

中葡股份 (600084)

账面资金充足，有望外延并购

盈利预测与估值	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入 (百万元)	303	309	334	360
同比 (%)	-42.1	2.0	8.0	8.0
净利润 (百万元)	16	-15	4	6
同比 (%)	48.0	-196.2	--	44.5
毛利率 (%)	59.0	59.9	60.9	60.9
ROE (%)	0.6	-0.6	0.2	0.3
每股收益 (元)	0.01	-0.01	0.00	0.01
P/E	569.46	-591.91	2040.83	1412.70
P/B	3.61	3.63	3.67	3.74

事件：我们近期对进行了跟踪研究。

投资要点

■ **产业战略升级，可能做外延式并购。**1) 出售资产，账面资金充足。公司于2013年至2015年分别出售了阜康分公司、新天房产剩余股权和蒸馏酒类资产等，此举将优化公司产业布局。出售资产后，公司账面资金充足，根据季报判断，估计目前持有现金7-8亿。我们猜测公司未来还可能通过多种方式融资，为外延并购做准备。2) **设立并购基金，外延并购能力强。**15年7月公司与关联方中非信银(上海)股权投资管理有限公司共同发起设立瑞或(上海)股权投资基金合伙企业(有限合伙)，我们判断公司可能在消费品领域做产业链延伸，创造新的业务增长点。3) **持有九鼎农产品公司12%股权，有望带来较好的投资收益。**九鼎农产品公司经营状况良好，2015年实现营收、净利分别为4.6亿、0.4亿，项目全部建成后将成为西北最大的一站式服务农产品批发市场，未来可能加强农产品产业链条的延伸，推动全产业链体系建设。九鼎有望为公司带来较好的投资收益。

■ **原料是葡萄酒业务的核心优势，整风运动影响接近尾声，营销能力是短板。**1) “产地生态”为战略支撑点，可控原料基地充足。中葡的原料基地与法国波尔多处于同一纬度，拥有自然生态环境优势和独特的气候条件，种植、原料和酿造等质量控制工序严格。公司拥有5万亩可控葡萄种植基地，原料优势明显。2) **品牌具有一定知名度，终端需求受整风运动的影响接近尾声，但营销能力欠缺，改善空间大。**公司产品构成为高中低档的西域沙地、尼雅和新天，产品线齐全，能够满足不同客户需求，品牌具有一定的知名度。受整风运动影响，团购业务萎缩，13-15年公司营收持续下滑，我们判断16年终端需求企稳。但公司营销能力是短板，市场反应速度偏慢，这也是西北葡萄酒企业普遍的短板，改善空间大。

■ **盈利预测与投资建议。**预计16-18年EPS分别为-0.01、0.00、0.01元，主业短期估值偏高，主要看点在于潜在的外延并购，但由于方向尚不明确，我们暂不评级。

■ **风险提示：**食品安全风险，业务拓展不达预期，行业竞争加剧。

2016年7月25日

证券分析师 马浩博

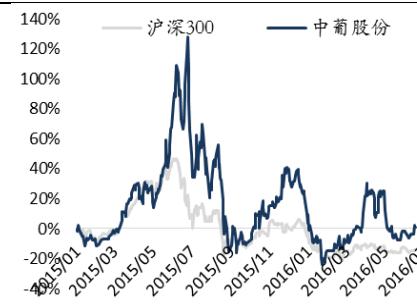
执业资格证书号码: S0850513090003

mahb@research.dwstock.com.cn

研究助理 汤玮亮

tangwzl@dwzq.com.cn

股价走势



市场数据

收盘价 (元)	9.04
一年最低价/最高价	4.85/9.09
市净率	4.22
流通市值 (亿)	90.24

基础数据

每股净资产	2.14
资产负债率	31.00
总股本 (亿股)	11.24
流通股A股 (亿股)	9.98

图表 1：三年预测财务报表

资产负债表 (百万元)	2015	2016E	2017E	2018E	利润表 (百万元)	2015	2016E	2017E	2018E
流动资产	3285.2	3017.3	2836.8	2647.8	营业收入	303.1	309.2	333.8	360.4
现金	1490.2	1490.2	1217.3	899.3	营业成本	124.3	124.0	130.6	141.1
应收款项	220.1	224.5	242.3	261.6	营业税金及附加	24.1	21.4	23.1	24.9
存货	1120.1	1117.7	1177.5	1271.4	营业费用	242.5	161.6	133.5	136.9
其他	454.9	184.9	199.6	215.5	管理费用	56.2	44.2	47.7	51.5
非流动资产	639.0	682.4	712.3	740.1	财务费用	96.1	44.2	32.2	34.0
长期股权投资	0.0	0.0	0.0	0.0	投资净收益	243.9	25.2	25.2	25.2
固定资产	247.7	296.8	332.4	365.8	其他	-14.0	0.0	0.0	-0.0
无形资产	113.3	107.6	102.0	96.3	营业利润	-10.1	-61.0	-8.1	-2.8
其他	278.0	278.0	278.0	278.0	营业外净收支	52.7	20.0	20.0	20.0
资产总计	3924.1	3699.7	3549.1	3387.9	利润总额	42.6	-41.0	11.9	17.2
流动负债	1112.0	837.8	737.3	648.5	所得税费用	14.9	-14.3	4.2	6.0
短期借款	924.0	674.0	574.0	474.0	少数股东损益	12.2	-11.7	3.4	4.9
应付账款	78.6	78.5	82.7	89.3	归属母公司净利润	15.5	-14.9	4.3	6.3
其他	109.4	85.3	80.6	85.2	EBIT	-119.9	-20.6	22.0	30.9
非流动负债	401.9	401.6	401.3	401.0	EBITDA	-69.3	3.7	49.7	62.4
长期借款	0.0	0.0	0.0	0.0	重要财务与估值指标	2015	2016E	2017E	2018E
其他	401.9	401.6	401.3	401.0	每股收益(元)	0.01	-0.01	0.00	0.01
负债总计	1513.9	1239.3	1138.6	1049.5	每股净资产(元)	2.18	2.17	2.14	2.10
少数股东权益	-39.5	25.5	6.6	-20.6	发行在外股份(百万股)	1123.7	1123.7	1123.7	1123.7
归属母公司股东权益	2449.7	2434.8	2403.8	2359.1	ROIC(%)	-2.5%	-0.8%	0.0%	0.1%
负债和股东权益总计	3924.1	3699.7	3549.1	3387.9	ROE(%)	0.6%	-0.6%	0.2%	0.3%
现金流量表 (百万元)	2015	2016E	2017E	2018E	毛利率(%)	59.0%	59.9%	60.9%	60.9%
经营活动现金流	-56.2	306.4	-79.6	-107.3	EBIT Margin(%)	-39.5%	-6.6%	6.6%	8.6%
投资活动现金流	464.8	-56.5	-58.0	-59.6	销售净利率(%)	5.1%	-4.8%	1.3%	1.7%
筹资活动现金流	-100.0	-250.0	-135.3	-151.0	资产负债率(%)	38.6%	33.5%	32.1%	31.0%
现金净增加额	308.6	0.0	-272.9	-318.0	收入增长率(%)	-42.1%	2.0%	8.0%	8.0%
折旧和摊销	50.5	24.2	27.7	31.5	净利润增长率(%)	48.0%	-196.2%	-129.0%	44.5%
资本开支	63.9	-56.5	-58.0	-59.6	P/E	569.46	(591.91)	2040.83	1412.70
营运资本变动	139.6	232.2	-92.8	-117.8	P/B	3.61	3.63	3.67	3.74
企业自由现金流	143.7	186.6	-108.8	-125.9	EV/EBITDA	(149.22)	2751.65	200.75	158.29

资料来源：东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推測不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出自为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘在 5% 以上；

中性：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；

减持：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘在 -5% 以下。

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021
传真：(0512) 62938527
公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>