

2018年01月28日

沱牌舍得 (600702.SH)

年报低于预期，短期谨慎，中期乐观

■事件：公司披露2017年度业绩预增公告，预计公司2017年度实现归属于上市公司股东的净利润为13,000万元到16,000万元，与上年同期相比增加4,980.10万元到7,980.10万元，同比增长62.10%到99.50%，扣除非经常性损益的净利润为12,300万元到15,300万元，与上年同期相比增加4,500.09万元到7,500.09万元，同比增长57.69%到96.16%。

■2017年是调整之年，年报业绩低于我们此前约2亿元的预期，也低于市场一致预期。按预告口径，公司2017年度业绩低于市场预期，也低于我们此前2亿元左右净利润的预期。分析4季度业绩，我们认为酒类业务收入有望延续前三季度态势，继续保持20%以上增长(1-6月酒类业务收入增长17.97%；1-9月酒类业务收入增长20.02%)，太平洋药业股权3季度出售以后，4季度营业收入影响偏负面。综合判断，2017全年营收预计低于年初计划，对于公司而言，2017年仍是调整年，三项主要业务均有调整：公司参股的天马玻璃仍然亏损，但随着2号炉正常运营，1号炉恢复生产临近，投资收益有望回升；聚焦主业背景下，药业公司被剥离，2017年8月达成药业公司股权转让，4季度缺位营收贡献；白酒主业方面，低档酒继续下滑，尚未企稳，中高档酒中舍得态势优良，但舍得以外产品贡献仍不明显，中高档酒整体增速尚未完全凸显，目前在25%-30%增速区间，低于相近体量的可比公司，公司营收端出现全面显著改善预计还看2018年。

■积极因素存在几个方面。第一，品牌运作思路清晰，核心产品舍得价格回升，后续双品牌运作重点看执行和效果；第二，效率提升，公司内部管理改善；第三，财务呈现改善态势。公司公告拟更名为“舍得酒业股份有限公司”，对标思路清晰，意在培训核心高端，树立品牌高度，产品运作上，“天特优”是沱牌三款主打战略新品，腰部产品支撑，意在群众基础。公司管理费用率下降，2季度管理费用率大幅抬升主要是计提员工内退福利费用所致，1、3季度管理费用率均同比下降，体现了公司管理效率提升的空间；综合考虑回款、应收票据和预收款指标，公司现金流改善也较为明显；此外，公司财务费用全面回落，处于2013年以来最低位。

■全面理顺还有两大步骤，营收成长性尚未显性化。公司实际控制人为民营资本天洋集团，通过持股沱牌集团70%股权控股上市公司，面对大股东和实际控制人的增发尚未完成（已获得增发批文），另外，公司股权重组后的管理层尚未引入含股权在内的激励机制。我们认为对于公司中长期发展，该两大步骤有待明确。

■投资建议：暂调整评级为增持-A，6个月目标价54.00元。我们假设2018年完成增发，新增股本约4,800万股，预计公司2017年-2019年的每股收益分别为0.43元、0.93元和2.13元，目标价相当于2019年25的动态市盈率。■风险提示：短期估值过高，2018年开局业绩确定性不高。

(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入	1,156.1	1,461.6	1,692.1	2,421.2	3,507.2
净利润	7.1	80.2	146.4	358.1	823.2
每股收益(元)	0.02	0.24	0.43	0.93	2.13
每股净资产(元)	6.66	6.89	7.20	11.71	13.21

盈利和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
市盈率(倍)	2,334.7	207.5	113.7	53.1	23.1
市净率(倍)	7.4	7.2	6.9	4.2	3.7
净利润率	0.6%	5.5%	8.7%	14.8%	23.5%
净资产收益率	0.3%	3.4%	6.0%	7.9%	16.2%
股息收益率	0.0%	0.1%	0.3%	0.6%	1.3%
ROIC	0.6%	3.4%	5.9%	14.9%	31.6%

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 增持-A

调低评级

6个月目标价：54.00元

股价(2018-01-26) 49.34元

交易数据

总市值(百万元)	16,642.38
流通市值(百万元)	16,642.38
总股本(百万股)	337.30
流通股本(百万股)	337.30
12个月价格区间	22.87/50.41元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	3.24	24.89	100.04
绝对收益	11.86	29.03	112.67

安雅泽

分析师

SAC 执业证书编号：S1450517100001
anyz@essence.com.cn
010-8332108

苏铖

分析师

SAC 执业证书编号：S1450515040001
sucheng@essence.com.cn
021-35082778

相关报告

- 沱牌舍得：一季度前低后高，后续季度增速提升大
概率/苏铖 2017-04-20
- 沱牌舍得：逻辑顺畅类老窖，主要存两大预期差/苏铖 2017-04-13
- 沱牌舍得：创新营销模式，营销变革再提速/苏铖 2017-04-11
- 沱牌舍得：舍得系列强势恢复，调整方案继续推进
股东增持/苏铖 2017-03-03
- 沱牌舍得：沱牌舍得点评/
苏铖 2017-01-22

主要终端的舍得价格回升

舍得价格处于回升态势,2016年以来,舍得厂价已经从不足400元逐步恢复到400元以上,实际成交价格从340元以下,逐步回升到最低360元的水平,预计还会继续回升。

图 1: 京东的舍得价格

资料来源: 京东自营价格, 安信证券研究中心

图 2: 1919 的舍得价格

资料来源: 1919 酒类直供, 安信证券研究中心

公司定增还未实施

公司拟非公开发行不超过 67,460,000 股人民币普通股, 募集资金总额为发行价格与发行股份总数的乘积, 不超过 183,940 万元。

公司增发获得证监会核准, 有效期自 2017 年 10 月 31 日起 6 个月。目前公司增发尚未实施。

图 3: 公司计划发行股份情况

股东名称	发行前		本次发行	发行后	
	股份数	比例	股份数	股份数	比例
沱牌集团	100,695,768	29.85%	40,480,000	141,175,768	34.88%
天洋控股	-	-	26,980,000	26,980,000	6.67%
其他 A 股股东	236,604,232	70.15%	-	236,604,232	58.46%
股份总数	337,300,000	100.00%	67,460,000	404,760,000	100.00%

资料来源: 公司增发方案 (修订稿), 安信证券研究中心

图 4：公司增发募投项目

序号	募集资金投资项目	投资总额	拟投入募集资金金额
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：公司增发方案（修订稿），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)	2015	2016	2017E	2018E	2019E	(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	1,156.1	1,461.6	1,692.1	2,421.2	3,507.2	成长性					
减:营业成本	573.0	523.9	413.8	520.6	725.6	营业收入增长率	-20.0%	26.4%	15.8%	43.1%	44.9%
营业税费	129.9	165.6	191.5	273.4	396.8	营业利润增长率	-15.6%	564.7%	59.7%	89.7%	99.9%
销售费用	238.5	318.1	541.5	682.2	886.9	净利润增长率	-46.8%	1025.1%	82.5%	144.6%	129.9%
管理费用	167.2	221.0	321.5	370.5	463.1	EBITDA 增长率	-1.4%	114.9%	39.1%	67.8%	88.3%
财务费用	35.3	21.0	9.5	-13.4	-43.3	EBIT 增长率	-3.8%	222.6%	47.8%	79.1%	96.8%
资产减值损失	0.1	22.3	-2.0	1.0	2.0	NOPLAT 增长率	-45.2%	547.0%	69.3%	132.9%	127.1%
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%	-7.6%	6.8%	-20.4%
投资和汇兑收益	14.9	-9.0	5.0	5.0	10.0	净资产增长率	0.0%	3.5%	4.4%	86.1%	12.8%
营业利润	27.2	180.5	288.4	547.1	1,093.5	利润率					
加:营业外净收支	5.6	3.2	4.4	3.8	4.1	毛利率	50.4%	64.2%	75.5%	78.5%	79.3%
利润总额	32.8	183.7	292.8	550.9	1,097.6	营业利润率	2.3%	12.4%	17.0%	22.6%	31.2%
减:所得税	25.6	103.5	146.4	192.8	274.4	净利润率	0.6%	5.5%	8.7%	14.8%	23.5%
净利润	7.1	80.2	146.4	358.1	823.2	EBITDA/营业收入	10.1%	17.2%	20.6%	24.2%	31.5%
						EBIT/营业收入	5.4%	13.8%	17.6%	22.0%	29.9%
资产负债表						运营效率					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E	固定资产周转天数	184	143	118	78	50
货币资金	307.9	541.3	626.6	2,517.8	3,718.3	流动营业资本周转天数	450	372	303	217	137
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	794	669	597	569	554
应收账款	45.3	60.0	9.4	17.5	21.5	应收帐款周转天数	16	13	7	2	2
应收票据	122.1	57.4	176.4	190.2	291.9	存货周转天数	651	529	440	305	207
预付帐款	1.1	1.1	0.8	1.2	1.8	总资产周转天数	1,158	952	832	725	656
存货	2,117.9	2,175.2	1,962.8	2,144.4	1,886.8	投资资本周转天数	785	632	517	359	230
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%	6.0%	7.9%	16.2%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	0.2%	2.0%	3.8%	6.1%	11.9%
长期股权投资	228.9	219.9	149.9	149.9	149.9	ROIC	0.6%	3.4%	5.9%	14.9%	31.6%
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	541.5	507.8	470.8	销售费用率	20.6%	21.8%	32.0%	28.2%	25.3%
在建工程	87.1	68.0	54.4	43.5	34.8	管理费用率	14.5%	15.1%	19.0%	15.3%	13.2%
无形资产	168.4	164.0	158.4	152.8	147.2	财务费用率	3.1%	1.4%	0.6%	-0.6%	-1.2%
其他非流动资产	16.8	30.2	95.1	93.0	91.8	三费/营业收入	38.1%	38.3%	51.6%	42.9%	37.3%
资产总额	3,761.3	3,965.1	3,852.7	5,895.4	6,892.0	偿债能力					
短期债务	753.0	836.0	624.2	500.0	700.0	资产负债率	40.3%	41.4%	37.0%	23.4%	26.1%
应付帐款	309.8	351.5	230.5	309.0	371.1	负债权益比	67.5%	70.5%	58.7%	30.5%	35.3%
应付票据	70.8	138.8	53.1	98.9	130.6	流动比率	1.72	1.73	1.95	3.78	3.30
其他流动负债	378.4	310.2	513.6	382.4	592.9	速动比率	0.32	0.40	0.57	2.11	2.25
长期借款	-	-	-	83.9	-	利息保障倍数	1.77	9.61	31.31	-39.68	-24.27
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	1,424.9	1,377.6	1,798.0	DPS(元)	0.01	0.07	0.13	0.28	0.64
少数股东权益	-	-	-	-	-	分红比率	47.3%	30.3%	30.0%	30.0%	30.0%
股本	337.3	337.3	337.3	385.7	385.7	股息收益率	0.0%	0.1%	0.3%	0.6%	1.3%
留存收益	1,908.5	1,988.0	2,090.5	4,132.1	4,708.4						
股东权益	2,245.8	2,325.3	2,427.8	4,517.9	5,094.1						
						业绩和估值指标					
现金流量表							2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	7.1	80.2	146.4	358.1	823.2	EPS(元)	0.02	0.24	0.43	0.93	2.13
加:折旧和摊销	56.6	49.5	51.4	52.4	53.2	BVPS(元)	6.66	6.89	7.20	11.71	13.21
资产减值准备	0.1	22.3	-	-	-	PE(X)	2,334.7	207.5	113.7	53.1	23.1
公允价值变动损失	-0.0	-0.2	67.1	-44.7	7.5	PB(X)	7.4	7.2	6.9	4.2	3.7
财务费用	30.5	20.4	9.5	-13.4	-43.3	P/FCF	654.2	69.8	131.0	119.4	13.1
投资损失	-14.9	9.0	-5.0	-5.0	-10.0	P/S	14.4	11.4	9.8	7.9	5.4
少数股东损益	-	-	-	-	-	EV/EBITDA	69.1	31.2	47.4	29.0	14.4
营运资金的变动	27.0	105.4	76.1	-166.2	447.5	CAGR(%)	269.0%	117.3%	121.9%	269.0%	117.3%
经营活动产生现金流量	120.8	230.3	345.6	181.1	1,278.0	PEG	8.7	1.8	0.9	0.2	0.2
投资活动产生现金流量	-30.2	-38.8	5.0	5.0	10.0	ROIC/WACC	0.1	0.3	0.6	1.5	3.1
融资活动产生现金流量	-68.4	41.9	-265.2	1,705.1	-87.6	REP	56.6	9.3	12.2	4.7	2.6

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

安雅泽、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	
	章政	021-35082861	zhangzheng@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	
	刘恭懿	021-35082961	liugy@essence.com.cn	
	孟昊琳	021-35082963	menghl@essence.com.cn	
	北京联系人	王秋实	010-83321351	wangqs@essence.com.cn
		田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
		李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
周蓉		010-83321367	zhourong@essence.com.cn	
温鹏		010-83321350	wenpeng@essence.com.cn	
深圳联系人	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn	
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn	
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn	
	巢莫雯	? 0755-82558183?	chaomw@essence.com.cn	
	黎欢	0755-82558045	lihuan@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： 上海市虹口区东大名路638号国投大厦3层

邮编： 200080

北京市

地址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编： 100034