

## 沱牌舍得 (600702. SH)

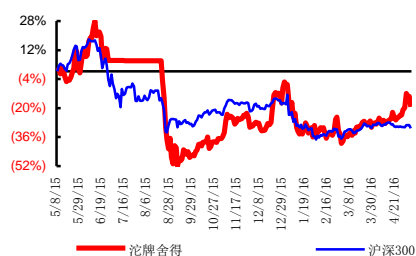
市场化改革启动，销售渠道和管理体系重  
 塑进行时，重申“买入”

评级：**买入** 前次：**买入**  
 目标价(元)：**29.4**  
 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06月23日

### 基本状况

总股本(百万股)	337
流通股本(百万股)	337
市价(元)	23.43
市值(百万元)	7,903
流通市值(百万元)	7,903

### 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)					
偏差率(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

- **点评：我们多次强调公司市值 60 亿元以下安全边际高并具备高弹性，并在年初提示公司改革力度明显加大，改革序幕已拉开。1-5 月份终端动销也实现了近 30% 的增长，公司的股价不断上涨也验证了我们推票的逻辑。5 月初股权转让及增资扩股方案已通过国资委审批，近期公司积极推进工商变更登记手续办理工作，并有望于本月底股东大会期间办理完毕，届时本次战略重组股权交割将正式完成。我们认为公司在营销、管理方面改革力度空前绝后，天洋控股集团的正式入主将彻底完成公司民营化改制，经营效率有望显著提升。未来 2-3 年公司收入复合增速有望达到 30% 以上，百亿市值值得期待。目标价 29.4 元，重申“买入”。**
- **公司今年变革力度远超市场预期，但做的多说的少，和资本市场的沟通还不充分，月底股东大会这一契机将提升资本市场对公司未来发展前景的正面认识。(1) 团队的调整力度大于媒体报道。公司几位副总以及管理人员出现了调动，人员调整的幅度大于公开媒体的报道，人员的调动有望给公司的发展注入新的活力。(2) 产品更加聚焦，更加高端。公司在产品定位上，与时俱进，采取聚焦的思路，逐步减少产品线，清理贴牌、区域性品牌；另外公司有意往中高档产品发力，舍得系列也成为 1-5 月份重要的增长点。(3) 费用管控执行落地。公司以前是打包制，给经销商预留了较好的做账空间，这样的费用投放很难见到实效；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，这样有利于费用投放的执行落地。**
- **改革初显成效，全年 30% 以上的增长难度不大，期待更强劲的政策。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29.4元，维持“买入”评级**。我们预计天洋控股集团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4.8倍PS，对应2017年市值为99亿元，对应目标价29.4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
成本 (百万元)	145.65	112.39	100.78	102.72	108.00	120.00	133.00
收入yoy		-5.24%	-2.04%	4.10%	10.28%	11.63%	12.50%
成本yoy		-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）							资产负债表（人民币百万元）						
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E		2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>营业总收入</b>	<b>1,419</b>	<b>1,445</b>	<b>1,156</b>	<b>1,555</b>	<b>2,060</b>	<b>2,480</b>	货币资金	145	286	308	187	227	677
增长率	-27.60%	1.9%	-20.0%	34.5%	32.5%	20.4%	应收账款	82	158	167	188	263	321
营业成本	-562	-713	-573	-721	-860	-1,023	存货	2,027	2,061	2,118	2,200	2,189	2,000
% 销售收入	39.6%	49.3%	49.6%	46.4%	41.7%	41.3%	其他流动资产	4	1	2	2	2	3
毛利	857	732	583	834	1,200	1,457	流动资产	2,258	2,507	2,595	2,577	2,682	3,001
% 销售收入	60.4%	50.7%	50.4%	53.6%	58.3%	58.8%	% 总资产	66.3%	68.1%	69.0%	70.0%	71.9%	75.3%
营业税金及附加	-161	-165	-130	-171	-233	-280	长期投资	271	290	305	305	305	305
% 销售收入	11.3%	11.4%	11.2%	11.0%	11.3%	11.3%	固定资产	681	693	681	630	581	531
营业费用	-444	-352	-238	-311	-391	-446	% 总资产	20.0%	18.8%	18.1%	17.1%	15.6%	13.3%
% 销售收入	31.3%	24.4%	20.6%	20.0%	19.0%	18.0%	无形资产	184	176	168	160	149	139
管理费用	-193	-168	-167	-202	-258	-273	非流动资产	1,149	1,172	1,166	1,106	1,046	987
% 销售收入	13.6%	11.6%	14.5%	13.0%	12.5%	11.0%	% 总资产	33.7%	31.9%	31.0%	30.0%	28.1%	24.7%
息税前利润 (EBIT)	60	47	48	150	318	458	<b>资产总计</b>	<b>3,408</b>	<b>3,679</b>	<b>3,761</b>	<b>3,684</b>	<b>3,728</b>	<b>3,988</b>
% 销售收入	4.2%	3.3%	4.1%	9.6%	15.4%	18.5%	短期借款	390	571	753	496	181	0
财务费用	-19	-33	-35	-42	-17	7	应付款项	684	593	708	817	1,041	1,267
% 销售收入	1.4%	2.3%	3.1%	2.7%	0.8%	-0.3%	其他流动负债	92	266	51	76	85	131
资产减值损失	3	-2	0	0	0	0	流动负债	1,167	1,430	1,512	1,389	1,307	1,399
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	5	19	15	15	16	15	其他长期负债	3	3	3	3	3	3
% 税前利润	9.6%	54.7%	45.6%	11.6%	4.8%	3.1%	<b>负债</b>	<b>1,169</b>	<b>1,433</b>	<b>1,515</b>	<b>1,393</b>	<b>1,310</b>	<b>1,402</b>
营业利润	48	32	27	122	316	480	<b>普通股股东权益</b>	<b>2,239</b>	<b>2,245</b>	<b>2,246</b>	<b>2,291</b>	<b>2,418</b>	<b>2,586</b>
营业利润率	3.4%	2.2%	2.3%	7.9%	15.4%	19.4%	少数股东权益	0	0	0	0	0	0
营业外收支	1	3	6	4	4	4	<b>负债股东权益合计</b>	<b>3,408</b>	<b>3,679</b>	<b>3,761</b>	<b>3,684</b>	<b>3,728</b>	<b>3,988</b>
税前利润	49	35	33	126	321	484	<b>比率分析</b>						
利润率	3.5%	2.4%	2.8%	8.1%	15.6%	19.5%	<b>每股指标</b>						
所得税	-38	-22	-26	-74	-176	-266	每股收益 (元)	0.035	0.040	0.021	0.153	0.428	0.646
所得税率	76.2%	61.8%	78.2%	59.0%	55.0%	55.0%	每股净资产 (元)	6.637	6.657	6.658	6.792	7.169	7.666
净利润	12	13	7	52	144	218	每股经营现金净流 (元)	0.309	-0.439	0.358	0.455	1.061	1.851
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	每股股利 (元)	0.330	0.020	0.010	0.020	0.050	0.150
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>12</b>	<b>13</b>	<b>7</b>	<b>52</b>	<b>144</b>	<b>218</b>	<b>回报率</b>						
净利率	0.8%	0.9%	0.6%	3.3%	7.0%	8.8%	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%
							<b>增长率</b>						
							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%
							<b>资产管理能力</b>						
							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
							<b>偿债能力</b>						
							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%

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
<b>经营活动现金净流</b>	<b>104</b>	<b>-148</b>	<b>121</b>	<b>153</b>	<b>358</b>	<b>624</b>
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
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-39</b>	<b>-45</b>	<b>-30</b>	<b>26</b>	<b>29</b>	<b>30</b>
股权筹资	0	0	0	0	0	0
债权筹资	190	181	182	-257	-316	-181
其他	-334	153	-251	-44	-30	-23
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>-144</b>	<b>334</b>	<b>-68</b>	<b>-300</b>	<b>-346</b>	<b>-204</b>
<b>现金净流量</b>	<b>-79</b>	<b>141</b>	<b>22</b>	<b>-121</b>	<b>41</b>	<b>450</b>

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