

2016年06月15日

沱牌舍得 (600702.SH)

行业复苏叠加改制红利, 规模新高可期

■集团层面改制力度大, 上市公司将深入践行改制体现效果。几经波折, 2015年沱牌舍得集团终迎改制。改制方案中, 天洋集团以受让股权和及增资扩股方式持有沱牌舍得集团70%股权(集团持有上市公司29.85%股份), 间接实现沱牌舍得的彻底改制。按照沱牌舍得集团改制招标要求, 天洋集团承诺改善公司治理结构, 做大白酒核心主业。近期公司收到国务院国资委同意批复函, 射洪县人民政府及沱牌舍得集团正在推进工商变更, 改制近尘埃落定。我们认为上市公司将是深入践行改制的核心主体和平台, 在发展战略、激励机制等预计都会有重大突破, 通过释放活力, 借势行业景气抬头, 在新一轮白酒机遇期当中实现跨越发展。

■以优势白酒群体为样本, 行业复苏态势确立, 公司推进营销改革, 渠道调研显示销售增长加速, 收入规模有望回到2012年高点。白酒行业在本轮外力作用下的调整力度较大, 价格和产能泡沫挤出明显, 当前以优势白酒群体为样本, 行业复苏态势确立, 消费升级和集中度提升均有利于品牌白酒企业。草根调研显示, 1季度前后, 公司已开始围绕销售进行较大力度的改革, 举措包括聚焦优势市场、聚焦核心单品, 扩大销售队伍, 加强渠道管控稳定价格体系, 调整激励机制等。通过改革“大锅饭”积弊, 调整薪酬结构绩效考核构成, 销售增长呈加速态势。2016年1季度公司实现收入4.26亿元, 净利润1,218万元, 同比增长达35%(1季报披露主要是本期加大营销改革)和179%, 1-4月预计继续保持这一态势。草根调研还显示, 品味舍得价盘趋稳, 动销良好, 为收入和业绩主要贡献者。公司1季度收入约为2012年高点同期的90%, 2016年收入预计接近历史高点。

■中小规模白酒齐“变”, 资本助力想象空间大。本轮白酒调整以来, 我们关注的中小白酒如酒鬼酒(实际控制人变更, 管理层变更)、水井坊(操盘手变更, 产品战略调整)和沱牌舍得(实际控制人变更)均发生了“质变”, 也在质变同时, 实现恢复性增长, 其中公司基础更好, 改制红利更大, 业绩弹性足。我们认为随着天洋正式入主, 公司在激励机制、资本运作等方面动作将逐步明朗, 市值想象空间打开。

■投资建议: 我们认为公司未来核心看点是体制层面解除束缚带来公司经营潜力释放和经营活力提升, 收入复苏确立后, 利润率修复可期, 预计公司2016-18年EPS为0.45/0.85/1.41元, 首次给予买入-B投资评级, 6个月目标价为30.00元, 对应2017-18年估值分别为35倍和21倍。

■风险提示: 如公司深入推进改制发展力度进度低于预期将影响弹性。

(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
主营收入	1,445.0	1,156.1	1,931.7	2,668.1	3,617.7
净利润	13.4	7.1	151.7	286.3	475.6
每股收益(元)	0.04	0.02	0.45	0.85	1.41
每股净资产(元)	6.66	6.66	7.02	7.61	8.60
盈利和估值	2014	2015	2016E	2017E	2018E
市盈率(倍)	500.3	939.8	44.1	23.4	14.1
市净率(倍)	3.0	3.0	2.8	2.6	2.3
净利润率	0.9%	0.6%	7.9%	10.7%	13.1%
净资产收益率	0.6%	0.3%	6.4%	11.2%	16.4%
股息收益率	0.1%	0.0%	0.5%	1.3%	2.1%
ROIC	1.0%	0.6%	7.6%	8.5%	17.7%

数据来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

公司深度分析

证券研究报告

白酒

投资评级 买入-B
首次评级

6个月目标价: 30元
股价(2016-06-14) 19.86元

交易数据

总市值(百万元)	6,698.78
流通市值(百万元)	6,698.78
总股本(百万股)	337.30
流通股本(百万股)	337.30
12个月价格区间	11.83/30.00元

股价表现



资料来源: Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-2.68	17.17	8.32
绝对收益	-2.5	16.21	-36.65

苏铖

分析师

SAC 执业证书编号: S1450515040001
sucheng@essence.com.cn
021-35082778

方振

报告联系人

fangzhen@essence.com.cn
021-35082373

相关报告

内容目录

投资摘要.....	3
1. 公司概况.....	4
1.1. 里程碑事件：川酒金花终迎改制.....	4
1.2. 历史业绩：2012 年达业绩高峰，白酒调整期业绩快速下滑.....	5
2. 产品仍以舍得酒为核心，营销及渠道力已有所改观.....	6
2.1. 舍得酒为核心单品，收入增速快，占比提升.....	6
2.2. 营销改革初有成效.....	9
3. 资本助力释放活力，改制深化可期.....	11
3.1. 改制终成.....	11
3.2. 天洋集团布局广泛，具备较强经营实力.....	11
3.3. 后续想象空间的判断.....	12
4. 盈利预测及投资建议.....	14
5. 风险因素.....	14

图表目录

图 1：公司改制完成后股权结构图.....	4
图 2：公司历年营业收入规模及增速.....	5
图 3：公司历年净利润规模及增速.....	5
图 4：公司 2015 年白酒销量 3.3 万吨左右.....	5
图 5：公司以白酒业务为主.....	5
图 6：公司整体毛利率情况.....	5
图 7：公司整体净利率情况.....	5
图 8：公司中高档白酒收入占比在 75%左右（2015 年）.....	7
图 9：公司中高档酒毛利率为 60%（2015 年）.....	7
图 10：核心单品品味舍得.....	8
图 11：中国名酒沱牌曲酒.....	8
图 12：公司自制半成品余额及占存货比重.....	8
图 13：公司存货周转天数（2015 年）.....	8
图 14：公司销售费用投入情况.....	9
图 15：公司销售人员数量变动.....	9
图 16：天洋控股集团股权结构图.....	11
图 17：天洋集团近年来业绩增长迅速.....	12
图 18：天洋集团产业地产业务布局全国.....	12

投资摘要

行业确定性复苏增长给予三线白酒投资的安全边际进行背书，基本面改善和改制红利是公司核心投资逻辑，想象空间大。

以优势白酒群体为样本，行业复苏态势确立，2014-2016年，白酒上市公司群体实现收入复苏增长的标的由少变多，由局部到全面，反映了这一态势。白酒行业在本轮外力作用下的调整力度较大，价格和产能泡沫挤出明显，当前以优势白酒群体为样本，行业复苏态势确立，消费升级和集中度提升均有利于品牌白酒企业。而从全行业看，前100家白酒企业的集中度有提升，也反映了本轮白酒探底企稳复苏当中，品牌进一步分化，品牌白酒企业面临更好机遇期。

从基本面看，公司已脱离底部，营销改革促销售增长加速，利润率修复弹性可期。随着民营资本天洋集团入主明朗，据媒体公开报道，年初天洋集团董事局执行董事刘力已以沱牌舍得营销公司总经理身份开展工作，获股东支持，公司顺利推进营销改革，渠道调研显示销售增长加速，收入规模有望回到2012年高点。草根调研显示，1季度前后，公司已开始围绕销售进行较大力度的改革，举措包括聚焦优势市场、聚焦核心单品，扩大销售队伍，加强渠道管控稳定价格体系，调整激励机制等。通过改革“大锅饭”积弊，调整薪酬结构绩效比例，销售增长呈现加速态势，效果初显。2016年1季度公司实现收入4.26亿元，净利润1,218万元，同比增长达35%(1季报披露主要是本期加大营销改革)和179%，1-4月预计继续保持这一态势。草根调研还显示，品味舍得价盘趋稳，动销良好，为收入和业绩主要贡献者。公司1季度收入约为2012年高点同期的90%，2016年收入预计接近历史高点。收入增长加速先行，利润率修复可期。

中小规模白酒齐“变”，资本助力想象空间大，沱牌舍得更高层次，更大力度的改制预计还将继续。本轮白酒调整以来，我们关注的中小白酒如酒鬼酒（实际控制人变更，管理层变更）、水井坊（操盘手变更，产品战略调整）和沱牌舍得（实际控制人变更）均发生了“质变”，也在质变同时，实现恢复性增长，其中公司基础更好，改制红利更大，业绩弹性足。沱牌舍得集团层面改制力度强，上市公司将深入践行改制体现效果。天洋集团以受让股权和及增资扩股方式持有沱牌舍得集团70%股权（集团持有上市公司29.85%股份），间接实现沱牌舍得的彻底改制。按照沱牌舍得集团改制招标要求，天洋集团承诺改善公司治理结构，做大白酒核心主业。我们认为上市公司将是深入践行改制的核心主体和平台，在发展战略、员工持股/股权激励等激励机制、资本运作等方面预计都会有重大突破，通过释放活力，借势行业景气抬头，在新一轮白酒机遇期当中实现跨越发展。

表 1：三线白酒集体“质变”

公司	“变”的内容	市场表现
老白干	定向增发集员工持股、经销商参与、引入战投为一体	追捧(2014-15)
酒鬼酒	国有股划转实际控制人变更；经营层大换血	近两年新高
水井坊	外资全面主导，产品战略大调整	股灾底部以来翻番
沱牌舍得	改制彻底	-

资料来源：安信证券研究中心

6个月目标价30元。我们认为公司未来核心看点是体制层面解除束缚带来公司经营潜力释放和经营活力提升，收入复苏确立后，利润率修复可期，预计公司2016-18年EPS为0.45/0.85/1.41元，首次给予买入-B投资评级，6个月目标价为30.00元，对应2017-18年估值分别为35倍和21倍。

风险提示：如公司深入推进改制发展力度进度低于预期将影响弹性。

1. 公司概况

1.1. 里程碑事件：川酒金花终迎改制

公司控股股东沱牌舍得集团为国有企业，改制前为射洪县人民政府全资企业。公司前身为四川省射洪沱牌曲酒厂，位于四川省遂宁县沱牌镇，地处北纬 30.9 度世界上佳酿酒核心地带。公司系中国名酒和中华老字号企业，旗下拥有沱牌、舍得两大核心品牌以及陶醉、天子呼、吞之乎等其他品牌，其中沱牌、舍得均被认定为中国驰名商标。公司是十七大名酒企业，为川酒六朵金花之一。

表 2：四川省主要白酒生产企业

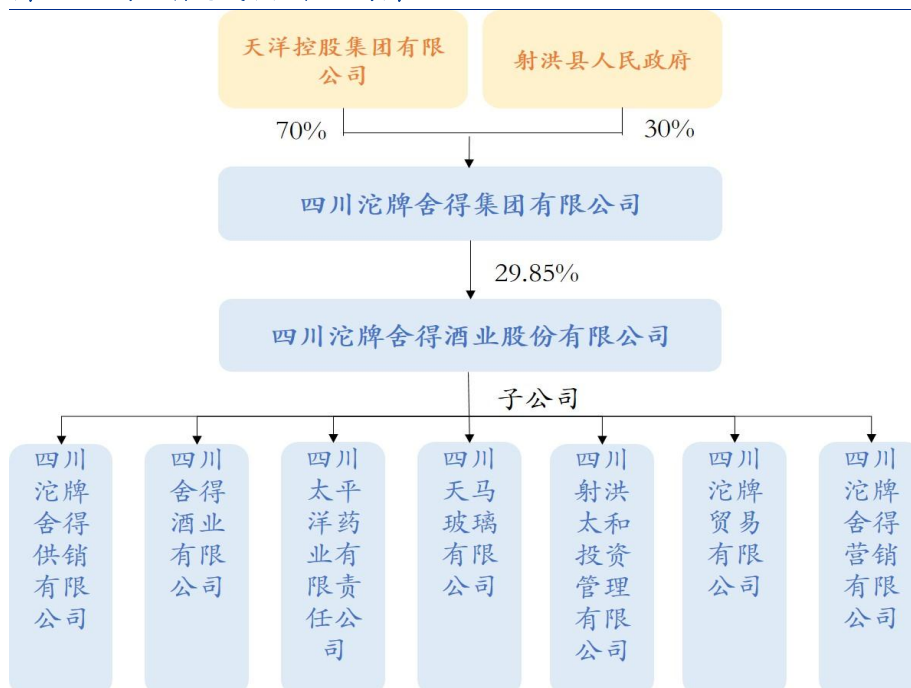
企业	产地	15 年收入 (亿元)	15 年销量 (万吨)	主流产品
五粮液	宜宾市	216.6	13.7	普五、五粮醇、五粮春等
泸州老窖	泸州市	69.0	19.0	国窖 1573、窖龄酒、特曲、头曲、二曲
郎酒	泸州市古蔺县	100*	-	红花郎、郎牌特曲
剑南春	绵竹市	65	-	水晶剑南春、金剑南
沱牌舍得	遂宁市射洪县	11.6	3.3	品味舍得、沱牌曲酒、陶醉
水井坊	成都市	8.5	0.3	井台装、臻酿 8 号

资料来源：Wind、公司网站、安信证券研究中心 注：郎酒销售收入来自媒体相关报道

公司目前拥有四川舍得酒业有限公司等 7 家子公司，主要业务为白酒生产销售，还包括部分医药、玻璃等业务。

公司控股股东为四川沱牌舍得集团有限公司，目前持股比例为 29.85%。公司此前实际控制人为射洪县人民政府。2015 年 11 月，射洪县人民政府同天洋集团签署协议，向天洋集团转让沱牌舍得集团 38.78% 股权，同时由天洋集团向沱牌舍得集团进行增资扩股，股权转让及增资扩股完成后，天洋集团将持有沱牌集团 70% 股权，实际控制人将变更为周政。

图 1：公司改制完成后股权结构图



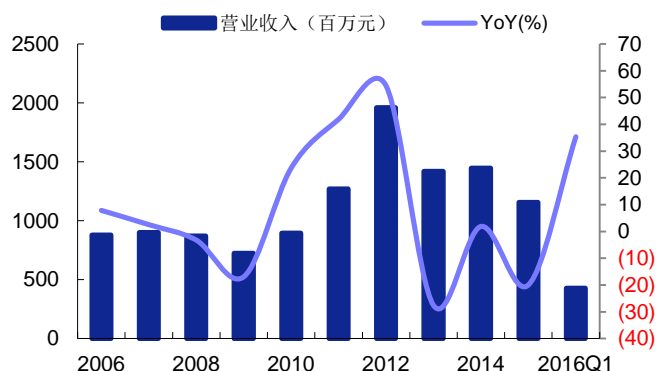
资料来源：公司公告、安信证券研究中心

1.2. 历史业绩：2012 年达业绩高峰，白酒调整期业绩快速下滑

在白酒黄金发展期，公司销售业绩也实现快速增长，并在 2012 年达到业绩高峰。2012 年公司实现营业收入 19.6 亿元，同比增长 54%，实现归属母公司股东净利润 3.7 亿元，同比增长 89%。

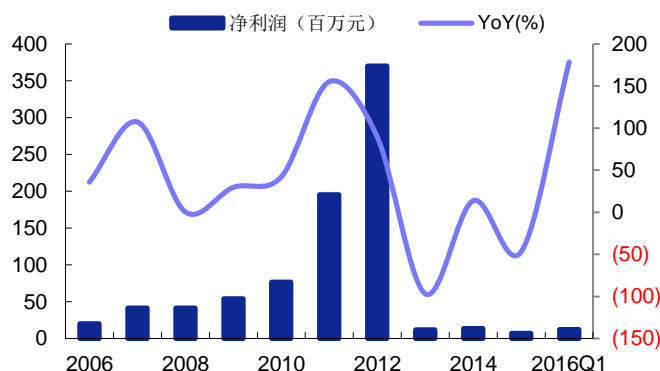
2012 年底，白酒行业在反腐和限制三公消费背景下进入深度调整期，公司 2013 年业绩开始明显下滑，2013 年收入规模下滑 27.6%至 14.2 亿元，净利润受高端酒销量下滑及销售费用继续增长等影响，同比下降近 97%至 1177 万元。2015 年全年业绩仍处下滑态势，全年收入及净利润分别为 11.6 亿元和 713 万元，分别下降 20%和 47%。

图 2：公司历年营业收入规模及增速



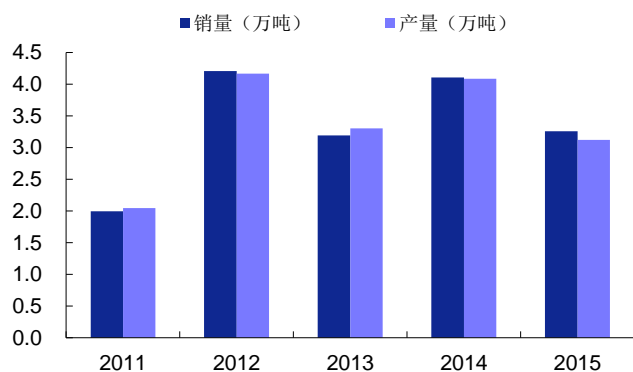
资料来源：Wind、安信证券研究中心

图 3：公司历年净利润规模及增速



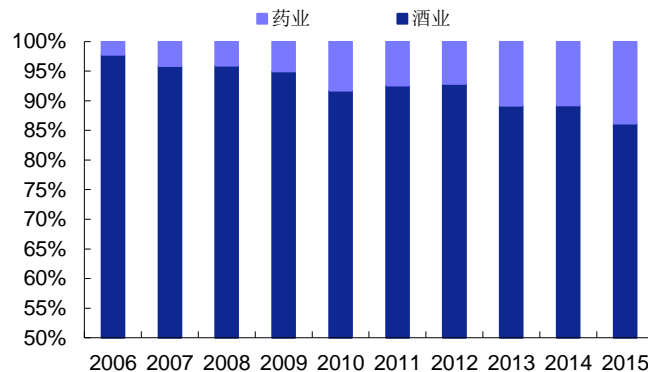
资料来源：Wind、安信证券研究中心

图 4：公司 2015 年白酒销量 3.3 万吨左右



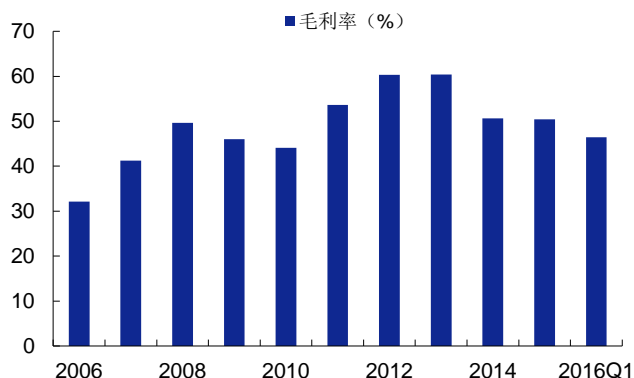
资料来源：Wind、安信证券研究中心

图 5：公司以白酒业务为主



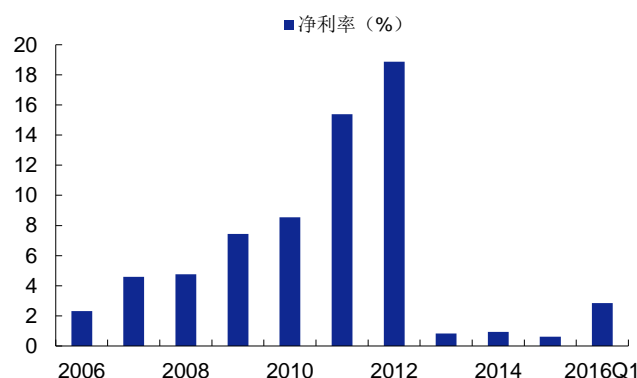
资料来源：Wind、安信证券研究中心

图 6：公司整体毛利率情况



资料来源：Wind、安信证券研究中心

图 7：公司整体净利率情况



资料来源：Wind、安信证券研究中心

2. 产品仍以舍得酒为核心，营销及渠道力已有所改观

2.1. 舍得酒为核心单品，收入增速快，占比提升

公司产品线完善，确立双品牌战略。公司目前拥有沱牌、舍得两大核心品牌以及陶醉、天之呼、吞之乎等其他系列，其中沱牌、舍得均被认定为中国驰名商标。公司实施沱牌、舍得双品牌战略，进行全系列全渠道运作。

公司产品线较为完善，高端品牌包括天子呼、吞之乎等，中高端品牌以舍得系列酒为主，中端品牌包括沱牌曲酒、陶醉酒、百年沱牌等，低端产品包括头曲、大曲、沱牌酒等。





表 3：公司白酒品牌发展历程

时间	事件
1946 年	取“沱泉酿美酒，牌名誉千秋”之意取名为沱牌曲酒
1980 年	沱牌曲酒被命名为四川省名酒
1989 年	全国第五届白酒评比中，沱牌 54 度、38 度曲酒双获国家金奖，跨入“中国名酒”行列，成为四川省白酒品牌第六朵“金花”
2001 年	舍得酒首次上市
2006 年	沱牌被商务部认定为“中华老字号”品牌
2009 年	沱牌荣获全国质量奖
2012 年	天尊·天子呼成为天坛祭天唯一指定用酒
2013 年	“舍得”荣获“2012 年度中国最具传播力品牌”奖
2014 年	“陶醉”产品首次荣获“四川省名牌产品”
2015 年	沱牌、舍得连续多年入选“中国 500 最具价值品牌排行榜”；“吞之乎”获比利时布鲁塞尔国际烈性酒大赛最高奖——大金奖第一名，舍得、沱牌 4 款产品分获 2 项金奖、2 项银奖

资料来源：公司官网、公开信息整理、安信证券研究中心

表 4：公司白酒产品系列

高端酱香系列	天子呼	万寿无疆·天子呼酱香型 500ml 53%	5999	
	吞之乎	吞之乎·红瓷描金酱香型 500ml 53%	2160	
舍得系列	品味舍得	品味舍得浓香型 500ml 52%	511	
	舍得酒坊	舍得酒坊浓香型 500ml 52%	286	
沱牌系列	沱牌曲酒	沱牌曲酒（天曲 10 年）浓香型 500ml 50%	196	

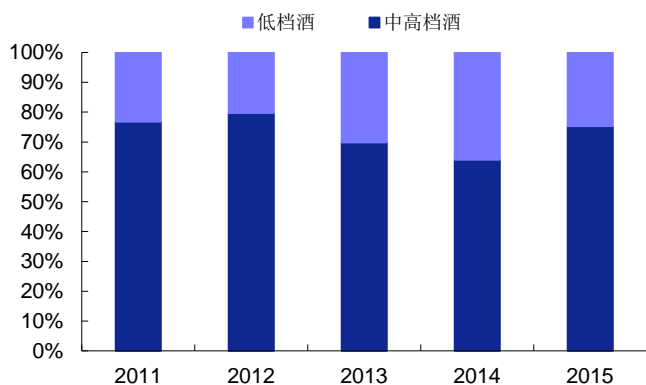
百年沱牌	百年沱牌祥和 500ml 52%	89	
头曲	沱牌头曲 浓香型 480ml 50%	34	
大曲	沱牌大曲 浓香型 500ml 42%	50	
陶醉系列			
三年	陶醉三年浓香型 480ml 50%	79	
六年	陶醉六年浓香型 480ml 50%	124	

资料来源：京东、天猫、公司官网、安信证券研究中心

中高端酒占比较高，品味舍得系列为核心单品。公司 2015 年中高端酒收入规模达 7.2 亿元，较 2012 年高峰期的 14 亿元回落明显，反映了市场调整风向下中高端酒消费承压。2013 年起，公司加大低端酒销售以应对行业调整，2014 年低端酒收入规模为 4.5 亿元，同比增长 22%，2015 年则有所下降，为 2.4 亿元。2015 年以来，通过产品结构调整，以及中高档白酒消费恢复，公司以舍得为核心的中高端销售增长较快，占比提高，目前中高档酒收入占比在 75%左右。

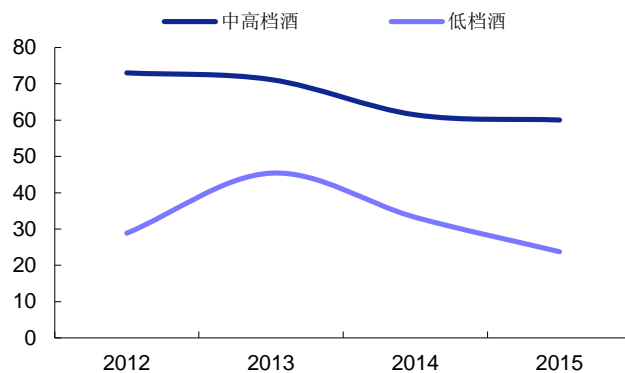
舍得系列酒为公司核心产品，收入占公司整体比重保持在 50%-60%左右，部分年份则超过 60%。品味舍得为舍得系列酒的核心单品，目前出厂价在 350-400 元左右。公司明确舍得酒作为中高端产品核心，继续保持较大力度的费用投入及渠道支持，市场管控趋于完善和严格，加之舍得酒所处次高端价格带的良好发展，今年以来舍得酒实现较快的恢复性增长。

图 8：公司中高档白酒收入占比在 75%左右（2015 年）



资料来源：公司公告、安信证券研究中心

图 9：公司中高档酒毛利率为 60%（2015 年）



资料来源：公司公告、安信证券研究中心

图 10：核心单品品味舍得



资料来源：京东、安信证券研究中心

图 11：中国名酒沱牌曲酒



资料来源：京东、安信证券研究中心

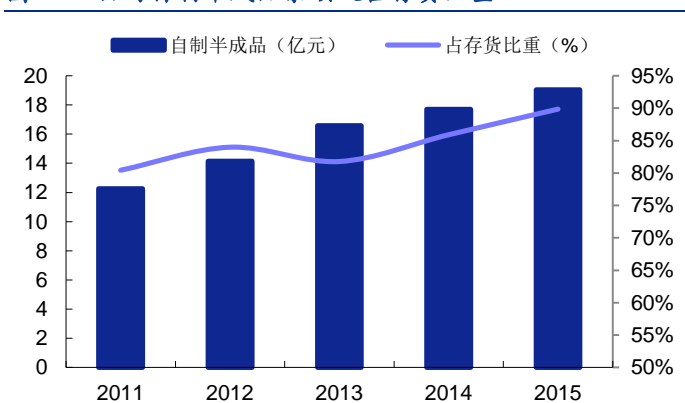
表 5：公司核心单品定位及对应价格带竞品

价格带	核心单品	主要竞品	竞争程度
低端（100 元以下）	沱牌大曲、沱牌特曲	泸州老窖特/头曲、牛栏山、老村长	竞争激烈，价格较低至毛利率较低，全国化布局难
中端（100-300 元）	沱牌曲酒、陶醉系列（3/6/9 年）、舍得酒坊	古井贡酒年份原浆、海之蓝、老窖特曲	竞争相对激烈，沱牌系列规模体量难以快速增长
次高端（300-500 元）	品味舍得	水晶剑、洋河梦之蓝 M3、水井坊、青花瓷、红花郎	次高端市场发展良好，品味舍得作为核心单品，增长快速
超高端（1000 元以上）	天子呼、吞之乎	-	销量规模小

资料来源：公司网站、安信证券研究中心整理

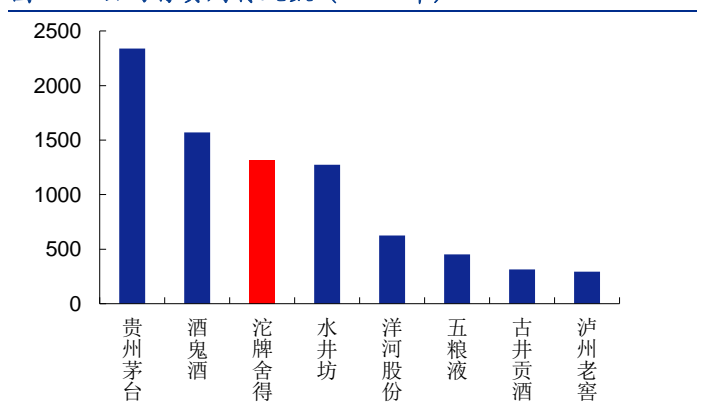
现有产品之外，优质基酒价值不容忽视。公司目前陈年基酒储量约 10 多万吨左右，位居行业前列。从存货角度，公司以基酒为主的自制半成品账面价值 2015 年为 19 亿元，占存货余额的比重接近 90%。从市场价值角度，优质基酒市场价格以 5 万元/吨计，公司陈年基酒价值则大大超过账面价值，基酒价值不容忽视。

图 12：公司自制半成品余额及占存货比重



资料来源：公司公告、安信证券研究中心

图 13：公司存货周转天数（2015 年）



资料来源：Wind、安信证券研究中心

2.2. 营销改革初有成效

营销激励机制改革，销售一线积极性提高。

公司从 2011 年起将工作重心转移到营销方面，推进营销战略转型，整合经销商资源，推行深度分销模式，同时加大品牌和渠道投入，并对品牌线进行梳理以优化产品结构。2011 年至 2013 年，公司销售费用投入持续加大，销售人员人数也不断增加。调整期内费用投入依旧高企，也导致公司利润快速下滑。

2015 年，公司继续深入推行聚焦战略。对重点市场，实施“市场聚焦、产品聚焦、人员聚焦、费用聚焦”，促进重点市场逐步由“商家为主，厂家为辅”向“厂家为主，商家为辅”的“1+1 模式”过渡。推动传统营销模式转型。实施精细化营销战术，精细化工作纳入日常销售工作，每月设定目标并实施考核。

受制于传统国企体制，公司营销机制短板存在，表现为营销政策市场化程度不足、销售人员缺乏积极性等，在行业调整期，销售人员及优质经销商也存在流失现象。

2016 年公司继续强化精细化营销模式导向，全面介入终端渠道的运作，与客户 1+1 运作市场，提升产品终端动销能力，贯彻服务经销商理念：

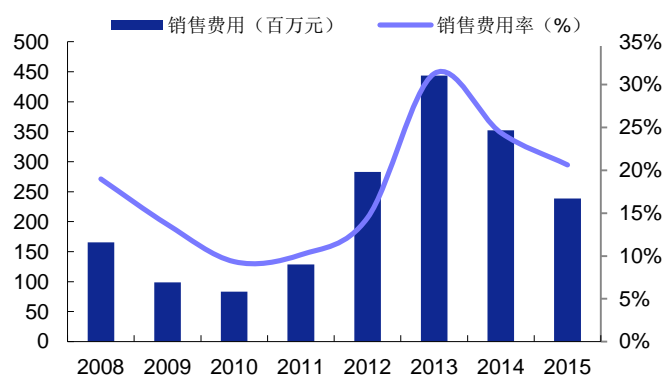
秉持“共赢”理念，关怀合作伙伴，强调风险共担、利益共享，从管理经销商，转变为服务经销商，将成为沱牌舍得营销改革的主导思想。

公司将从提升客户盈利水平出发，帮助经销商提升管理、拓宽渠道、改进服务；从“加快客户库存周转、提升资金投入产出效率、减少资金占用”出发，制定营销政策。不仅要让客户赚钱，还要让客户与公司共同成长，立足长远，做大做强。

在营销团队规划方面，公司将大量增加为经销商动销服务的人员，将产品的动销作为销售区各级人员考核的关键指标，改变过去部分销售人员给客户压货后就撒手不管的做法，让客户动销快、能赚钱、乐得卖。

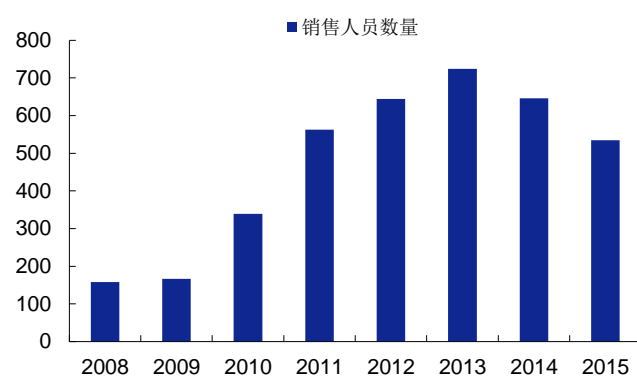
加强市场管控，强力维护产品终端价格体系，改变价格混乱、窜货严重、产品能见度差等现状，形成全国统一的价格体系，大力提升沱牌舍得的品牌形象。

图 14：公司销售费用投入情况



资料来源：公司公告、安信证券研究中心

图 15：公司销售人员数量变动



资料来源：公司公告、安信证券研究中心

新股东提前介入运营，营销改革已初有成效。在天洋正式全面入主沱牌舍得集团之前，天洋方面已主动介入公司营销方面工作，据媒体公开报道，年初天洋集团执行董事刘力已担任沱牌舍得营销公司总经理，推进营销改革工作，草根调研也显示，公司营销改革举措主要包括以下几方面：

1) **集中资源聚焦核心市场。**公司 2015 年整体销售规模不足 10 亿元，市场分散可能导致公

司营销工作精力分散。年初以来，对销售区域进行重新调整划分，集中资源进行市场聚焦，将人员、资金和精力集中到优势核心市场。

2) 加强渠道管控，稳定价格体系。过去的费用支持容易导致经销商变相降价，对产品价格体系造成冲击。逐步扩大销售队伍，加强对经销商的费用控制和监管审批，以达到稳固渠道价格目的。

3) 调整激励机制，提升营销积极性。调整员工尤其是一线营销人员的激励政策，提升绩效工资比例，总体提升薪酬待遇，以提升销售人员工资积极性，并形成内部相互竞争的良好局面。

总的来看，年初以来的营销改革已初有成效，以品味舍得为代表的核心单品价盘稳固、动销积极，一季度以来销售实现快速增长。未来在天洋集团正式入主后，营销改革预计将继续深化。

3. 资本助力释放活力，改制深化可期

3.1. 改制终成

沱牌舍得集团过去为射洪县人民政府全资持有公司，作为县属级别国有企业，由于主管政府行政级别较低，对公司支持力度较小，体制以及管理机制方面局限性也较大。为此，沱牌舍得集团从2003年起便开始寻求改制，但一直未果。

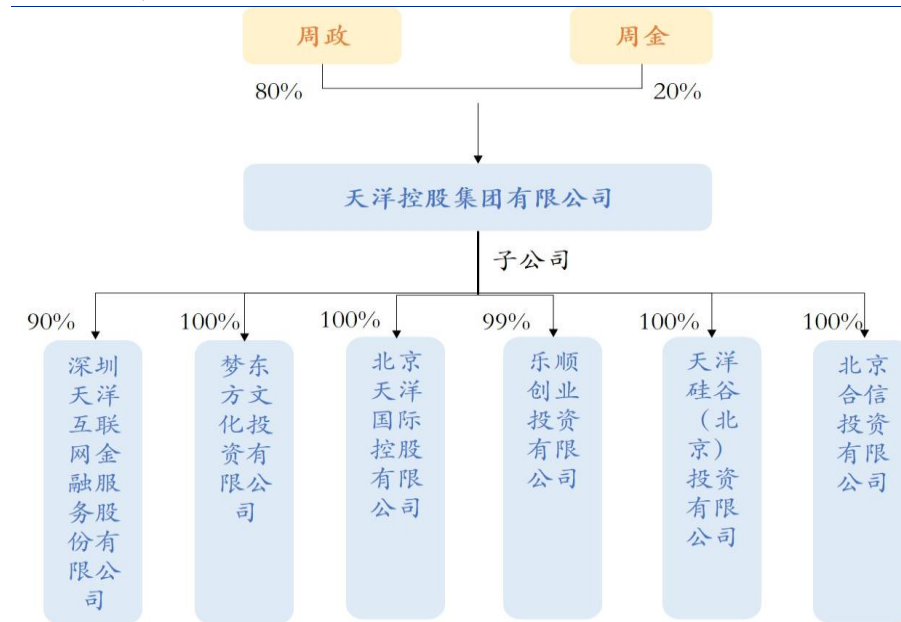
2015年8月，射洪县政府将持有的沱牌舍得集团38.78%国有股权再次进行挂牌竞拍，最终天洋集团以10.4亿元受让相应股权，并同时承诺以27.8亿元现金对沱牌舍得集团进行增资扩股，最终成交价溢价率高达88%。交易完成后，天洋集团将持有沱牌集团70%股权，从而实际控制上市公司。2015年11月，射洪县人民政府与天洋集团正式签署股权转让及增资扩股协议。2016年5月，改制事项获国务院国资委正式批复。

从改制方案设计角度，国有资本有序退出的同时要求民营资本通过增资扩股方式补强集团，对未来控股权转让、品牌运作等设定限制条件，同时还对改制后的集团业绩设定力争目标（意向投资方承诺做大沱牌舍得酒业，2018沱牌舍得集团销售收入力争实现50亿元，税收10亿元人民币。2020年，沱牌舍得集团销售收入力争实现100亿元，税收20亿元），从多方面确保未来改制推进能带来多方共赢局面。

3.2. 天洋集团布局广泛，具备较强经营实力

天洋控股集团成立于2006年，以发展成为拥有文化产业、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。全球总部位于香港，并在洛杉矶和北京设立了北美总部和中国总部，旗下拥有香港上市公司天洋国际控股（00593.HK）。集团实际控制人为周政，持股占比80%。天洋集团近年来业绩增长迅速，核心业务全国范围广泛布局，集团综合经营实力较强。

图 16：天洋控股集团股权结构图



资料来源：公司公告、安信证券研究中心

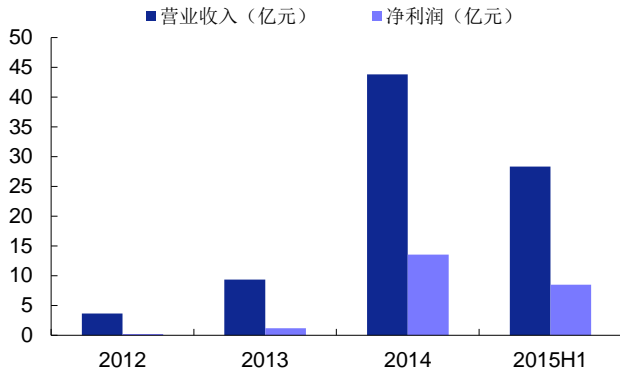
表 6：天洋集团主要业务布局

产业	概况
产业地产	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。

科技产业	以“超级蜂巢”品牌为依托，依托遍布全球的科技产业园和孵化器，构建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。
互联网金融	重点打造面向房地产行业的投融资平台，开展资产证券化、供应链金融、众筹等系列创新业务及资产管理业务，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。
文化产业	创立自有文化娱乐品牌“梦东方”，业务涉及主题公园、影视动画、舞台秀、游戏四大领域。

资料来源：公司公告、安信证券研究中心

图 17：天洋集团近年来业绩增长迅速



资料来源：公司公告、安信证券研究中心

图 18：天洋集团产业地产业务布局全国



资料来源：公司官网、安信证券研究中心

3.3. 后续想象空间的判断

公司改制逐步落地，将从国企体制彻底转变为民营体制，将对公司未来发展有着重要影响。天洋集团入主公司后，对公司经营及战略层面调整值得期待，有望通过聚焦打造大核心单品、推进全国化布局以及持续补强营销环节等举措快速做大白酒主业，同时通过市场化经营制度及激励机制以充分释放公司经营活力。

我们认为公司有几个方面可以期待：

第一， 财务结构改善。公司原实际控制人为县级人民政府，对公司经营支持力度小，而公司历史经营积累了一定的问题（基酒存量多，资金占用多），导致自身造血能力弱，天洋集团以受让老股和增资入股的方式使得沱牌舍得集团获得大量现金，未来这部分现金或将有助于改善公司财务结构。

表 7：公司短期负债高，财务负担较重（百万元人民币）

	2011	2012	2013	2014	2015	1Q2016
流动资产：						
货币资金	284.07	224.08	145.03	285.76	307.95	404.61
交易性金融资产						
应收票据	271.75	317.29	40.84	101.27	122.13	124.28
应收账款	18.28	54.73	31.02	42.03	32.03	35.41
存货	1,524.90	1,684.80	2,026.89	2,061.29	2,117.86	2,076.20
流动资产合计	2,144.47	2,301.42	2,258.49	2,506.81	2,594.95	2,658.39
流动负债：						
短期借款	375.00	200.00	390.00	570.80	753.00	805.00
交易性金融负债	201.02	209.28		201.34		
应付票据	150.00	60.00	52.80	54.90	70.80	53.80
应付账款	169.11	235.41	295.92	305.20	217.48	282.00
预收款项	166.09	94.04	231.70	131.46	327.66	213.41
应付职工薪酬	39.00	58.81	80.26	107.22	116.40	122.82
其他应付款	41.29	101.08	103.66	101.31	92.32	121.39
流动负债合计	1,236.83	1,124.78	1,166.56	1,430.14	1,511.99	1,558.21

非存货流动资产/流动负债	50.1%	54.8%	19.9%	31.2%	31.6%	37.4%
--------------	-------	-------	-------	-------	-------	-------

资料来源：安信证券研究中心，公司公告

第二，天洋集团作为业外资本，预计在一段时间内将保持现有团队稳定性，并充分借助现有团队发挥其积极性，实现企业快速复苏发展和产业资本增值。为此，我们认为，在当前公司营销改革有成效的情况下，在天洋正式入主之后，在其他激励举措方面也会有所进步。

第三，集团获得大量注资，扩张能力增强，参与行业整合的可能性提升。

4. 盈利预测及投资建议

我们认为，公司成功改制引领白酒行业国企改革进程，从原县属国企体制彻底转变为民营体制后，体制层面解除束缚将极大释放公司经营潜力，提升经营活力。公司贵为川酒六朵金花之一，品牌力强，生态酿酒工艺有效保障产品品质，对应当前白酒销售规模仍有较大提升空间。今年以来，天洋方面已开始对公司营销环节进行改革，聚焦核心单品和优势市场，扩充销售队伍，以更市场化方式提升营销积极性，同时加强渠道管控以稳定价格体系。改革调整效果明显，以品味舍得为代表的核心产品动销良好，全年收入有望延续 2016 年 1 季度以来的较快增长。

我们预计公司 2016 年收入或接近 2012 年高点，同时，产品价格体系稳定以及费用投入趋稳也将带动净利率从过去 1% 不到的水平快速回升，未来公司盈利表现有望体现较高弹性。**6 个月目标价 30 元**。我们认为公司未来核心看点是体制层面解除束缚带来公司经营潜力释放和经营活力提升，收入复苏确立后，利润率修复可期，预计公司 2016-18 年 EPS 为 0.45/0.85/1.41 元，首次给予买入-B 投资评级，6 个月目标价为 30.00 元，对应 2017-18 年估值分别为 35 倍和 21 倍。

5. 风险因素

- 1、营销改革力度及效果低于预期；
- 2、白酒行业中高端价格带消费复苏不达预期，竞争加剧，影响利润率回升；
- 3、如公司深入推进改制发展力度进度低于预期将影响弹性和想象空间。

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E	(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	1,445.0	1,156.1	1,931.7	2,668.1	3,617.7	成长性					
减:营业成本	713.0	573.0	891.6	1,156.7	1,480.9	营业收入增长率	1.9%	-20.0%	67.1%	38.1%	35.6%
营业税费	164.6	129.9	218.7	301.9	408.5	营业利润增长率	-33.1%	-15.6%	633.8%	90.0%	66.1%
销售费用	352.3	238.5	370.7	482.0	602.4	净利润增长率	13.7%	-46.8%	2028.6%	88.7%	66.1%
管理费用	167.8	167.2	268.5	322.3	386.7	EBITDA 增长率	-10.0%	-1.4%	171.3%	56.9%	55.0%
财务费用	32.7	35.3	63.2	64.2	87.3	EBIT 增长率	-3.9%	-3.8%	320.2%	68.7%	61.8%
资产减值损失	1.6	0.1	-0.4	0.4	0.0	NOPLAT 增长率	54.3%	-45.2%	1348.2%	68.7%	61.8%
加:公允价值变动收益	0.1	0.0	67.1	22.4	-37.3	投资资本增长率	2.1%	6.7%	50.9%	-22.8%	73.4%
投资和汇兑收益	19.2	14.9	13.0	15.7	14.5	净资产增长率	0.3%	0.0%	5.4%	8.5%	13.0%
营业利润	32.2	27.2	199.3	378.7	629.1	利润率					
加:营业外净收支	2.9	5.6	3.0	3.0	5.0	毛利率	50.7%	50.4%	53.8%	56.6%	59.1%
利润总额	35.0	32.8	202.3	381.7	634.1	营业利润率	2.2%	2.3%	10.3%	14.2%	17.4%
减:所得税	21.7	25.6	50.6	95.4	158.5	净利润率	0.9%	0.6%	7.9%	10.7%	13.1%
净利润	13.4	7.1	151.7	286.3	475.6	EBITDA/营业收入	8.2%	10.1%	16.4%	18.6%	21.3%
						EBIT/营业收入	4.5%	5.4%	13.6%	16.6%	19.8%
						运营效率					
						固定资产周转天数	152	184	105	70	46
						流动资产周转天数	336	450	413	336	319
						流动营业资本周转天数	594	794	645	545	522
						流动资产周转天数	12	16	14	14	15
						应收帐款周转天数	509	651	554	477	450
						存货周转天数	883	1,158	857	691	625
						总资产周转天数	601	785	609	470	412
						投资资本周转天数					
						投资回报率					
						ROE	0.6%	0.3%	6.4%	11.2%	16.4%
						ROA	0.4%	0.2%	2.8%	6.0%	6.1%
						ROIC	1.0%	0.6%	7.6%	8.5%	17.7%
						费用率					
						销售费用率	24.4%	20.6%	19.2%	18.1%	16.7%
						管理费用率	11.6%	14.5%	13.9%	12.1%	10.7%
						财务费用率	2.3%	3.1%	3.3%	2.4%	2.4%
						三费/营业收入	38.3%	38.1%	36.4%	32.5%	29.8%
						偿债能力					
						资产负债率	39.0%	40.3%	56.4%	46.6%	62.6%
						负债权益比	63.8%	67.5%	129.6%	87.3%	167.3%
						流动比率	1.75	1.72	1.67	1.68	2.17
						速动比率	0.31	0.32	0.19	0.23	0.30
						利息保障倍数	1.98	1.77	4.15	6.90	8.20
						分红指标					
						DPS(元)	0.02	-	0.09	0.25	0.42
						分红比率	50.4%	0.0%	20.0%	30.0%	30.0%
						股息收益率	0.1%	0.0%	0.5%	1.3%	2.1%

现金流量表						业绩和估值指标					
	2014	2015	2016E	2017E	2018E		2014	2015	2016E	2017E	2018E
净利润	13.4	7.1	151.7	286.3	475.6	EPS(元)	0.04	0.02	0.45	0.85	1.41
加:折旧和摊销	56.0	56.6	54.5	54.5	54.5	BVPS(元)	6.66	6.66	7.02	7.61	8.60
资产减值准备	1.6	0.1	-	-	-	PE(X)	500.3	939.8	44.1	23.4	14.1
公允价值变动损失	-0.1	-0.0	67.1	22.4	-37.3	PB(X)	3.0	3.0	2.8	2.6	2.3
财务费用	31.4	30.5	63.2	64.2	87.3	P/FCF	46.2	263.3	-54.8	46.3	30.7
投资损失	-19.2	-14.9	-13.0	-15.7	-14.5	P/S	4.6	5.8	3.5	2.5	1.9
少数股东损益	-	-	-	-	-	EV/EBITDA	54.7	69.1	26.1	14.4	11.7
营运资金的变动	-259.1	27.0	-1,448.1	820.0	-2,241.5	CAGR(%)	177.6%	305.6%	134.4%	177.6%	305.6%
经营活动产生现金流量	-148.0	120.8	-1,124.5	1,231.6	-1,675.9	PEG	2.8	3.1	0.3	0.1	0.0
投资活动产生现金流量	-44.8	-30.2	13.0	15.7	14.5	ROIC/WACC	0.1	0.1	0.8	0.9	1.9
融资活动产生现金流量	333.5	-68.4	958.2	-1,188.4	1,737.4	REP	23.3	50.6	2.5	2.5	0.9

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15% 以上；
- 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5% 至 15%；
- 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
- 减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5% 至 15%；
- 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15% 以上；

风险评级：

- A — 正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B — 较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

■ 分析师声明

苏铖声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	许敏	021-35082953	xumin@essence.com.cn
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
北京联系人	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
	原晨	010-83321361	yuanchen@essence.com.cn
	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
	王秋实	010-83321351	wangqs@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
深圳联系人	周蓉	010-83321367	zhourong@essence.com.cn
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn
	邓欣	0755-82821690	dengxin@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址：深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编：518026

上海市

地址：上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编：200080

北京市

地址：北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编：100034