

分析师：刘冉  
执业证书编号：S0730511050002  
021-50588666-8010  
lushi5132003@yahoo.com

高增长具有一定持续性

——沱牌舍得(600702) 2011 年中期报告点评

公司点评

观望（首次）

发布日期：2011 年 8 月 9 日

### 报告关键要素：

在营销体制改革、产品结构升级以及医药业务快速增长的拉动下，预计公司未来两年成长性较好，目前估值过高，给予公司“观望”评级。

### 事件：

沱牌舍得(600702)公布上半年业绩报告：公司上半年实现营业收入5.42亿元，同比增长10.19%；实现净利润0.60亿元，同比增长49.17%；EPS0.18元。

### 点评：

- 上半年，公司酒类业务实现收入 4.61 亿元，同比增长 67.80%，近两年公司白酒销售下滑的境况得以改善；医药业务实现收入 0.42 亿元，同比增长 111%，在产能扩张的拉动下，公司近两年医药业务增长较快。报告期内，白酒业务毛利率提升 3.98 个百分点，至 44.12%；医药业务毛利率提升 3.61 个百分点，至 29.56%。
- 公司近期基本面明显改善。**白酒业务增长源于产品结构提升完善以及销售力度的加大；医药业务增长源于 2010 年输液袋生产线扩产以及销量的增加。
- 白酒产品结构提升。**公司上半年完成了“舍得”、“沱牌”两大品牌的整合，形成吞之乎-舍得-沱牌天曲-陶醉-沱牌特曲由高到低的产品系列，产品结构更加完善。“舍得”系列酒包括窖龄、年份、水晶、经典、品味；“沱牌”系列酒包括天曲、百年、中华、头曲、特曲（20、30 年）。其中，定位比较高的吞之乎、舍得、沱牌天曲，以及定位中档的沱牌特曲上半年销售比较好。产品结构提升、中高档酒销量增加带动了白酒盈利水平的提升。另外，公司将产品定位于“文化酒”、“生态酒”两点，符合目前白酒贴以文化标签的趋势。
- 营销体制改革得以深化。**上半年公司深化营销战略转型，但同时公司销售费用仍居高不下。公司的营销改革始于 2010 年，2011 年得以深化。营销体制变革主要体现为：选择重点市场攻破，2011 年公司重点试点市场是南充和德阳；销售人员数量激增，部分市场的销售人员布局呈 10 倍增长，目前销售人员数量近 800 人，销售人员扩充往往是白酒销售大幅增长的前兆；加大对销售人员的激励上限，大幅增加最高薪酬，同时加大考核力度；扶持经销商。公司目前的核心市场仍是遂宁市场，目前公司白酒收入主要来自遂宁市场，上半年遂宁市场收入同比增加 68%。公司销售费用高企：上半年投入 0.75 亿元，同比增长 164%，销售费用率达 16%，与其它白酒企业相比居于高位。
- 医药业务增长较快。**上半年，医药业务收入 0.42 亿元，占总收入的 7.78%；贡献毛利 0.12 亿元，占总毛利的 4%。公司现有年产 8000 万袋输液袋的产能，预计 2011 年销 3000-4000 万袋，收入 0.9-1.2 亿元，全年大概贡献毛利 2600-3500 万元。
- 投资评级：**预计公司 2011、2012 年每股收益 0.34、0.60 元，同比增长 48%、76%；按照 8 月 9 日收盘价 22.30 元计算，公司动态市盈率为 65.59、37.17 倍。在营销体制改革、产品结构升级以及医药业务快速增长的拉动下，预计公司未来两年成长性较好，但是目前估值过高，给予“观望”评级。

● **风险提示:** 在销售人员、销售费用大增的情况下, 能否有效利用资源拓展市场, 扩大白酒销量是公司面临的最主要问题; 输液袋销量增长缓慢、产能无法充分利用是公司持续增长无法保证的另一风险。

**表1: 盈利预测**

	2010	2011E	2012E
营业收入 (亿元)	8.95	10.89	16.50
增长比率 (%)	23.66	21.68	51.52
净利润 (亿元)	0.76	1.12	1.98
增长比率 (%)	42.18	47.83	76.47
每股收益 (元)	0.23	0.34	0.60
市盈率 (倍)	96.96	65.59	37.17

注: 以8月9日收盘价为准。

**表2: 市场和基础数据**

**市场数据 (2011年08月09日)**

收盘价 (元)	22.30
一年内最高/最低 (元)	25.10/18.19
沪深300	2798.19
市净率 (倍)	3.93
流通市值 (亿元)	75.22

**基础数据 (2011年06月30日)**

每股净资产 (元)	5.67
每股经营现金流 (元)	-0.95
毛利率 (%)	51.21
净资产收益率 (%)	3.11
资产负债率 (%)	36.71
总股本/流通股 (万股)	3373/3373
B股/H股 (万股)	/



### 行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

### 公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

### 重要声明

本公司具有证券投资咨询业务资格。

负责撰写此报告的分析师承诺：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。保证报告信息来源合法合规，报告撰写力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响。

### 免责声明

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告的版权仅为本公司所有。

### 转载条款

刊载或者转发机构刊载转发本报告不得用于非法行为，必须注明报告的发布人和发布日期，提示使用报告的风险；非全文刊载转发本报告的必须保证报告观点的完整性，不得断章取义，由于部分刊载或者转发引起的法律责任由刊载或者转发机构负责；刊载转发本报告用于特殊用途的应当与公司或者研究所取得联系，双方签订协议。