沱牌舍得(600702.SH)

天洋迫不及待，“买入”时不我待

评级：买入 前次：买入

目标价（元）：24.45

分析师 胡彦超 S0740512070001 021-20315176 huyc@r.qlzq.com.cn

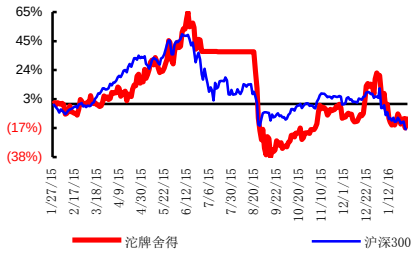
联系人 范劲松 021-20315138 fanjs@r.qlzq.com.cn

2016 年 02 月 22 日

基本状况

总股本(百万股)	337
流通股本(百万股)	337
市价(元)	16.51
市值(百万元)	5,569
流通市值(百万元)	5,569

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　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　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

- **事件：2 月 19、20 日，在沱牌 2016 年年度销售动员大会上，天洋控股的执行董事刘力以营销公司总经理的身份出席会议，天洋集团的人员正式入主沱牌舍得的核心岗位，沱牌改革大幕已经拉开。**

- **天洋管理层开始进驻沱牌舍得，进度快于市场预期，我们此前对沱牌将成为白酒上市公司里国企改革最为彻底的判断正在逐步得到验证。**目前股权转让已经提交省政府审批，顺利的话天洋可在今年二季度正式成为公司的大股东，天洋的执行董事刘总在此时已提前入主沱牌销售公司，进度快于预期，体现出天洋对沱牌混改的迫不及待。**我们再次强调，沱牌舍得正将成为白酒上市公司中民营资本占比最大的一家公司，资本天生的逐利性也必将驱动着公司在人员结构、规章制度、销售目标等方面做大幅的调整，公司也有望在这次重大调整中实现跨越式的发展。**

- **开始重视市场化销售团队打造，销售团队规模有望翻番。**会议上刘力表示，重视销售人才引进，会面向全国吸纳优秀的团队加入，大区将以省为单位变为按照区域（华中、华南、西南等）为单位，人员也在做相应的调整。从团队的建设来讲，公司在招聘销售人员，我们估计到 2016 年底，公司营销人员的规模有望突破 1200 人（目前人数约 600 人）。

- **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：天洋入主后，白酒业务净利润率有望从不足 1%向行业 10-15%的水平回归，且存在一定资产注入预期，未来 2-3 年市值有望达到 100 亿元。

- **投资建议：目标价 24.45 元，重申“买入”评级。**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**

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）

	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业总收入	**1,959**	**1,419**	**1,445**	**1,156**	**1,580**	**2,060**
增长率	*54.38%*	*-27.6%*	*1.9%*	*-20.0%*	*36.7%*	*30.4%*
营业成本	-777	-562	-713	-557	-747	-912
% 销售收入	*39.7%*	*39.6%*	*49.3%*	*48.2%*	*47.3%*	*44.3%*
毛利	1,182	857	732	599	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	-127	-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	-251	-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	-175	-205	-227
% 销售收入	*9.6%*	*13.6%*	*11.6%*	*15.2%*	*13.0%*	*11.0%*
息税前利润（EBIT）	525	60	47	46	137	319
% 销售收入	*26.8%*	*4.2%*	*3.3%*	*3.9%*	*8.7%*	*15.5%*
财务费用	-36	-19	-33	-46	-41	-17
% 销售收入	*1.8%*	*1.4%*	*2.3%*	*4.0%*	*2.6%*	*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%*	*88.1%*	*12.9%*	*4.8%*
营业利润	496	48	32	14	110	318
营业利润率	*25.3%*	*3.4%*	*2.2%*	*1.2%*	*7.0%*	*15.4%*
营业外收支	1	1	3	2	2	2
税前利润	**497**	**49**	**35**	**16**	**112**	**320**
利润率	*25.4%*	*3.5%*	*2.4%*	*1.4%*	*7.1%*	*15.5%*
所得税	-127	-38	-22	-10	-62	-176
所得税率	*25.6%*	*76.2%*	*61.8%*	*59.0%*	*55.0%*	*55.0%*
净利润	370	12	13	7	50	144
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**	**7**	**50**	**144**
净利率	*18.9%*	*0.8%*	*0.9%*	*0.6%*	*3.2%*	*7.0%*

现金流量表（人民币百万元）

	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
净利润	370	12	13	7	50	144
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	76	63	58	54	51	48
非经营收益	13	17	13	30	29	5
营运资金变动	-58	12	-232	-204	173	294
经营活动现金净流	**401**	**104**	**-148**	**-112**	**304**	**492**
资本开支	68	43	49	2	-2	0
投资	0	0	0	0	0	0
其他	2	4	4	14	14	15
投资活动现金净流	**-66**	**-39**	**-45**	**13**	**16**	**15**
股权募资	0	0	0	0	0	0
债权募资	-300	190	181	0	-232	-435
其他	-95	-334	153	-47	-53	-39
筹资活动现金净流	**-395**	**-144**	**334**	**-47**	**-285**	**-475**
现金净流量	**-60**	**-79**	**141**	**-147**	**35**	**32**

资产负债表（人民币百万元）

	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
货币资金	224	145	286	139	174	206
应收款项	387	82	158	124	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	2,466	2,524	2,422
% 总资产	*66.5%*	*66.3%*	*68.1%*	*68.7%*	*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%*	*18.1%*	*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%*	*31.3%*	*29.8%*	*29.7%*
资产总计	**3,463**	**3,408**	**3,679**	**3,588**	**3,595**	**3,447**
短期借款	200	390	571	772	540	104
应付款项	491	684	593	482	662	804
其他流动负债	434	92	266	85	112	164
流动负债	1,125	1,167	1,430	1,339	1,313	1,072
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**	**1,342**	**1,316**	**1,075**
普通股股东权益	2,338	2,239	2,245	2,245	2,279	2,372
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**	**3,588**	**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	0.020	0.150	0.427
每股净资产(元)	6.933	6.637	6.657	6.657	6.757	7.034
每股经营现金净流(元)	1.189	0.309	-0.439	-0.333	0.900	1.458
每股股利(元)	0.330	0.020	0.020	0.020	0.050	0.150
回报率						
净资产收益率	15.82%	0.53%	0.60%	0.30%	2.21%	6.07%
总资产收益率	10.68%	0.35%	0.36%	0.19%	1.40%	4.18%
投入资本收益率	19.06%	0.64%	0.81%	0.72%	2.61%	7.26%
增长率						
营业总收入增长率	54.38%	-27.60%	1.86%	-19.99%	36.66%	30.38%
EBIT增长率	81.16%	-88.64%	-20.78%	-3.40%	199.66%	133.58%
净利润增长率	89.47%	-96.82%	13.72%	-49.70%	649.51%	185.34%
总资产增长率	6.03%	-1.60%	7.95%	-2.48%	0.21%	-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	175.8	111.4	72.4
偿债能力						
净负债/股东权益	7.92%	10.94%	21.66%	28.19%	16.05%	-4.29%
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。