

沱牌舍得 (600702. SH)

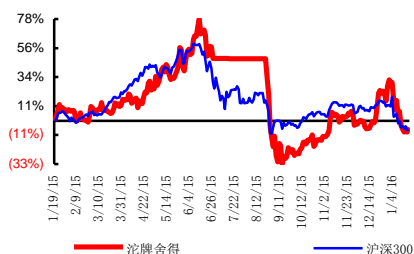
改革最彻底，深蹲欲起跳

评级： 买入 前次：
目标价 (元)： 24.45
 分析师 联系人
 胡彦超 范劲松
 S0740512070001
 021-20315176
 huyc@r.qlzq.com.cn fanjs@r.qlzq.com.cn
 2016年01月18日

基本状况

总股本(百万股)	337
流通股本(百万股)	337
市价(元)	16.81
市值(百万元)	5,670
流通市值(百万元)	5,670

股价与行业-市场走势对比



业绩预测

指标	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入 (百万元)	1,418.5	1,444.9	1,250.0	1,580.0	2,060.0
营业收入增速	-27.60%	1.86%	-13.49%	26.40%	30.38%
净利润增长率	-96.82%	13.72%	-39.64%	532.2%	183.0%
摊薄每股收益 (元)	0.03	0.04	0.02	0.15	0.43
前次预测每股收益 (元)					
市场预测每股收益 (元)					
偏差率 (本次-市场/市场)					
市盈率 (倍)	430.86	469.32	955.40	105.63	37.33
PEG	—	34.21	—	0.20	0.20
每股净资产 (元)	6.64	6.66	6.68	6.83	7.26
每股现金流量	0.31	-0.44	-0.23	0.79	1.46
净资产收益率	0.53%	0.60%	0.36%	2.22%	5.90%
市净率	2.27	2.80	3.43	2.34	2.20
总股本 (百万股)	337.30	337.30	337.30	337.30	337.30

备注：市场预测取 聚源一致预期

投资要点

- 我们认为公司近十多年发展缓慢的主要原因在于公司国有体制下激励不足、内部结构混乱带来的效率低下诟病，天洋控股集团的入主为沱牌的重生唤起了新机，公司有望成为白酒行业上市公司中改革最为彻底的一家。我们认为未来公司管理机制灵活性会大幅提升，低效渠道营销力有望彻底改善，白酒主业将大幅回升。短期来看，在协议对价和基酒价值保证下，我们认为市值 60 亿元具备高安全边际；中长期来看，在天洋入主改善管理机制和营销体系下，我们认为未来 2-3 年公司业绩增长具备高弹性，且天洋亦存在资产注入可能，公司百亿市值可期。
- 名优酒品牌积淀深厚，管理效率低下致身陷困境。公司旗下沱牌、舍得两大品牌价值位于行业前列，是十七大名酒之一，品牌积淀深厚，历史上曾是国内销量最高的白酒企业。公司国企性质浓厚，体制固化制约长期发展，2001-2010 年收入始终在 8 亿元徘徊。2012 年末行业进入调整期，公司未能及时转变重高轻低战略，持续推出千元高端品，策略性失误致使公司身陷困境，业绩遭遇大幅下滑。
- “后沱牌时代”：天洋入主造就白酒行业改革最彻底企业，未来 2-3 年公司业绩增长具备高弹性。(1) 天洋控股综合实力雄厚，入主沱牌提升公司品牌竞争力。收购方天洋控股集团拥有文化产业、产业地产等四大主业，综合实力雄厚，管理层人脉资源广泛，善于同政府机构合作。我们认为本次入主沱牌，可借助其文化渠道优势提升沱牌舍得品牌竞争力。(2) 国企走向民企盘活管理机制，低效渠道力有望得到彻底改善。天洋接手沱牌舍得集团，使得公司成为白酒行业上市公司中改革最为彻底的一家，意味着长期制约公司发展的机制将会得到大幅改善，渠道营销动力不足劣势有望彻底扭转。公司费用率远高于行业可比公司，我们认为未来公司管理费用率和销售费用率可逐步下降至 8% 和 13% 的行业正常水平，净利润率具备较大提升空间。(3) 产品结构升级+市场份额提升，未来业绩增长具备高弹性。目前公司产品吨酒

价格仅为 3 万元，处于行业极低水平。公司可借助天洋的文化宣传经验强化产品形象，辅以高品质基酒提升产品价格带，未来毛利率有望回升至 60% 左右。天洋入主释放经营活力，加上公司全国化运作经验，市场份额将会得到大幅提升，我们认为未来 2-3 年公司业绩增长具备高弹性。

- **市值 60 亿元以下安全边际高，白酒主业增长具备高弹性，我们认为未来 2-3 年百亿市值值得期待。(1) 短期来看：市值 60 亿以下具备高安全边际。**根据天洋与沱牌舍得集团的协议对价，我们保守估计公司市值在 63 亿元以上；按照公司净资产来估算，其中基酒存货 11 万吨，价值在 100 亿元左右。**(2) 中长期：天洋入主存资产注入预期，未来 2-3 年市值有望达到 100 亿元。**天洋控股集团与射洪县政府协议承诺 2018 年集团收入 50 亿，税收 10 亿元。我们认为未来 2 年内天洋会聚焦白酒主业，做大做强沱牌舍得品牌以兑现承诺。若天洋依靠白酒主业无法完成协议目标，基于其多元化业务和文化产业的雄厚实力，我们认为天洋不排除存在向公司注入资产的可能，沱牌舍得借助天洋的文化渠道，构建白酒文化营销新模式，未来 2-3 年若能完成业绩承诺市值有望达到 100 亿元。
- **投资建议：目标价 24.45 元，首次覆盖给予“买入”评级。**我们预计天洋控股集团最早于 2016 年 2 季度正式入主公司，后续将聚焦白酒主业，推行市场化机制，公司净利润有望大幅提升。我们预计公司 2015-2017 年公司的营业收入为 12.50、15.80、20.60 亿元，YOY 分别为-13.49%、26.40%、30.38%；净利润 0.08、0.51、1.45 亿元，YOY 分别为-39.64%、532.20%、183.00%。对照可比公司平均 PS，给予公司 2017 年 4 倍 PS，对应 2017 年市值为 82.4 亿元，对应目标价 24.45 元，首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示：天洋入主沱牌进度（证监会审批）低于预期、三公消费限制力度持续加大、食品安全事件风险。**

内容目录

沱牌舍得：名优酒品牌积淀深厚，管理效率低下致身陷困境	- 5 -
沱牌、舍得双品牌价值位居行业前列	- 5 -
国企管理机制效率低下，行业调整期策略失误身陷困境	- 6 -
“后沱牌时代”——天洋入主造就白酒行业改革最彻底企业	- 8 -
天洋控股综合实力雄厚，入主沱牌提升品牌竞争力	- 8 -
国企走向民企盘活管理机制，低效渠道力有望得到彻底改善	- 9 -
产品结构升级+市场份额提升，未来业绩增长具备高弹性	- 10 -
市值 60 亿元以下安全边际高，百亿元值得期待	- 12 -
短期：市值 60 亿以下具备高安全边际	- 12 -
中长期：天洋入主存资产注入预期，未来 2-3 年市值有望达到 100 亿元	- 12 -
投资建议：目标价 24.45 元，首次覆盖给予“买入”评级	- 13 -
关键假设	- 13 -
盈利预测与投资建议	- 13 -
风险提示	- 14 -

图表目录

图表 1：沱牌曲酒被评为第五届国家名酒	- 5 -
图表 2：沱牌和舍得双品牌运作	- 5 -
图表 3：舍得酒	- 5 -
图表 4：52°百年沱牌酒	- 5 -
图表 5：公司曾获得的奖项	- 6 -
图表 6：公司的股权结构	- 7 -
图表 7：公司前十大股东	- 7 -
图表 8：2012 年后公司业绩大幅下滑	- 7 -
图表 9：近 20 年公司发展的五个阶段	- 7 -
图表 10：天洋控股集团四大主营业务一览	- 8 -
图表 11：天洋的战略部署（全球）	- 8 -
图表 12：天洋的战略部署（中国）	- 8 -
图表 13：公司管理费用率远高于其他上市酒企	- 9 -
图表 14：公司净利率水平在行业最低	- 9 -
图表 15：近三年销售人员数量下滑至 580 人	- 10 -
图表 16：公司销售费用率远高于改制后的民企	- 10 -

图表 17: 中高档酒收入占比过半: 亿元.....	- 10 -
图表 18: 2014 年公司吨酒价格处于行业低位.....	- 10 -
图表 19: 公司产品结构明细	- 11 -
图表 20: 公司毛利率有待提升	- 11 -
图表 21: 公司基酒存货高达 21 亿元, 远超收入.....	- 11 -
图表 22: 公司优势销售区域分布.....	- 12 -
图表 23: 天洋入主公司后可能存在的经营路径.....	- 13 -
图表 24: 可比公司估值表.....	- 13 -
图表 25: 公司销售分项预测 (百万元)	- 14 -
图表 26: 公司三张财务预测表 (百万元)	- 15 -

沱牌舍得：名优酒品牌积淀深厚，管理效率低下致身陷困境

沱牌、舍得双品牌价值位居行业前列

- 沱牌曲酒是中国十七大名酒之一，四川白酒六朵金花之一。沱牌曲酒历史悠久，从“唐代春酒”到“明代谢酒”，再到“清代沱酒”，开唐朝诗风的“一代文宗”陈子昂，曾赞誉“射洪春酒寒仍绿，极目伤神谁为携”，历史文化底蕴丰富。沱牌曲酒是中国十七大名酒之一，四川白酒六朵金花之一，另外五朵分别为五粮液、泸州老窖、剑南春、全兴大曲、郎酒。

图表 1：沱牌曲酒被评为第五届国家名酒

年份	地点	获奖名酒
第一届	1952年 北京	茅台酒、汾酒、泸州大曲酒、西凤酒
第二届	1963年 北京	五粮液、古井贡酒、泸州老窖特曲、全兴大曲酒、茅台酒、西凤酒、汾酒、董酒
第三届	1979年 大连	茅台酒、汾酒、五粮液、剑南春、古井贡酒、洋河大曲、董酒、泸州老窖特曲
第四届	1984年 太原	茅台酒、汾酒、五粮液、洋河大曲、剑南春、古井贡酒、董酒、西凤酒、泸州老窖特曲、全兴大曲酒、双沟大曲、特制黄鹤楼酒、郎酒
第五届	1989年 合肥	茅台酒、汾酒、五粮液、洋河大曲、剑南春、古井贡酒、董酒、西凤酒、泸州老窖特曲、全兴大曲酒、双沟大曲、特制黄鹤楼酒、郎酒、武陵酒、宝丰酒、宋河粮液、 沱牌曲酒

来源：中泰证券研究所

- 公司产品主要包括沱牌系列酒和舍得系列酒。沱牌是“中国名酒”、“中国驰名商标”、“中华老字号”，其系列产品包括“沱牌曲酒”、“沱牌大曲”、“沱牌特曲”、“沱牌酒”、“柳浪春”、“陶醉”等 36 个品牌。舍得是“中国驰名商标”，其系列产品包括浓香“青花舍得”、“红瓷舍得”、“至尊舍得”、“窖龄舍得”、“舍得”，酱香“天子呼”、“吞之乎”等 8 个品牌。从大的品牌来看，目前公司采取沱牌和舍得双品牌运作，品牌已深入人心。

图表 2：沱牌和舍得双品牌运作

产品系列	主要产品
舍得系列	舍得酒、水晶舍得、舍得礼品酒、窖龄舍得、舍得酒坊
陶醉系列	陶醉6年、陶醉9年、十二年红瓷、十二年青瓷
沱牌系列	沱牌曲酒、百年沱牌、沱牌特曲、中华沱牌、沱牌头曲
酱香型系列	吞之乎、天子呼
其他系列	酒类奢侈品

来源：中泰证券研究所

图表 3：舍得酒

图表 4：52° 百年沱牌酒



来源：中泰证券研究所



来源：中泰证券研究所

- 沱牌舍得酒业是继“茅台”、“五粮液”后第三家摘取质量奖桂冠的白酒企业，沱牌、舍得双品牌价值均位居行业前列。全国质量奖是我国质量领域的最高奖项，“全国质量奖”自 2001 年评选至今，沱牌舍得酒业是继“茅台”、“五粮液”后第三家夺冠的企业。2014 年《中国 500 最具价值品牌》排行榜酒类行业中，公司的沱牌酒以 176.95 亿排名第六名，舍得酒以 105.75 亿排名第九名。

图表 5：公司曾获得的奖项

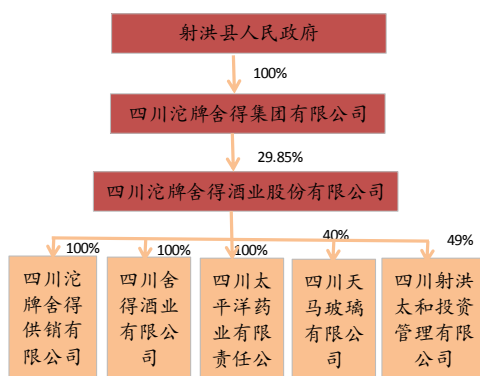
时间	所获奖项
1980	四川省名酒
1981/1987	四川省优质产品
1988	国家名酒称号及金质奖
2003	全国食品工业优秀企业
2005	中国白酒工业百强企业
2006	沱牌成为第一批“中华老字号”之一
2008	成为中国质量鼎和中国用户满意鼎的唯一一家“双鼎”企业
2009	最具创新的名酒品牌、食品工业科技进步奖、食品龙头企业
2011	中国最具价值品牌500强、第四届管理学院综合奖
2013	陶醉酒入选“中国名酒典型酒”榜单
2015	首批中国绿色新标杆品牌企业

来源：公司网站、中泰证券研究所

国企管理机制效率低下，行业调整期策略失误身陷困境

- 射洪县人民政府是公司最大的股东。四川沱牌舍得酒业位于“观音故里，诗酒之乡”四川省遂宁市射洪县沱牌镇，地处北纬 30.9°——世界最佳酿酒核心地带，是“中国名酒”企业和川酒“六朵金花”之一，拥有“沱牌”、“舍得”两块“中国驰名商标”。四川沱牌舍得集团有限公司是最大的股东，持股比例近 30%，集团的背后实际控制人是射洪县人民政府。

图表 6: 公司的股权结构



来源: wind、中泰证券研究所

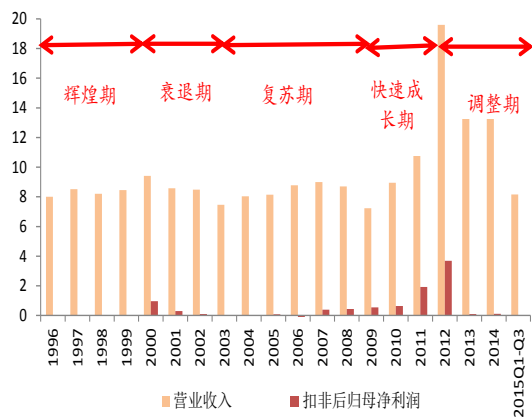
图表 7: 公司前十大股东

股东名称	持股数量(股)	占总股本比例(%)
四川沱牌舍得集团有限公司	100695768	29.85
四川省射洪广厦房地产开发公司	11777751	3.49
新华人寿保险股份有限公司-分红-团体分红	11148144	3.31
全国社保基金四零一组合	9000083	2.67
中国建设银行-银华富裕主题股票型证券投资基金	4138446	1.23
四川省射洪顺发贸易公司	4018291	1.19
李建汐	2200856	0.65
焦朝刚	2190201	0.65
白谊彬	2059217	0.61
代玉	1750084	0.52
合计	148978841	44.17

来源: wind、中泰证券研究所

- 沱牌曲酒历史上一度辉煌，曾是中国产销量最大的白酒企业。2000 年沱牌曲酒白酒产量位列全国第 1，高达 14.6 万吨，销量 14.3 万吨。销售收入高达 9.4 亿元，销售收入规模在白酒上市公司中排名前 5，实现净利润 1.06 亿元，一度十分辉煌。“悠悠岁月酒，滴滴沱牌情”的广告词至今仍有消费者耳熟能详。
- 2001-2010 年，固化的国有体制制约着公司的发展。2000 年之后，行业税收政策调整冲击低档酒，公司产品战略失误、管理层激励机制不够完善，沱牌舍得一度想推动改制却多番受阻。正是因为这样的体制，才导致公司经营活力不足，酒业发展停滞不前（在此期间行业复合增速高达 20%），一直在 8 亿左右的规模水平徘徊。2011 年 1-9 月报表销售收入 8 亿，在白酒上市公司中仅高于酒鬼酒和 st 皇台。
- 2012 年开始，重高轻低战略性失误致使公司深陷困境。2011-2012 年公司实行营销转型，双品牌运作拉动了公司业绩较快的增长。在此期间中公司更多的是依赖于中高端舍得系列，中低端市场逐步被其他品牌蚕食 2012 年八项规定出台，高端酒销售大幅萎缩，茅台、五粮液等高端白酒品牌纷纷推出中低端产品，此时沱牌舍得却逆势推出吞之乎、天子呼等单瓶售价上千元产品。自此公司业绩遭遇断崖式下滑，净利率不到 1%。

图表 8: 2012 年后公司业绩大幅下滑



来源: 中泰证券研究所

图表 9: 近 20 年公司发展的五个阶段

五个阶段	主要特点
辉煌期 (1996-2000)	公司上市融资改善生产条件, 2000 年白酒产量达到 14.6 万吨, 全国第一。
衰退期 (2000-2003)	白酒税收政策连续调整, 公司收入和净利持续下滑。
复苏期 (2003-2009)	产品结构调整, 经营环境改善。
生长期 (2009-2012)	2010 年开始营销转型, 实行双品牌战略, 市场占有率大幅提升。
调整期 (2012-至今)	受行业调整的影响, 公司收入出现较大的调整。

来源: 中泰证券研究所

“后沱牌时代”——天洋入主造就白酒行业改革最彻底企业

天洋控股综合实力雄厚，入主沱牌提升品牌竞争力

- 收购方天洋控股是主营四大产业的控股集团，资本实力雄厚。**2015年11月，天洋控股与沱牌舍得集团正式达成70%股权收购协议。天洋控股集团有限公司成立于2006年，现已发展为拥有文化产业、科技产业、产业地产、互联网金融四大主营业务的大型控股集团，旗下控股两家上市公司：天洋国际控股(00593.HK)、China Minerals Mining Corporation (TSX.V:CMV)。2015年H1，天洋控股拥有总资产87.5亿元，净资产26.0亿元，实现收入28.4亿元，净利润8.5亿元。根据官网项目统计数据来看，天洋涉及的项目投资额达百亿元，管理层社会资源丰富，其具备的雄厚综合实力是超过外界认识的。

图表 10：天洋控股集团四大主营业务一览

主营产业	发展成果
文化产业	公司经过12年的研究和实践，创立了中国自有文化娱乐品牌“梦东方”，业务涉及主题公园、影视动画、舞台秀、游戏四大领域。
科技产业	公司利用多年积累的资产、项目、资本、资源等方面的优势，以遍布全国乃至全球热点创新区域的孵化器与科技产业园为依托，构筑贯穿创业企业全生命周期的服务平台，为创业者及创新企业提供全方位创业服务。
地产产业	公司致力于文化、科技、商贸物流等产业地产的发展，以“大北京地区”作为战略重点进行产业布局，全面参与新型城镇建设。
互联网金融	公司重点打造面向房地产行业的投融资平台，积极与各类机构合作，开展资产证券化、供应链金融、众筹等系列创新业务，并设立地产基金开展资产管理业务，为地产企业、上下游公司及个人消费者提供全方位的金融服务。

来源：公司公告、中泰证券研究所

- 天洋全球化布局，全国多个大型项目同时运行。**天洋控股集团在美国硅谷、以色列、澳大利亚悉尼以及香港等地布局业务；近几年国内项目更是突飞猛进，已在华北、华东、华中、华南四方进行布局。公司的文化旅游和科技地产大多项目集中于2012-2015年实施，而且合作的对象主要是地方政府。根据目前公告显示的进展情况，我们预计本次天洋控股与沱牌集团股权转让协议过会时间最早是在今年二季度。

图表 11：天洋的战略部署（全球）

图表 12：天洋的战略部署（中国）

全球孵化网络



来源：公司官网、中泰证券研究所



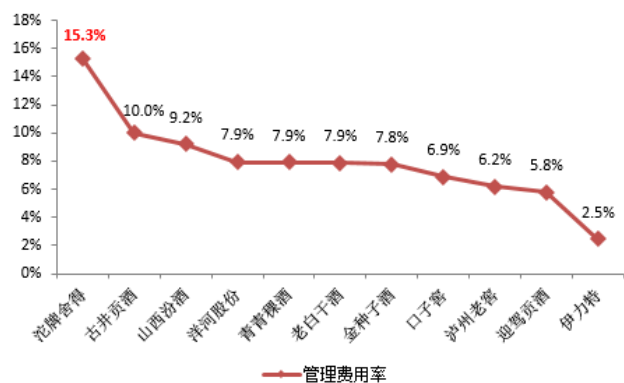
来源：公司官网、中泰证券研究所

- **天洋入主沱牌，充分发挥文化产业协调效应，有助于提升公司品牌竞争力。**文化产业是天洋控股的核心业务之一，业务涉及主题公园、影视动画等领域，鉴于白酒在中国文化中的特殊地位，我们认为两者结合可以充分发挥文化产业间的协同效应。天洋控股的文化产业渠道体系有助于沱牌舍得的品牌培育与宣传，而沱牌舍得亦可成为天洋控股推广中国文化的优良载体，促进自身文化产业发展。

国企走向民企盘活管理机制，低效渠道力有望得到彻底改善

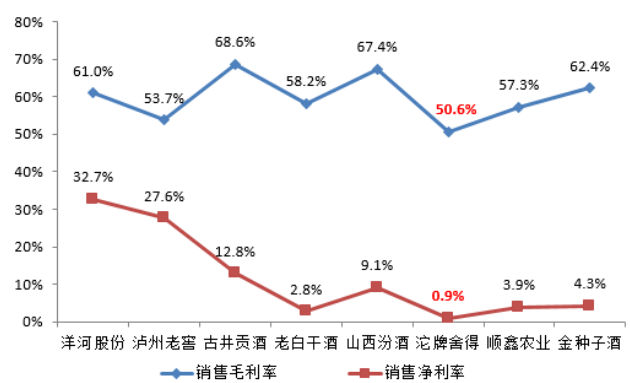
- **天洋入主使得公司彻底民企化，管理机制灵活性将大幅提升。**天洋控股集团耗资 38.22 亿元接手沱牌舍得集团 70% 股权，使得股份公司成为白酒行业上市公司中改革最彻底的一家，改革力度高于洋河。目前公司管理费用率高达 15.3%，远高于其他上市酒企，净利率不到 1%，处于行业最低水平。面对公司内部低效的管理机制，我们认为天洋正式入主后将会梳理管理结构，优化管理机制，并逐步推出高管股权激励、员工持股计划等市场化改革方案，激发管理层斗志，大幅提升团队的战斗力。基于管理机制大幅改善的考虑，我们认为未来公司管理费用率可逐步下降至行业正常水平 8% 左右，净利率具备较大提升空间。

图表 13：公司管理费用率远高于其他上市酒企



来源：wind、中泰证券研究所

图表 14：公司净利率水平在行业最低

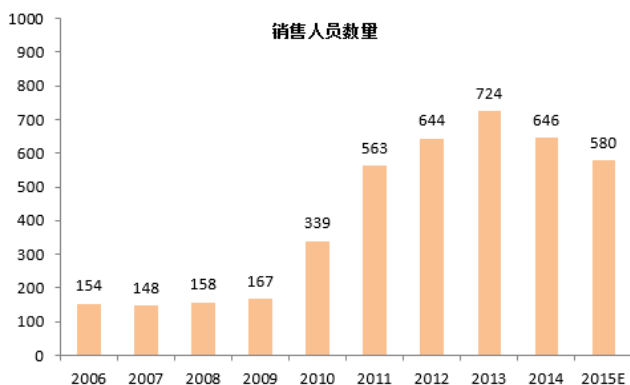


来源：wind、中泰证券研究所

- **渠道营销动力不足劣势有望彻底扭转。**囿于公司体制限制，沱牌舍得的

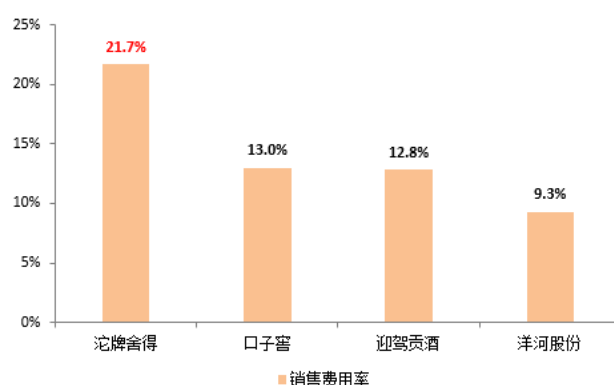
渠道动力极为不足，表现为销售人员及优质经销商缺乏经营积极性。特别是在行业调整期，销售人员和经销商更是持续流失。与一般上市酒企打造的数千个业务员和经销商团队相比，目前公司营销团队势力单薄，销售员只有 580 人左右，核心经销商仅 100 余家。目前公司销售费用率高达 21.7%，远高于行业内改制后的酒企水平。12 月初，公司投资 3600 万元成立四川沱牌贸易有限公司，主要用于酒类经营销售，开始初步改善渠道体系。我们认为天洋正式入主后，将会对营销团队进行破斧改革，构建具备较强竞争优势的销售团队和体系，未来公司销售费用率预计可缩减至 13% 左右，净利率具备较大提升空间。

图表 15：近三年销售人员数量下滑至 580 人



来源：公司公告、中泰证券研究所

图表 16：公司销售费用率远高于改制后的民企

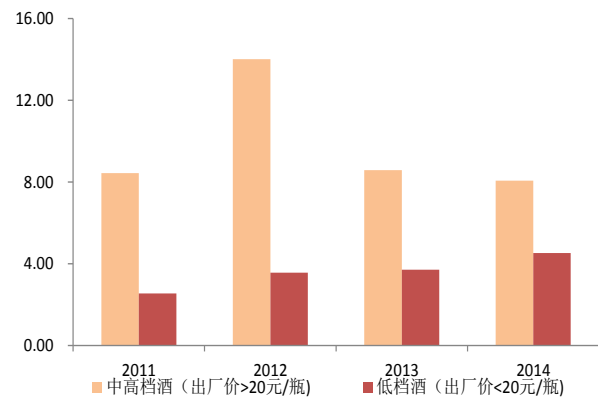


来源：wind、中泰证券研究所

产品结构升级+市场份额提升，未来业绩增长具备高弹性

- 公司产品平均售价仅为 3 万元/吨，在上市公司中仅高于顺鑫农业。公司酒业在 2014 年收入近 13 亿元，其中沱牌和舍得酒收入各占近 50%。沱牌当中，销售较好的主要是沱牌曲酒，价格(终端)主要集中于 100-200 之间；舍得酒当中，销售较好的是舍得酒坊和沱牌大曲系列，终端价格分别集中于 250-300、8-40 元之间。因公司的低档酒销售的体量较大，公司产品吨酒价格只有 3.1 万元(远低于同行水平)，拉低了公司产品的毛利率和吨酒价格。

图表 17：中高档酒收入占比过半：亿元



来源：wind、中泰证券研究所

图表 18：2014 年公司吨酒价格处于行业低位

公司	销量(万吨)	收入(亿元)	吨酒价格(万元)
老白干酒	3.02	18.29	6.06
古井贡酒	6.67	45.25	6.79
山西汾酒	3.87	39.16	10.13
顺鑫农业	26.50	41.2	1.55
沱牌舍得	4.10	12.58	3.07

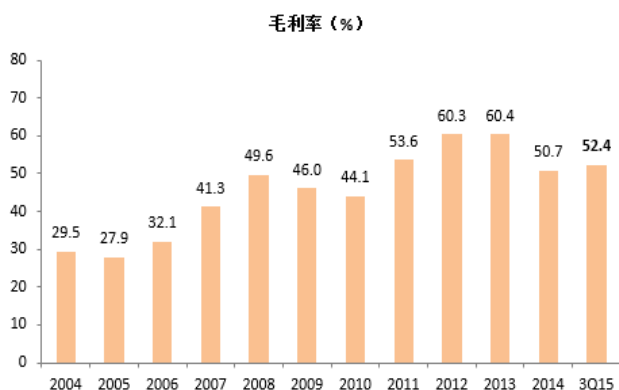
来源：wind、中泰证券研究所

图表 19：公司产品结构明细

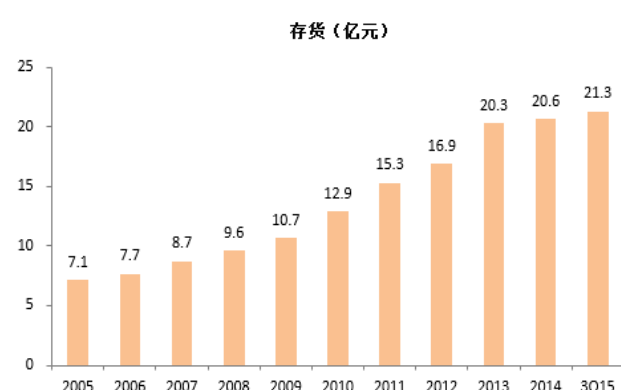
价位档次	产品名称	价格（元/瓶）	价位档次	产品名称	价格（元/瓶）
酱香型（高端酒）	吞之乎	2180	沱牌系列（浓香型中低档酒）	百年沱牌蓝尊	280
	天子呼			沱牌头曲三年窖	38
舍得系列（浓香型高端酒）	300年、600年、900年窖龄舍	1860、2580、3768		沱牌头曲六年窖	49
	舍得酒坊6年、9年价格	268、418		沱牌头曲八年窖	59
	52度经典舍得酒	320		3年、6年、9年窖藏沱牌	71、98、148
	舍得礼品酒	1028		45度沱牌大曲	108
	品味舍得酒	288		52度淡雅沱牌大曲酒	9.7
陶醉系列（浓香型中高档）	陶醉六年	226		52度 500ml 淡雅沱牌大曲10年	26.3
	陶醉九年	285		52度 500ml 淡雅沱牌大曲20年	43
	陶醉十二年红瓷	568		沱牌特曲系列	柔和20沱牌特曲
	陶醉十二年青瓷	588	沱牌特曲30年、60年、90年窖龄		550/880/1280
沱牌曲酒系列（浓香型中高档酒）	天曲30年	888			
	天曲20年	788			
	天曲15年	488			
	天曲10年	130			

来源：公司官网、中泰证券研究所

- 天洋入主可推动公司产品结构升级。**天洋集团对中国文化产业颇有积累，白酒行业亦是一个极具文化承载的行业，两者结合具备良好的协同效应。2015年Q3公司存货基酒达21.3亿元，远高于收入，并且基酒存货以高端基酒为主。我们认为，公司一方面可以借助于天洋的文化宣传经验来提升产品形象，另一方面可利用高品质基酒提升产品价格带。目前公司毛利率为52.4%，在名优酒品牌背书和高端基酒驱动下，未来公司毛利率有望回升至60%左右。

图表 20：公司毛利率有待提升


来源：wind、中泰证券研究所

图表 21：公司基酒存货高达 21 亿元，远超收入


来源：wind、中泰证券研究所

- 天洋入主有助于扩张公司市场份额，未来 2-3 年公司业绩增长具备高弹性。**公司产品属于全国化销售，在四川省收入约占 20%，河北、山东、河南、浙江省份销售情况较好。参照低端酒牛栏山借助于高性价比优势在近两年实现 20% 以上的增长，且 2015 年收入高达 50 亿元。沱牌舍得拥有品牌背书、产品质量优、且成本优势显著，天洋入主释放经营活力，加上公司全国化运作经验，市场份额有待大幅提升，我们认为未来

2-3 公司业绩增长具备高弹性。

图表 22：公司优势销售区域分布



来源：中泰证券研究所

市值 60 亿元以下安全边际高，百亿元值得期待

短期：市值 60 亿以下具备高安全边际

- 根据天洋控股协议对价和公司净资产两个估算方法来看，我们认为公司 60 亿元市值具备高安全边际。
- 按照天洋入主对价推算公司市值保守估计为 63 亿元。根据天洋控股集团支取得沱牌舍得集团 38.78% 股权支付对价 10.38 亿元，可推算出对应的集团价值为 26.77 亿元。保守估计股份公司资产占集团资产的 70%，根据集团持有股份公司 29.85% 的股权，对应股份公司市值为 63 亿元。
- 按照公司净资产来计算，其中基酒存货价值在 100 亿元左右。目前公司净资产为 22.43 亿元，其中存货一项为 21.3 亿元，以高端基酒为主，约 11 万吨。根据酒企酿造工艺，我们保守估计一吨基酒可配制出三吨成品酒，按照公司产品均价 3 万元/吨（不考虑基酒升值因素）的价格来计算，存货价值 99 亿元。另一种衡量方法是按照市场价 10 万元/吨直接销售基酒（大曲一吨成本 26000），11 万吨的基酒可价值 110 亿元。因此，公司基酒存货价值在 100 亿元左右。

中长期：天洋入主存资产注入预期，未来 2-3 年市值有望达到 100 亿元

- 天洋业务多元化，后期不排除资产注入可能。根据西南联合产权交易所显示：天洋集团与射洪县政府协议承诺 2018 年集团收入 50 亿，税收 10 亿元；2020 年集团收入 80 亿元。我们认为未来 2 年内天洋会聚焦白酒主业，做大做强沱牌舍得品牌以兑现承诺。若天洋依靠白酒主业无法完成协议目标，基于天洋控股集团多元化业务和文化产业的实力，我们

认为天洋不排除存在向公司注入资产的可能,借助天洋集团的文化渠道,构建白酒文化营销新模式,未来2-3若能完成业绩承诺市值有望达到100亿元。

图表 23: 天洋入主公司后可能存在的经营路径

三大可能路径	运作方式	未来的增长点
不注入资产	专心酿酒, 2018年实现30亿的销售额, 2020年实现48亿销售额。	量价齐升, 利润有望做到4亿元以上。
注入文化资产	借助文化渠道, 营造白酒文化营销模式。	渠道力、品牌力均有较大的提升空间。
战略部署的重要一环	沱牌拥有5.6平方公里的面积, 地处于重庆、成都中间, 作为全国化布局的天洋而言, 西南布局目前还欠缺。	公司有望借助于天洋的全国化渠道实现全国的重新布局。

来源: 西南联合产权交易所、公司公告、中泰证券研究所

投资建议: 目标价 24.45 元, 首次覆盖给予“买入”评级

关键假设

- 我们预计天洋控股集团最早于 2016 年 2 季度正式入主公司, 后续将聚焦白酒主业, 推行市场化机制。公司中高端白酒收入在 2016、2017 年有望实现 28.13%、35.37% 的增长; 低端白酒分别实现 26.09%、24.14% 的增长。假设天洋入主顺利提升公司产品结构, 使得产品综合毛利率在 2016、2017 年有望实现 52.72%、55.73%;

盈利预测与投资建议

- 目标价 24.45 元, 首次覆盖给予“买入”评级。综上, 我们预计天洋正式入主沱牌舍得最快时间是今年二季度, 入主后公司净利润有望大幅提升。我们预计公司 2015-2017 年公司的营业收入为 12.50、15.80、20.60 亿元, YOY 分别为-13.49%、26.40%、30.38%; 净利润 0.08、0.51、1.45 亿元, YOY 分别为-39.64%、532.20%、183.00%。对照可比公司平均 PS, 给予公司 2017 年 4 倍 PS, 对应 2017 年市值为 82.4 亿元, 对应目标价 24.45 元, 首次覆盖给予“买入”评级。

图表 24: 可比公司估值表

可比公司	最新市值(亿元) (截至1月18日)	收入(亿元)			PS			
		2015E	2016E	2017E	2015E	2016E	2017E	
002304.SZ 洋河股份	902	162.7	185.0	210.3	5.54	4.88	4.29	
000568.SZ 泸州老窖	315	66.0	77.0	88.1	4.77	4.09	3.58	
603369.SH 今世缘	137	24.9	26.9	29.6	5.50	5.09	4.63	
002646.SZ 青青稞酒	78	14.6	17.0	17.1	5.31	4.56	4.53	
可比公司平均估值							4.26	

来源: wind、中泰证券研究所

风险提示

- **天洋入主沱牌进度（证监会审批）低于预期。**天洋控股集团接手沱牌舍得集团 70% 股权事宜已通过县政府批准，目前还在等待国务院和证监会的审批，但审批进程可能会出现过于缓慢现象。
- **三公消费限制力度持续加大。**尽管公务消费占比逐年走低，但是政治改革依旧进行，不排除部分区域或者单位出现“禁酒令”的可能。从体制内开始肃清酒风，进而影响商务消费和民间消费。
- **食品安全事件风险。**类似于三聚氰胺这样的食品安全事件对于行业来讲是毁灭性的打击，白酒塑化剂事件阶段性的影响行业的发展。对于食品饮料来说，安全事件存在一定风险。

图表 25：公司销售分项预测（百万元）

高端酒	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
销售收入（百万元）	1401.4	857.7	806.0	640	820	1110
收入yoy		-38.79%	-6.02%	-20.60%	28.13%	35.37%
销售成本（百万元）	378.2	247.3	310.6	235	295	380
成本yoy		-34.60%	25.58%	-24.34%	25.53%	28.81%
毛利率（%）	73.01%	71.16%	61.46%	63%	64%	66%
毛利（百万元）	1401.4	858.1	805.8	405.0	525.0	730.0
低端酒	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
销售收入（百万元）	356.36	369.70	451.66	460	580	720
收入yoy		3.74%	22.17%	1.85%	26.09%	24.14%
销售成本（百万元）	253.56	201.91	301.57	290	360	420
成本yoy		-20.37%	49.36%	-3.84%	24.14%	16.67%
毛利率（%）	28.85%	45.39%	33.23%	37.0%	37.9%	41.7%
毛利（百万元）	356.4	369.9	451.2	170.0	220.0	300.0
药业	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
销售收入（百万元）	134.81	149.04	151.30	150	180	230
成本（百万元）	83.37	85.54	77.01	77	92	112
毛利（百万元）		2.60%	-9.97%	-0.01%	19.48%	21.74%
毛利率（%）	38.16%	42.60%	49.11%	48.7%	48.9%	51.3%
毛利（百万元）	51.44	63.50	74.30	73.0	88.0	118.0
总计	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
销售收入（百万元）	1,892.52	1,376.45	1,409.00	1250	1580	2060
收入yoy		-27.27%	2.36%	-11.28%	26.40%	30.38%
总成本	715.12	534.79	689.20	602	747	912
成本yoy		-25.22%	28.87%	-12.65%	24.09%	22.09%
总毛利	1,177.40	841.66	719.80	648	833	1148
毛利率（%）	62.21%	61.15%	51.09%	51.84%	52.72%	55.73%

来源: 中泰证券研究所

图表 26：公司三张财务预测表（百万元）

损益表（人民币百万元）						
	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业总收入	1,959	1,419	1,445	1,250	1,580	2,060
增长率	54.38%	-27.6%	1.9%	-13.5%	26.4%	30.4%
营业成本	-777	-562	-713	-602	-747	-912
%销售收入	39.7%	39.6%	49.3%	48.2%	47.3%	44.3%
毛利	1,182	857	732	648	833	1,148
%销售收入	60.3%	60.4%	50.7%	51.8%	52.7%	55.7%
营业税金及附加	-187	-161	-165	-138	-175	-231
%销售收入	9.5%	11.3%	11.4%	11.0%	11.1%	11.2%
营业费用	-283	-444	-352	-271	-316	-371
%销售收入	14.5%	31.3%	24.4%	21.7%	20.0%	18.0%
管理费用	-187	-193	-168	-191	-205	-227
%销售收入	9.6%	13.6%	11.6%	15.3%	13.0%	11.0%
息税前利润 (EBIT)	525	60	47	48	137	319
%销售收入	26.8%	4.2%	3.3%	3.8%	8.7%	15.5%
财务费用	-36	-19	-33	-45	-40	-16
%销售收入	1.8%	1.4%	2.3%	3.6%	2.5%	0.8%
资产减值损失	-13	3	-2	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	20	5	19	14	14	15
%税前利润	4.0%	9.6%	54.7%	73.4%	12.7%	4.7%
营业利润	496	48	32	18	111	319
营业利润率	25.3%	3.4%	2.2%	1.4%	7.0%	15.5%
营业外收支	1	1	3	2	2	2
税前利润	497	49	35	20	114	321
利润率	25.4%	3.5%	2.4%	1.6%	7.2%	15.6%
所得税	-127	-38	-22	-12	-62	-177
所得税率	25.6%	76.2%	61.8%	59.0%	55.0%	55.0%
净利润	370	12	13	8	51	145
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	370	12	13	8	51	145
净利率	18.9%	0.8%	0.9%	0.6%	3.2%	7.0%

资产负债表（人民币百万元）						
	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
货币资金	224	145	286	150	174	206
应收款项	387	82	158	134	158	212
存货	1,685	2,027	2,061	2,200	2,189	2,000
其他流动资产	6	4	1	3	3	4
流动资产	2,301	2,258	2,507	2,487	2,524	2,422
%总资产	66.5%	66.3%	68.1%	68.9%	70.2%	70.3%
长期投资	265	271	290	290	290	290
固定资产	692	681	693	651	610	574
%总资产	20.0%	20.0%	18.8%	18.0%	17.0%	16.7%
无形资产	189	184	176	168	158	148
非流动资产	1,162	1,149	1,172	1,122	1,071	1,025
%总资产	33.5%	33.7%	31.9%	31.1%	29.8%	29.7%
资产总计	3,463	3,408	3,679	3,609	3,595	3,447
短期借款	200	390	571	746	531	78
应付款项	491	684	593	521	662	804
其他流动负债	434	92	266	85	95	113
流动负债	1,125	1,167	1,430	1,352	1,287	995
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	0	3	3	3	3	3
负债	1,125	1,169	1,433	1,356	1,290	998
普通股股东权益	2,338	2,239	2,245	2,254	2,305	2,449
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	3,463	3,408	3,679	3,609	3,595	3,447

比率分析						
	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
每股指标						
每股收益(元)	1.097	0.035	0.040	0.024	0.151	0.429
每股净资产(元)	6.933	6.637	6.657	6.681	6.833	7.261
每股经营现金流(元)	1.189	0.309	-0.439	-0.227	0.794	1.456
每股股利(元)	0.000	0.000	0.020	0.000	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	15.82%	0.53%	0.60%	0.36%	2.22%	5.90%
总资产收益率	10.68%	0.35%	0.36%	0.22%	1.42%	4.19%
投入资本收益率	19.06%	0.64%	0.81%	0.77%	2.59%	7.08%
增长率						
营业总收入增长率	54.38%	-27.60%	1.86%	-13.49%	26.40%	30.38%
EBIT增长率	81.16%	-88.64%	-20.78%	1.61%	184.90%	133.58%
净利润增长率	89.47%	-96.82%	13.72%	-39.64%	532.20%	183.00%
总资产增长率	6.03%	-1.60%	7.95%	-1.90%	-0.39%	-4.11%
资产管理能力						
应收账款周转天数	6.8	11.0	9.2	9.4	9.6	9.5
存货周转天数	753.5	1,206.1	1,046.5	0.0	0.0	0.0
应付账款周转天数	95.0	172.6	153.9	150.3	155.2	153.4
固定资产周转天数	121.8	166.0	153.6	162.6	111.4	72.4
偿债能力						
净负债/股东权益	7.92%	10.94%	21.66%	26.46%	15.49%	-5.22%
EBIT利息保障倍数	14.7	3.1	1.4	1.1	3.4	20.4
资产负债率	32.48%	34.31%	38.96%	37.56%	35.89%	28.95%

来源：中泰证券研究所

投资评级说明

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%-15%

持有：预期未来 6—12 个月内波动幅度在-5%~+5%

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上

重要声明：

本报告仅供中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。