沱牌舍得(600702.SH)

股权转让获批，天洋入主迈出关键一步，重申“买入”

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

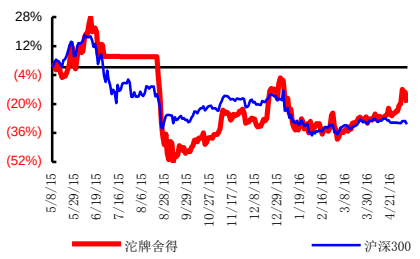
联系人 范劲松 fanjs@r.qlzq.com.cn

2016 年 05 月 08 日

基本状况

总股本(百万股)	337
流通股本(百万股)	337
市价(元)	19.84
市值(百万元)	6,692
流通市值(百万元)	6,692

股价与行业-市场走势对比



业绩预测

指标	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入（百万元）	1,444.9	1,156.1	1,555.0	2,060.00	2,480.0
营业收入增速	1.86%	-19.99%	34.50%	32.48%	20.39%
净利润增长率	13.72%	-46.76%	625.82	178.81%	51.13%
摊薄每股收益（元）	0.04	0.02	0.15	0.43	0.65
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）	469.32	1,083.1	116.31	37.41	24.75
PEG	34.21	—	0.19	0.21	0.48
每股净资产（元）	6.66	6.66	6.79	7.17	7.67
每股现金流量	-0.44	0.36	0.46	1.06	1.85
净资产收益率	0.60%	0.32%	2.26%	5.97%	8.43%
市净率	2.80	3.44	2.63	2.23	2.09
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：2016 年 5 月 8 日公司披露关于收到国务院国资委《关于四川沱牌舍得酒业股份有限公司间接转让有关问题的批复》的公告，确定本次产权转让及增资完成后，沱牌舍得集团不再符合国有股东界定条件，同意取消其证券账户的“SS”标识。**

- **点评：公司关于控股股东国有股权转让及增资扩股事项获得国务院国资委批复的时间符合我们的预期，天洋控股集团入主沱牌舍得完成关键一步。目前公司在营销、管理方面改革力度空前绝后，一季度业绩积极向好，天洋控股集团正式入主将进一步加速公司改革进程，业绩有望大幅回升。天洋志在高远，已经为销售公司设立了 20 亿元的年度销售目标，老实说这一目标非常具有挑战性，但是从天洋年初接手销售公司后大刀阔斧的改革举措和现有成效看，未来两三年将实现 30%甚至更高的收入复合增长速度。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》。**

- **公司大幅调整市场结构以及产品结构，改革方面讲得少、做得多。**我们认为公司对外宣传不多，但是今年二月份以来改革力度较大。主要体现在市场结构以及产品结构上面：（1）以前按照区域来划分销售情况（如东北大区）；现在以大区划分行政智能，再以大区为基础划分销售职能。公司重新划分了销售区域为东北、京津冀、山东、西北、川渝、河南、华东、华南。公司的人员也发生较大的变化，公司的几位副总调至区域担当行政负责人，员工也出现了较多的异地调换，销售团队正在持续扩充中。（2）在产品上，公司采取聚焦的思路，逐步减少产品线，逐步清理贴牌、区域性品牌。集中在品味舍得、水晶舍得、舍得酒坊、天曲、特曲、陶醉等产品上。

- **费用不落地以及报价混乱的问题逐步解决，公司管理日趋规范，员工信心大增。**公司在费用以及价格管控方面日趋规范，不利要素逐个击破。费用方面，公司以前是打包制，给经销商预留了较好的做假账空

间，这样的费用投放无法见到实效；目前采用的是申报制，公司派相关的工作人员监督费用的执行，这样有利于费用的执行落地。价格方面公司以前在网上的报价混乱，有时往上挂的价格明显低于市价，这很大程度上打消了员工的积极性，目前公司按照大单品思路，产品价格带清晰并且严格执行，干扰产品逐个清理，大大提振的经销商以及销售人员的信心。

- **今年实现 20 亿的销售目标有难度，但是实现 30%以上的增长难度不大。**渠道调研来看，公司今年设定的目标是实现 20 亿销售收入，我们认为 20 亿的销售目标有难度，但是实现 30%以上的增长难度不大，主要原因：**（1）2016 年轻装上阵：**2015 年公司发货量较少，主要以消化渠道库存为主，目前渠道库存消化已经基本结束；**（2）效率有望有大幅提升：**公司之前是老国企，办事效率都非常低下，比如举办一个活动，需要重重流程，1-2 个月才能批下来，经常错过了办活动最佳的时间。随着大股东的改变，公司的办事效率有望有大幅提升；（3）**2016 年将会有更多人力去做市场。**公司 80%的产品是以团购为主，做团购有较多的费用支持，不少营销人员不大愿意不跑市场了，现在公司要增量，倒逼销售人员从团购走向终端直营，2016 年公司将会有更多人力去做市场；**（4）费用有望合理掌控，投入效率将更高。**沱牌舍得费用投放一直是高于其他品牌的，但是费用很多直接进了经销商的腰包，并没有起到推广的作用，2016 年将会加大监管以落实费用的投放；**（5）公司可能会出台一些强劲的支持政策。**我们认为，天洋花大代价是想做好公司的产品，公司今年可能会出台一些强劲的支持政策来实现较快的增长。

- **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 2016-2017 年公司的营业收入为 15.55、20.60 亿元，YOY 分别为 34.50%、32.48%；净利润 0.51、1.44 亿元，YOY 分别为 628.82%、178.81%。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 82.40 亿元，对应目标价 24.45 元，维持“买入”评级。

- **风险提示：天洋入主进度（股东大会决议）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	2015	2016E	2017E	2018E
销售收入（百万元）	1,401.35	857.71	806.04	723.75	920.00	1,180.00	1,520.00
收入yoy		-38.79%	-6.02%	-10.21%	27.12%	28.26%	28.81%
销售成本（百万元）	378.19	247.34	310.62	289.25	330.00	380.00	450.00
成本yoy		-34.60%	25.58%	-6.88%	14.09%	15.15%	18.42%
毛利率（%）	73.01%	71.16%	61.46%	60.03%	64.13%	67.80%	70.39%
毛利（百万元）	1,023.16	610.37	495.42	434.50	590.00	800.00	1,070.00
低端酒	**2012**	**2013**	**2014**	**2015**	**2016E**	**2017E**	**2018E**
销售收入（百万元）	356.36	369.70	451.66	237.43	420.00	640.00	690.00
收入yoy		3.74%	22.17%	-47.43%	76.89%	52.38%	7.81%
销售成本（百万元）	253.56	201.91	301.57	181.05	283.00	360.00	440.00
成本yoy		-20.37%	49.36%	-39.96%	56.31%	27.21%	22.22%
毛利率（%）	28.85%	45.39%	33.23%	23.75%	32.62%	43.75%	36.23%
毛利（百万元）	102.80	167.79	150.09	56.38	137.00	280.00	250.00
药业及其他	**2012**	**2013**	**2014**	**2015**	**2016E**	**2017E**	**2018E**
销售收入（百万元）	201.75	191.18	187.28	194.96	215.00	240.00	270.00
		-5.24%	-2.04%	4.10%	10.28%	11.63%	12.50%
成本（百万元）	145.65	112.39	100.78	102.72	108.00	120.00	133.00
		-22.84%	-10.33%	1.92%	5.14%	11.11%	10.83%
毛利率（%）	27.81%	41.21%	46.19%	47.31%	49.77%	50.00%	50.74%
毛利（百万元）	56.10	78.79	86.50	92.24	107.00	120.00	137.00
总计	**2012**	**2013**	**2014**	**2015**	**2016E**	**2017E**	**2018E**
销售收入（百万元）	1,959.46	1,418.59	1,444.98	1,156.14	1,555.00	2,060.00	2,480.00
收入yoy		-27.60%	1.86%	-19.99%	34.50%	32.48%	20.39%
总成本	777.40	561.64	712.97	573.02	721.00	860.00	1,023.00
成本yoy		-27.75%	26.94%	-19.63%	25.82%	19.28%	18.95%
总毛利	1,182.06	856.95	732.01	583.12	834.00	1,200.00	1,457.00
毛利率（%）	60.33%	60.41%	50.66%	50.44%	53.63%	58.25%	58.75%

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）

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业总收入	**1,419**	**1,445**	**1,156**	**1,555**	**2,060**	**2,480**
增长率	-27.60%	1.9%	-20.0%	34.5%	32.5%	20.4%
营业成本	-562	-713	-573	-721	-860	-1,023
% 销售收入	*39.6%*	*49.3%*	*49.6%*	*46.4%*	*41.7%*	*41.3%*
毛利	857	732	583	834	1,200	1,457
% 销售收入	*60.4%*	*50.7%*	*50.4%*	*53.6%*	*58.3%*	*58.8%*
营业税金及附加	-161	-165	-130	-171	-233	-280
% 销售收入	*11.3%*	*11.4%*	*11.2%*	*11.0%*	*11.3%*	*11.3%*
营业费用	-444	-352	-238	-311	-391	-446
% 销售收入	*31.3%*	*24.4%*	*20.6%*	*20.0%*	*19.0%*	*18.0%*
管理费用	-193	-168	-167	-202	-258	-273
% 销售收入	*13.6%*	*11.6%*	*14.5%*	*13.0%*	*12.5%*	*11.0%*
息税前利润（EBIT）	60	47	48	150	318	458
% 销售收入	*4.2%*	*3.3%*	*4.1%*	*9.6%*	*15.4%*	*18.5%*
财务费用	-19	-33	-35	-42	-17	7
% 销售收入	*1.4%*	*2.3%*	*3.1%*	*2.7%*	*0.8%*	*-0.3%*
资产减值损失	3	-2	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	5	19	15	15	16	15
% 税前利润	*9.6%*	*54.7%*	*45.6%*	*11.6%*	*4.8%*	*3.1%*
营业利润	48	32	27	122	316	480
营业利润率	*3.4%*	*2.2%*	*2.3%*	*7.9%*	*15.4%*	*19.4%*
营业外收支	1	3	6	4	4	4
税前利润	**49**	**35**	**33**	**126**	**321**	**484**
利润率	*3.5%*	*2.4%*	*2.8%*	*8.1%*	*15.6%*	*19.5%*
所得税	-38	-22	-26	-74	-176	-266
所得税率	*76.2%*	*61.8%*	*78.2%*	*59.0%*	*55.0%*	*55.0%*
净利润	12	13	7	52	144	218
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	**12**	**13**	**7**	**52**	**144**	**218**
净利率	*0.8%*	*0.9%*	*0.6%*	*3.3%*	*7.0%*	*8.8%*

现金流量表（人民币百万元）

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
净利润	12	13	7	52	144	218
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	63	58	57	53	51	50
非经营收益	17	13	17	25	4	-13
营运资金变动	12	-232	40	23	159	370
经营活动现金净流	**104**	**-148**	**121**	**153**	**358**	**624**
资本开支	43	49	34	-11	-13	-14
投资	0	0	0	0	0	0
其他	4	4	4	15	16	15
投资活动现金净流	**-39**	**-45**	**-30**	**26**	**29**	**30**
股权募资	0	0	0	0	0	0
债权募资	190	181	182	-257	-316	-181
其他	-334	153	-251	-44	-30	-23
筹资活动现金净流	**-144**	**334**	**-68**	**-300**	**-346**	**-204**
现金净流量	**-79**	**141**	**22**	**-121**	**41**	**450**

资产负债表（人民币百万元）

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
货币资金	145	286	308	187	227	677
应收款项	82	158	167	188	263	321
存货	2,027	2,061	2,118	2,200	2,189	2,000
其他流动资产	4	1	2	2	2	3
流动资产	2,258	2,507	2,595	2,577	2,682	3,001
% 总资产	*66.3%*	*68.1%*	*69.0%*	*70.0%*	*71.9%*	*75.3%*
长期投资	271	290	305	305	305	305
固定资产	681	693	681	**630**	**581**	**531**
% 总资产	*20.0%*	*18.8%*	*18.1%*	*17.1%*	*15.6%*	*13.3%*
无形资产	184	176	168	160	149	139
非流动资产	1,149	1,172	1,166	1,106	1,046	987
% 总资产	*33.7%*	*31.9%*	*31.0%*	*30.0%*	*28.1%*	*24.7%*
资产总计	**3,408**	**3,679**	**3,761**	**3,684**	**3,728**	**3,988**
短期借款	390	571	753	496	181	0
应付款项	684	593	708	817	1,041	1,267
其他流动负债	92	266	51	76	85	131
流动负债	1,167	1,430	1,512	1,389	1,307	1,399
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	3	3	3	3	3	3
负债	**1,169**	**1,433**	**1,515**	**1,393**	**1,310**	**1,402**
普通股股东权益	2,239	2,245	2,246	2,291	2,418	2,586
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	**3,408**	**3,679**	**3,761**	**3,684**	**3,728**	**3,988**

比率分析

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
每股指标						
每股收益(元)	0.035	0.040	0.021	0.153	0.428	0.646
每股净资产(元)	6.637	6.657	6.658	6.792	7.169	7.666
每股经营现金净流(元)	0.309	-0.439	0.358	0.455	1.061	1.851
每股股利(元)	0.330	0.020	0.010	0.020	0.050	0.150
回报率						
净资产收益率	0.53%	0.60%	0.32%	2.26%	5.97%	8.43%
总资产收益率	0.35%	0.36%	0.19%	1.40%	3.87%	5.47%
投入资本收益率	0.64%	0.81%	0.43%	2.68%	6.93%	12.85%
增长率						
营业总收入增长率	-27.60%	1.86%	-19.99%	34.50%	32.48%	20.39%
EBIT增长率	-88.64%	-20.78%	0.87%	214.37%	112.43%	43.82%
净利润增长率	-96.82%	13.72%	-46.76%	625.82%	178.81%	51.13%
总资产增长率	-1.60%	7.95%	2.24%	-2.07%	1.21%	6.96%
资产管理能力						
应收账款周转天数	11.0	9.2	11.7	10.8	10.8	10.9
存货周转天数	1,206.1	1,046.5	1,331.0	0.0	0.0	0.0
应付账款周转天数	172.6	153.9	166.5	163.3	162.8	163.6
固定资产周转天数	166.0	153.6	186.6	130.3	86.9	63.2
偿债能力						
净负债/股东权益	10.94%	21.66%	19.82%	13.52%	-1.93%	-26.20%
EBIT利息保障倍数	3.1	1.4	1.3	3.5	18.2	-63.2
资产负债率	34.31%	38.96%	40.29%	37.81%	35.14%	35.16%

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