

2016年08月31日

沱牌舍得 (600702.SH)

舍得系列带动收入增长,期待深化改制快速推进落实

■事件:公司公告2016年半年度业绩,上半年实现营业收入7.8亿元,同比增长24.3%,归属上市公司股东净利润2317万元,同比增长243.5%;经营活动产生现金流量净额968万元,同比增长108.6%,EPS为0.07元。单2季度收入为3.53亿元,增长13.2%,净利润1100万元,在同期低基数下快速增长。

■修补营销短板,收入增速在“小”酒中居前。公司上半年实现营业收入7.8亿元,同比增长24.3%,其中2季度单季同比增长13.2%,在“小”白酒当中增速靠前。公司在1季度收入较快增长的基础上,2季度继续实现两位数增长,表现好于市场预期。在白酒行业缓慢复苏背景下,公司年初开始加大营销改革力度,包括聚焦核心单品和优势市场、加强渠道管控、扩大销售队伍等举措,同时完善销售人员激励机制,修补营销短板带来的效果逐步显现,上半年公司整体收入增速位居行业第二(仅次于水井坊,剔除ST皇台)。

■中高端舍得系列增长快速,聚焦带来产品结构改善。白酒主业收入6.6亿元,同比增长24.1%,其中中高档酒实现营收5.5亿元,同比增长达47.7%,中高档酒以舍得系列(品味舍得和舍得酒坊)为主,公司实施产品聚焦打造品味舍得核心单品,同时加强渠道价格体系管控以及加大销售人员市场化激励力度共同带动中高端酒销售快速增长。此前我们草根调研判断品味舍得上半年增长50%左右,最终增速基本验证此前我们的预期。低档酒实现营收1.1亿元,同比下降31.8%,主要受上半年开展产品聚焦和清理低价贴牌产品影响。

■盈利能力逐步修复,仍有提升空间。公司上半年白酒业务毛利率为49%,同比下降4.24%,主要系短期部分产品价格仍处恢复阶段,下半年在渠道逐步理顺后毛利率有望回升。上半年销售费用和财务费用同比下降明显,其中广告费用大幅下降,财务费用中利息也有所减少。销售费用率为12.9%,下降9.2pct,财务费用率为1.2%,下降接近2pct。上半年资产减值损失同比增加1202万元(系分公司计提资产减值准备所致),投资收益同比减少1474万元(系参股天马玻璃公司利润减少所致),对利润表现有一定影响。整体上半年净利率为2.97%,达13年上半年以来的新高。随着产品结构改善、改制带来经营效率提升,公司整体盈利能力仍有较大提升空间。

■积极关注后续改制深化,改制红利可期。天洋集团入主成为公司控股股东后,对董事会进行高效改组,管理层基本保持稳定。未来公司将在继续聚焦白酒主业基础上深化改制,以释放企业经营活力和成长潜力。公司有良好的产能储备和品牌沉淀,随着后续营销改革举措不断展开推进,以及公司激励机制再上台阶,预计盈利能力持续修复提升将是大概率事件。

■投资建议:我们预计公司2016-18年EPS为0.33/0.57/0.90元,维持买入-B评级和6个月目标价30元,建议继续关注公司改制深化后的中线机会。

■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	1,618.5	2,233.2	3,121.9
净利润	13.4	7.1	111.7	190.7	301.9
每股收益(元)	0.04	0.02	0.33	0.57	0.90
每股净资产(元)	6.66	6.66	6.82	7.10	7.55

盈利和估值	2014	2015	2016E	2017E	2018E
市盈率(倍)	571.9	1,074.2	68.6	40.1	25.4
市净率(倍)	3.4	3.4	3.3	3.2	3.0
净利润率	0.9%	0.6%	6.9%	8.5%	9.7%
净资产收益率	0.6%	0.3%	4.9%	8.0%	11.8%
股息收益率	0.1%	0.0%	0.8%	1.2%	2.0%
ROIC	1.0%	0.6%	5.4%	6.5%	11.1%

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

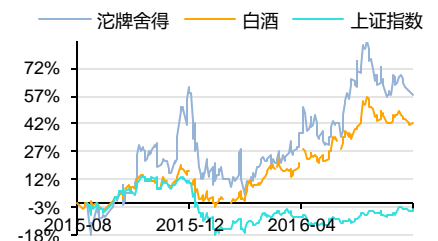
投资评级 **买入-B**
维持评级

6个月目标价: **30.00元**
股价(2016-08-30) **22.70元**

交易数据

总市值(百万元)	7,656.71
流通市值(百万元)	7,656.71
总股本(百万股)	337.30
流通股本(百万股)	337.30
12个月价格区间	11.83/26.79元

股价表现



资料来源:Wind资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-6.52	11.99	63.19
绝对收益	-3.32	20.93	59.34

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

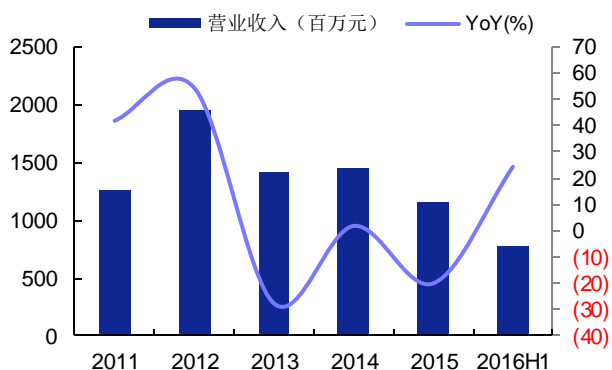
相关报告

沱牌舍得: 沱牌舍得: 2 季度收入增速好于预期,	2016-08-16
盈利修复途中	
沱牌舍得: 彻底改制落地, 全方位改善可期	2016-07-04
沱牌舍得: 行业复苏叠加 改制红利,规模新高可期	2016-06-15

上半年修补营销短板，收入增速在“小”酒中居前

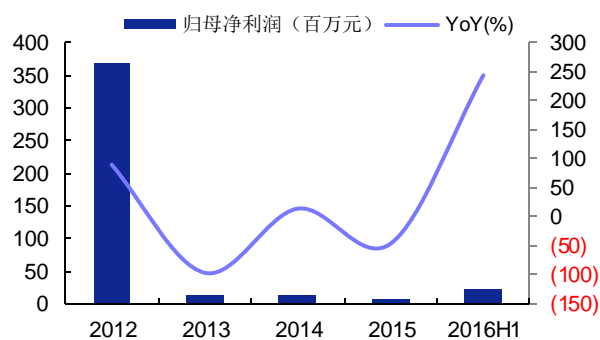
公司公告 2016 年半年度业绩，上半年实现营业收入 7.8 亿元，同比增长 24.3%，归属上市公司股东净利润 2317 万元，同比增长 243.5%；经营活动产生现金流量净额 968 万元，同比增长 108.6%，EPS 为 0.07 元。单 2 季度收入为 3.53 亿元，增长 13.2%，净利润 1100 万元，在同期低基数下快速增长。在白酒行业缓慢复苏背景下，公司年初开始加大营销改革力度，包括聚焦核心单品和优势市场、加强渠道管控、扩大销售队伍等举措，同时完善销售人员激励机制，修补营销短板带来的效果逐步显现，上半年公司整体收入增速位居行业第二（仅次于水井坊，剔除 ST 皇台）。

图 1：上半年收入增长 24.3%



资料来源：公司公告、安信证券研究中心

图 2：上半年净利润在低基数上增长 243.5%

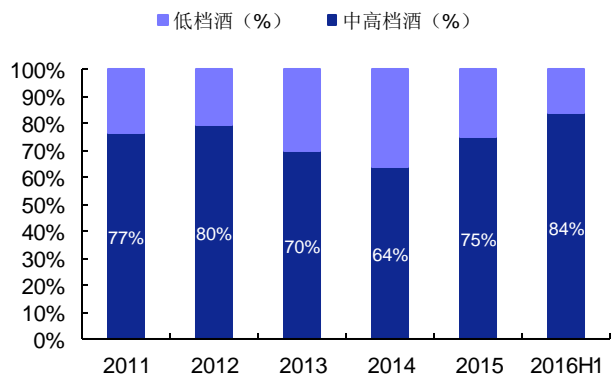


资料来源：公司公告、安信证券研究中心

中高端舍得系列增长快速，聚焦带来产品结构改善

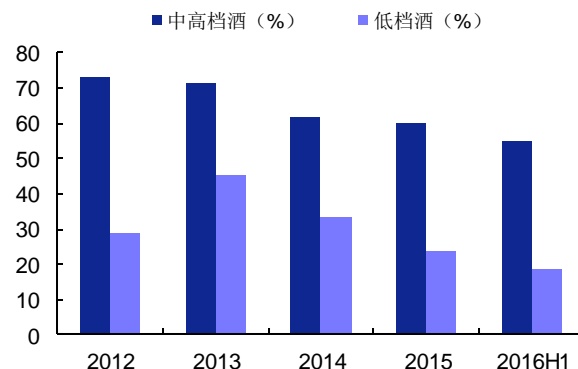
上半年公司实现白酒主业收入 6.6 亿元，同比增长 24.1%，其中中高档酒实现营收 5.5 亿元，同比增长达 47.7%，中高档酒以舍得系列（品味舍得和舍得酒坊）为主，公司实施产品聚焦打造品味舍得核心单品，同时加强渠道价格体系管控以及加大销售人员市场化激励力度共同带动中高端酒销售快速增长。此前我们草根调研判断品味舍得上半年增长 50% 左右，最终增速基本验证此前我们的预期。低档酒实现营收 1.1 亿元，同比下降 31.8%，主要受上半年开展产品聚焦和清理低价贴牌产品影响。

图 3：上半年中高档酒收入占比提升至 84%



资料来源：公司公告、安信证券研究中心

图 4：上半年中高档和低档酒毛利率有所下降

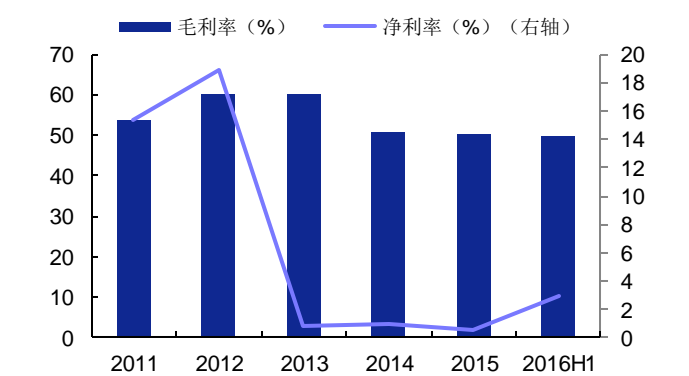


资料来源：公司公告、安信证券研究中心

盈利能力逐步修复，仍有提升空间

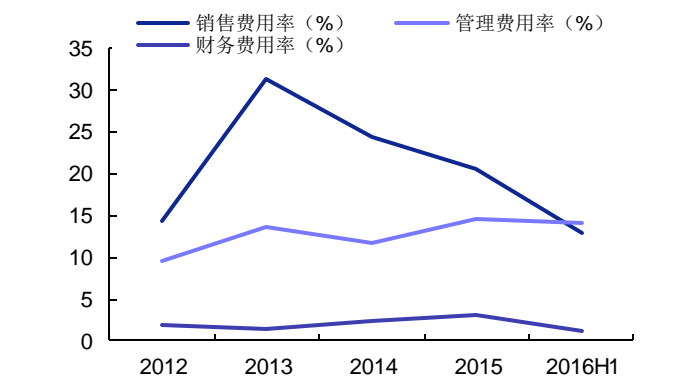
公司上半年白酒业务毛利率为 49%，同比下降 4.24%，主要系短期部分产品价格仍处恢复阶段，下半年在渠道逐步理顺后毛利率有望回升。上半年销售费用和财务费用同比下降明显，其中广告费用大幅下降，财务费用中利息也有所减少。销售费用率为 12.9%，下降 9.2pct，财务费用率为 1.2%，下降接近 2pct。上半年资产减值损失同比增加 1202 万元（系分公司计提资产减值准备所致），投资收益同比减少 1474 万元（系参股天马玻璃公司利润减少所致），对利润表现有一定影响。整体上半年净利率为 2.97%，达 13 年上半年以来的新高。随着产品结构改善、改制带来经营效率提升，公司整体盈利能力仍有较大提升空间。

图 5：公司上半年净利率有所提升



资料来源：公司公告、安信证券研究中心

图 6：公司上半年销售费用与财务费用率下降明显



资料来源：公司公告、安信证券研究中心

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	1,618.5	2,233.2	3,121.9	成长性					
减:营业成本	713.0	573.0	800.9	1,097.8	1,501.2	营业收入增长率	1.9%	-20.0%	40.0%	38.0%	39.8%
营业税费	164.6	129.9	183.3	252.7	352.5	营业利润增长率	-33.1%	-15.6%	733.4%	51.9%	44.9%
销售费用	352.3	238.5	197.7	257.0	334.2	净利润增长率	13.7%	-46.8%	1466.8%	70.8%	58.3%
管理费用	167.8	167.2	207.9	249.5	299.4	EBITDA 增长率	-10.0%	-1.4%	185.2%	38.4%	42.1%
财务费用	32.7	35.3	52.4	62.8	102.8	EBIT 增长率	-3.9%	-3.8%	346.3%	45.9%	47.8%
资产减值损失	1.6	0.1	10.0	1.0	2.0	NOPLAT 增长率	54.3%	-45.2%	925.3%	60.4%	61.2%
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%	33.0%	-6.0%	58.8%
投资和汇兑收益	19.2	14.9	-7.0	9.0	5.7	净资产增长率	0.3%	0.0%	2.4%	4.2%	6.4%
营业利润	32.2	27.2	226.4	343.8	498.1	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%	50.5%	50.8%	51.9%
利润总额	35.0	32.8	223.4	346.8	503.1	营业利润率	2.2%	2.3%	14.0%	15.4%	16.0%
减:所得税	21.7	25.6	111.7	156.1	201.3	净利润率	0.9%	0.6%	6.9%	8.5%	9.7%
净利润	13.4	7.1	111.7	190.7	301.9	EBITDA/营业收入	8.2%	10.1%	20.6%	20.6%	21.0%
						EBIT/营业收入	4.5%	5.4%	17.2%	18.2%	19.3%
						运营效率					
资产负债表						固定资产周转天数	152	184	126	83	54
						流动资产周转天数	336	450	441	381	377
						流动资产周转天数	594	794	690	609	601
						应收帐款周转天数	12	16	14	14	15
						存货周转天数	509	651	594	541	529
						总资产周转天数	883	1,158	944	784	720
						投资资本周转天数	601	785	674	541	486
						投资回报率					
						ROE	0.6%	0.3%	4.9%	8.0%	11.8%
						ROA	0.4%	0.2%	2.4%	3.8%	4.0%
						ROIC	1.0%	0.6%	5.4%	6.5%	11.1%
						费用率					
						销售费用率	24.4%	20.6%	12.2%	11.5%	10.7%
						管理费用率	11.6%	14.5%	12.8%	11.2%	9.6%
						财务费用率	2.3%	3.1%	3.2%	2.8%	3.3%
						三费/营业收入	38.3%	38.1%	28.3%	25.5%	23.6%
						偿债能力					
						资产负债率	39.0%	40.3%	51.3%	52.1%	66.0%
						负债权益比	63.8%	67.5%	105.4%	108.7%	193.8%
						流动比率	1.75	1.72	1.67	1.52	1.93
						速动比率	0.31	0.32	0.18	0.17	0.24
						利息保障倍数	1.98	1.77	5.32	6.47	5.84
						分红指标					
						DPS(元)	0.02	0.01	0.17	0.28	0.44
						分红比率	50.4%	47.3%	51.7%	49.8%	49.6%
						股息收益率	0.1%	0.0%	0.8%	1.2%	2.0%

现金流量表

	2014	2015	2016E	2017E	2018E	业绩和估值指标					
	2014	2015	2016E	2017E	2018E	2014	2015	2016E	2017E	2018E	
净利润	13.4	7.1	111.7	190.7	301.9	EPS(元)	0.04	0.02	0.33	0.57	0.90
加:折旧和摊销	56.0	56.6	54.5	54.5	54.5	BVPS(元)	6.66	6.66	6.82	7.10	7.55
资产减值准备	1.6	0.1	-	-	-	PE(X)	571.9	1,074.2	68.6	40.1	25.4
公允价值变动损失	-0.1	-0.0	67.1	22.4	-37.3	PB(X)	3.4	3.4	3.3	3.2	3.0
财务费用	31.4	30.5	52.4	62.8	102.8	P/FCF	52.9	301.0	-63.9	53.2	34.7
投资损失	-19.2	-14.9	7.0	-9.0	-5.7	P/S	5.3	6.6	4.7	3.4	2.5
少数股东损益	-	-	-	-	-	EV/EBITDA	54.7	69.1	26.5	18.5	15.7
营运资金的变动	-259.1	27.0	-981.6	131.8	-1,930.6	CAGR(%)	142.4%	248.6%	111.7%	142.4%	248.6%
经营活动产生现金流量	-148.0	120.8	-688.9	453.1	-1,514.4	PEG	4.0	4.3	0.6	0.3	0.1
投资活动产生现金流量	-44.8	-30.2	-7.0	9.0	5.7	ROIC/WACC	0.1	0.1	0.6	0.7	1.2
融资活动产生现金流量	333.5	-68.4	517.4	-413.0	1,579.8	REP	23.8	51.7	4.4	3.8	1.7

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
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
北京联系人	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
	周蓉	010-83321367	zhourong@essence.com.cn
深圳联系人	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