

沱牌舍得 (600702)

潜龙在渊到飞龙在天，预计2012年业绩增长90-100%

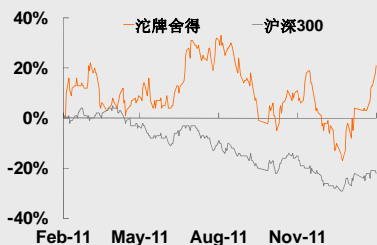
强烈推荐 (维持)

现价：23.90 元

主要数据

行业	食品饮料
公司网址	www.chinatuopai.com
大股东/持股	沱牌集团/31.85%
实际控制人/持股	射洪县政府/31.85%
总股本(百万股)	337
流通 A 股(百万股)	337
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值(亿元)	74.31
流通 A 股市值(亿元)	74.31
每股净资产(元)	5.72
资产负债率(%)	36.0

行情走势图



相关研究报告

证券分析师

文 献 CFA 食品饮料首席研究员
投资咨询资格编号：S1060209040123
0755-22627143
wenxian@pasc.com.cn

汤玮亮

投资咨询资格编号：S0260511020009
0755-22624571
tangweiliang978@pasc.com.cn

研究助理

丁芸洁

一般证券从业资格编号：S1060110040054
0755-22625697
dingyunjie640@pingan.com.cn

投资要点

■ 2011 年超市市场预期，2012 年将继续保持 90-100% 的高增长

(1) 2011 年净利增长 130-160%，远超越市场在公司 2011 年业绩预增公告之前 0.40 元左右的普遍预期。(2) 根据媒体报道：今年 1 月份，已经超过去年第一季度销售。(3) 我们预计 2012 年沱牌业绩还将继续超越市场预期，业绩增长 90-100%。

■ 业绩出现拐点源于先天的资源和正确的努力

(1) 先天资源禀赋优异。(2) 政府和企业都在向正确的方向努力。

■ 先天资源禀赋优异

(1) 品牌基础-十七大名酒、六朵金花之一；(2) 消费群体-曾经是全国产销量冠军，基于庞大的潜在消费者群体，我的“复制”可以成功；(3) 基地市场-遂宁周边区域仍有较大的成长空间、全国化扩张值得期待。同时，沱牌拥有巨大的优质基酒储备资源，一方面可以贡献安全边际，又可以提供新的营销模式。

■ 政府和公司都在向正确的方向努力

政府层面：根据遂宁市 2010 年制定的《遂宁市白酒产业“十二·五”发展规划》，遂宁市白酒收入到 2012 年达 50 亿元，2015 年达 100 亿元。公司层面：(1) 持续加大营销投入，2010 年开始沱牌的广告费用投入的明显加大。(2) 舍得酒占比提高、产品结构向上升级。(3) 销售体系变革。

■ 维持沱牌舍得“强烈推荐”的投资评级

公司从 2010 年进行营销转型，2012 年是转型第 3 年，业绩向上的拐点期已经到来。预计 2011 年舍得酒销量接近翻番，2011-2013 年实现每股收益 0.57、1.13、1.82 元，同比增长 153%、96%、62%，预计 1 季度业绩同比增幅超过 100%，我们维持“强烈推荐”的投资评级。

■ 风险提示：2011 年底提价对销售的促进作用很大，需密切留意渠道库存的问题。

	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	723	895	1,284	2,126	3,002
YoY(%)	-16.9	23.7	43.6	65.5	41.2
净利润(百万元)	54	76	193	380	615
YoY(%)	29.7	42.2	152.7	96.4	62.0
毛利率(%)	46.0	44.1	60.9	68.8	72.2
净利率(%)	7.4	8.5	15.0	17.9	20.5
ROE(%)	3.0	4.1	9.5	16.2	22.1
EPS(摊薄/元)	0.16	0.23	0.57	1.13	1.82

正文目录

一、投资分析要点	4
1.1 先天资源禀赋优异.....	4
1.2 政府和公司都在向正确的方向努力.....	4
1.3 沱牌的业绩拐点已现，2012年将继续保持90-100%的高增长.....	4
二、先天资源禀赋优异	5
2.1 品牌基础-十七大名酒、六朵金花之一.....	5
2.2 消费群体-曾经的全国产销量冠军.....	6
2.3 基地市场-遂宁周边区域仍有较大的成长空间、全国化扩张值得期待.....	7
2.4 存酒资源-贡献安全边际和新的营销模式.....	10
三、地方政府对沱牌的期望值较高	11
四、沱牌进入营销转型的第三年	12
4.1 持续加大营销投入.....	12
4.2 舍得酒占比提高、产品结构向上升级.....	13
4.3 销售体系变革.....	15
五、业绩拐点已现，2012年将继续保持90-100%的高增长	16
六、盈利预测与投资评级	17
七、风险提示	18

图表目录

图表 1	沱牌和舍得双品牌运作	5
图表 2	品味舍得酒	6
图表 3	沱牌曲酒	6
图表 4	沱牌曲酒酒业收入变化情况 单位：百万元	7
图表 5	沱牌 2000 年上市公司中收入曾排名第五 单位：百万元	7
图表 6	沱牌 2011 年 1-9 月上市公司中收入降至倒数第三 单位：百万元	7
图表 7	沱牌舍得四川省内销售区域主要集中在遂宁及周边区域	8
图表 8	沱牌舍得遂宁周边市场空间估算 单位：万人、亿元、元/人	8
图表 9	十七大名酒所在省份	9
图表 10	沱牌舍得部分主销省份与江苏省 GDP 增速对比	9
图表 11	沱牌舍得分区域销售收入构成	9
图表 12	白酒上市公司存货规模对比 2011 年 3 季度	10
图表 13	沱牌曲酒存货金额变化情况 单位：百万元	10
图表 14	1 期信托产品对公司 EPS 贡献的敏感性分析 单位：百万元、元	11
图表 15	沱牌舍得股权结构	11
图表 16	郎酒、洋河、沱牌收入占地方 GDP 的比重	12
图表 17	沱牌舍得广告费用投入情况 单位：百万元	13
图表 18	沱牌舍得 2011 年至今重要营销活动	13
图表 19	沱牌的 brand/市值较高 单位：亿元	13
图表 20	沱牌舍得产品构成情况 单位：元/瓶	14
图表 21	陶醉主要在成都地区销售	15
图表 22	沱牌曲酒的升级产品	15
图表 23	沱牌舍得销售人员数量持续增长 单位：人	15
图表 24	古井贡酒白酒收入	16
图表 25	古井贡酒销售净利率	16
图表 26	泸州老窖销售净利率 2006 年出现向上拐点	17
图表 27	沱牌曲酒盈利能力指标 单位：百万元	17
图表 28	沱牌舍得盈利预测关键假设 单位：吨、百万元	18

一、投资分析要点

我们认为白酒企业投资价值可参考三个条件：

- 是否拥有良好的先天资源禀赋？
- 是否做了正确的事，向着正确的方向发展，包括企业和政府？
- 是否在经营数据上已经出现了向上的拐点？

围绕上面三个条件分析，我们认为沱牌舍得现阶段具备良好的投资价值。公司从 2010 年进行营销转型，2012 年是转型第 3 年，业绩向上的拐点期已经到来。预计 2011 年舍得酒销量接近翻番，2011-2013 年实现每股收益 0.57、1.13、1.82 元，同比增长 153%、96%、62%，预计 1 季度业绩同比增幅超过 100%，我们给予“强烈推荐”的投资评级。

1.1 先天资源禀赋优异

白酒企业的资源禀赋可以考虑三个要素：**1.品牌基础；2.消费群体；3.基地市场**。沱牌的资源禀赋优异：（1）品牌基础-十七大名酒、六朵金花之一；（2）消费群体-曾经是全国产销量冠军，基于庞大的潜在消费者群体，我的“复制”可以成功；（3）基地市场-遂宁周边区域仍有较大的成长空间、全国化扩张值得期待。同时，沱牌拥有巨大的优质基酒储备资源，一方面可以贡献安全边际，又可以提供新的营销模式。

1.2 政府和公司都在向正确的方向努力

政府层面：地方政府对沱牌的期望值较高。根据遂宁市 2010 年制定的《遂宁市白酒产业“十二·五”发展规划》，到 2010 年全市白酒销售收入达 30 亿元，2012 年达 50 亿元，2015 年达 100 亿元。而从洋河、郎酒这几年的发展可以很容易理解地方政府支持沱牌发展的原因，地方优质白酒企业的发展可显著地推动地方经济的发展。

公司层面：（1）持续加大营销投入，2010 年开始沱牌的广告费用投入的明显加大。2009 年公司报表上广告费用投入 640 万元，2010 年达到 4330 万元，2011 年上半年就达到 4760 万元。（2）舍得酒占比提高、产品结构向上升级。2010 年开始，公司对产品结构进行了重大调整，推出了很多重要产品。随着产品结构的调整，未来的品牌战略以中高档产品为主，实施舍得、沱牌双品牌战略，产品包括舍得酒、吞之乎、沱牌曲酒、陶醉酒、沱牌特曲、沱牌大曲、沱牌酒等中高档产品。（3）销售体系变革。2010 年开始销售团队的激励机制发生改变，总体收入水平提高、收入差距扩大。2010 年底开始试点精细化营销，销售团队大幅扩充。2011 年开始销售大区管理模式和费用投入模式也进行了调整。

1.3 沱牌的业绩拐点已现，2012 年将继续保持 90-100%的高增长

分析白酒企业的发展历程，在产品结构调整期，相关费用投入较大、中高档酒占比不高，往往企业的利润率较低，收入甚至可能出现负增长。产品结构调整结束之后，中高档酒开始放量增长，收入、利润都可出现较大幅度的增长。

沱牌的业绩拐点已现：（1）2011 年净利增长 130-160%，远超越市场在公司 2011 年业绩预增公告之前 0.40 元左右的普遍预期。（2）根据媒体报道：今年 1 月份，已经超过去年第一季度销售。（3）我们预计 2012 年沱牌业绩还将继续超越市场预期，业绩增长 90-100%。

二、先天资源禀赋优异

名白酒企业由于品牌、窖池的稀缺性和不可复制性，可以视为资源型股。如果用周期性的观点来看，未充分挖掘、市场关注度较低的非一线白酒常常由于战略失误、管理层激励机制不到位等原因，正处于景气度低迷状态，市场的关注度也不高。如果经营情况好转，战略方向正确，管理层激励机制完善，市场关注度提高、大幅上调盈利预测，则这些品种中有望出现下一阶段的黑马。

我们认为，非一线白酒企业的选股需充分考虑相应的资源禀赋。基于对洋河股份、古井贡酒、山西汾酒等白酒的复兴历程分析，我们认为，白酒企业的资源禀赋可以考虑三个要素：1.品牌基础；2.消费群体；3.基地市场。

2.1 品牌基础-十七大名酒、六朵金花之一

白酒是中国的传统酒种，讲历史，讲文化，因此在历届白酒评选会上入选国家名酒的企业发展潜力更大。洋河、古井贡酒在起步阶段很多市场拓展模式均模仿口子窖，如白酒“盘中盘”模式等，然而凭借深厚的品牌基础，洋河和古井均已先后超越口子窖。

沱牌曲酒历史悠久，从“唐代春酒”到“明代谢酒”，再到“清代沱酒”，开唐朝诗风的“一代文宗”陈子昂，曾赞誉“射洪春酒寒仍绿，极目伤神谁为携”，历史文化底蕴丰富。沱牌曲酒是中国十七大名酒之一，四川白酒六朵金花之一，另外五朵分别为五粮液、泸州老窖、剑南春、全兴大曲、郎酒。

公司产品主要包括沱牌系列酒和舍得系列酒。沱牌是“中国名酒”、“中国驰名商标”、“中华老字号”，其系列产品包括“沱牌曲酒”、“沱牌大曲”、“沱牌特曲”、“沱牌酒”、“柳浪春”、“陶醉”等 36 个品牌。舍得是“中国驰名商标”，其系列产品包括浓香“青花舍得”、“红瓷舍得”、“至尊舍得”、“窖龄舍得”、“舍得”，酱香“天子呼”、“吞之乎”等 8 个品牌。

图表 1 沱牌和舍得双品牌运作

产品系列	主要产品
舍得系列	舍得酒、水晶舍得、舍得礼品酒、窖龄舍得
陶醉系列	陶醉 6 年、陶醉 9 年、十二年红瓷、十二年青瓷
沱牌系列	沱牌曲酒、百年沱牌、沱牌特曲、中华沱牌、沱牌头曲
酱香型系列	吞之乎、天子呼
其他系列	酒类奢侈品

资料来源：平安证券研究所

图表 2 品味舍得酒



资料来源：平安证券研究所

图表 3 沱牌曲酒



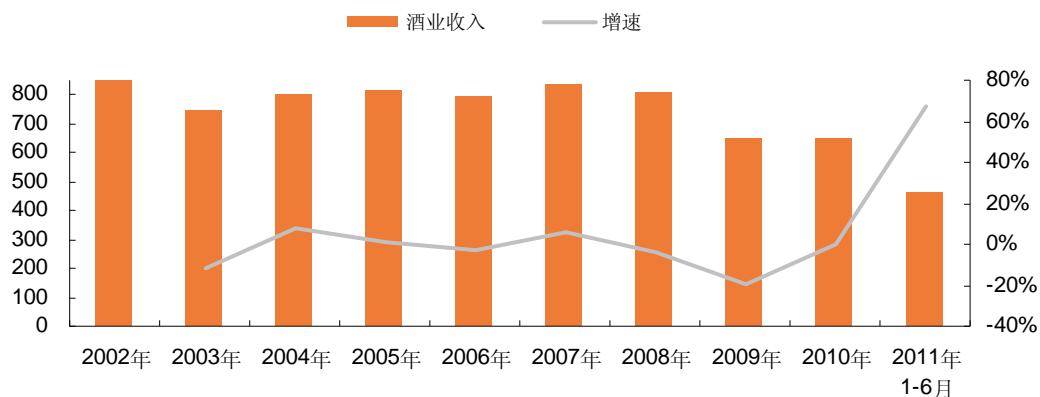
资料来源：平安证券研究所

2.2 消费群体-曾经的全国产销量冠军

山西汾酒、古井贡酒历史上曾经辉煌，曾拥有庞大消费者群体。汾酒在 80 年代末、90 年代初是“汾老大”，1988-1993，连续 6 年获得轻工业经济效益第一名。古井贡酒 1992 年按利税排序位居全国饮料行业第三位，综合经济效益居全国饮料行业第二位。其后，因战略失误和管理体制问题，被五粮液、贵州茅台等企业不断拉开差距，一度没落。这两年山西汾酒、古井贡酒等品牌名酒企业，商业模式上并无太大创新之处，更多是模仿学习优秀的竞争对手，做了正确的事情。与洋河、郎酒相比，汾酒和古井的营销能力和渠道管控能力有差距。但伴随着中西部经济的快速发展，基于曾经庞大的消费者群体推广产品，同时收入基数较小，因此汾酒和古井也取得了较快的发展。类似于腾讯 QQ，基于庞大的潜在消费者群体，我的“复制”可以成功。

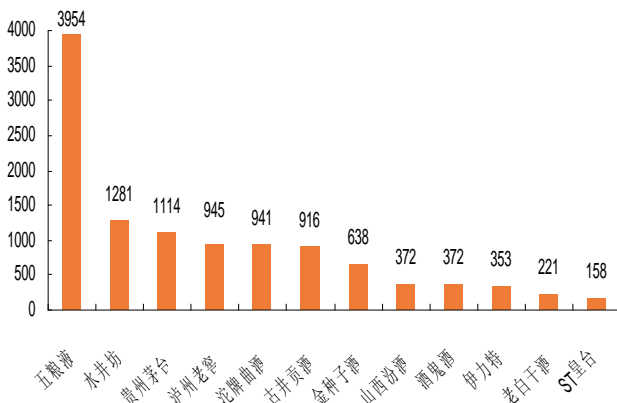
沱牌曲酒历史上一度辉煌，曾是中国产销量最大的白酒企业，拥有庞大的消费群体。2000 年沱牌曲酒白酒产量位列全国第 1，高达 14.6 万吨，销量 14.3 万吨。销售收入高达 9.4 亿元，销售收入规模在白酒上市公司中排名前 5，实现净利润 1.06 亿元，一度十分辉煌。“悠悠岁月酒，滴滴沱牌情”的广告词至今仍有消费者耳熟能详。然而 2000 年之后，行业税收政策调整冲击低档酒，公司产品战略失误、管理层激励机制不够完善，酒业发展停滞不前，一直在 8 亿左右的规模水平徘徊。2011 年 1-9 月报表销售收入 8 亿，在白酒上市公司中仅高于酒鬼酒和 st 皇台。

图表 4 沱牌曲酒酒业收入变化情况 单位：百万元



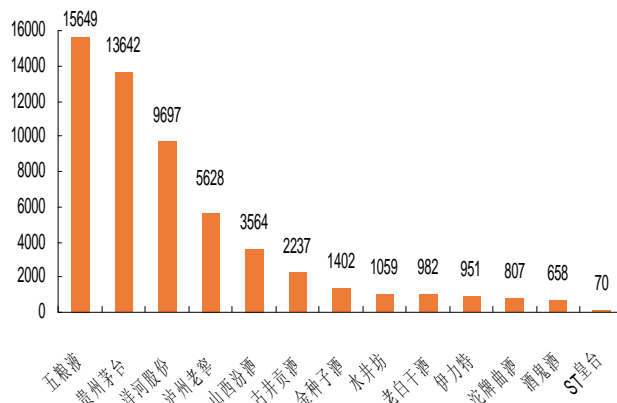
资料来源：平安证券研究所、Wind

图表 5 沱牌2000年上市公司中收入曾排名第五 单位：百万元



资料来源：wind，平安证券研究所

图表 6 沱牌2011年1-9月上市公司中收入降至倒数第三 单位：百万元



资料来源：wind，平安证券研究所

2.3 基地市场-遂宁周边区域仍有较大的成长空间、全国化扩张值得期待

品牌白酒企业，若周边市场无强势白酒品牌，可以对区域市场精耕细作，获取较高的市场份额，如洋河在江苏、古井贡在安徽、汾酒在山西。伴随着中西部经济步入高速成长期，又作为白酒的传统消费区域，中西部白酒市场容量的成长空间十分巨大，可以为区域品牌白酒企业的复兴奠定经济基础。江苏省巨大的经济总量，为洋河的复兴奠定了经济基础。洋河是江苏省内第一白酒品牌，可以对江苏市场精耕细作，获取较高的市场份额。我们预计洋河 2011 年江苏省内收入即可达到 80 亿左右。

沱牌所处四川正处于中西部经济的快速发展期。四川省 2011 年 GDP 增速高达 15%，因此白酒市场容量扩张速度很快。但四川本地强势白酒品牌很多，沱牌不可能将整个四川省作为基地市场，因此基地市场的范围较小，与古井贡酒、山西汾酒不同。但沱牌可以精耕细作遂宁及周边区域，做好几个地级市的基地市场。遂宁 2011 年大口径的销售收入预计可以超过 2 亿。遂宁周边的绵阳、德阳、

南充、内江、广安，消费者对沱牌的认同度也较高，若沱牌加大投入力度、将遂宁的精细化营销模式成功复制到这些区域，则可以成为沱牌新的基地市场。

图表 7 沱牌舍得四川省内销售区域主要集中在遂宁及周边区域



资料来源：平安证券研究所、Wind

参考洋河在江苏省内的市场占有率，我们预计遂宁未来可以贡献销售收入 4 亿，遂宁周边 5 市可贡献 13 亿收入。按照江苏 7969 万人口测算，洋河在江苏省内人均消费金额为 103 元。随着地方经济的发展和沱牌对市场的精耕细作，预计沱牌在遂宁和遂宁周边 5 市一半区域有望达到洋河的水平，则可贡献销售收入 4 亿和 13 亿元，因此仍有较大的市场成长空间。

图表 8 沱牌舍得遂宁周边市场空间估算 单位：万人、亿元、元/人

	人口	洋河江苏销售收入	洋河省内人均消费金额
江苏省	7869	80	103
		沱牌区域市场空间估算	人均消费金额假设
遂宁	387	4	103
遂宁周边 5 市	2584	27	103
遂宁周边 5 市一半区域	1292	13	103

资料来源：平安证券研究所

白酒行业正处于跑马圈地的阶段，沱牌具备向缺乏强势品牌白酒的区域扩张的潜力，如东北、山东、河南等区域。除了贵州、山西、四川、安徽、江苏这几个区域之外，其它区域并无特别强势的白酒品牌，因此洋河、郎酒、古井等二线白酒可在这些区域进行全国化扩张。沱牌基地市场较小，但具备在这些区域扩张的潜质：（1）2000 年曾是中国产销量最大的白酒企业，很多消费者曾经喝过沱

牌的产品，消费者基础好；（2）十七大名酒之一，品牌基础好。

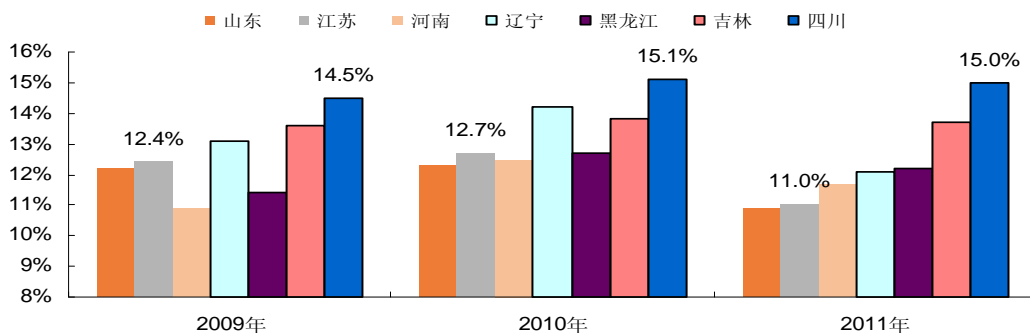
沱牌的成长模式类似于泸州老窖，省内难以建立起大范围的基地市场，必须向全国范围进行覆盖，因此可以参考泸州老窖在四川省外的收入占比数据。泸州老窖西南地区收入占比约为 27%、西南以外区域占 73%。我们假设进入稳定增长期之后遂宁周边市场可贡献 17 亿收入，外埠市场收入占比 60%，则外埠市场可贡献销售收入 26 亿。

图表 9 十七大名酒所在省份

十七大名酒	省份
茅台酒、董酒	贵州
汾酒	山西
五粮液、剑南春、泸州老窖特曲、全兴大曲酒、沱牌曲酒	四川
古井贡酒	安徽
西凤酒	陕西
洋河大曲、双沟大曲	江苏
武陵酒	湖南
宝丰酒、宋河粮液	河南

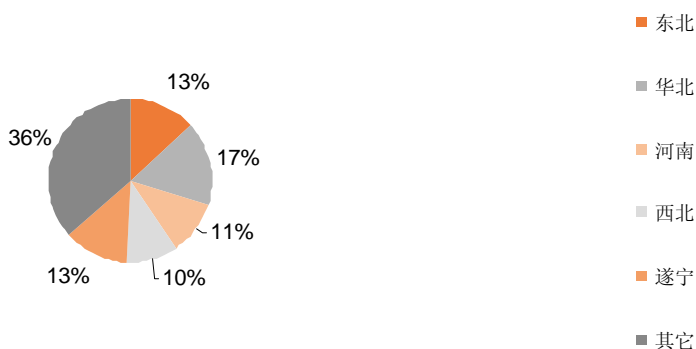
资料来源：平安证券研究所

图表 10 沱牌舍得部分主销省份与江苏省GDP增速对比



资料来源：平安证券研究所、Wind

图表 11 沱牌舍得分区域销售收入构成

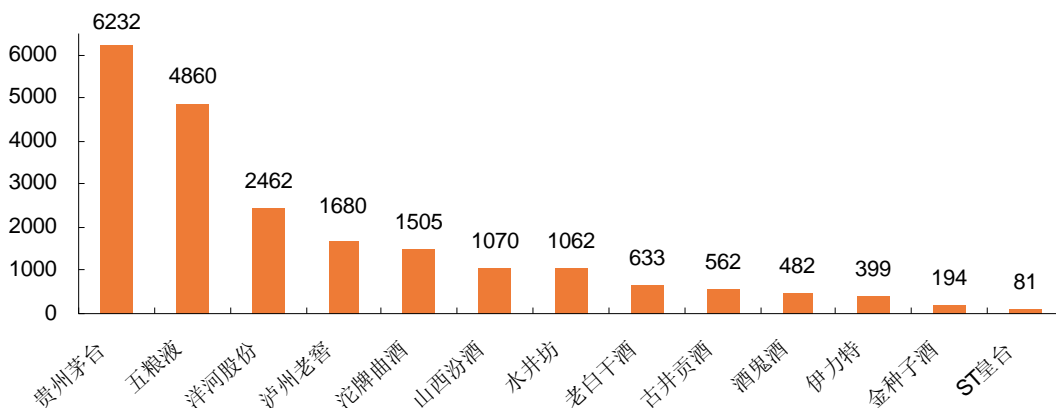


资料来源：平安证券食品饮料团队草根调研估算

2.4 存酒资源-贡献安全边际和新的营销模式

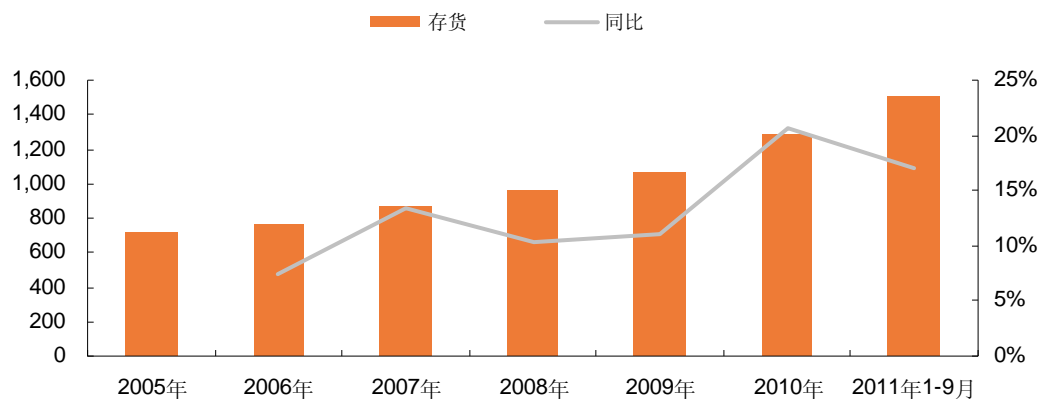
沱牌拥有巨大的优质基酒储备资源。相对于沱牌的销售收入规模，沱牌的存货规模在业内排名较高，2011年3季度末高达15亿元，仅次于泸州老窖，上市公司中排名第5。公司2000年高峰时期白酒产量高达14.6万吨，全国第一。根据媒体报道，2011年济南糖酒会上沱牌集团副董事长张树平曾表示，公司优质基酒的储量已高达15万吨。我们预计存酒中曲酒以上的优质基酒超过5万吨，按照50元/斤的价格估算，存货价值已经达到50亿。大量的优质基酒可以避免公司重蹈秦池的覆辙，无须担心在生产环节出现问题。

图表 12 白酒上市公司存货规模对比 2011年3季度



资料来源：平安证券研究所、Wind

图表 13 沱牌曲酒存货金额变化情况 单位：百万元



资料来源：平安证券研究所、Wind

沱牌优质存酒已经获得市场的公认，因此可以基于现有存酒资源开发品牌或推行新的销售模式。期酒信托理财产品的发行为优质存酒资产兑现为实际利润提供了很好的途径。

- **公司即将发行期酒收益权信托理财产品2期。**根据沱牌舍得董事会2012年2月13日决议公告，公司拟发行信托理财产品2期，发行人民币2亿元，期限1年，将持有的1.6万坛舍得30年年份酒（天工绝版酒）的收益权向四川信托发行的该信托计划进行转让。该理财产品到期后，投

投资者可选择以现金方式收回本金和投资收益，也可在信托计划存续期间选择行使舍得 30 年年份酒（天工绝版酒）收益权提取白酒实物并获得投资收益。

- **2期理财产品此时推出有助于1期舍得年份酒的销售。**公司的1期理财产品已于2011年5月发行，2012年5月份到期，共发行人民币2亿元，对应2万坛舍得30年年份酒。根据公告数据推算，2期年份酒每坛的价格达到12500元/吨，与1期相比上涨25%。预计现在1期理财产品中投资者选择换酒的比例不高。我们认为公司在此时推出2期产品的重要目的是促进1期的销售，营造出产品价格持续上涨的市场气氛。
- 我们认为，**1期产品的销售情况可成为公司2012年业绩超预期的因素。**舍得30年年份酒盈利能力较强，1期产品1坛6斤装，10000元/坛，对应每斤价格高达1667元。如果按照50%的净利率水平、30%的换酒比例测算，可直接增厚2012年每股收益 0.09元。

图表 14 1期信托产品对公司EPS贡献的敏感性分析 单位：百万元、元

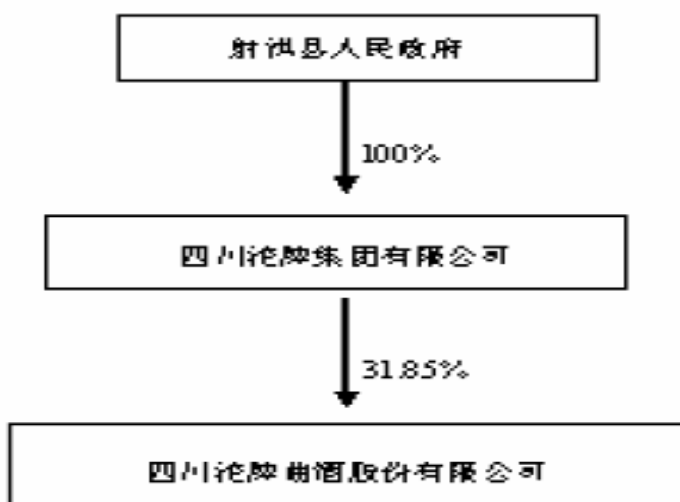
期酒发行规模	200	200	200	200	200
换酒比例	10%	30%	50%	70%	90%
对应收入	20	60	100	140	180
净利率	50%	50%	50%	50%	50%
净利润	10	30	50	70	90
贡献 EPS	0.03	0.09	0.15	0.21	0.27

资料来源：平安证券研究所、Wind

三、地方政府对沱牌的期望值较高

沱牌曲酒实际控制人为射洪县政府，射洪县全资控股沱牌集团，沱牌集团持有沱牌曲酒 31.85%的股权。

图表 15 沱牌舍得股权结构



资料来源：平安证券研究所、Wind

我们认为地方政府对沱牌舍得的期望值较高，2009 年至今支持力度逐步加大：

- 遂宁市委《会议纪要》2009年第47期决定，成立遂宁市酒业发展领导小组，由市委常委、副市长刘云任组长，牵头负责全市酒业发展工作，
- 根据射洪县2009年制定的中国生态白酒第一镇规划工作推进方案，明确了加快推进沱牌酒业发展方向和目标，做大做强白酒产业链，做大做强酒业市场，到2015年酒类销售收入占集团销售收入的70%以上，实现“2351”发展目标（即：沱牌集团公司2009年实现销售收入20亿元、2010年30亿元、2013年50亿元、2015年100亿元）。据此推算，2015年上市公司需实现销售收入70亿元，2011-2015年收入复合增速42%。
- 2010年年初，遂宁市委书记崔保华提出的“沱牌的发展要力争五年超过郎酒”的指示精神，
- 根据遂宁市2010年制定的《遂宁市白酒产业“十二·五”发展规划》，到2010年全市白酒销售收入达30亿元，2012年达50亿元，2015年达100亿元。到2012年，将沱牌集团建设成为国家级白酒技术中心。到2015年，把沱牌镇建设成为集生态工业、循环农业、特色旅游业为一体的中国白酒第一镇。
- 2010年11月公司也发公告：射洪县委县政府研究拟以射洪县人民政府持有的四川沱牌集团有限公司部分股权对外进行招商，以部分股权作为出资，与愿意到我县发展的投资方组建新的国有控股企业。

而从洋河、郎酒这几年的发展可以很容易理解地方政府支持沱牌发展的原因，地方优质白酒企业的发展可显著地推动地方经济的发展。2005年，郎酒、洋河收入仅占当地GDP的比重仅为1%、2%，到了2011年分别提升至11%、10%，而2011年沱牌占比仅为3%、提升空间很大。

图表 16 郎酒、洋河、沱牌收入占地方GDP的比重

	郎酒/泸州	洋河/宿迁	沱牌/遂宁
2005年	1%	2%	5%
2011年	11%	10%	3%

资料来源：平安证券研究所、Wind

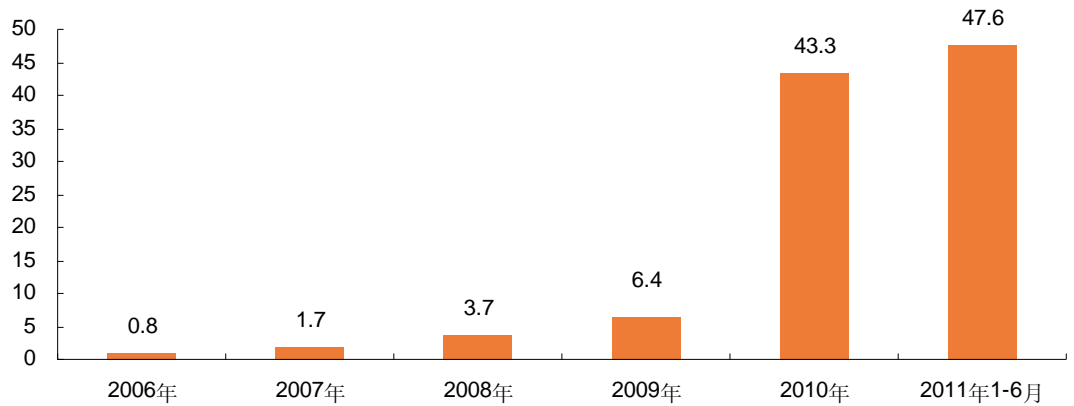
四、沱牌进入营销转型的第三年

我们认为沱牌曲酒正在朝着正确的方向发展。2010年开始做营销改革，向着正确的方向发展，效果逐步显现。我们预计2011年全年预计舍得酒销量接近翻番。2010年是转型元年、2012年进入转型的第三年。

4.1 持续加大营销投入

2010年开始沱牌的广告费用投入的明显加大。2009年公司报表上广告费用投入仅为640万元，2010年达到4330万元，2011年上半年就达到4760万元。

图表 17 沱牌舍得广告费用投入情况 单位：百万元



资料来源：平安证券研究所、Wind

图表 18 沱牌舍得2011年至今重要营销活动

2011-4-7	舍得酒连续 5 年荣膺黄帝拜祖大典指定贵宾用酒
2011-4-21	中国首款白酒年份酒信托理财产品隆重发行
2011-7-27	吞之乎亮相国际酒展，2011 广东国际酒类商品展销会在广州琶洲保利博览馆隆重举行。
2011-12-5	中国白酒金三角•遂宁沱牌舍得诗酒文化名镇建设启动
2011-12-11	古装历史传奇剧《大唐文宗》开机仪式在中央电视台无锡影视基地隆重举行。
2012-1-23	沱牌舍得“天尊—天子呼”成为天坛祭天唯一指定祭祀酒
2012-2-28	水晶舍得【2012 珍藏版】即将上市

资料来源：平安证券研究所、Wind

随着营销收入的加大，沱牌的品牌价值持续提升。根据世界品牌实验室发布《中国最具价值品牌》榜单，“沱牌”品牌价值达 100.65 亿元，同比增长 9.77 亿元，“舍得”以 36.48 亿元的品牌价值排名全国第 301 位，排名上升 94 位，沱牌品牌价值/市值比达到 1.3，高于五粮液。

图表 19 沱牌的品牌/市值较高 单位：亿元

	品牌价值	市值	品牌/市值
沱牌	101	75	1.3
五粮液	586	1321	0.4

资料来源：平安证券研究所、Wind

4.2 舍得酒占比提高、产品结构向上升级

2010 年开始，公司对产品结构进行了重大调整，推出了很多重要产品。随着产品结构的调整，未来的品牌战略以中高档产品为主，实施舍得、沱牌双品牌战略，产品包括舍得酒、吞之乎、沱牌曲酒、陶醉酒、沱牌特曲、沱牌大曲、沱牌酒等中高档产品。

高档酒以舍得为主，2011 年舍得酒销量快速增长，2012 年仍可维持。

- 预计2011年舍得酒销量接近翻番。舍得占销售收入的比重从2010年的50%提升到2011年60%。舍得销售区域主要集中在东北、华北、遂宁周边，这三个区域占比可接近60%。
- 2011年10月底提价15%之后，舍得酒出厂价已经从418元/瓶上涨到468元/瓶。2010年舍得系列推出经典舍得、水晶舍得等，水晶舍得现阶段终端价1380元/瓶。经典舍得出厂价比水晶舍得更贵，预计今年会推出。
- 预计2012年舍得酒增量增长65%、均价增25%，舍得收入占比将继续提升，增量将仍主要来自于原有的主销区域。

中档酒推出了很多新品，在起步阶段可以快速占领市场，但价格区间互有重叠、略显杂乱，缺乏优势明显的单品。随着规模的扩大，销售公司需提高对终端的管控能力。

- 我们预计出厂价在20-200元之间的中档酒增速较快，2011年收入增速预计超过100%。
- 陶醉产品09年开始年推出，现在主要还在成都及周边地区试点，终端价50-300元。陶醉上升的速度很快，预计2011年销售500多吨，实现销售收入1000多万。
- 沱牌曲酒现阶段主推天曲，2010年推出了沱牌曲酒天曲系列，包括天曲30年、天曲20年、天曲15年，直接提升产品结构。

图表 20 沱牌舍得产品构成情况 单位：元/瓶

产品分类	具体产品	价格
舍得系列	品味舍得	600
	礼盒舍得 10 年	1080
	水晶舍得	1380
酱香型系列	吞之夫	2000
	陶醉 3 年	50
陶醉系列	陶醉 6 年	118
	陶醉 9 年	178
	沱牌特曲四星	100
沱牌特曲系列	沱牌特曲 20 年	188
	沱牌特曲 30 年	271
沱牌曲酒系列	天曲 20 年	358
	天曲 30 年	888

资料来源：平安证券研究所、Wind

图表 21 陶醉主要在成都地区销售



资料来源: wind, 平安证券研究所

图表 22 沱牌曲酒的升级产品



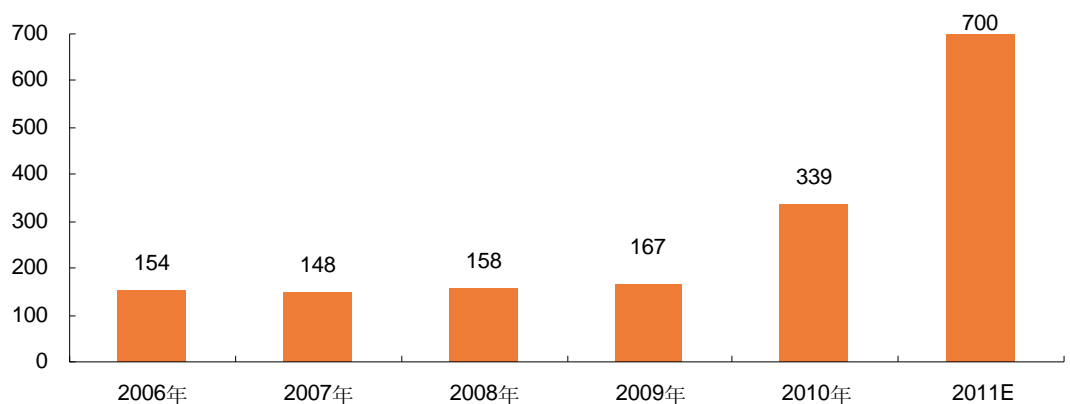
资料来源: wind, 平安证券研究所

4.3 销售体系变革

2010 年销售团队发生明显的变化:

- **2010年开始销售团队的激励机制发生改变，总体收入水平提高、收入差距扩大。**2010年销售人员收入差距开始扩大、高的可以拿到10-20万，低的只有几万。2011年普通销售人员平均收入可以拿到10-20万，销售大区经理50-60万，相比2010年之前提升十分明显，现阶段销售团队动力很足。
- **2010年底开始试点精细化营销，销售团队大幅扩充。**预计现有一线销售人员700人左右，而2010年显示公司销售人员仅为339人，增幅很明显。精细化营销主要在遂宁及周边市县，射洪、大英等地，以前一个县1个销售人员，现在1个县20-30人。南充、广安等地，一个市40-50人的营销队伍。销售人员主要帮助经销商培训促销人员、开发客户，同时做经销商业绩的考核。

图表 23 沱牌舍得销售人员数量持续增长 单位: 人



资料来源: 平安证券研究所、Wind

销售大区调整。公司 08 年至今对销售大区进行了两次调整：

- 08年由以前的每省一区。
- 08年分为6个大区，由原来销售公司统管，每位副总分管各个大区，资源、人员分配有问题。
- 2011年年初沱牌将全国市场划分为了24个销售区，由销售总经理张萃富直接管理，有利于资源的集中调配。

费用投入模式调整：

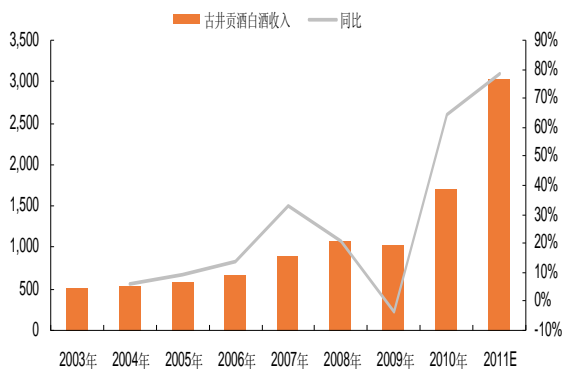
- 现阶段沱牌的区域营销活动、费用投入主要还是经销商层面来操作，公司配合协助，但2011年公司已经在河南、成都陶醉等市场试行实行以厂家为主导的费用模式，未来可能向全国范围推广。
- 2011年开始改变了市场费用“打包制”，对市场费用“月清月结”，稳定产品的价格，有助于窜货问题的解决。

五、业绩拐点已现，2012 年将继续保持 90-100%的高增长

分析白酒企业的发展历程，在产品结构调整期，相关费用投入较大、中高档酒占比不高，往往企业的利润率较低，收入甚至可能出现负增长。产品结构调整结束之后，中高档酒开始放量增长，收入、利润都可出现较大幅度的增长。

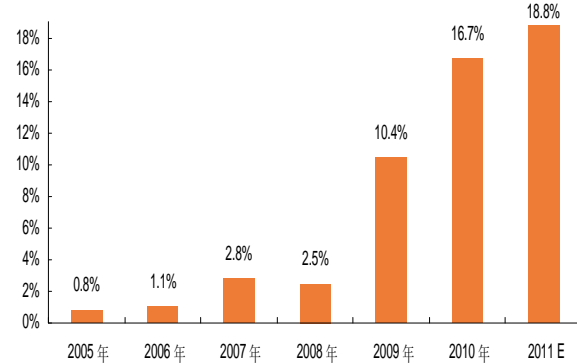
- 参考古井贡酒，2008年古井贡酒白酒业务进行调整，包括产品结构和营销体系，经过2年的调整，09年4季度进入业绩拐点期，2010-2011年高档酒平均收入增幅高达150%，收入增速环比较快。
- 参考泸州老窖高档酒的对盈利的影响，沱牌曲酒盈利能力提升的潜力很大。泸州老窖的1573在05年销售820吨，公司实现净利润4618万元，而06年达到1448吨之后，净利润突飞猛进、高达3.22亿元。因此，舍得酒2011年销售突破1000吨之后，盈利能力指标可出现拐点。由于舍得酒仍处于高费用投入期，大口径的销售费用率高达40%，因此销售费用仍有较大的下调空间。

图表 24 古井贡酒白酒收入



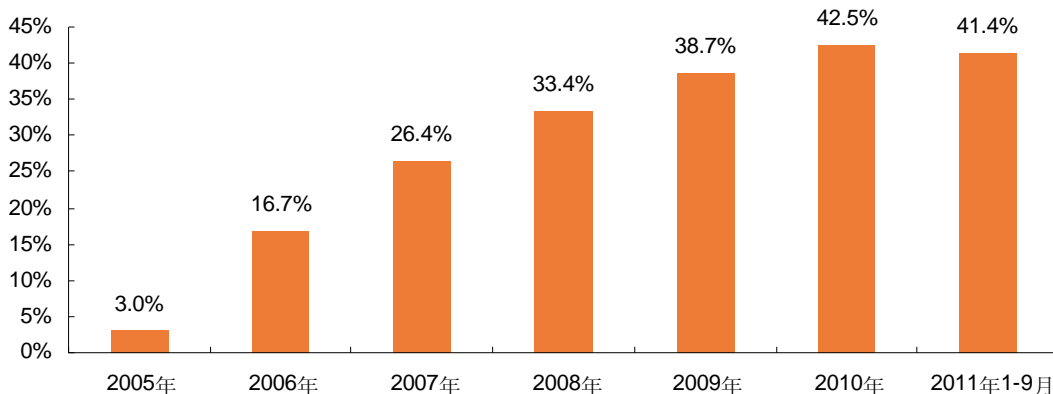
资料来源：wind，平安证券研究所

图表 25 古井贡酒销售净利率



资料来源：wind，平安证券研究所

图表 26 泸州老窖销售净利率2006年出现向上拐点



资料来源：平安证券研究所、Wind

图表 27 沱牌曲酒盈利能力指标 单位：百万元

	2006年	2007年	2008年	2009年	2010年	2011年1-9月
盈利能力						
销售净利率	2.3%	4.6%	4.8%	7.4%	8.5%	11.7%
销售毛利率	32.1%	41.3%	49.6%	46.0%	44.1%	51.3%
销售期间费用率	24.1%	27.0%	33.1%	28.7%	24.5%	25.9%
销售费用 / 营业总收入	15.5%	14.8%	19.0%	13.7%	9.3%	13.0%
管理费用 / 营业总收入	7.7%	8.8%	9.8%	11.5%	11.6%	10.6%
财务费用 / 营业总收入	1.0%	3.4%	4.3%	3.5%	3.6%	2.3%

资料来源：平安证券研究所、Wind

相对于同类企业，沱牌曲酒产品结构调整的时间较长，现阶段调整期已经接近尾声，从2011年下半年开始，公司业绩持续超越市场预期，我们认为沱牌舍得业绩向上的拐点已现：

- 根据媒体报道，**2011年1-8月份，沱牌完成全年销售任务，创历史最好水平。**
- 2011年净利同比增长130-160%，远超越市场在公司2011年业绩预增公告之前0.40元左右的普遍预期。
- 根据媒体报道：沱牌舍得新年团拜会，庆祝**2011年销量翻番**，全体营销将士豪情万丈，畅饮美酒。喝的是沱牌舍得最高端，出厂价都是6800元的“天子呼”。**今年1月份，已经超过去年第一季度销售，2012年再次翻番一定能够实现！**
- 我们预计2012年沱牌业绩还将超越市场预期，业绩增长90-100%。

六、盈利预测与投资评级

公司从2010年进行营销转型，2012年是转型第3年，业绩向上的拐点期已经到来。预计2011年舍得酒销量接近翻番，2011-2013年实现每股收益0.57、1.13、1.82元，同比增长153%、96%、62%，预计1季度业绩同比增幅超过100%，我们给予“强烈推荐”的投资评级。

图表 28 沱牌舍得盈利预测关键假设 单位：吨、百万元

	2010A	2011E	2012E	2013E
舍得				
销售收入	265	649	1334	1995
增速		145.0%	105.8%	49.5%
毛利率	83.0%	86.0%	87.0%	88.0%
中档酒				
销售收入	105	211	316	474
毛利率	61.0%	101.0%	50.0%	50.0%
低档酒				
销售收入	277	343	378	416
毛利率	18.0%	24.0%	10.0%	10.0%
酒业				
销售收入	647	1203	2028	2885
毛利率	51.6%	62.9%	70.6%	73.9%

资料来源：平安证券研究所、Wind

七、风险提示

2011 年底提价对销售的促进作用很大，需密切留意渠道库存的问题。

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2010A	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010A	2011E	2012E	2013E
流动资产	2027	1637	1983	2543	营业收入	895	1284	2126	3002
现金	603	457	488	789	营业成本	500	503	664	834
应收账款	37	73	121	163	营业税金及附加	66	128	213	300
其他应收款	19	23	38	54	营业费用	84	205	468	660
预付账款	6	8	10	12	管理费用	104	167	255	360
存货	1287	1006	1196	1335	财务费用	32	18	2	-5
其他流动资产	75	72	130	190	资产减值损失	-0	0	0	0
非流动资产	1163	1148	1286	1408	公允价值变动收益	-2	0	0	0
长期投资	164	164	164	164	投资净收益	-0	3	3	3
固定资产	679	675	818	944	营业利润	107	266	527	854
无形资产	193	193	193	193	营业外收入	2	2	0	0
其他非流动资产	128	117	111	108	营业外支出	11	0	0	0
资产总计	3190	2786	3269	3951	利润总额	97	268	527	854
流动负债	1230	653	824	1060	所得税	21	75	148	239
短期借款	450	87	0	0	净利润	76	193	380	615
应付账款	91	87	119	148	少数股东损益	-0	0	0	0
其他流动负债	689	480	705	911	归属母公司净利润	76	193	380	615
非流动负债	105	105	105	105	EBITDA	206	338	592	927
长期借款	105	105	105	105	EPS (元)	0.23	0.57	1.13	1.82
其他非流动负债	0	0	0	0					
负债合计	1336	758	929	1165	主要财务比率				
少数股东权益	0	0	0	0	会计年度	2010A	2011E	2012E	2013E
股本	337	337	337	337	成长能力				
资本公积	799	799	799	799	营业收入	23.7%	43.6%	65.5%	41.2%
留存收益	718	891	1203	1649	营业利润	74.3%	149.1%	98.2%	62.0%
归属母公司股东权益	1854	2027	2339	2786	归属于母公司净利润	42.2%	152.7%	96.4%	62.0%
负债和股东权益	3190	2786	3269	3951	获利能力				
					毛利率(%)	44.1%	60.9%	68.8%	72.2%
					净利率(%)	8.5%	15.0%	17.9%	20.5%
					ROE(%)	4.1%	9.5%	16.2%	22.1%
					ROIC(%)	7.2%	13.5%	22.2%	32.9%
					偿债能力				
					资产负债率(%)	41.9%	27.2%	28.4%	29.5%
					净负债比率(%)	41.55%	25.25%	11.30%	9.01%
					流动比率	1.65	2.51	2.41	2.40
					速动比率	0.60	0.97	0.96	1.14
					营运能力				
					总资产周转率	0.30	0.43	0.70	0.83
					应收账款周转率	15	19	18	17
					应付账款周转率	5.99	5.65	6.46	6.24
					每股指标(元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.23	0.57	1.13	1.82
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.41	0.75	1.14	1.96
					每股净资产(最新摊薄)	5.50	6.01	6.94	8.26
					估值比率				
					P/E	105.85	41.88	21.32	13.16
					P/B	4.37	3.99	3.46	2.91
					EV/EBITDA	38	23	13	8

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2010A	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	138	253	384	662
净利润	76	193	380	615
折旧摊销	67	54	62	77
财务费用	32	18	2	-5
投资损失	0	-3	-3	-3
营运资金变动	-14	23	-72	-37
其他经营现金流	-24	-32	15	14
投资活动现金流	132	3	-197	-197
资本支出	24	0	200	200
长期投资	0	0	0	0
其他投资现金流	156	3	3	3
筹资活动现金流	-12	-401	-156	-164
短期借款	40	-363	-87	0
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0
其他筹资现金流	-52	-38	-69	-164
现金净增加额	258	-145	31	301

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在±10%之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 10%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%至 10%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在±5%之间）
- 回 避（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品,为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考,双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户,并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的,本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能,也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识,认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险,投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券有限责任公司(以下简称“平安证券”)的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准,不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠,但平安证券不能担保其准确性或完整性,报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价,报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任,除非法律法规有明确规定。客户并不能尽依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断,可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问,此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司 2012 版权所有。保留一切权利。

中国平安 PINGAN

平安证券综合研究所

地址：深圳市福田区金田路大中华国际交易广场 8 层

邮编：518048

电话：4008866338

传真：(0755) 8244 9257