

公司点评 ● 白酒

2015年8月21日

二季度业绩筑底 挂牌花落民资天洋

核心观点:

1. 事件

近日公司公告接到射洪县国资局通知，西南联合产权交易所已于2015年8月19日上午组织符合条件的意向受让方按照网络竞价方式进行了公开竞价，最终确定天洋控股集团有限公司作为沱牌舍得集团国有股权转让及增资扩股的受让方。同时公司公布2015年半年报。

2. 我们的分析与判断

(一) 转让价格 23.51 元/股，天洋最终获 70% 股份

据媒体报道，参与此次报价的共有三家企业，起始价每股 12.50 元，最终公司以 23.51/股的最高价成交，转让了现有的 38.78% 的股份同时参与增资扩股，天洋控股拟以 38.22 亿元的代价获得沱牌舍得集团 70% 的股权，间接持有上市公司 20.9% 的股权。我们认为，考虑到公司停牌前被收购的预期较高以及当时尚处积极的市场环境，受让方成交价相对公司市值是有溢价的，这体现了天洋控股对白酒行业强烈的信心。

据我们了解天洋企业已有 19 年的发展历史，拥有文化产业、科技产业、互联网金融、产业地产四大主营业务，至今已发展成为员工逾三千人、全国性扩张、规模化投资的集团公司。公司旗下还拥有香港上市公司——天洋国际控股（00593.HK）。我们注意到，天洋国际控股也是公司 2014 年 3 月在香港借壳上市公司，公司向资本市场运作的频率有所增加。

(二) 二季度基本面继续筑底

2015 年上半年公司共录得营收 6.27 亿元（YOY-14.21%）；利润总额为 1967.43 万元，较去年同比增长 19.32%。但归母净利润为 674.58 万元（YOY-35.57%），这主要是因为上年同期所得税额较低（调减了以前年度超额税前列支的广告费）而今年恢复正常。毛利率相较去年同期提高了 2.46pct 至 51.65%，EPS 为 0.02 元/股。在三项费用方面，公司的销售费用率和管理费用率均有所下降，但这下降主要源自销售费用和研发费用投入的减少，财务费用的提升主要是源自办理银行融资业务的费用提升。而同比来看，**业绩依然低于去年同期水平，继续筑底**。二季度营收较去年同期下降 18.31%，净利润下降 2.36%，净利润同比降幅较一季度有所收窄。我们认为，随着三四季度中秋国庆的白酒黄金消费时段来临，公司改革成功落地，加之白酒行业的弱复苏已经确立，三四季度公司业绩有望好转。

(三) 基酒存量持续提升

用于衡量基酒储藏能力的自制半成品价值在 2015 年上半

沱牌舍得（600702.SH）

谨慎推荐

分析师

李琰

☎: 010-83571374

✉: liyan_yj@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130513060001

特此鸣谢: 岳思铭 010-66568238

(yuesiming@chinastock.com.cn)

对本报告的编制提供信息

市场数据 时间 2015.08.20

A 股收盘价(元)	23.48
A 股一年内最高价(元)	33.63
A 股一年内最低价(元)	12.78
上证指数	3664.29
市净率	3.53
总股本(万股)	33730.00
实际流通 A 股(万股)	33730.00
限售的流通 A 股(万股)	0.00
流通 A 股市值(亿元)	79.20

相对指数表现图



资料来源: 中国银河证券研究部

相关研究

1. 沱牌舍得(600702.SH): 集团混改提速, 引领板块机会 20150111
2. 沱牌舍得(600702.SH): 关注引入战投进展, 业绩恢复尚需时日 20140425
3. 2015 年下半年投资策略: 防御与成长攻守兼备, 下半年喜迎王者归来 20150709

年已达到 18.51 亿元，较 2012 年上涨了 30.8%，可见公司的基酒存量价值继续提升。

（四）国退民进实现有望进一步提升市场热度

随着以茅五为代表的一线高端白酒降价并定位个人消费品的调整逐步深入，导致无论是在产品品质还是价格上，都开始进入挤占竞争对手市场份额的阶段，调整的层层传导使得一系列三线白酒受到了强烈的冲击，分化也越来越严重。我们认为，以沱牌这种省内市场竞争激烈、基地市场不够稳固且品牌推广进程受阻的企业来说，强有力的深入改革，有望加快公司业绩拐点预期实现。**特别需要强调的是，随着五粮液近期停牌、沱牌的复牌，国企改革预期加速有望再度激发板块大幅表现，我们继续看好全线白酒，目前仍具备相当大的上涨空间。**

3. 投资建议

调整公司 2015 年 EPS 为 0.07 元，给予“谨慎推荐”评级。（价值分析请参考深度报告《控股股东引入战投，引发未来想象空间》）。

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%-20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

中国银河证券食品饮料团队，2013 年和 2011 年新财富最佳分析师。

李璇，食品饮料行业分析师。2010 年进入证券业工作，2012 年 5 月至今在银河证券从事食品饮料行业研究工作。英国雷丁大学硕士。

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映本人的研究观点。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受到任何形式的补偿。承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河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。银河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。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司研究部

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 15 楼
深圳市福田区福华一路中心商务大厦 26 层
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn
深广地区：詹璐 0755-83453719 zhanlu@chinastock.com.cn
海外机构：李笑裕 010-83571359 lixiaoyu@chinastock.com.cn
北京地区：王婷 010-66568908 wangting@chinastock.com.cn
海外机构：刘思瑶 010-83571359 liusiyao@chinastock.com.cn