

舍得系列强势恢复，调整方案继续推进股东增持

■ **事件:** 公司公布 2016 年年报, 全年实现营业收入 14.6 亿元, 同比增长 26.4%, 归属上市公司股东净利润 8,020 万元, 同比增长高达 1025%, EPS 为 0.24 元。全年收入基本符合我们预期, 净利润略低于预期, 主要受资产减值损失及投资收益等拖累。单 4 季度收入为 3.62 亿元, 同比增长 6.5%, 净利润 2,539 万元, 同比增长 699%。公司还公布定增预案修订稿, 对定增方案进行调整, 继续推进大股东和实际控制人增持。

■ **大刀阔斧调产品, 低端产品下滑, 舍得系列强势恢复, 毛利率显著提升。** 公司 2016 年酒类业务收入 12.4 亿元, 同比增长 28.7%, 其中以舍得为主的中高档酒收入 10.5 亿元, 同比增长 45%, 实现快速增长。舍得 2016 年销量 3,056 吨, 同比增长高达 61%。低档酒收入 1.86 亿元, 同比下降 21.8%, 主要受全年开发产品大力清理的影响, 另外新推“天特优”系列对部分产品进行招商替代。中高端产品贡献增长, 使得酒类业务毛利率同比提升 14.0 个百分点至 65.1%, 其中中高档酒毛利率达 71.7%, 同比提升 11.6pcts。公司于 1 月起对舍得酒提价 20 元/瓶, 2017 年中高档产品毛利率仍有提升空间。我们认为, 公司中高端继续聚焦品味舍得打造大单品, 中低端通过产品线梳理已于 2016 年底推出沱牌天曲、特曲和优曲三大战略新品, 重塑品牌形象和明晰价格定位, 2017 年高端产品在次高端整体良好氛围下增长乐观, 中低端酒将企稳增长, 酒类业务整体有望较上年继续保持良好势头。

■ **改制效果初显, 产品结构、人员激励和销售模式均有提升。** 改制后, 公司重点加强营销环节, 通过聚焦核心单品和优势市场、加强渠道管控、扩大销售队伍、完善销售人员激励机制等举措, 将过去公司较为薄弱的营销环节快速补强。公司 2016 年末销售人员达 818 人, 全年新增 280 多人, 2017 年销售人员有望超千人。2016 年开始加大市场直接投入, 销售费用同比增长 33.4%, 主要来自于精细化营销之下市场开发费用及人员工资的较快增长, 销售费用率为 21.76%, 同比提升 1.1pct。

■ **调整定增方案, 继续推进股东增持, 现金认购彰显主业发展信心。** 受再融资新规影响, 公司对定增方案进行调整, 调整后参与对象为大股东沱牌集团及实际控制人天洋控股, 以现金方式合计认购不超 6746 万股 (现总股本 20%), 金额不超 18.4 亿元, 募投资金将继续用于酿酒技改项目、营销体系建设项目及沱牌舍得酒体验中心项目投资。我们认为, 公司生产和营销历史欠账较多, 行业调整期公司陷入困境, 资金实力严重不足 (2016 年末流动负债 16.37 亿, 其中短期借款 8.36 亿), 市场投入不足, 亟待资金支持, 再融资完成将极大增强公司市场投入能力, 在本轮白酒发展周期当中获得更佳成绩。

■ **投资建议:** 我们认为公司是近年来稀缺的改制彻底的白酒标的, 改制以来, 公司已经发生巨大变化, 后续定增如完成则完全理顺股权结构, 公司激励机制有望进一步改善。作为次高端白酒标的, 公司业绩增长弹性可观。暂不考虑定增摊薄, 我们预计公司 2017-19 年 EPS 为 0.56/0.87/1.41 元, 维持买入-B 评级, 6 个月目标价 30 元。

■ **风险提示:** 增发进度不确定性从而影响预期, 新品销售不达预期拖累报表。

(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入	1,156.1	1,461.6	2,084.1	2,825.7	3,738.1
净利润	7.1	80.2	188.1	292.7	475.2
每股收益(元)	0.02	0.24	0.56	0.87	1.41
每股净资产(元)	6.66	6.89	7.28	7.89	8.88
盈利和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
市盈率(倍)	1,129.0	100.4	42.8	27.5	16.9
市净率(倍)	3.6	3.5	3.3	3.0	2.7
净利润率	0.6%	5.5%	9.0%	10.4%	12.7%
净资产收益率	0.3%	3.4%	7.7%	11.0%	15.9%
股息收益率	0.0%	0.0%	0.7%	1.1%	1.8%
ROIC	0.6%	3.4%	7.9%	10.8%	17.3%

投资评级 **买入-B**
维持评级

6 个月目标价: **30.00 元**
股价 (2017-03-02) **23.86 元**

交易数据

总市值 (百万元)	8,047.98
流通市值 (百万元)	8,047.98
总股本 (百万股)	337.30
流通股本 (百万股)	337.30
12 个月价格区间	15.80/26.79 元

股价表现



资料来源: Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	0.96	4.62	47.96
绝对收益	3.2	4.19	61.3

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: 拟定增注入大资金, 川酒金花发展加力	2017-01-22
沱牌舍得: 销售改善明显, 继续大力度梳理产品线	2016-10-27
沱牌舍得: 舍得系列带动收入增长, 期待深化改制快速推进落实	2016-08-31
沱牌舍得: 2 季度收入增速好于预期, 盈利修复途中	2016-08-16
沱牌舍得: 彻底改制落地, 全方位改善可期	2016-07-04

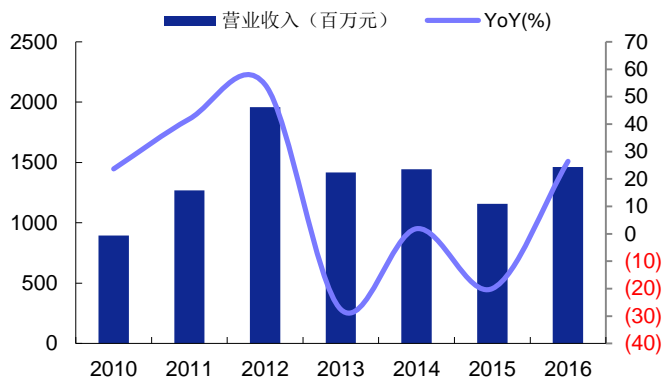
事件：公司披露 2016 年报，对定增方案进行调整

公司公布 2016 年年报，全年实现营业收入 14.6 亿元，同比增长 26.4%，归属上市公司股东净利润 8020 万元，同比增长高达 1025%，EPS 为 0.24 元。全年收入基本符合我们预期，净利润略低于预期，主要受资产减值损失及投资收益等拖累。单四季度收入为 3.62 亿元，同比增长 6.5%，净利润 2539 万元，同比增长 699%。此外，公司还公布定增预案修订稿，对定增方案进行调整。

大刀阔斧调产品，低端产品下滑，舍得系列强势恢复，毛利率显著提升

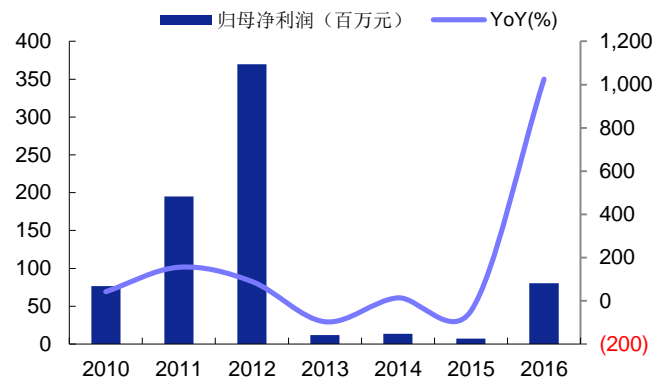
公司 2016 年酒类业务收入 12.4 亿元，同比增长 28.7%，其中以舍得为主的中高档酒收入 10.5 亿元，同比增长 45%，实现快速增长。舍得 2016 年销量 3,056 吨，同比增长高达 61%。低档酒收入 1.86 亿元，同比下降 21.8%，主要受全年开发产品大力清理的影响，另外新推“天特优”系列对部分产品进行招商替代。中高端产品贡献增长，使得酒类业务毛利率同比提升 14.0 个百分点至 65.1%，其中中高档酒毛利率达 71.7%，同比提升 11.6pcts。公司于 1 月起对舍得酒提价 20 元/瓶，2017 年中高档产品毛利率仍有提升空间。我们认为，公司中高端继续聚焦品味舍得打造大单品，中低端通过产品线梳理已于 2016 年底推出沱牌天曲、特曲和优曲三大战略新品，重塑品牌形象和明晰价格定位，2017 年高端产品在次高端整体良好氛围下增长乐观，中低端酒将企稳增长，酒类业务整体有望较上年继续保持良好势头。

图 1：公司 2016 年营业收入同比增长 26.4%



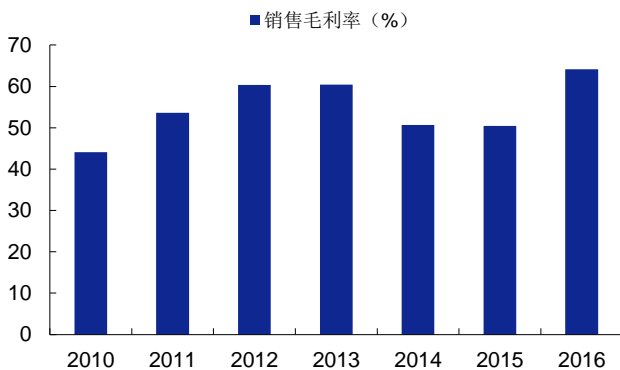
资料来源：公司公告

图 2：公司 2016 年归母净利润 8020 万元，同比快速增长



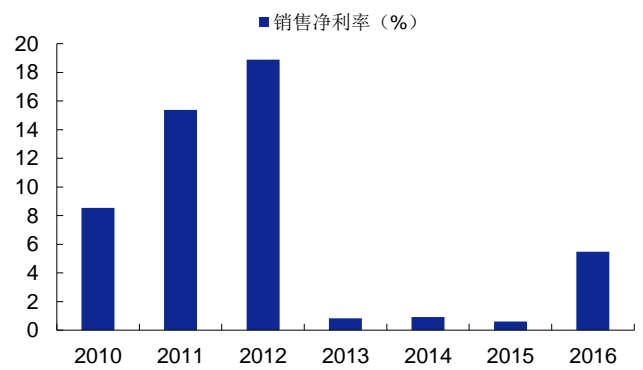
资料来源：公司公告

图 3：公司 2016 年毛利率为 64.2%，同比提升较快



资料来源：公司公告

图 4：公司 2016 年净利率为 5.5%，仍有较大提升



资料来源：公司公告

图 5：沱牌系列产品图



资料来源：公司网站

图 6：舍得系列产品图

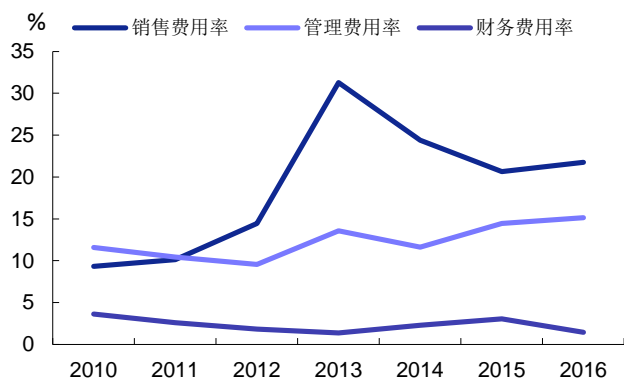


资料来源：公司网站

改制效果初显，产品结构、人员激励和销售模式均有提升

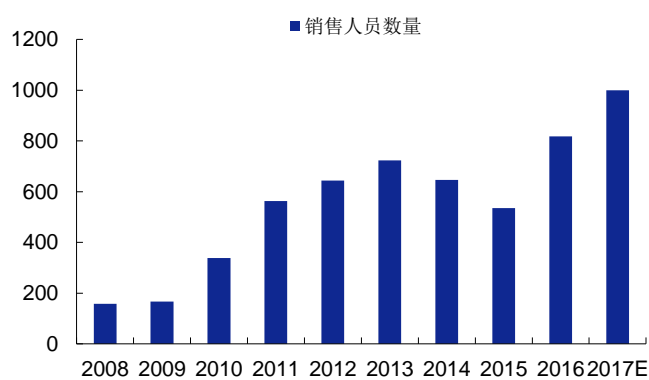
改制后，公司重点加强营销环节，通过聚焦核心单品和优势市场、加强渠道管控、扩大销售队伍、完善销售人员激励机制等举措，将过去公司较为薄弱的营销环节快速补强。公司 2016 年末销售人员达 818 人，全年新增 280 多人，2017 年销售人员有望超千人。2016 年开始加大市场直接投入，销售费用同比增长 33.4%，主要来自于精细化营销之下市场开发费用及人员工资的较快增长，销售费用率为 21.76%，同比提升 1.1pct。

图 7：公司 2016 年销售费用率为 21.8%，同比小幅提升

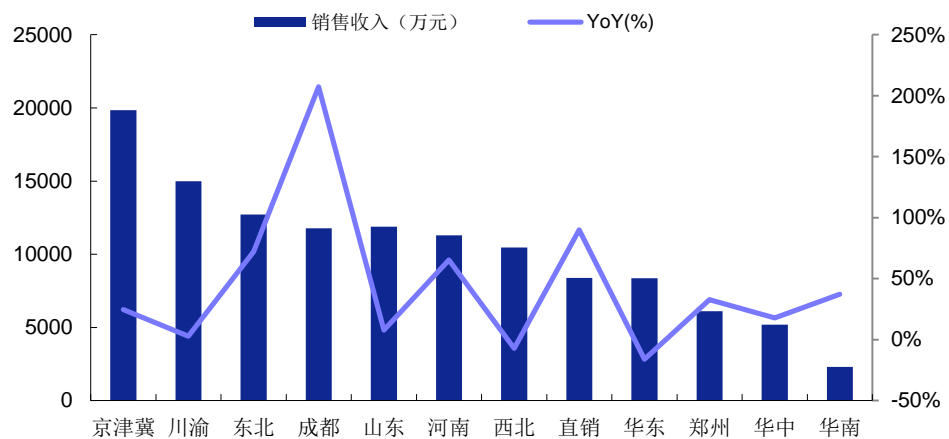


资料来源：Wind

图 8：公司销售人员目标扩大至 1000 人以上



资料来源：Wind、安信证券研究中心

图 9：公司主要销售大区 2016 年销售收入规模及增速情况


资料来源：公司公告、安信证券研究中心

调整定增方案，继续推进股东增持，现金认购彰显主业发展信心

受再融资新规影响，公司对定增方案进行调整，调整后参与对象为大股东沱牌集团及实际控制人天洋控股，以现金方式合计认购不超 6746 万股（现总股本 20%），金额不超 18.4 亿元，募投资金将继续用于酿酒技改项目、营销体系建设项目及沱牌舍得酒体验中心项目投资。我们认为，公司生产和营销历史欠账较多，行业调整期公司陷入困境，资金实力严重不足（2016 年末流动负债 16.37 亿，其中短期借款 8.36 亿），市场投入不足，亟待资金支持，再融资完成将极大增强公司市场投入能力，在本轮白酒发展周期当中获得更佳成绩。

表 1：定增认购基本情况

序号	发行对象	认购数量 (万股)	认购金额 (万元)
1	四川沱牌舍得集团有限公司	不超 4048 万股	不超 110375 万元
2	天洋控股集团有限公司	不超 2698 万股	不超 73565 万元
合计		不超 6746 万股	不超 183940 万元

资料来源：公司公告

表 2：募集资金及项目用途

序号	募集资金投资项目	投资总额 (万元)	拟投入募集资金金额 (万元)
1	酿酒配套工程技改项目	199,380	155,020
2	营销体系建设项目	19,179	19,179
3	沱牌舍得酒文化体验中心	10,228	9,741
合计		228,787	183,940

资料来源：公司公告

投资建议：

我们认为公司是近年来稀缺的改制彻底的白酒标的，改制以来，公司已经发生巨大变化，后续定增如完成则完全理顺股权结构，公司激励机制有望进一步改善。作为次高端白酒标的，公司业绩增长弹性可观。暂不考虑定增摊薄，我们公司 2017-19 年 EPS 为 0.56/0.87/1.41 元，维持买入-B 评级，6 个月目标价 30 元。

风险提示：

增发进度具有不确定性从而影响预期，新品销售不达预期拖累报表。

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E	(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	1,156.1	1,461.6	2,084.1	2,825.7	3,738.1	成长性					
减:营业成本	573.0	523.9	728.5	936.2	1,229.1	营业收入增长率	-20.0%	26.4%	42.6%	35.6%	32.3%
营业税费	129.9	165.6	235.9	319.1	422.9	营业利润增长率	-15.6%	564.7%	110.1%	39.5%	48.7%
销售费用	238.5	318.1	463.7	593.5	771.6	净利润增长率	-46.8%	1025.1%	134.6%	55.6%	62.3%
管理费用	167.2	221.0	310.7	388.4	504.9	EBITDA 增长率	-1.4%	114.9%	78.3%	32.5%	45.1%
财务费用	35.3	21.0	18.2	13.8	23.4	EBIT 增长率	-3.8%	222.6%	97.3%	36.6%	49.2%
资产减值损失	0.1	22.3	10.0	1.0	2.0	NOPLAT 增长率	-45.2%	547.0%	125.9%	50.3%	62.8%
加:公允价值变动收益	0.0	-0.2	67.1	-44.7	7.5	投资资本增长率	6.7%	-2.9%	9.6%	1.5%	37.4%
投资和汇兑收益	14.9	-9.0	-5.0	0.3	-4.6	净资产增长率	0.0%	3.5%	5.7%	8.3%	12.5%
营业利润	27.2	180.5	379.3	529.2	787.0	利润率					
加:营业外净收支	5.6	3.2	-3.0	3.0	5.0	毛利率	50.4%	64.2%	65.0%	66.9%	67.1%
利润总额	32.8	183.7	376.3	532.2	792.0	营业利润率	2.3%	12.4%	18.2%	18.7%	21.1%
减:所得税	25.6	103.5	188.1	239.5	316.8	净利润率	0.6%	5.5%	9.0%	10.4%	12.7%
净利润	7.1	80.2	188.1	292.7	475.2	EBITDA/营业收入	10.1%	17.2%	21.5%	21.0%	23.0%
						EBIT/营业收入	5.4%	13.8%	19.1%	19.2%	21.7%
资产负债表						运营效率					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E	固定资产周转天数	184	143	95	64	44
货币资金	307.9	541.3	166.7	226.1	299.0	流动营业资本周转天数	450	372	283	234	234
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	794	669	520	431	426
应收账款	45.3	60.0	99.1	124.1	159.1	应收帐款周转天数	16	13	14	14	14
应收票据	122.1	57.4	230.5	197.3	316.5	存货周转天数	651	529	419	364	362
预付帐款	1.1	1.1	2.2	1.3	3.7	总资产周转天数	1,158	952	710	565	522
存货	2,117.9	2,175.2	2,681.4	3,039.8	4,471.6	投资资本周转天数	785	632	458	356	322
其他流动资产	0.7	0.7	0.8	0.7	0.7	投资回报率					
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	ROE	0.3%	3.4%	7.7%	11.0%	15.9%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	0.2%	2.0%	4.4%	6.3%	7.6%
长期股权投资	228.9	219.9	219.9	219.9	219.9	ROIC	0.6%	3.4%	7.9%	10.8%	17.3%
投资性房地产	76.2	76.6	76.6	76.6	76.6	费用率					
固定资产	588.9	570.8	526.2	481.7	437.1	销售费用率	20.6%	21.8%	22.2%	21.0%	20.6%
在建工程	87.1	68.0	68.0	68.0	68.0	管理费用率	14.5%	15.1%	14.9%	13.7%	13.5%
无形资产	168.4	164.0	158.4	152.8	147.2	财务费用率	3.1%	1.4%	0.9%	0.5%	0.6%
其他非流动资产	16.8	30.2	28.0	28.2	28.8	三费/营业收入	38.1%	38.3%	38.0%	35.2%	34.8%
资产总额	3,761.3	3,965.1	4,257.8	4,616.4	6,228.3	偿债能力					
短期债务	753.0	836.0	570.6	466.9	633.0	资产负债率	40.3%	41.4%	42.3%	42.3%	51.9%
应付帐款	309.8	351.5	533.1	629.9	893.8	负债权益比	67.5%	70.5%	73.3%	73.4%	108.0%
应付票据	70.8	138.8	48.3	225.2	163.7	流动比率	1.72	1.73	1.77	1.84	2.02
其他流动负债	378.4	310.2	645.4	629.1	912.8	速动比率	0.32	0.40	0.28	0.28	0.30
长期借款	-	-	-	-	627.1	利息保障倍数	1.77	9.61	21.80	39.21	34.56
其他非流动负债	3.5	3.3	3.3	3.4	3.3	分红指标					
负债总额	1,515.5	1,639.8	1,800.7	1,954.5	3,233.7	DPS(元)	0.01	-	0.17	0.26	0.42
少数股东权益	-	-	-	-	-	分红比率	47.3%	0.0%	30.0%	30.0%	30.0%
股本	337.3	337.3	337.3	337.3	337.3	股息收益率	0.0%	0.0%	0.7%	1.1%	1.8%
留存收益	1,908.5	1,988.0	2,119.7	2,324.6	2,657.3						
股东权益	2,245.8	2,325.3	2,457.0	2,661.9	2,994.6						

现金流量表

现金流量表						业绩和估值指标					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E		2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	7.1	80.2	188.1	292.7	475.2	EPS(元)	0.02	0.24	0.56	0.87	1.41
加:折旧和摊销	56.6	49.5	50.2	50.2	50.2	BVPS(元)	6.66	6.89	7.28	7.89	8.88
资产减值准备	0.1	22.3	-	-	-	PE(X)	1,129.0	100.4	42.8	27.5	16.9
公允价值变动损失	-0.0	-0.2	67.1	-44.7	7.5	PB(X)	3.6	3.5	3.3	3.0	2.7
财务费用	30.5	20.4	18.2	13.8	23.4	P/FCF	316.4	33.8	-25.1	54.6	37.2
投资损失	-14.9	9.0	5.0	-0.3	4.6	P/S	7.0	5.5	3.9	2.8	2.2
少数股东损益	-	-	-	-	-	EV/EBITDA	69.1	31.2	18.7	13.8	10.4
营运资金的变动	27.0	105.4	-358.1	-47.3	-1,110.4	CAGR(%)	245.0%	81.0%	141.3%	245.0%	81.0%
经营活动产生现金流量	120.8	230.3	-29.5	264.4	-549.6	PEG	4.6	1.2	0.3	0.1	0.2
投资活动产生现金流量	-30.2	-38.8	-5.0	0.3	-4.6	ROIC/WACC	0.1	0.3	0.8	1.1	1.7
融资活动产生现金流量	-68.4	41.9	-340.0	-205.3	627.1	REP	55.1	9.1	3.8	2.7	1.3

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 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性 — 未来 6-12 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 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出 — 未来 6-12 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 6-12 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 6-12 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	葛娇妤	021-35082701	gejy@essence.com.cn
	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

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