

2016年07月04日

沱牌舍得 (600702.SH)

彻底改制落地，全方位改善可期

■ **事件：**公司公告6月30日接到射洪县国资局通知，控股股东沱牌舍得集团国有股转让及增资扩股交割仪式已于6月30日下午在西南联合产权交易所举行，沱牌舍得集团将按照相关法律法规办理工商变更登记等后续工作。

■ **交割仪式举行意味着沱牌舍得集团改制（天洋集团将通过受让及增资扩股方式获得沱牌舍得集团70%股权）基本落地，**公司也将成为白酒板块改制最彻底的标的之一。我们预计股份公司层面的董事会改组工作也将随后展开，深化改制各项举措也将可期。公司作为川酒六朵金花之一，长期以来县属国企身份对企业经营活力限制较大，而资源支持较小，改制后公司资本实力有望得到加强，激励机制会有很大提升，而做大做强白酒主业方向不变，我们认为公司有望在白酒发展新阶段获得重要发展机遇。

■ **着力营销改革初见成效，补短板带动业绩发力。**体制束缚致销售短板突出，年初天洋集团执行董事刘力担任营销公司总经理，推进营销改革：1) 销售人员激励到位，严格执行月度绩效考核制度，提升营销积极性。2) 梳理精简产品线，逐步聚焦在舍得、陶醉、特曲、沱牌曲酒四大系列；3) 聚焦核心市场，加强渠道管控。对销售区域进行重新调整划分，进一步聚焦西北、华北和西南等优势市场。同时，强化精细化营销模式导向，与客户“1+1”运作市场，强化渠道费用管控，价格体系逐步理顺。天洋全面入主后，预计下半年在深化营销改革和营销人才队伍引进方面仍有动作，营销短板逐步补齐将带动业绩持续发力。

■ **预计上半年收入继续保持快速增长。**上半年在行业复苏叠加公司营销改革背景下，预计公司销售收入实现快速增长，预计其中舍得系列增长迅速，且品味舍得占比超过50%，产品结构优化趋势显现。陶醉和特曲保持平稳增长，预计增速在10%-20%。此外，渠道利润开始恢复向好，社会库存周期也较短，为全年产品尤其是中高端舍得系列延续良好动销态势奠定基础。我们预计，公司全年20亿收入（销售口径）的经营目标有较强实现基础。

■ **投资建议：**我们维持公司2016-18年EPS为0.45/0.85/1.41元的盈利预测，维持6个月目标价30元，对应2017-18年PE分别为35倍和21倍。

风险提示：公司改制力度及进展低于预期影响业绩弹性。

(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)	619.7	1,164.1	54.7	29.0	17.4
市净率(倍)	3.7	3.7	3.5	3.2	2.9
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%	0.4%	1.0%	1.7%
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

公司快报

证券研究报告

白酒

投资评级 **买入-B**

维持评级

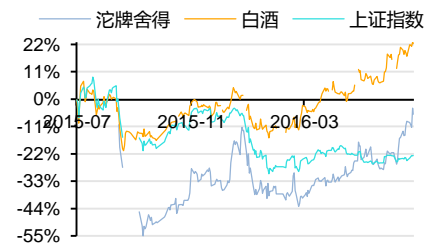
6个月目标价：**30.00元**

股价(2016-07-01) **24.60元**

交易数据

总市值(百万元)	8,297.58
流通市值(百万元)	8,297.58
总股本(百万股)	337.30
流通股本(百万股)	337.30
12个月价格区间	11.83/26.09元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	27.15	43.21	11.45
绝对收益	26.94	40.65	-8.71

苏斌

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

沱牌舍得：行业复苏叠加
改制红利，规模新高可期
2016-06-15

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					
资产负债表	2014	2015	2016E	2017E	2018E	固定资产周转天数	152	184	105	70	46
货币资金	285.8	307.9	154.5	213.4	289.4	流动资产周转天数	336	450	413	336	319
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	594	794	645	545	522
应收账款	57.2	45.3	106.1	103.2	192.8	应收账款周转天数	12	16	14	14	15
应收票据	101.3	122.1	228.2	192.4	449.4	存货周转天数	509	651	554	477	450
预付账款	0.4	1.1	7.0	0.0	8.7	总资产周转天数	883	1,158	857	691	625
存货	2,061.3	2,117.9	3,826.5	3,242.2	5,807.8	投资资本周转天数	601	785	609	470	412
其他流动资产	0.9	0.7	0.5	0.7	0.6	投资回报率					
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	ROE	0.6%	0.3%	6.4%	11.2%	16.4%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	0.4%	0.2%	2.8%	6.0%	6.1%
长期股权投资	214.0	228.9	228.9	228.9	228.9	ROIC	1.0%	0.6%	7.6%	8.5%	17.7%
投资性房地产	76.1	76.2	76.2	76.2	76.2	费用率					
固定资产	593.5	588.9	540.2	491.5	442.7	销售费用率	24.4%	20.6%	19.2%	18.1%	16.7%
在建工程	93.9	87.1	87.1	87.1	87.1	管理费用率	11.6%	14.5%	13.9%	12.1%	10.7%
无形资产	173.8	168.4	162.7	157.0	151.2	财务费用率	2.3%	3.1%	3.3%	2.4%	2.4%
其他非流动资产	20.7	16.8	17.7	17.5	17.3	三费/营业收入	38.3%	38.1%	36.4%	32.5%	29.8%
资产总额	3,678.8	3,761.3	5,435.6	4,810.1	7,752.3	偿债能力					
短期债务	570.8	753.0	1,325.7	766.4	996.4	资产负债率	39.0%	40.3%	56.4%	46.6%	62.6%
应付账款	406.5	309.8	787.3	605.0	1,213.6	负债权益比	63.8%	67.5%	129.6%	87.3%	167.3%
应付票据	54.9	70.8	99.0	117.3	177.3	流动比率	1.75	1.72	1.67	1.68	2.17
其他流动负债	397.9	378.4	374.3	750.5	723.7	速动比率	0.31	0.32	0.19	0.23	0.30
长期借款	-	-	479.1	-	1,737.4	利息保障倍数	1.98	1.77	4.15	6.90	8.20
其他非流动负债	3.2	3.5	3.1	3.3	3.3	分红指标					
负债总额	1,433.4	1,515.5	3,068.4	2,242.5	4,851.7	DPS(元)	0.02	-	0.09	0.25	0.42
少数股东权益	-	-	-	-	-	分红比率	50.4%	0.0%	20.0%	30.0%	30.0%
股本	337.3	337.3	337.3	337.3	337.3	股息收益率	0.1%	0.0%	0.4%	1.0%	1.7%
留存收益	1,908.2	1,908.5	2,029.9	2,230.3	2,563.2						
股东权益	2,245.5	2,245.8	2,367.2	2,567.6	2,900.5						

现金流量表

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)	619.7	1,164.1	54.7	29.0	17.4
公允价值变动损失	-0.1	-0.0	67.1	22.4	-37.3	PB(X)	3.7	3.7	3.5	3.2	2.9
财务费用	31.4	30.5	63.2	64.2	87.3	P/FCF	57.3	326.2	-67.9	57.4	38.0
投资损失	-19.2	-14.9	-13.0	-15.7	-14.5	P/S	5.7	7.2	4.3	3.1	2.3
少数股东损益	-	-	-	-	-	EV/EBITDA	54.7	69.1	31.1	17.6	13.8
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	3.5	3.8	0.4	0.2	0.1
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	23.8	51.9	3.1	3.2	1.1

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
深圳联系人	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	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：上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层

邮编：200123

北京市

地址：北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层

邮编：100034