

## 沱牌舍得 (600702. SH)

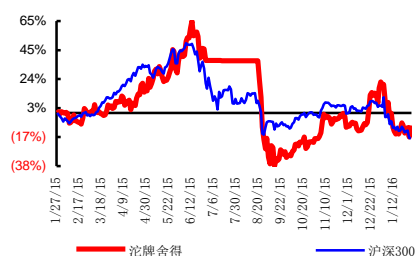
业绩符合预期，深蹲为了更好的起跳，重申“买入”

评级：**买入** 前次：**买入**  
 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27日

### 基本状况

总股本(百万股)	337
流通股本(百万股)	337
市价(元)	17.34
市值(百万元)	5,849
流通市值(百万元)	5,849

### 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	1,156.1	1,580.00	2,060.0
营业收入增速	-27.60%	1.86%	-19.99%	36.66%	30.38%
净利润增长率	-96.8%	13.7%	-49.7%	649.5%	185.3%
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	1,146.4	106.91	37.47
PEG	—	34.21	—	0.16	0.20
每股净资产(元)	6.64	6.66	6.66	6.76	7.03
每股现金流量	0.31	-0.44	-0.33	0.90	1.46
净资产收益率	0.53%	0.60%	0.30%	2.21%	6.07%
市净率	2.27	2.80	3.44	2.37	2.27
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

- 2016年1月27日公司发布业绩预增公告，公告称：经初步核算，2015年度公司全年实现营业总收入115613万元，比上年同期减少19.99%；归属于上市公司股东的净利润673.52万元，比上年同期减少49.70%。
- 点评：2015年公司的营收与净利润与我们的预估值保持一致，公司净利润下滑一方面是销售收入同比下降，另一方面是所得税费用同比增加，目前公司净利润率不足1%，可改善空间大。天洋控股集团的入主为沱牌的重生唤起了新机，公司也将有望成为白酒行业上市公司中改革最为彻底的一家。重点参照我们1月18日出的深度报告《改革最彻底，深蹲欲起跳》。
- 我们认为，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，低效渠道营销力有望彻底改善，白酒主业将大幅回升，公司业绩在未来2-3年具备高弹性，且天洋亦存在资产注入可能，公司百亿市值可期。
- 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。

- **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，净利率具备较大提升空间。
- **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 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，维持“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 11.56、15.80、20.60 亿元，YOY 分别为-19.99%、36.66%、30.38%；净利润 0.07、0.51、1.44 亿元，YOY 分别为-49.70%、649.51%、185.34%。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，维持“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。**

**图表 1: 沱牌舍得销售分项预测表 (单位: 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	600	820	1110
收入yoy		-38.79%	-6.02%	-25.56%	36.67%	35.37%
销售成本 (百万元)	378.2	247.3	310.6	210	295	380
成本yoy		-34.60%	25.58%	-32.39%	40.48%	28.81%
毛利率 (%)	73.01%	71.16%	61.46%	65%	64%	66%
毛利 (百万元)	1401.4	858.1	805.8	390.0	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	421	580	720
收入yoy		3.74%	22.17%	-6.79%	37.77%	24.14%
销售成本 (百万元)	253.56	201.91	301.57	270	360	420
成本yoy		-20.37%	49.36%	-10.47%	33.33%	16.67%
毛利率 (%)	28.85%	45.39%	33.23%	35.9%	37.9%	41.7%
毛利 (百万元)	356.4	369.9	451.2	151.0	220.0	300.0
药业及其他	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
销售收入 (百万元)	201.75	191.18	187.28	135	180	230
		-5.24%	-2.04%	-27.84%	33.20%	27.78%
成本 (百万元)	145.65	112.39	100.78	77	92	112
		-22.84%	-10.33%	-23.60%	19.48%	21.74%
毛利率 (%)	27.81%	41.21%	46.19%	43.0%	48.9%	51.3%
毛利 (百万元)	56.10	78.79	86.50	58.1	88.0	118.0
总计	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
销售收入 (百万元)	1,959.46	1,418.59	1,444.98	1,156.14	1,580.00	2,060.00
收入yoy		-27.60%	1.86%	-19.99%	36.66%	30.38%
总成本	777.40	561.64	712.97	557	747	912
成本yoy		-27.75%	26.94%	-21.88%	34.11%	22.09%
总毛利	1,182.06	856.95	732.01	599	833	1148
毛利率 (%)	60.33%	60.41%	50.66%	51.82%	52.72%	55.73%

来源: 中泰证券研究所

**图表 2：沱牌舍得三张报表（单位：百万元）**

损益表（人民币百万元）							资产负债表（人民币百万元）						
	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E		2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业总收入	1,959	1,419	1,445	1,156	1,580	2,060	货币资金	224	145	286	139	174	206
增长率	54.38%	-27.6%	1.9%	-20.0%	36.7%	30.4%	应收账款	387	82	158	124	158	212
营业成本	-777	-562	-713	-557	-747	-912	存货	1,685	2,027	2,061	2,200	2,189	2,000
% 销售收入	39.7%	39.6%	49.3%	48.2%	47.3%	44.3%	其他流动资产	6	4	1	3	3	4
毛利	1,182	857	732	599	833	1,148	流动资产	2,301	2,258	2,507	2,466	2,524	2,422
% 销售收入	60.3%	60.4%	50.7%	51.8%	52.7%	55.7%	% 总资产	66.5%	66.3%	68.1%	68.7%	70.2%	70.3%
营业税金及附加	-187	-161	-165	-127	-175	-231	长期投资	265	271	290	290	290	290
% 销售收入	9.5%	11.3%	11.4%	11.0%	11.1%	11.2%	固定投资	692	681	693	651	610	574
营业费用	-283	-444	-352	-251	-316	-371	% 总资产	20.0%	20.0%	18.8%	18.1%	17.0%	16.7%
% 销售收入	14.5%	31.3%	24.4%	21.7%	20.0%	18.0%	无形资产	189	184	176	168	158	148
管理费用	-187	-193	-168	-175	-205	-227	非流动资产	1,162	1,149	1,172	1,122	1,071	1,025
% 销售收入	9.6%	13.6%	11.6%	15.2%	13.0%	11.0%	% 总资产	33.5%	33.7%	31.9%	31.3%	29.8%	29.7%
息税前利润 (EBIT)	525	60	47	46	137	319	资产总计	3,463	3,408	3,679	3,588	3,595	3,447
% 销售收入	26.8%	4.2%	3.3%	3.9%	8.7%	15.5%	短期借款	200	390	571	772	540	104
财务费用	-36	-19	-33	-46	-41	-17	应付款项	491	684	593	482	662	804
% 销售收入	1.8%	1.4%	2.3%	4.0%	2.6%	0.8%	其他流动负债	434	92	266	85	112	164
资产减值损失	-13	3	-2	0	0	0	流动负债	1,125	1,167	1,430	1,339	1,313	1,072
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	0	0	0	0	0	0
投资收益	20	5	19	14	14	15	其他长期负债	0	3	3	3	3	3
% 税前利润	4.0%	9.6%	54.7%	88.1%	12.9%	4.8%	负债	1,125	1,169	1,433	1,342	1,316	1,075
营业利润	496	48	32	14	110	318	普通股股东权益	2,338	2,239	2,245	2,245	2,279	2,372
营业利润率	25.3%	3.4%	2.2%	1.2%	7.0%	15.4%	少数股东权益	0	0	0	0	0	0
营业外收支	1	1	3	2	2	2	负债股东权益合计	3,463	3,408	3,679	3,588	3,595	3,447
税前利润	497	49	35	16	112	320	<b>比率分析</b>						
利润率	25.4%	3.5%	2.4%	1.4%	7.1%	15.5%	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E	
所得税	-127	-38	-22	-10	-62	-176	每股指标						
所得税率	25.6%	76.2%	61.8%	59.0%	55.0%	55.0%	每股收益 (元)	1.097	0.035	0.040	0.020	0.150	0.427
净利润	370	12	13	7	50	144	每股净资产 (元)	6.933	6.637	6.657	6.657	6.757	7.034
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	每股经营现金净流 (元)	1.189	0.309	-0.439	-0.333	0.900	1.458
归属于母公司的净利润	370	12	13	7	50	144	每股股利 (元)	0.330	0.020	0.020	0.020	0.050	0.150
净利率	18.9%	0.8%	0.9%	0.6%	3.2%	7.0%	回报率						
<b>现金流量表（人民币百万元）</b>							净资产收益率	15.82%	0.53%	0.60%	0.30%	2.21%	6.07%
净利润	370	12	13	7	50	144	总资产收益率	10.68%	0.35%	0.36%	0.19%	1.40%	4.18%
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	投入资本收益率	19.06%	0.64%	0.81%	0.72%	2.61%	7.26%
非现金支出	76	63	58	54	51	48	增长率						
非经营收益	13	17	13	30	29	5	营业总收入增长率	54.38%	-27.60%	1.86%	-19.99%	36.66%	30.38%
营运资金变动	-58	12	-232	-204	173	294	EBIT 增长率	81.16%	-88.64%	-20.78%	-3.40%	199.66%	133.58%
经营活动现金净流	401	104	-148	-112	304	492	净利润增长率	89.47%	-96.82%	13.72%	-49.70%	649.51%	185.34%
资本开支	68	43	49	2	-2	0	总资产增长率	6.03%	-1.60%	7.95%	-2.48%	0.21%	-4.11%
投资	0	0	0	0	0	0	资产管理能力						
其他	2	4	4	14	14	15	应收账款周转天数	6.8	11.0	9.2	9.4	9.6	9.5
投资活动现金净流	-66	-39	-45	13	16	15	存货周转天数	753.5	1,206.1	1,046.5	0.0	0.0	0.0
股权筹资	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
债权筹资	-300	190	181	0	-232	-435	固定资产周转天数	121.8	166.0	153.6	175.8	111.4	72.4
其他	-95	-334	153	-47	-53	-39	偿债能力						
筹资活动现金净流	-395	-144	334	-47	-285	-475	净负债/股东权益	7.92%	10.94%	21.66%	28.19%	16.05%	-4.29%
现金净流量	-60	-79	141	-147	35	32	EBIT 利息保障倍数	14.7	3.1	1.4	1.0	3.3	19.0
							资产负债率	32.48%	34.31%	38.96%	37.41%	36.60%	31.18%

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