

沱牌舍得 (600702.SH) 白酒行业

评级: 买入 维持评级

公司点评

肖喆
联系人
(8621)61038276
xiaozhe@gjzq.com.cn

陈钢
分析师 SAC 执业编号: S1130511030031
(8621)61038215
cheng@gjzq.com.cn

赵晓媛
联系人
(8621)61038227
zhaoyx@gjzq.com.cn

钟凯锋
联系人
(8621)60870959
zhongkf@gjzq.com.cn

底蕴决定高度, 12年持续享受招商红利

事件

我们近期参加沱牌舍得的股东大会, 反馈如下。

底蕴决定高度, 12年持续享受招商红利

■ 底蕴厚度是公司持续获得招商红利的重要基石

- 底蕴厚度: 1) 品质: 公司坚持极高的标准打造高端产品, 确保品质优于同类型标杆产品; 2) 基酒: 公司基酒规模在 5-10 万吨, 规模在行业内都处于领先地位, 这也是公司能持续保证舍得等高端产品具备较高性价比的底气来源; 3) 生态酿酒的定位: 公司绿色天然生态的酿酒定位契合未来消费者青睐的方向, 公司同时借助厂区生态游的手段, 通过邀请骨干经销商和消费者生态旅游, 观看公司的生产/酿造, 宣传生态酿酒的理念, 实现口碑式传播。4) 借势金融产品, 塑造公司品牌底蕴。公司首期天工绝版酒完满收官, 将启动二期, 发行价上涨 25%, 为 1 万 2500 元/坛 (6 斤装)。我们认为底蕴厚度是公司持续获得招商红利的重要基石。

■ 招商红利的估算

- 公司采取松散型的“厂商 1+1”合作模式, 主要是厂商协助经销商共同开发推广高端舍得系列产品, 这种模式比较依赖经销商的人脉资源。在扩张初期, 借助于强势经销商的加盟, 公司将获得快速发展的招商红利。我们认为 11-12 年, 公司开始享受高端舍得系列产品的招商红利。
- 获得招商红利的条件和手段: 1) 定位次高端价位, 实际上在这个价位剑南春、酒鬼酒和沱牌舍得都在 11 年充分受益; 2) 高性价比的产品, 对经销商有足够的吸引力; 3) 不错的区域销售氛围, 比如沱牌舍得的传统市场东北和华北, 又如酒鬼酒在湖南广东等区域; 4) 12 年公司母公司借助“种子基金”的发行, 给经销商担保融资, 从而有效扶持优质经销商, 降低招商的资金门槛。
- 我们认为传统市场由于较好的销售氛围, 招商容易打开局面和实现上量, 此为第一阶段的招商。第二阶段招商红利的获得, 则有赖公司启动新市场销售氛围的速度和进一步深化已布局招商的地区。
- 第一阶段招商红利的规模测算: 以公司省外传统强势市场辽宁、吉林、黑龙江、山东和河南为例, 完成招商后大致对应 18 亿销售规模 (假设招商条件为地级市 1000 万, 县级市 300-500 万)。公司 11 年已经在这些传统市场成功打造一批新的千万销售地级市场。我们认为公司在 12 年将基本收获第一阶段招商红利, 大致对应 20 亿销售规模。
- 13-15 年的发展则有赖公司是否能有效启动第二阶段的招商红利, 比如是否能有效激活华中/华东/华南地区, 又比如销售区域是否能从传统强势升级市场 (遂宁/东北三省/山东/河南) 走向板块化市场。前者取决于公司广告投放力度、品牌宣传的渗透速度及产品口碑传播的速度, 后者取决于松散型的“厂商 1+1”模式是否能过渡到紧密型的“1+1”模式。

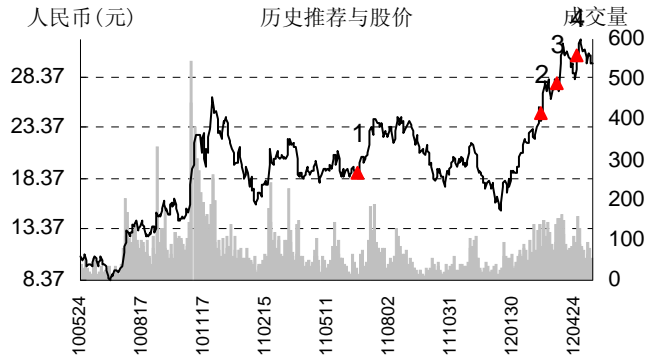
投资建议:

- 我们假设公司 12 年顺利收获第一阶段招商红利, 并在 13-14 年成功进入第二阶段的招商红利。
- 维持公司 2012-2014 年营收为 18.82、28.23 亿和 38.11 亿, 同比增长 48.3%、50%和 35%。净利润为 3.88、6.95 亿和 9.77 亿; EPS 达 1.149、2.059 和 2.897 元, 分别增长 100.72%、77.28%和 40.65%。我们给予 40 元的目标价格, 对应 12 年 35 倍估值和 135 亿市值。

历史推荐和目标定价(人民币)

	日期	评级	市价	目标价
1	2011-06-21	买入	18.87	30.00
2	2012-03-06	买入	24.88	N/A
3	2012-03-28	买入	27.69	40.00
4	2012-04-27	买入	30.47	40.00 ~ 40.00

来源：国金证券研究所



投资评级的说明:

- 强买：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 20% 以上；
- 买入：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 10% - 20%；
- 持有：预期未来 6 - 12 个月内变动幅度在 -10% - 10%；
- 减持：预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 10% - 20%；
- 卖出：预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 20% 以上。

特别声明:

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向任何人作出邀请。国金证券未有采取行动以确保于此报告中所指的证券适合个别的投资者。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。国金证券及其关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息、所载资料或意见。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载的观点并不代表国金证券的立场，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

上海	北京	深圳
电话: (8621)-61038271	电话: 010-6621 6979	电话: 0755-33516015
传真: (8621)-61038200	传真: 010-6621 5599-8803	传真: 0755-33516020
邮箱: researchsh@gjzq.com.cn	邮箱: researchbj@gjzq.com.cn	邮箱: researchsz@gjzq.com.cn
邮编: 201204	邮编: 100032	邮编: 518026
地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼	地址: 中国北京西城区金融街 27 号投资广场 B 座 4 层	地址: 深圳市福田区福中三路诺德金融中心 34B