协议》，对巴克斯酒业（预调酒业务主体）盈利预测为：

表 1：巴克斯酒业盈利预测和实际业绩情况

	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年
净利润预测数	22,165.65	38307.67	54,434.23	70,643.86
实际净利润数	22,988	43,957	-187,18.37	
扣非净利润	-	-	-23,134.31	

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

经立信会计师事务所(特殊普通合伙)出具的信会师报字[2017]第 ZA11976 号《审计报告》，经审计的巴克斯酒业 2016 年度净利润为（以扣除非经常性损益后归属于母公司股东的净利润数为计算依据）为-23,134.31 万元，较承诺的 54,434.23 万元少了 77,568.54 万元，未完成业绩承诺。

根据公司与刘晓东、柳海彬、喻晓春、马晓华、温浩、张其忠、高原、谢霖、孙晓峰、万晓丽、曹磊、林丽莺、程显东、汪晓红、上海旌德投资合伙企业（有限合伙）、上海民勤投资合伙企业（有限合伙）所签订的《发行股份购买资产协议》，上述原股东本年未完成业绩承诺，应回购的补偿股份数量为 230,795,160 股，占公司最新总股本的 24.79%。

计算公式如下：

当年应补偿股份数=[(2014 年至 2016 年累计承诺净利润 114,907.55 万元-2014 年至 2016 年累计实际利润 40,559.69 万元) ÷ 2014 年至 2017 年承诺利润总和 185,551.41 万元 × 本次交易发行股份总数 576,000,000 股(股本转增后) - 已补偿股份数量 0 股]=230,795,160 股。

库存再新低，终端表现利好发货恢复和报表修复

公司从 2016 年三季度逐步降低发货强度，主动帮助渠道去库存，2016 年发货 712 万箱，较 2015 年大幅减少 61%，但终端实际动销在 1300 万箱上下，渠道库存从 2015 年末的 400-450 万箱降至 2016 年中的 150 万箱，当前库存估计 40-60 万箱，市场渠道方面回归高线城市和重点渠道，资源聚焦；产品方面进行了系统性升级，明确了“微醺”“本味”和“清爽”三大系列针对性营销投放，力求扩大消费人群，新品推广具有一定效果，餐饮渠道逐步打开，重点终端监控数据好转。春节期间我们走访终端，发现货龄明显变新，2016 年 10 月份及之前的货品大幅减少，普遍是 10 月份以后和 2017 年 1、2 月份产品，而且 5 度和 8 度的陈列明显增多，部分终端出现断货现象。我们认为终端动销是王道，有助于恢复经销商信心，从而传导至公司发货和报表层面，2017 轻装上阵值得期待。

潜在 2 次回购，实际市值/估值远低于当下

我们认为公司预调酒业务恢复是大概率事件，原因是我们分析渠道终端实际消化规模远大于公司表现发货，2017 年公司如果发货恢复到 1300 余万箱，则是市场消化正常水平。我们谨慎预测 2017 年预调鸡尾酒收入 17 亿元，净利润 3.2 亿元，业绩拐点成立。但《盈利预测补偿》对应 2017 年盈利预测 70,643.86 万元，我们的预测业绩仍不达承诺，潜在 2 次回购，我们模拟推算估计 2017 年补偿股份 1.07 亿股，占当前总股本 11.5%，两次回购总计 3.38 亿股，占当前总股本 36.3%，以回购后股本计算当前市值为 129 亿元，对应 2017 年估值 32 倍，低于当前市值对应的 50 倍市盈率。

表 2: 首次回购和二次可能回购 (预计) 情况—2017 按中性预测

资产重组发行股份 (万股, 下同)	28,800			
发行后股本	44,800	2016 年末应补偿股份 (万股)	23,080	24.8%
送股后最新股本	89,600	2017 年末预计应补偿股份 (万股)	10,732	11.5%
最新增发后股本	93,110	合计补偿 (万股, 预计)	33,811	36.3%
两轮融资后股本	59,299			
相当于市值-亿元	129.09			
当前市值-亿元	202.70			
股价 (元, 最新)	21.77			
对应 2017 年市盈率 (含香精香料)		32.0 x		

资料来源: 公司资料, 安信证券研究中心整理

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E	(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	2,351.2	925.4	1,839.2	2,038.1	2,351.0	成长性					
减:营业成本	556.4	251.5	497.2	550.7	634.3	营业收入增长率	1395.8%	-60.6%	98.7%	10.8%	15.4%
营业税费	118.5	47.7	85.2	93.8	107.8	营业利润增长率	873.8%	-143.8%	-282.1%	14.5%	17.8%
销售费用	922.1	741.1	625.3	692.9	799.3	净利润增长率	777.5%	-129.4%	-374.6%	14.5%	17.5%
管理费用	149.9	136.1	128.7	142.7	152.8	EBITDA 增长率	898.9%	-133.5%	-360.6%	11.5%	17.0%
财务费用	(17.6)	21.4	7.2	(9.5)	(11.7)	EBIT 增长率	1045.8%	-141.6%	-300.5%	11.0%	17.7%
资产减值损失	0.9	(0.2)	(0.2)	(0.2)	(0.2)	NOPLAT 增长率	906.9%	-138.8%	-315.3%	12.0%	18.5%
加:公允价值变动收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	投资资本增长率	206.2%	34.6%	-5.9%	-19.0%	20.9%
投资和汇兑收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	净资产增长率	53.5%	60.5%	12.6%	12.8%	13.4%
营业利润	621.0	(272.2)	495.7	567.7	668.7	利润率					
加:营业外净收支	38.4	64.5	35.6	35.6	35.6	毛利率	76.3%	72.8%	73.0%	73.0%	73.0%
利润总额	659.4	(207.8)	531.3	603.2	704.3	营业利润率	26.4%	-29.4%	27.0%	27.9%	28.4%
减:所得税	159.2	(60.7)	127.5	144.8	169.0	净利润率	21.3%	-15.9%	22.0%	22.7%	23.1%
净利润	500.2	(147.0)	403.8	462.5	543.2	EBITDA/营业收入	26.5%	-22.6%	29.6%	29.8%	30.2%
						EBIT/营业收入	25.7%	-27.1%	27.3%	27.4%	27.9%
资产负债表						运营效率					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E	固定资产周转天数	40	198	144	147	132
货币资金	580.9	876.4	770.5	1,123.1	1,218.7	流动营业资本周转天数	(4)	(29)	(26)	(55)	(49)
交易性金融资产	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	流动资产周转天数	106	394	209	199	208
应收账款	97.8	77.7	15.3	18.6	20.5	应收账款周转天数	11	34	9	3	3
应收票据	1.8	1.3	4.0	5.5	5.7	存货周转天数	9	35	13	5	5
预付账款	42.5	21.2	85.9	14.9	83.8	总资产周转天数	190	831	461	426	411
存货	108.0	73.3	55.2	5.9	64.5	投资资本周转天数	71	319	179	141	121
其他流动资产	61.9	84.5	73.2	78.9	76.1	投资回报率					
可供出售金融资产	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	ROE	50.2%	-9.2%	22.4%	22.8%	23.6%
持有至到期投资	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	ROA	27.5%	-6.0%	17.9%	17.8%	19.1%
长期股权投资	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	ROIC	200.5%	-25.4%	40.6%	48.4%	70.8%
投资性房地产	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	费用率					
固定资产	343.5	672.8	800.3	858.5	869.6	销售费用率	39.2%	80.1%	34.0%	34.0%	34.0%
在建工程	315.0	167.7	152.4	124.2	93.9	管理费用率	6.4%	14.7%	7.0%	7.0%	6.5%
无形资产	151.7	156.0	152.7	149.4	146.1	财务费用率	-0.7%	2.3%	0.4%	-0.5%	-0.5%
其他非流动资产	116.4	322.3	146.0	192.9	219.1	三费/营业收入	44.8%	97.1%	41.4%	40.5%	40.0%
资产总额	1,819.4	2,453.3	2,255.7	2,572.1	2,798.0	偿债能力					
短期债务	400.0	540.0	0.0	0.0	0.0	资产负债率	45.2%	34.8%	20.1%	21.0%	17.6%
应付账款	146.8	161.3	214.1	331.1	222.3	负债权益比	82.6%	53.4%	25.2%	26.5%	21.4%
应付票据	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	流动比率	1.10	1.34	2.24	2.34	3.02
其他流动负债	268.1	144.2	233.8	200.8	264.0	速动比率	0.96	1.25	2.12	2.33	2.89
长期借款	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	利息保障倍数	(34.38)	(11.73)	69.40	(58.95)	(56.11)
其他非流动负债	8.2	8.2	6.3	7.6	7.4	分红指标					
负债总额	823.1	853.7	454.2	539.4	493.7	DPS(元)	0.48	0.00	0.22	0.25	0.29
少数股东权益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	分红比率	89.6%	0.0%	50.0%	50.0%	50.0%
股本	896.0	931.1	931.1	931.1	931.1	股息收益率	2.2%	0.0%	1.0%	1.1%	1.3%
留存收益	100.3	668.5	870.4	1,101.6	1,373.2						
股东权益	996.3	1,599.6	1,801.5	2,032.7	2,304.3						
						业绩和估值指标					
现金流量表							2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	500.2	(147.0)	403.8	462.5	543.2	EPS(元)	0.54	-0.16	0.43	0.50	0.58
加:折旧和摊销	20.7	43.2	41.1	48.3	52.6	BVPS(元)	1.07	1.72	1.93	2.18	2.47
资产减值准备	0.9	(0.2)	0.0	0.0	0.0	PE(X)	40.5	-137.9	50.2	43.8	37.3
公允价值变动损失	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	PB(X)	20.3	12.7	11.3	10.0	8.8
财务费用	3.5	26.9	7.2	(9.5)	(11.7)	P/FCF	47.2	-81.5	-252.4	32.1	51.5
投资损失	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	P/S	8.6	21.9	11.0	9.9	8.6
少数股东损益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	EV/EBITDA	60.9	-87.1	35.6	31.2	26.5
营运资金的变动	(88.7)	(339.5)	341.1	148.0	(198.6)	CAGR(%)	-2.9%	-253.8%	92.0%	-2.9%	-253.8%
经营活动产生现金流量	383.3	(263.3)	793.3	649.3	385.5	PEG	-14.2	0.5	0.5	-15.3	-0.1
投资活动产生现金流量	(489.6)	(304.5)	(150.0)	(75.0)	(30.0)	ROIC/WACC	18.1	-2.3	3.7	4.4	6.4
融资活动产生现金流量	(61.1)	863.3	(749.1)	(221.8)	(259.9)	REP	3.0	-8.5	6.0	6.1	3.4

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 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沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

- A — 正常风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B — 较高风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

■ 分析师声明

苏铖声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	葛娇妤	021-35082701	gejy@essence.com.cn
	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	许敏	021-35082953	xumin@essence.com.cn
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
北京联系人	原晨	010-83321361	yuanchen@essence.com.cn
	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
	王秋实	010-83321351	wangqs@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	周蓉	010-83321367	zhourong@essence.com.cn
深圳联系人	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市浦东新区世纪大道1589号长泰国际金融大厦16层

邮编： 200123

北京市

地址： 北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层

邮编： 100034