



营销转型效果凸显 爆发式增长可期

——沱牌舍得（600702）2011 年报点评

2012 年 3 月 6 日

强烈推荐/维持

沱牌舍得

财报点评

刘宏伟	食品饮料行业首席分析师 MSN: yynjw999@hotmail.com	执业证书编号: S1480510120001
	电话: 010-66554017	
联系人: 李德宝	电话: 010-66554063	Email: lidb@dxzq.net.cn

事件:

沱牌舍得 3 月 6 日公布 2011 年报: 实现营业收入 12.69 亿元, 同比增长 41.87%; 利润总额 2.66 亿元, 同比增长 174%, 净利润 1.95 亿元; 同比增加 155.25%, 基本每股收益 0.58 元, 分配方案为每 10 股派发现金 1.8 元。同时, 公司预计 2012 年营业收入 18 亿元, 同比增长 42%左右。

公司分季度财务指标

指标	10Q2	10Q3	10Q4	11Q1	11Q2	11Q3	11Q4
营业收入 (百万元)	179	158	245	269	273	265	462
增长率 (%)	-6.1%	0.7%	39.6%	-14.1%	52.7%	67.3%	89.1%
毛利率 (%)	48.9%	51.0%	52.7%	54.9%	47.6%	51.3%	57.7%
期间费用率 (%)	27.8%	27.0%	35.8%	25.7%	28.2%	23.7%	18.3%
营业利润率 (%)	12.4%	16.5%	10.5%	18.1%	10.6%	18.0%	30.0%
净利润 (百万元)	9	20	17	36	23	35	101
增长率 (%)	-23.4%	1.5%	97.4%	17.3%	160.6%	74.1%	508.1%
每股盈利 (季度, 元)	0.03	0.06	0.05	0.11	0.07	0.10	0.30
资产负债率 (%)	38.4%	39.9%	41.9%	38.4%	36.7%	36.0%	37.9%
净资产收益率 (%)	0.5%	1.1%	0.9%	1.9%	1.2%	1.8%	5.0%
总资产收益率 (%)	0.3%	0.6%	0.5%	1.2%	0.8%	1.1%	3.1%

评论:

积极因素:

- **营销转型效果已充分显现。**2011 年是公司营销转型第二年, 继续实施精细化和深度营销。主要表现为: 细分全国市场为 24 个销售区, 实行定目标、定区域、定责任、定时间、定费用的“五定”考核机制、强化销售团队激励, 提升一线营销人员积极性、扩充营销队伍以及增加广告投入等积极措施, 公司基本面得到持续改善, 销售收入继续稳步增长 41.87%, 预收账款也同比大幅增加 191% 至 1.66 亿元。有报道称, 12 年 1 月份, 公司营业额高达 5 亿已经超过 11 年第一季度销售, 因此 12 年第一季度销售收入有望翻番, 全年高增长也值得期待。
- **产品体系上移提升毛利率和净利率水平。**公司目前已完成“沱牌”和“舍得”两大品牌的整合, 全面实施舍得、沱牌双品牌战略, 同时确立了酱香天子呼、吞之乎两大品牌线, 浓香舍得、沱牌曲酒、陶醉三

大品牌线的格局，使公司产品结构调整进入到一个全新的阶段。在此基础上，公司着力提升中高端产品舍得在总收入中的占比，推动11年净利润增速大幅超越收入增速，毛利率提升9.5个百分点或21.56%，净利率提升6.84个百分点或80.03%。

- **根据地市场高速增长，外延扩张基础坚实。**强大根据地市场是白酒企业外延扩张的基础，公司年报显示2011年本部遂宁地区销售额继续高速增长69.67%达到10亿元（部分包含遂宁以外地区的销售收入），公司的市场占比稳步提升，因此遂宁及周边地区已经成为公司强势根据地市场以及全国化战略下的重要后方基地。
- **三项费用率持续下降。**2011年公司三项费用率继续小幅下降1.39个百分点，其中管理费用率和财务费用率分别下降1.16和1.04个百分点，销售费用率上升0.81个百分点，导致销售费用增加的主要原因是公司广告宣传以及促销费用相应增加所致。

图 1：2007-2011 年公司毛利率和净利率变动情况

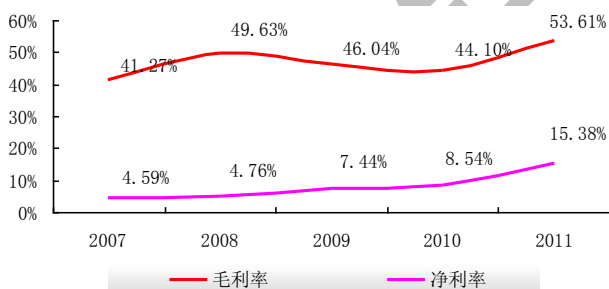
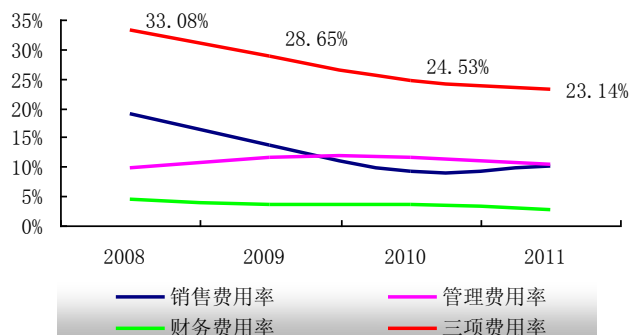


图 2：2008-2011 年公司三项费用率变动情况



消极因素：

- 2011年公司经营活动产生的现金流量净额为-3.43亿元，所以导致目前公司现金流较为紧张。负现金流产生的原因为公司购买商品、交纳各项税费支付现金相应增加，以及偿付部分短期负债。

业务展望：

- 我们估计公司目前大约有6万吨基酒，这是公司未来中高端产品持续放量的基础，同时公司发行的期酒信托理财产品也使优质存酒资产不断转化为收入，能有效改善公司现金流状况。
- 公司是川酒老六朵金花之一，但为最弱的一朵，业绩不佳、增长乏力已持续多年。所以公司正在积极求变，遂宁市政府也通过成立酒业发展小组、规划生态白酒第一镇以及以沱牌集团股权进行招商等举措推动公司做大做强。

盈利预测与投资建议：

公司 2011 年销售收入已然突破 10 亿元，未来可能将进入爆发式增长通道。2012 年是公司营销转型的第三年，考虑到公司营销转型继续深化、产品体系整体上移、分品牌运作以及地方政府的强力支持等积极因素，我们认为公司未来三年高增长可持续。中性偏乐观预计 12-14 年净利润增速 100.00%、72.50%和 59.50%，EPS 分别为 1.16 元、2 元和 3.18 元，对应的 PE 分别为 22、13 和 8 倍，给予六个月目标价 41 元，对应 PE35 倍，还有 60%左右提升空间，故继续“强烈推荐”。

表 1：2010-2014 年公司盈利预测

主要指标	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	894.60	1,269.22	2,030.74	3,046.12	4,416.87
(+/-)	23.66%	41.87%	60.00%	50.00%	45.00%
经营利润（EBIT）	106.78	264.20	507.26	867.41	1370.94
(+/-)	74.27%	147.41%	92.00%	71.00%	58.05%
净利润	76.48	195.21	390.42	673.47	1074.19
(+/-)	42.18%	155.25%	100.00%	72.50%	59.50%
每股净收益（元）	0.23	0.58	1.16	2.00	3.18
市盈率（倍）	111.91	43.84	21.92	12.71	7.97

资料来源：东兴证券

表 2：公司主要财务数据同比发生重大变化的情况及主要原因

序号	指标	变动幅度	主要原因
1	营业收入	41.87%	产品销售收入增长所致
2	归属于上市公司股东的净利润	155.25%	销售增长及产品毛利率增加所致
3	营业税金及附加	95.33%	产品销售收入增长所致
4	销售费用	54.14%	加大广告宣传促销所致
5	公允价值变动收益	106.20%	上年调整出售的投资性房地产公允价值变动损益所致
6	投资收益	1458.24%	参股公司—四川天马玻璃有限公司本期利润增加所致
7	营业外收入	70.31%	处理了部分无法付出款项所致
8	货币资金	-52.87%	兑付到期银行承兑汇票所致
9	应收票据	261.88%	本期销售增加，收到的票据相应增加所致
10	应收账款	-50.27%	公司加大销售货款回收力度所致
11	其他应收款	121.50%	支付购买资产款项尚未结算所致
12	预收款项	190.68%	预收客户购舍得酒、沱牌曲酒等货款增加所致
13	营业外支出	-95.08%	上年公司对青海玉树灾区捐款 1000 万元所致
14	所得税费用	242.19%	本年利润增加所致

资料来源：东兴证券

分析师简介

刘家伟

经济学博士，食品饮料行业首席分析师，消费品研究小组负责人，研究所所长助理，1993 年进入证券市场，2007 年加盟东兴证券研究所，2010 年获得今日投资最佳独立见解分析师入围奖。

联系人简介

李德宝

食品科学硕士，2011 年加盟东兴证券研究所，从事食品饮料行业研究。

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。