沱牌舍得(600702.SH)

人事结构积极调整，市场化迈出关键一步，重申“买入”

评级： 买入 前次： 买入

目标价（元）： 29.4

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

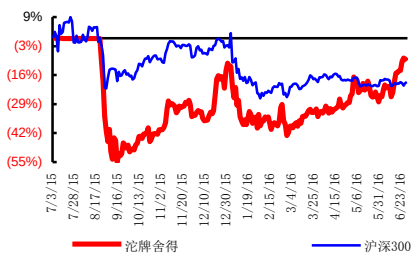
联系人 范劲松 fanjs@r.qlzq.com.cn

2016 年 07 月 05 日

基本状况

总股本(百万股)	337
流通股本(百万股)	337
市价(元)	24.8
市值(百万元)	8,355
流通市值(百万元)	8,355

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	1,677.2	2,218.99	2,864.7
营业收入增速	1.86%	-19.99%	45.07%	32.3 %	29.10%
净利润增长率	13.72%	-46.76%	807.56	123.55%	72.24%
摊薄每股收益（元）	0.04	0.02	0.19	0.43	0.74
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	128.26	57.38	33.31
PEG	34.21	—	0.16	0.46	0.46
每股净资产（元）	6.66	6.66	6 83	7.21	7.85
每股现金流量	-0.44	0.36	0.74	0.72	1.27
净资产收益率	0.60%	0.32%	2.81%	5.95%	9.41%
市净率	2.80	3.44	3.60	3.41	3.13
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

- **事件：7 月 5 日，公司发布公告宣布沱牌舍得集团已经在工商行政管理部门完成股权转让及增资的变更登记手续，并取得了新的营业执照，沱牌舍得集团股权交割正式完成。同时，6 名高管辞去董事职务，李家顺不在担任董事长和总经理职务，董事会同意提名周政、刘力等 8 人为董事获选人，聘任刘力先生担任公司总经理，聘任张树平先生担任公司常务副总经理。**

- **点评：公司管理层换届进度超出市场预期，印证了我们对公司改革最彻底的判断。本次换届主要是公司核心管理人员进行了全面更替，但负责一线营销的高管以及生产人员未变。管理层的大幅调整虽有争议但有助于公司错综复杂关系的厘清，也有助于后期严控跑冒滴漏环节。综合而言，本次换届的正面影响大于负面影响。我们认为公司在营销、管理方面改革力度空前绝后，名优酒品牌积淀背景下白酒主业增长具备高弹性，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”。**

- **管理层换届进度超预期，改革进程有望全面提速。**继 6 月 30 日沱牌舍得集团股权转让及增资扩股交割仪式举行仅 5 天时间，集团便完成了工商变更手续，标志着沱牌舍得实现彻底化改革。原先沱牌老管理层逐步淡出，新领导班子天洋进入接管，其中天洋执行董事刘力被提名公司总经理，具有多年沱牌销售工作经验的高管张树平被聘任为常务副总经理。从拟设立的董事会成员来看，除 2 名独董外，天洋集团 5 人，原沱牌集团 4 人，天洋已占据主导地位。我们认为本次管理层换届进度大幅超出市场预期，且天洋集团善用销售人才，表露出要坚定做大做强白酒主业的决心。刘力介入后，积极梳理产品线、发力中高端系列，收缩销售区域、聚焦强势市场，费用管控执行到位、激励机制明显改善，驱动上半年收入实现

35%左右增长，下半年以刘力为核心的新一届领导班子有望全面加速改革进程。

- **股权交割正式完成，全年收入有望向 20 亿元销售目标迈进。**7 月 5 日，沱牌舍得集团股权交割正式完成，预计 7 月上旬资产交割将全部完成。我们认为公司全年收入有望迈向 20 亿元销售目标，上半年营销改善效果已初步显现，下半年改革进程全面提速下业绩有望迎来加速增长，保守估计全年收入有望实现 45%增长，主要驱动力在于：**（1）库存出清，轻装上阵：**2015 年公司发货量较少，主要以消化渠道库存为主，2016 年去库存阶段基本结束，渠道库存处于 1 个多月合理水平，经销商打款进度正常；**（2）市场投入持续加大，激励机制有望得到全面强化：**今年公司发力中高端产品，成立营销管理中心，目前销售人员达 500 余人，下半年计划增加销售人员去做市场，强化终端掌控能力。目前激励举措仅限于销售人员，后续有望覆盖管理层，激发整体经营活力，中高端酒有望实现高速增长；**（3）管理效率有望明显提升：**公司国企办事效率低下，活动审批需要 1-2 个月，下半年天洋正式入主将深化改革管理体制，管理和决策效率有望得到明显提升。

- **白酒主业增长具备高弹性，我们认为未来 2-3 年收入复合增速有望达到 30%以上，百亿市值值得期待。（1）基酒价值重估角度：**按照公司净资产来估算，其中基酒存货不低于 10 万吨，绝大多数为储存 15 年以上的高端基酒，为百亿市值提供有力保障。**（2）业绩增长角度：**白酒主业具备高弹性，且天洋入主存资产注入预期，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 亿元。从目前的进展来看，我们认为未来 2-3 年天洋将聚焦白酒主业，做大做强沱牌舍得品牌以兑现承诺，预计收入复合增速可达 30%以上。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 年若天洋能完成业绩承诺公司市值有望达到 100 亿元。

- **投资建议：目标价 29.4 元，维持“买入”评级。**目前集团股权交割正式完成，上半年营销改革驱动业绩实现快速增长，下半年天洋正式入主将全面启动市场化机制改革，经营活力将大幅提升，业绩有望实现加速增长。上调盈利预测，我们预计公司 2016-2018 年营业收入为 16.77、22.19、28.65 亿元，YOY 分别为 45.07%、32.30%、29.10%；净利润 0.65、1.45、2.49 亿元，YOY 分别为 807.56%、123.55%、72.24%。对照可比公司平均 PS，给予公司 2017 年 4.5 倍 PS，对应 2017 年市值为 100 亿元，对应目标价 29.4 元，维持“买入”评级。

- **风险提示：三公消费限制力度持续加大、白酒行业竞争加剧、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	1,158.00	1,621.20	2,188.62
收入yoy		-38.79%	-6.02%	-10.21%	60.00%	40.00%	35.00%
销售成本（百万元）	378.19	247.34	310.62	289.25	433.88	564.04	705.05
成本yoy		-34.60%	25.58%	-6.88%	50.00%	30.00%	25.00%
毛利率（%）	73.01%	71.16%	61.46%	60.03%	62.53%	65.21%	67.79%
毛利（百万元）	1,023.16	610.37	495.42	434.50	724.13	1,057.16	1,483.57
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	308.66	370.39	425.95
收入yoy		3.74%	22.17%	-47.43%	30.00%	20.00%	15.00%
销售成本（百万元）	253.56	201.91	301.57	181.05	217.26	238.99	262.88
成本yoy		-20.37%	49.36%	-39.96%	20.00%	10.00%	10.00%
毛利率（%）	28.85%	45.39%	33.23%	23.75%	29.61%	35.48%	38.28%
毛利（百万元）	102.80	167.79	150.09	56.38	91.40	131.40	163.06
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	210.56	227.40	250.14
		-5.24%	-2.04%	4.10%	8.00%	8.00%	10.00%
成本（百万元）	145.65	112.39	100.78	102.72	108.88	115.42	124.65
		-22.84%	-10.33%	1.92%	6.00%	6.00%	8.00%
毛利率（%）	27.81%	41.21%	46.19%	47.31%	48.29%	49.25%	50.17%
毛利（百万元）	56.10	78.79	86.50	92.24	101.67	111.99	125.49
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	1,677.22	2,218.99	2,864.71
收入yoy		-27.60%	1.86%	-19.99%	45.07%	32.30%	29.10%
总成本	777.40	561.64	712.97	573.02	760.02	918.44	1,092.58
成本yoy		-27.75%	26.94%	-19.63%	32.63%	20.84%	18.96%
总毛利	1,182.06	856.95	732.01	583.12	917.20	1,300.55	1,772.13
毛利率（%）	60.33%	60.41%	50.66%	50.44%	54.69%	58.61%	61.86%

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**	**1,677**	**2,219**	**2,865**
增长率	*-27.60%*	*1.9%*	*-20.0%*	*45.1%*	*32.3%*	*29.1%*
营业成本	-562	-713	-573	-760	-918	-1,093
% 销售收入	*39.6%*	*49.3%*	*49.6%*	*45.3%*	*41.4%*	*38.1%*
毛利	857	732	583	917	1,301	1,772
% 销售收入	*60.4%*	*50.7%*	*50.4%*	*54.7%*	*58.6%*	*61.9%*
营业税金及附加	-161	-165	-130	-184	-251	-324
% 销售收入	*11.3%*	*11.4%*	*11.2%*	*11.0%*	*11.3%*	*11.3%*
营业费用	-444	-352	-238	-335	-422	-516
% 销售收入	*31.3%*	*24.4%*	*20.6%*	*20.0%*	*19.0%*	*18.0%*
管理费用	-193	-168	-167	-226	-273	-329
% 销售收入	*13.6%*	*11.6%*	*14.5%*	*13.5%*	*12.3%*	*11.5%*
息税前利润（EBIT）	60	47	48	171	355	603
% 销售收入	*4.2%*	*3.3%*	*4.1%*	*10.2%*	*16.0%*	*21.1%*
财务费用	-19	-33	-35	-28	-13	0
% 销售收入	*1.4%*	*2.3%*	*3.1%*	*1.7%*	*0.6%*	*0.0%*
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%*	*9.1%*	*4.3%*	*2.4%*
营业利润	48	32	27	158	357	618
营业利润率	*3.4%*	*2.2%*	*2.3%*	*9.4%*	*16.1%*	*21.6%*
营业外收支	1	3	6	4	4	4
税前利润	**49**	**35**	**33**	**162**	**362**	**623**
利润率	*3.5%*	*2.4%*	*2.8%*	*9.6%*	*16.3%*	*21.7%*
所得税	-38	-22	-26	-97	-217	-374
所得税率	*76.2%*	*61.8%*	*78.2%*	*60.0%*	*60.0%*	*60.0%*
净利润	12	13	7	65	145	249
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**	**65**	**145**	**249**
净利率	*0.8%*	*0.9%*	*0.6%*	*3.9%*	*6.5%*	*8.7%*

现金流量表（人民币百万元）

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
净利润	12	13	7	65	145	249
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	10	2	-9
营运资金变动	12	-232	40	120	45	139
经营活动现金净流	**104**	**-148**	**121**	**248**	**243**	**429**
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	-167	-163	-381
其他	-334	153	-251	-29	-29	-27
筹资活动现金净流	**-144**	**334**	**-68**	**-196**	**-191**	**-408**
现金净流量	**-79**	**141**	**22**	**78**	**80**	**50**

资产负债表（人民币百万元）

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
货币资金	145	286	308	386	466	516
应收款项	82	158	167	203	284	370
存货	2,027	2,061	2,118	2,145	2,265	2,335
其他流动资产	4	1	2	2	2	3
流动资产	2,258	2,507	2,595	2,736	3,017	3,224
% 总资产	*66.3%*	*68.1%*	*69.0%*	*71.2%*	*74.2%*	*76.6%*
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%*	*16.4%*	*14.3%*	*12.6%*
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%*	*28.8%*	*25.8%*	*23.4%*
资产总计	**3,408**	**3,679**	**3,761**	**3,842**	**4,063**	**4,211**
短期借款	390	571	753	586	423	42
应付款项	684	593	708	870	1,115	1,407
其他流动负债	92	266	51	79	89	111
流动负债	1,167	1,430	1,512	1,535	1,628	1,560
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**	**1,539**	**1,632**	**1,564**
普通股股东权益	2,239	2,245	2,246	2,304	2,432	2,647
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**	**3,842**	**4,063**	**4,211**

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	0.192	0.429	0.738
每股净资产(元)	6.637	6.657	6.658	6.830	7.209	7.847
每股经营现金净流(元)	0.309	-0.439	0.358	0.736	0.720	1.271
每股股利(元)	0.330	0.020	0.010	0.020	0.050	0.100
回报率						
净资产收益率	0.53%	0.60%	0.32%	2.81%	5.95%	9.41%
总资产收益率	0.35%	0.36%	0.19%	1.68%	3.56%	5.92%
投入资本收益率	0.64%	0.81%	0.43%	3.11%	6.82%	12.92%
增长率						
营业总收入增长率	-27.60%	1.86%	-19.99%	45.07%	32.30%	29.10%
EBIT增长率	-88.64%	-20.78%	0.87%	258.51%	107.89%	69.92%
净利润增长率	-96.82%	13.72%	-46.76%	807.56%	123.55%	72.24%
总资产增长率	-1.60%	7.95%	2.24%	2.15%	5.75%	3.63%
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	1,030.0	900.0	780.0
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	120.8	80.7	54.7
偿债能力						
净负债/股东权益	10.94%	21.66%	19.82%	8.70%	-1.75%	-17.90%
EBIT利息保障倍数	3.1	1.4	1.3	6.2	26.4	1,974.1
资产负债率	34.31%	38.96%	40.29%	40.04%	40.16%	37.14%

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。