

## 沱牌舍得 (600702)

## 2Q12净利保持快速增长，营收增幅略低于预期

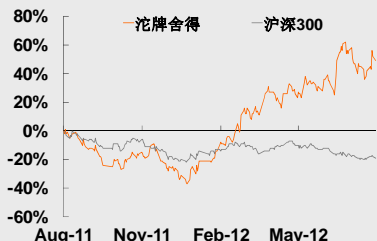
## 强烈推荐 (维持)

现价: 36.23 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)	122.20
流通 A 股市值(亿元)	122.20
每股净资产(元)	6.35
资产负债率(%)	37.8

## 行情走势图



## 相关研究报告

## 证券分析师

汤玮亮

投资咨询资格编号: S1060512040001  
0755-2262571  
tangweiliang978@pasc.com.cn

## 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

丁芸洁

证券投资咨询资格编号: S1060110040054  
0755-22625697  
dingyunjie640@pingan.com.cn

解睿

证券投资咨询资格编号: S1060512070005  
0755-22621631  
xierui097@pingan.com.cn

## 投资要点

## ■ 2Q12 净利保持快速增长，营收增幅略低于市场预期

2012年1-6月，沱牌营收、净利分别增60%、212%，净利增幅落在公司发布的业绩预增区间180%-230%之内，基本符合市场预期。其中2Q12营收、净利分别增42%、221%，净利保持快速增长，营收增速略低于市场预期。

## ■ 中报分析要点

1. 2012年上半年营收增长主要来自于中高档酒的快速增长。中高档酒收入增长同比增66.8%，从中高端酒的毛利率变化情况推断，估计舍得酒占比进一步提高，我们预计2012年全年舍得酒收入占比将超过60%。分区域看，重点区域中四川、东北销售计划完成情况较好，广东销售计划完成情况一般。

2. 1H12净利的大幅增长主要来自于酒类毛利率的提升。上半年公司产品结构继续升级，盈利能力较强的中高端酒收入增66.8%，高于低档酒57.5%的收入增幅。酒业毛利率从11年上半年的55%提升至66%，其中中高档酒从67%上升至76%。

3. 1H12销售费用增速低于收入增速，销售费用率降至12.9%，我们估计很多销售费用体现在经销商层面。2012年广告投入继续加大，报表上上半年体现的广告费达到8140万，同比增长70%，已超过2011年全年的水平。春季糖酒会上公司就提出追加1个多亿的费用用于中央电视台和主流媒体的广告投放。

4. 银行承兑汇票到期收款，应收票据较年初数下降32.3%，经营活动产生的现金流量净额环比一季度增长1.57亿，良好的现金流情况可以缓解市场前期对公司实际销售情况的担心。

5. 经济下滑影响公司舍得30年年份酒的销售。截至2012年6月30日，公司发行舍得30年年份酒理财产品第2期实物交割仅13坛，低于去年同期的水平。

## ■ 盈利预测和投资评级

预计2012-2014年实现每股收益1.12、1.83、2.46元，同比增长94%、63%、35%，维持“强烈推荐”的投资评级。

## ■ 风险提示

中秋期间销售情况低于预期。

	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入(百万元)	895	1,269	1,983	3,001	3,864
YoY(%)	23.7	41.9	56.2	51.3	28.7
净利润(百万元)	76	195	377	616	830
YoY(%)	42.2	155.2	93.3	63.2	34.8
毛利率(%)	44.1	53.6	61.9	65.2	66.2
净利率(%)	8.5	15.4	19.0	20.5	21.5
ROE(%)	4.1	9.6	16.1	21.3	23.3
EPS(摊薄/元)	0.23	0.58	1.12	1.83	2.46
P/E(倍)	158.8	62.2	32.2	19.7	14.6
P/B(倍)	6.5	6.0	5.2	4.2	3.4

图表 1 中报快读：2Q12净利保持快速增长，营收增幅略低于市场预期

	2Q11	2Q12	QoQ	1H11	1H12	HoH	
营业收入	273	388	42.3%	542	868.34	60.3%	2Q12 营收增速低于市场预期，估计销售公司口径的收入增幅高于报表收入。2012 年上半年营收增长主要来自于中高档酒的快速增长，中高档酒收入增长同比增 66.8%，从中高端酒的毛利率变化情况推断，估计舍得酒占比进一步提高，我们预计 2012 年舍得酒收入占比将超过 60%。分区域看，重点区域中四川、东北销售计划完成情况较好，广东销售计划完成情况一般。
营业成本	143	141	-1.1%	264	337.14	27.6%	
毛利率	47.6%	63.6%	16.0%	51.2%	61.2%	10.0%	产品结构继续升级，盈利能力较强的中高端收入增速 66.8%，高于低档酒 57.5% 的收入增幅，酒业毛利率从 11 年同期的 55% 提升至 66%。
毛利	130	247	90.0%	277	531	91.5%	
营业税金及附加	26	40	56.4%	53	89.26	68.2%	
销售费用	36	58	60.2%	75	112.53	50.1%	销售费用增速低于收入增速，我们估计很多销售费用体现在经销商层面。2011 年营销投入继续加大，报表上体现的广告费用达到 8140 万，同比增长 70%，已超过 2011 年全年的水平。糖酒会上公司就提出追加 1 个多亿的费用用于中央电视台和主流媒体的广告投放。
管理费用	36	46	28.6%	61	73.86	20.5%	
财务费用	5	14	191.4%	10	21.68	119.2%	舍得 30 年年份酒计提的财务费用增加。
资产减值损失	-1	-0	67.0%	-0	0.48	416.0%	
公允价值变动收益	0	0	0.0%	0	0.00	0.0%	
投资收益	1	6	506.8%	-1	10.24	1998%	天马玻璃盈利能力回升，投资收益增加。
营业利润	29	95	227.1%	78	243.64	213.2%	
营业利润率	10.6%	24.5%	13.8%	14.4%	28.1%	13.7%	
营业外收入	1	1	-50.9%	2	1.30	-39.2%	
营业外支出	0	2	\	0	1.51	NA	
利润总额	30	94	212.5%	80	243.42	204.6%	
所得税	7	20	185.0%	20	57.47	183.1%	
所得税率	24.7%	22.2%	-2.5%	25.9%	24.6%	-1.3%	
少数股东损益	0	0	0.0%	0	0.00	0.0%	
归属于母公司净利润	23	74	220.7%	60	185.95	211.9%	产品毛利率提升，中高端高档酒收入收入大幅增长、占比提升，利润出现爆发式增长
净利率	8.5%	19.1%	10.6%	11.0%	21.4%	10.4%	
EPS	0.07	0.22	220.7%	0.18	0.55	211.9%	

资料来源：公司公告，平安证券研究所、Wind

图表 2 食品饮料重点公司估值对比

股票名称	股价 (元)	EPS (元/股)			PE (倍)			评级	2012 年业绩预测 最近一月调整
	8 月 14 日	11A	12E	13E	11A	12E	13E		
泸州老窖	42.00	2.08	3.06	4.15	20.2	13.7	10.1	强烈推荐	
五粮液	36.41	1.63	2.41	3.10	22.3	15.1	11.8	强烈推荐	
贵州茅台	247.50	8.44	13.67	20.07	29.3	18.1	12.3	强烈推荐	
沱牌舍得	36.23	0.58	1.12	1.83	62.6	32.4	19.8	强烈推荐	
山西汾酒	39.55	0.90	1.52	2.15	43.9	26.0	18.4	强烈推荐	
洋河股份	145.55	3.72	6.42	9.36	39.1	22.7	15.5	强烈推荐	
古井贡酒	41.28	1.12	1.71	2.30	36.7	24.2	17.9	推荐	
酒鬼酒	55.30	0.59	1.65	2.46	93.3	33.6	22.4	推荐	↑ (37%)7月31日
张裕A	55.86	2.78	3.00	3.56	20.1	18.6	15.7	强烈推荐	↓ (13%)7月16日
安琪酵母	23.44	0.91	1.21	1.46	25.9	19.4	16.1	推荐	
双汇发展	64.39	1.23	2.73	3.40	52.3	23.6	18.9	强烈推荐	
大北农	19.85	0.63	0.91	1.18	31.5	21.8	16.8	强烈推荐	
伊利股份	19.44	0.95	0.95	1.21	20.5	20.5	16.1	推荐	↓ (10%)7月16日
贝因美	22.55	1.03	1.15	1.27	21.9	19.6	17.8	推荐	
燕京啤酒	6.76	0.32	0.40	0.46	20.9	16.8	14.6	推荐	
青岛啤酒	34.68	1.29	1.59	1.93	27.0	21.8	18.0	推荐	
黑牛食品	11.40	0.33	0.40	0.53	34.9	28.5	21.5	推荐	
汤臣倍健	68.12	0.85	1.39	2.06	79.9	49.0	33.1	推荐	
承德露露	17.31	0.48	0.56	0.67	35.9	30.7	26.0	推荐	
均值					37.2	23.7	17.9		

资料来源：平安证券研究所、WIND

损益表 (百万元, 元/股)	2011A	2012E	2013E	2014E
<b>营业收入</b>	<b>1,269</b>	<b>1,983</b>	<b>3,001</b>	<b>3,864</b>
YoY	41.9%	56.2%	51.3%	28.7%
营业成本	589	756	1,044	1,304
毛利率	53.6%	61.9%	65.2%	66.2%
营业税金及附加	130	218	330	425
股权激励费用	0	0	0	0
销售费用	129	317	540	695
管理费用	132	159	240	309
财务费用	33	21	6	-4
投资净收益	7	3	3	3
<b>营业利润</b>	<b>264</b>	<b>515</b>	<b>844</b>	<b>1,137</b>
加: 营业外收入	3	2	0	0
减: 营业外支出	1	0	0	0
<b>利润总额</b>	<b>266</b>	<b>517</b>	<b>844</b>	<b>1,137</b>
减: 所得税	71	140	228	307
<b>净利润</b>	<b>195</b>	<b>377</b>	<b>616</b>	<b>830</b>
减: 少数股东损益	0	0	0	0
<b>归属母公司所有者净利</b>	<b>195</b>	<b>377</b>	<b>616</b>	<b>830</b>
YoY	155.2%	93.3%	63.2%	34.8%
销售净利润率	15.4%	19.0%	20.5%	21.5%
<b>EPS (当年股本)</b>	<b>0.58</b>	<b>1.12</b>	<b>1.83</b>	<b>2.46</b>
<b>EPS (最新股本摊薄)</b>	<b>0.58</b>	<b>1.12</b>	<b>1.83</b>	<b>2.46</b>

重要指标速览	2011A	2012E	2013E	2014E
估值				
PE	62.2	32.2	19.7	14.6
PEG	0.7	0.5	0.6	0.6
PB	6.0	5.2	4.2	3.4
P/S	9.6	0.0	0.0	0.0
EV/EBITDA	34.1	20.8	13.4	10.1
股息收益率	1.3%	0.6%	1.4%	2.2%
经营回报率				
ROE	9.6%	16.1%	21.3%	23.3%
ROA	6.0%	11.0%	14.7%	16.2%
资本结构及偿债能力				
资产负债率	37.9%	31.4%	30.8%	30.6%
速动比率	0.5	0.7	0.8	1.1
运营效率				
存货周转率	0.4	0.0	0.0	0.0
流动资产周转率	0.6	0.9	1.1	1.2
固定资产周转率	1.9	3.1	4.3	4.6

现金流量表 (百万元)	2011A	2012E	2013E	2014E
净利润	195	377	616	830
折旧摊销	63	56	65	82
营运资金投资	658	-285	244	140
经营活动现金净流量	-343	717	453	776
资本开支	-40	0	200	200
投资活动现金净流量	-39	3	-197	-197
债务融资	126	-522	-159	0
股权融资	0	0	0	0
支付红利	-20	-61	-67	-169
融资活动现金净流量	63	-604	-233	-164
当年现金净流量	-319	116	23	415

资产负债表 (百万元)	2011A	2012E	2013E	2014E
货币资金	284	400	423	838
应收款项	18	69	86	109
预付款项	3	6	7	9
存货	1,525	1,512	1,880	2,087
其他流动资产	272	278	467	619
<b>流动资产合计</b>	<b>2,144</b>	<b>2,315</b>	<b>2,941</b>	<b>3,764</b>
长期股权投资	170	170	170	170
固定资产	641	633	773	894
无形资产	188	188	188	188
其他非流动资产	123	114	108	106
<b>非流动资产合计</b>	<b>1,122</b>	<b>1,104</b>	<b>1,239</b>	<b>1,357</b>
<b>资产总计</b>	<b>3,266</b>	<b>3,419</b>	<b>4,180</b>	<b>5,122</b>
短期借款	375	159	0	0
应付款项	169	179	255	325
预收款项	166	397	540	618
应付股利	0	0	0	0
其他流动负债	693	734	1,030	1,241
<b>流动负债合计</b>	<b>1,237</b>	<b>1,073</b>	<b>1,285</b>	<b>1,566</b>
长期借款	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0
其他非流动负债	0	0	0	0
<b>非流动负债合计</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>负债合计</b>	<b>1,237</b>	<b>1,073</b>	<b>1,286</b>	<b>1,566</b>
归属母公司所有者权益	2,029	2,346	2,894	3,556
其中: 实收资本	337	337	337	337
少数股东权益	0	0	0	0
<b>股东权益合计</b>	<b>2,029</b>	<b>2,346</b>	<b>2,894</b>	<b>3,556</b>
<b>负债及股东权益总计</b>	<b>3,266</b>	<b>3,419</b>	<b>4,180</b>	<b>5,122</b>

## 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  $\pm 10\%$ 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  $\pm 5\%$ 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 4 层

邮编：518048

电话：4008866338

传真：(0755) 8244 9257