



东兴证券
DONGXING SECURITIES

拍得塔牌14.78%股权，意义大于收益

——会稽山（601579）事件点评

2017年1月5日

强烈推荐/维持

会稽山

事件点评

事件：

会稽山公布公告，公司于2016年12月29日参与浙江省绍兴市柯桥区人民法院在淘宝网司法拍卖网络平台上进行的对绍兴县肯利达纺织有限公司持有浙江塔牌绍兴酒有限公司1182.55万股股权的竞买，占塔牌绍兴酒总股本的14.78%，最终以1.61亿元的成交价竞得了本次竞拍标的。

主要观点：

1. 拍得价格合理

从公司公告来看，公司以13.63元/股的价格拍得塔牌14.78%的股权，以公开资料来看，塔牌2013年的销售额约为5亿元，我们根据近几年黄酒行业及黄酒上市公司的报表情况，预计塔牌2016年的销售额约为5-6亿元，净利率在10%左右，以我们的假设来看，公司本次拍得塔牌股权的价格并不贵，PE约为20倍，单从PE估值角度来看，远低于目前黄酒行业估值。

2. 意义大于收益

对于此次公司拍得塔牌股权，我们的观点为：增利不大，意义重大。首先，从利润贡献角度来看，公司在并表投资收益之后，预计给公司带来约为700-800万的投资收益，相较于公司2015年1.5亿的营业利润而言占比较小；其次，从浙江黄酒乃至全国黄酒格局而言，我们认为有利于降低黄酒企业之间的低价竞争，从竞争到有合作基础。

绍兴黄酒一直被认为黄酒正宗，从历史来看，古越龙山、会稽山和塔牌的分工分别为省外、省内和出口，但是随着黄酒行业的发展，黄酒企业逐步转变为国内的全国化发展，在全国化过程中，由于黄酒的“小酒种”特征（黄酒企业的品牌度、消费人群、收入规模等均低于白酒），虽然“顺风车”现象在一定程度上影响了黄酒全国化发展，但是我们认为黄酒行业的低价竞争仍是主要因素，此次会稽山持股塔牌部分股权，有利于改善行业的经营环境，意义大于收益。

徐昊

010-66554017

xuhao@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480514070003

焦凯

010-66554144

jiaokai@dxzq.net.cn

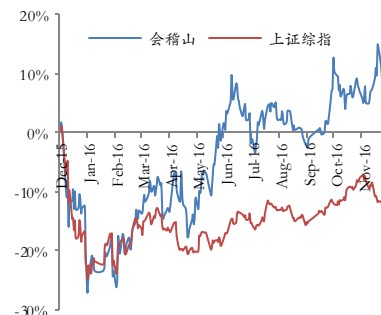
执业证书编号：

S1480512090001

交易数据

52周股价区间（元）	13.69-14.41
总市值（亿元）	71.67
流通市值（亿元）	35.73
总股本/流通A股（万股）	49736/24800
流通B股/H股（万股）	/
52周日均换手率	1.45

52周股价走势图



资料来源：wind，东兴证券研究所

相关研究报告

- 1、《黄酒行业专题报告：提价趋势已现，期待盈利逐步改善》2016-11-02
- 2、《会稽山（601579）事件点评：再次提价平抑成本上涨》2016-12-28

3、期待黄酒价值回归

2016 年年初绍兴市政府召集辖区内的黄酒企业举办协调会，着重探讨行业内低价竞争问题，这也表示当地政府对黄酒产品价格偏低的关注，而后黄酒行业巨头企业于 2016 年上半年进行一次集中提价，其中会稽山年末由于原材料因素再次部分产品提价，我们认为无论是价格偏低的因素还是原材料上涨的因素进行的提价，均有利于黄酒产品的价值提升，并且随着黄酒行业集中度的提升，更多的竞争关系转为合作关系，我们期待黄酒的价值回归。

结论：

公司在近期提价以平抑成本压力的情况下拍得塔牌部分股权，增强公司与塔牌合作的预期，我们看好公司的发展，预计公司并表唐宋和乌毡帽之后 16-18 年 EPS0.38 元、0.43 元、0.45 元，对应 PE39 倍、34 倍、32 倍，维持强烈推荐评级。

风险提示：

食品安全风险；业绩不达预期风险。

公司盈利预测表

资产负债表			单位: 百万元			利润表			单位: 百万元		
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E		2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
流动资产合计	1097	1214	1663	1924	2081	营业收入	859	915	1333	1546	1674
货币资金	245	291	400	464	502	营业成本	470	511	734	850	920
应收账款	72	86	0	0	0	营业税金及附加	32	47	55	59	0
其他应收款	7	35	51	59	64	营业费用	116	105	160	195	222
预付款项	1	2	0	-1	-3	管理费用	81	88	133	155	167
存货	745	796	1206	1397	1512	财务费用	15	19	16	15	15
其他流动资产	5	4	4	4	4	资产减值损失	2.71	8.21	0.00	0.00	0.00
非流动资产合计	1084	1216	1263	1190	1083	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	0	0	150	150	150	投资净收益	0.00	0.34	0.00	0.00	0.00
固定资产	796	805	736	660	577	营业利润	143	152	242	276	291
无形资产	165	269	242	215	188	营业外收入	12.70	8.57	9.00	9.00	9.00
其他非流动资产	10	2	0	0	0	营业外支出	6.40	2.62	1.50	1.50	1.50
资产总计	2181	2430	2925	3115	3164	利润总额	150	158	250	284	298
流动负债合计	688	870	960	1055	1133	所得税	38	42	62	71	75
短期借款	184	394	394	393	392	净利润	112	116	187	213	224
应付账款	280	254	402	466	504	少数股东损益	2	2	0	0	0
预收款项	79	43	69	100	134	归属母公司净利润	110	114	187	213	224
一年内到期的非	0	0	0	0	0	EBITDA	213	254	354	394	415
非流动负债合计	36	34	0	0	0	EPS (元)	0.22	0.23	0.38	0.43	0.45
长期借款	0	0	0	0	0	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0		2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
负债合计	724	904	960	1055	1133	成长能力					
少数股东权益	24	23	23	23	23	营业收入增长	-8.00%	6.49%	45.66%	16.01%	8.25%
实收资本 (或股	400	400	497	497	497	营业利润增长	-15.90%	5.96%	59.45%	14.21%	5.17%
资本公积	529	528	528	528	528	归属于母公司净利润	-11.37%	3.41%	64.65%	13.78%	5.03%
未分配利润	439	497	578	669	766	获利能力					
归属母公司股东	1434	1503	1694	1801	1912	毛利率 (%)	-8%	6%	46%	16%	8%
负债和所有者权	2181	2430	2678	2879	3068	净利率 (%)	13%	12%	14%	14%	13%
现金流量表			单位: 百万元			总资产净利润 (%)		199%	93%	76%	225%
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E	ROE (%)	8%	8%	11%	12%	12%
经营活动现金流	2171	1930	46	227	307	偿债能力					
净利润	1208	1606	187	213	224	资产负债率 (%)	33%	37%	33%	34%	36%
折旧摊销	200	225	96	103	110	流动比率				1.82	1.84
财务费用	-12	-18	16	15	15	速动比率				0.50	0.50
应付账款的变化	-49	-26	148	64	38	营运能力					
预收账款的变化	28	-37	27	31	33	总资产周转率	0.40	0.40	0.50	0.51	0.53
投资活动现金流	-614	-667	-148	0	0	应收账款周转率	0	0	0	0	0
公允价值变动收			0	0	0	应付账款周转率					
长期股权投资减			-150	0	0	每股指标 (元)					
投资收益			0	0	0	每股收益 (最新摊薄)	0.33	0.28	0.38	0.43	0.45
筹资活动现金流	-638	-1354	-15	-123	-128	每股净现金流 (最新	-0.12	0.12	-0.24	0.21	0.36
应付债券增加			0	0	0	每股净资产 (最新摊	3.58	3.76	3.41	3.62	3.85
长期借款增加			0	0	0	估值比率					
普通股增加			97	0	0	P/E	43.91	51.75	38.50	33.84	32.22
资本公积增加			0	0	0	P/B	4.04	3.86	4.25	4.00	3.77
现金净增加额	919	-91	-117	104	179	EV/EBITDA	26.88	23.18	20.35	18.09	17.09

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

徐昊

会计学硕士，2008 年加入国都证券从事农业和食品饮料行业研究、2011 年加入安信证券从事食品饮料行业研究、2013 年加入东兴证券从事食品饮料行业研究，7 年食品饮料行业研究经验。

焦凯

2010 年进入证券行业；2012 年加入东兴证券研究所，从事食品饮料行业研究，4 年食品饮料行业研究经验。

联系人简介

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司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头寸并进行交易，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。本报告版权仅为我公司所有，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，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。