

# 西藏发展 (000752)

股东增持, 有望受益投行“绿色通道”加速转型

行业名称	食品饮料
投资建议	增持
当前价格:	17.8元
目标价格:	20元

## 投资要点:

### ➢ 公司简介: 自有业务经营面临压力, 转型发展正待启动

公司以啤酒生产和销售为主, 连续几年收入负增长。在此背景下, 公司一直都在寻求转型发展。今年6月, 公司就曾尝试进军新能源业务。虽未成功, 但是转型发展之路不会终止。目前公司市值仅47亿元, 总股本2.64亿股, 前三大股东持股比例不足28%, 业务结构较简单。我们判断, 公司未来可能借助现有股东继续进行外延式发展。今年, 公司新进股东天易隆兴(公司最大股东, 持股10.65%)、华宝香精香料(上海)有限公司(持股0.91%)均手握较多资源, 有望推动西藏发展加快转型发展。

### ➢ 公司大股东天易隆兴以及参股方华宝香精香料均具备较多资源, 也正寻求上市

天易隆兴的控股股东是中合联资产, 后者控股股东是中合联投资。其中, 中合联投资2015年收入1.5亿元, 净利润1140万元, 现有出资企业近二十余家, 业务涵盖小额贷款、互联网金融、农民信用合作社孵化、典当、基金及投资等金融、准金融领域。中合联以“专注小微, 服务三农”为理念, 参控股的10余家小额贷款公司累计贷款总额超过30亿元。

华宝食用香精香料(上海)有限公司是港股华宝国际的全资子公司。目前华宝国际已经明确要将其食用及日用香精香料业务分拆至A股上市, 而这一业务年收入规模高达28亿港元, 预计净利润接近15亿港元。

### ➢ 投资分析: 走在转型的路上, 目标价20元, 增持评级

公司属于小市值转型公司, 公司目前账上拥有近9.25亿元现金, 1.4亿元短期负债, 啤酒收入去年3.9亿元, 按照惠泉及兰州黄河等小啤酒公司的平均市销率(4.7倍)来看, 公司啤酒的重置价值在18.3亿元, 因此公司具有一定安全边际。参考同类小市值转型公司, 给予公司6.7倍PB, 对应目标价20元, 还有11%空间。但未来公司若转型成功, 股价空间决不仅限于此。

### ➢ 风险提示

政策风险; 转型不达预期。

## 基本数据

总股本/流通股本(百万股)	264/264
流通A股市值(百万元)	4,695
每股净资产(元)	3.00
资产负债率(%)	12.15
一年内最高/最低(元)	19.45/10.74

## 一年内股价相对走势



刘鹏 分析师  
 执业证书编号: s1110516070001  
 电话:  
 邮箱: liupeng@sh.tfzq.com

刘健 联系人  
 电话:  
 邮箱: liujian@sh.tfzq.com

## 相关报告

财务数据和估值	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	398.98	390.83	332.20	348.81	366.25
增长率(%)	-11.37%	-2.04%	-15.00%	5.00%	5.00%
EBITDA(百万元)	87.24	79.43	29.34	44.80	56.70
净利润(百万元)	25.71	16.46	11.66	14.20	17.33
增长率(%)	-80.17%	-36.00%	-29.14%	21.81%	22.04%
EPS(元/股)	0.10	0.06	0.04	0.05	0.07
市盈率(P/E)	188.87	295.09	416.46	341.88	280.14
市净率(P/B)	6.26	6.15	6.09	6.03	5.96
EV/EBITDA	38.84	58.48	155.30	103.46	81.82

数据来源: 公司公告, 天风证券研究所



报告信息

## 公司简介：自有业务经营面临压力，转型发展正待启动

西藏发展的前身是 1988 年成立的拉萨啤酒厂，并于 1997 年登陆深交所。目前，公司主要业务为啤酒（熟啤酒）生产，主要产品为 640ml 拉萨冰纯啤酒、640ml 瓶装啤酒、355ml 易拉罐啤酒等。在国内啤酒行业增长放缓、行业集中度进一步极高的竞争局势，公司继续有效利用本地的资源和地缘优势来保持啤酒业务的稳定发展，同时不断寻找和培育新的增长亮点。

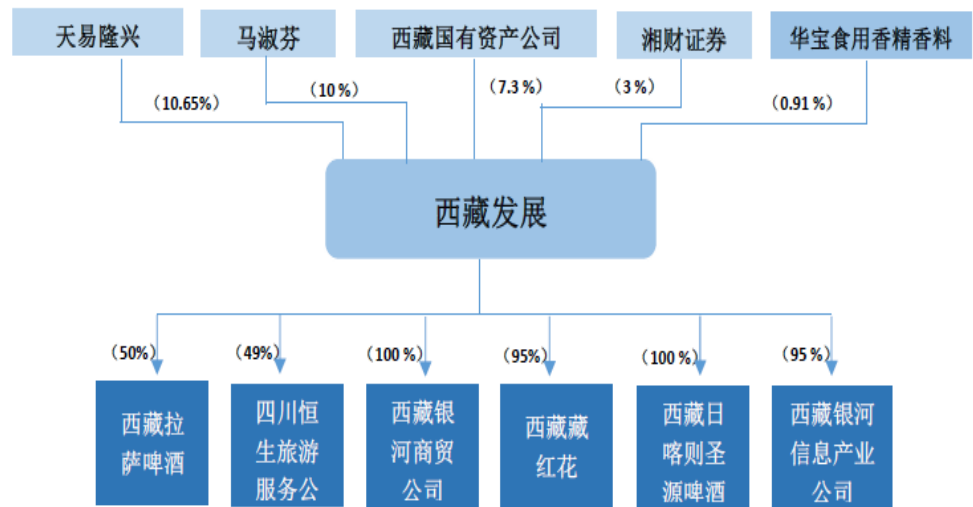
今年以来，公司曾经尝试通过外延并购进入新能源领域，但是未能成功。目前，公司市值仅 47 亿元，总股本 2.64 亿股，前三大股东持股比例不足 28%，业务结构较简单，且账上还有 9.25 亿现金，具备类壳公司结构。我们判断，公司未来可能借助现有股东继续进行外延式发展。一方面，公司在今年引入的大股东西藏天易隆兴就是北京中合联资产管理有限公司、天易隆达的控股子公司，中合联主要从事投资管理业务，未来可以为上市公司带来优质项目；另一方面，华宝食用香精香料公司也持有公司 0.91% 的股权，其母公司华宝国际正打算将其香精香料业务分拆至 A 股上市。

图表 1：西藏发展成长之路

时间	事件
1988 年	拉萨啤酒厂成立，当时全区唯一生产啤酒的厂家
1995 年	自治区政府搭桥与四川光大金联实业公司实现了跨地区、跨所有制的联姻，改国有独资工厂为有限责任公司
1997 年	拉萨啤酒责任有限公司以社会募集方式设立股份有限公司，同年深交所上市
2001 年	拉萨啤酒股份有限公司更名为“西藏银河科技发展股份有限公司”，主营业务也由啤酒向保健品（藏红花系列产品）以及纯净水饮料扩展
2004 年	西藏银河科技发展股份有限公司与嘉士伯国际有限公司共同投资 9665.3377 万美元设立了西藏拉萨啤酒有限公司，生产能力扩大到 15 万吨，目前拉萨啤酒股东有三家，分别是西藏发展，嘉士伯以及丹麦发展中国家工业基金会，持股比例分别是 50%，33%，17%
2011 年	进军稀土市场，2 亿参股德昌厚地稀土矿业有限公司，占股 26.67%，由于亏损严重 2013 年剥离。
2016 年	拟通过支付现金的方式购买国内某新能源企业 60% 股权，最终终止。
2016 年	收购失败后随即控股股东光大金联实业有限公司以 7 亿元将其所持 10.65% 的股权转让给西藏天易隆兴投资有限公司。

来源：公司公告，天风证券研究所

图表 2: 西藏发展股权结构示意图



来源: 公司公告天风证券研究所

啤酒基本上贡献公司的全部收入与利润,但是自 2013 年开始逐年出现下滑。2015 年,公司收入 3.9 亿元,净利润 1646 万元。在这种背景下,公司面临较大的经营压力,而转型发展成为其发展的必选之路。

图表 3: 2006-2016H1 西藏发展收入与净利润 (百万元)



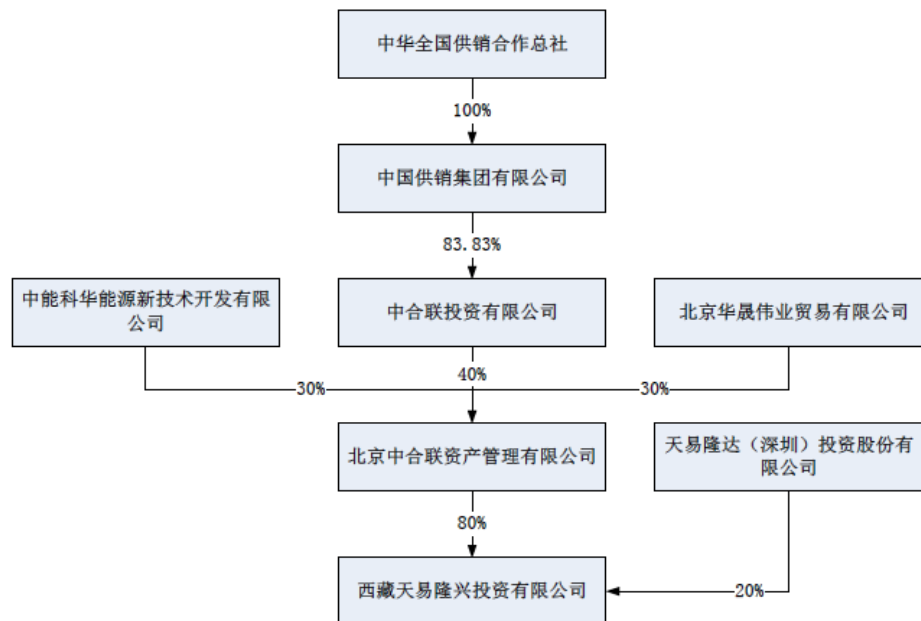
来源: wind、天风证券研究所

**现有资源: 大股东天易隆兴以及参股方华宝香精香料均具备较多资源, 也正寻求上市**

虽然公司现有股权结构较分散,但是现有股东手上优质资源较多,未来不排除会注入上市体内。其中,最重要的两个股东就是大股东天易隆兴,以及参股方华宝香精香料。

西藏天易隆兴的控股股东是中合联资产，后者控股股东是中合联投资。其中，中合联投资成立于 2005 年 12 月 2 日，主要从事项目投资、投资管理、资产管理、投资咨询等业务，2015 年收入 1.5 亿元，净利润 1140 万元。中合联现有出资企业近二十余家，业务涵盖小额贷款、互联网金融、农民信用合作社孵化、典当、基金及投资等金融、准金融领域。中合联在江苏、安徽、河北等地拥有了十余家小额贷款公司，以“专注小微，服务三农”为理念，参控股的 10 余家小额贷款公司累计贷款总额超过 30 亿元。

图表 4：西藏天易隆兴投资有限公司股权结构示意图



来源：公司公告、天风证券研究所

持有西藏发展 0.91% 的华宝食用香精香料（上海）有限公司是港股华宝国际的全资子公司，而华宝国际主营香精香料、烟草薄片、电子烟等业务。目前，华宝国际已经明确要将其食用及日用香精香料业务分拆至 A 股上市，而这一业务年收入规模高达 28 亿港元，预计所能贡献的净利润接近 15 亿港元。

## 投资分析：走在转型的路上，目标价 20 元，增持评级

不考虑外延，预计公司 16-18 年 EPS 分别为 0.04/0.05/0.07 元。考虑到公司转型动力足，且不断付诸行动，在大股东西藏天易隆兴和参股方华宝国际的推动下，有望加快推动转型发展。参考同类小市值转型公司的平均水平，给予公司 6.7 倍 PB，对应目标价为 20 元，相比较于现价还有 11% 空间，给予增持评级。但是，我们认为未来公司如果转型成功，公司的股价空间决不仅限于此。

图表 5: 西藏发展估值分析

代码	简称	收盘价	每股净资产	PB	市值	转型方向
002286.SZ	保龄宝	14.2	4.0	3.5	52	大健康
002515.SZ	金字火腿	16.7	2.2	7.6	102	金融、微商等
300149.SZ	量子高科	16.9	1.7	9.7	72	大健康
600883.SH	博闻科技	16.0	2.7	5.9	38	市场预期食品
002626.SZ	金达威	15.8	2.3	6.8	91	保健品
均值				6.7	71	
000752.SZ	西藏发展	17.8	3.0	6.0	47	

来源: wind, 天风证券研究所 (数据更新至 2016 年 9 月 27 日)

## 附录：团队介绍

刘鹏：天风证券食品饮料首席分析师，食品工程硕博连读。中国食品科学技术学会高级会员。曾向多家消费品产业基金提供专业性建议，并获得高度认可。擅长消费品产业+投资研究。重点覆盖调味品、健康食品（药食同源）、饮料、白酒，以及农业信息化、食品检测等供给侧改革品种。注重行业趋势分析和个股长期价值判断。2015年新财富最佳分析师食品饮料行业第二名，2015年水晶球最佳分析师食品饮料行业第二名。

2006-2011年食品工程硕博连读期间，主研方向为食品破坏性检测及风味分析，在以食品专业顶级期刊：欧洲食品学会会刊《Food Control》为代表的食品高水平期刊发表论文20多篇（12篇被SCI或EI收录），国家发明专利3项。并参与多个大型食品企业横向研发项目，深入了解食品工艺，渠道运作。2012-2016年，在华泰证券研究所，中信证券研究部和国信证券经济研究所分别担任分析师，高级分析师和首席分析师。从2012年开始，领先全市场挖掘了恒顺，中炬，白云山，百润，江中，煌上煌，涪陵榨菜等股票。2016年7月加入天风证券研究所。

刘健：天风证券食品饮料行业分析师。武汉大学医学本科，金融硕士。2014年5月进入国信证券研究所医药生物团队，一年后又进入食品饮料团队，并于2016年8月正式加入天风证券研究所。主要研究领域包括大健康（药食同源、保健食品等领域）、肉制品、白酒以及部分其他食品公司等。

周东景：天风证券食品饮料行业分析师，主要负责调味品，乳制品及其细分子行业的研究。本科毕业于西南财经大学，取得经济学学士学位。研究生毕业于美国Pepperdine University，取得金融学硕士学位。2015年12月进入国信证券经济研究所。

丁一：现为天风食品饮料行业分析师。主要负责食品类研究。2014年11月进入东吴证券研究所，大消费组-食品饮料行业；2016年8月，正式加入天风证券研究所。

赵淑慧：现为食品饮料行业助理分析师，毕业于英国考文垂大学银行与金融专业，取得硕士学位，于2016年5月进入天风证券研究所。

**图表 6: 财务预测摘要**

<b>资产负债表</b>						<b>利润表</b>					
单位:百万元	2014	2015	2016E	2017E	2018E	单位:百万元	2014	2015	2016E	2017E	2018E
货币资金	805.85	894.16	762.64	707.92	732.62	<b>营业收入</b>	<b>398.98</b>	<b>390.83</b>	<b>332.20</b>	<b>348.81</b>	<b>366.25</b>
应收账款	8.15	1.22	5.90	-5.58	-5.86	营业成本	283.46	282.61	262.44	265.10	271.03
预付账款	11.86	9.95	18.45	8.85	17.20	营业税金及附加	3.55	3.67	3.12	3.22	3.42
存货	24.20	28.23	17.12	29.97	17.12	营业费用	18.68	17.09	14.95	15.70	16.48
其他	2.61	0.32	2.00	1.64	1.32	管理费用	17.63	17.47	19.60	20.58	21.61
<b>流动资产合计</b>	<b>852.67</b>	<b>933.89</b>	<b>806.10</b>	<b>742.81</b>	<b>762.41</b>	财务费用	-9.58	-11.89	-13.75	-14.49	-14.19
长期股权投资	318.71	303.74	303.74	303.74	303.74	资产减值损失	0.09	0.11	0.11	0.11	0.11
固定资产	199.13	178.88	192.37	225.65	257.80	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
在建工程	1.71	1.71	37.03	70.22	72.13	投资净收益	-12.79	-14.97	-14.00	-13.00	-13.00
无形资产	5.72	5.56	5.39	5.23	5.07	其他	25.57	29.94	28.00	26.00	26.00
其他	0.13	0.06	0.11	0.07	0.07	<b>营业利润</b>	<b>72.35</b>	<b>66.79</b>	<b>31.74</b>	<b>45.60</b>	<b>54.80</b>
<b>非流动资产合计</b>	<b>525.40</b>	<b>489.95</b>	<b>538.64</b>	<b>604.90</b>	<b>638.81</b>	营业外收入	15.04	0.09	0.09	0.09	0.09
<b>资产总计</b>	<b>1,378.08</b>	<b>1,423.84</b>	<b>1,344.75</b>	<b>1,347.71</b>	<b>1,401.22</b>	营业外支出	0.25	2.00	3.00	2.00	2.00
短期借款	120.00	140.00	0.00	0.00	0.00	<b>利润总额</b>	<b>87.14</b>	<b>64.88</b>	<b>28.83</b>	<b>43.69</b>	<b>52.89</b>
应付账款	20.04	29.25	43.80	22.26	41.15	所得税	16.26	8.14	3.62	5.48	6.63
其他	47.35	9.80	39.15	31.31	28.62	<b>净利润</b>	<b>70.89</b>	<b>56.75</b>	<b>25.21</b>	<b>38.21</b>	<b>46.26</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>187.40</b>	<b>179.04</b>	<b>82.95</b>	<b>53.57</b>	<b>69.77</b>	少数股东损益	45.18	40.29	13.55	24.01	28.93
长期借款	4.30	4.30	0.00	0.00	0.00	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>25.71</b>	<b>16.46</b>	<b>11.66</b>	<b>14.20</b>	<b>17.33</b>
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	每股收益(元)	0.10	0.06	0.04	0.05	0.07
其他	1.01	1.01	1.01	1.01	1.01						
<b>非流动负债合计</b>	<b>5.31</b>	<b>5.31</b>	<b>1.01</b>	<b>1.01</b>	<b>1.01</b>						
<b>负债合计</b>	<b>192.71</b>	<b>184.36</b>	<b>83.96</b>	<b>54.58</b>	<b>70.78</b>						
少数股东权益	409.49	449.78	463.34	487.35	516.28	<b>主要财务比率</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016E</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>
股本	263.76	263.76	263.76	263.76	263.76	<b>成长能力</b>					
资本公积	24.06	24.06	24.06	24.06	24.06	营业收入	-11.37%	-2.04%	-15.00%	5.00%	5.00%
留存收益	512.12	525.93	533.69	542.02	550.40	营业利润	-63.41%	-7.68%	-52.48%	43.68%	20.18%
其他	-24.06	-24.06	-24.06	-24.06	-24.06	归属于母公司净利润	-80.17%	-36.00%	-29.14%	21.81%	22.04%
<b>股东权益合计</b>	<b>1,185.37</b>	<b>1,239.48</b>	<b>1,260.78</b>	<b>1,293.13</b>	<b>1,330.43</b>	<b>获利能力</b>					
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>1,378.08</b>	<b>1,423.84</b>	<b>1,344.75</b>	<b>1,347.71</b>	<b>1,401.22</b>	毛利率	28.95%	27.69%	21.00%	24.00%	26.00%
						净利率	6.44%	4.21%	3.51%	4.07%	4.73%
						ROE	3.31%	2.08%	1.46%	1.76%	2.13%
						ROIC	10.49%	9.53%	3.21%	5.46%	6.07%
						<b>偿债能力</b>					
						资产负债率	13.98%	12.95%	6.24%	4.05%	5.05%
						净负债率	-52.50%	-59.50%	-67.74%	-52.48%	-49.11%
						流动比率	4.55	5.22	9.72	13.87	10.93
						速动比率	4.42	5.06	9.51	13.31	10.68
						<b>营运能力</b>					
						应收账款周转率	79.27	83.36	93.28	2,196.70	-64.02
						存货周转率	16.12	14.91	14.65	14.81	15.55
						总资产周转率	0.29	0.28	0.24	0.26	0.27
						<b>每股指标(元)</b>					
						每股收益	0.10	0.06	0.04	0.05	0.07
						每股经营现金流	0.26	0.43	0.20	0.13	0.33
						每股净资产	2.94	2.99	3.02	3.05	3.09
						<b>估值比率</b>					
						市盈率	188.87	295.09	416.46	341.88	280.14
						市净率	6.26	6.15	6.09	6.03	5.96
						EV/EBITDA	38.84	58.48	155.30	103.46	81.82
						EV/EBIT	53.99	84.61	253.33	148.99	114.25

数据来源: 公司报告、天风证券研究所

## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

## 投资评级说明

股票投资评级：自报告日后的 6 个月内，预期股价绝对收益 20%以上为“买入”、10%~20%为“增持”、-10%~10%为“持有”、-10%以下为“卖出”。

行业投资评级：自报告日后的 6 个月内，预期行业指数相对于沪深 300 指数，涨幅 5%以上为“强于大市”、-5%~5%为“中性”、-5%以下为“弱于大市”。

## 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

## 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

	电话	传真	邮箱	地址
武汉	(8627)-87618889	(8627)-87618863	research@sh.tfzq.com	湖北省武汉市武昌区中南路99号保利广场A座37楼 (430071)
上海	(8621)-68815388	(8621)-50165671	research@sh.tfzq.com	上海市浦东新区兰花路333号333世纪大厦 10F (201204)