# 中国平安 平安证券公司

食品饮料

2012年8月15日

# 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

### 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

证券投资咨询资格编号: S1060512070005 0755-22621631

xierui097@pingan.com.cn

# 投资要点

# ■ 2012 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   |

| 型型  | 图表 1 中报快读 | : 2Q12 | 争利保持  | 快速增长,  | 营收增幅  | 略低于市   | 场预期    |   |
|---|-----------|--------|-------|--------|-------|--------|--------|---|
| 营业收入         273         388         42.3%         542         868.34         60.3%         日本地域化支速长同性语色6.0%、从中高端酒的快速管长,中高档面收选增长,中高档面收选增长,中高档面收选增长同比进一步提高,我们预计2012 年金得酒收入占比滞超过60%。分区域者,重点区域中四川、东北销售计划完成情况较好,广系销售计划完成情况较少增幅。温度积益及附加           查日报金及附加         264         50.0%         57.2%         61.2%         70.0%         产品结构继续升级、盈利能力较强的中高端收入增量。27.3%         产品结构继续升级、盈利能力数强的中高端收入增量。27.3%         企业工机发生机工业和发生机工业和发生机工业和发生机工业和发生机工业和发生机工业和发生机工业和发生机工业和发生的工业工程、2011年全年的水平、精洁效力、产业机会和主流媒体的广告校放。           管理费用         36         46         20.2%         75         112.53         50.1%         50.4%         有品到工业业业业业业业业业业业业业业业业业业业业业业业业业业业业业业业业业业业业   |           | 2Q11   | 2Q12  | QoQ    | 1H11  | 1H12   | НоН    |   |
| 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, 清业毛利率从 11 年同期的 55%提升至 66%。         营业税金及附加       26       40       56.4%       53       89.26       68.2%         销售费用       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 年空有分分等。<br>被加入,报表上体现的广告费用达到 8140万,同比增长 70%,已超过 2011 年全年的分享。<br>被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%       全得 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%       全得 30 年年份酒计提的财务费用增加。         营业利润       29       95       227.1%       78       243.64       213.2%       天马玻璃盈利能力回升,投资收益增加。         营业外收入       1       1       -50.9%       2       1.30       -39.2%       工事被引金额,       工事的工作工程度的工作工程度的工作工程度的工作工程度的工程度的工作工程度的工程度的工作工程度的工程度的工程度的工程度的工程度的工程度的工程度的工程度的工程度的工程度的   | 营业收入      | 273    | 388   | 42.3%  | 542   | 868.34 | 60.3%  | 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 |
| 毛利       130       247       90.0%       277       531       91.5%       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%。         营业税金及附加       26       40       56.4%       53       89.26       68.2%       销售费用增速低于收入增速,我们估计很多销售费用价值,我们估计很多销售费用从现在经销商层面。2011 年营销投入继续加入,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。精酒会上公司就提出追加 1个多亿的费用用于中央电视合和主流媒体的广告投放。         管理费用       36       46       28.6%       61       73.86       20.5%       10.2%       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%       会得 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%       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%       天马玻璃盈利能力回升,投资收益增加。         营业利润率       10.6%       24.5%       13.8%       14.4%       28.1%       13.7%       天马玻璃盈利能力回升,投资收益增加。         营业补收入       1       1       -50.9%       2       1.30       -39.2%       工具有限的数据       工具有限的数据 <th< td=""><td>营业成本</td><td>143</td><td>141</td><td>-1.1%</td><td>264</td><td>337.14</td><td>27.6%</td><td></td></th<> | 营业成本      | 143    | 141   | -1.1%  | 264   | 337.14 | 27.6%  |   |
| 毛利       130       247       90.0%       277       531       91.5%       酒业毛利率从 11 年同期的 55%提升至 66%。         营业税金及附加       26       40       56.4%       53       89.26       68.2%       销售费用增速低于收入增速,我们估计很多销售费用价级在经销商层面。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。槽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%       费用达到 8140万,同比增长 70%,已超过 2011 年全年的水平。槽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。         资产减值损失       -1       -0       67.0%       -0       0.48       416.0%       全得 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%       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%       天马玻璃盈利能力回升,投资收益增加。         营业利润率       10.6%       24.5%       13.8%       14.4%       28.1%       13.7%       工业玻璃至利能力回升,投资收益增加。         营业外收入       1       1       50.9%       2       1.31       NA       1.31       1.37%       1.31       1.31       1.31       1.32       1.31       1.32       1.32       1.32       1.32       1.32       1.32       1.32       1.32       1.32       1.32       1.32       <  | 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  |
| 指售費用  | 毛利        | 130    | 247   | 90.0%  | 277   | 531    | 91.5%  |   |
| 管理费用 36 46 28.6% 61 73.86 20.5%   |           |        |       |        |       |        |        | 售费用体现在经销商层面。2011 年营销投入继   |
| 附务费用 5 14 191.4% 10 21.68 119.2% 含得30年年份酒计提的财务费用增加。<br>资产减值损失 -1 -0 67.0% -0 0.48 416.0%<br>公允价值变动收益 0 0 0.0% 0 0.00 0.0%<br>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。<br>营业利润 29 95 227.1% 78 243.64 213.2%<br>营业利润率 10.6% 24.5% 13.8% 14.4% 28.1% 13.7%<br>营业外收入 1 1 -50.9% 2 1.30 -39.2%<br>营业外支出 0 2 \ 0 1.51 NA<br>利润总额 30 94 212.5% 80 243.42 204.6%<br>所得税 7 20 185.0% 20 57.47 183.1%<br>所得税率 24.7% 22.2% -2.5% 25.9% 24.6% -1.3%<br>少数股东损益 0 0 0.0% 0.00 0.0%<br>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   | 销售费用      | 36     | 58    | 60.2%  | 75    | 112.53 | 50.1%  | 糖酒会上公司就提出追加1个多亿的费用用于  |
| 资产減值损失       -1       -0       67.0%       -0       0.48       416.0%         公允价值变动收益       0       0       0.0%       0.00       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%         所得税率       7       20       185.0%       20       57.47       183.1%         少数股东损益       24.7%       22.2%       -2.5%       25.9%       24.6%       -1.3%         少数股东损益       0       0.0%       0.0%       0.0%       -1.3%       -2.1.3%       -2.1.3%       -2.1.3%       -2.1.3%       -2.1.3%       -2.1.3%       -2.1.3%       -2.1.3%       -2.1.3%       -2.1.3%       -2.1.3%       -2.1.3%       -2.1.3%       -2   | 管理费用      | 36     | 46    | 28.6%  | 61    | 73.86  | 20.5%  |   |
| 公允价值变动收益  | 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。  |
| 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。         营业利润率       10.6%       24.5%       13.8%       14.4%       28.1%       13.7%       -1       1.37%         营业外收入       1       1       -50.9%       2       1.30       -39.2%       -39.2%  | 资产减值损失    | -1     | -0    | 67.0%  | -0    | 0.48   | 416.0% |   |
| 营业利润率       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%         所得税率       7       20       185.0%       20       57.47       183.1%         少数股东损益       0       0.0%       0.00       0.0%         少数股东损益       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%  | 公允价值变动收益  | 0      | 0     | 0.0%   | 0     | 0.00   | 0.0%   |   |
| 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%       0.00       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%   | 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%         外衛之       24.7%       22.2%       -2.5%       25.9%       24.6%       -1.3%         少数股东损益       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%  |           | 29     | 95    |        | 78    |        | 213.2% |   |
| 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%       0.00       0.0%       -1.3%         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%  |           | 10.6%  | 24.5% | 13.8%  | 14.4% |        | 13.7%  |   |
| 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%       0.00       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%  |           | 1      | 1     | -50.9% | 2     |        |        |   |
| 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  |           | 0      | 2     |        | 0     |        |        |   |
| 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% 0.00 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  |           |        |       | 212.5% | 80    |        | 204.6% |   |
| 少数股东损益     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%  |           |        |       |        |       | 57.47  |        |   |
| 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   |           | 24.7%  | 22.2% |        | 25.9% |        |        |   |
| 归属于母公司净利润 23 74 220.7% 60 185.95 211.9% 增长、占比提升,利润出现爆发式增长<br>净利率 8.5% 19.1% 10.6% 11.0% 21.4% 10.4%   | 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% |   |
| EPS 0.07 0.22 220.7% 0.18 0.55 211.9%   | 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% |   |

请务必阅读正文后免责条款 2/5

图表 2 食品饮料重点公司估值对比

|      | <br>股价(元) | E C  | PS(元/股 | - 1   |      | PE(倍) |      |      | 2012 年业绩预测  |
|------|-----------|------|--------|-------|------|-------|------|------|-------------|
|      |           | L    |        | . )   | ·    | FE(盲) |      |      |             |
| 股票名称 | 8月14日     | 11A  | 12E    | 13E   | 11A  | 12E   | 13E  | 评级   | 最近一月调整      |
| 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

请务必阅读正文后免责条款 3/5

| 损益表(百万元,元/股)                           | 2011A  | 2012E | 2013E | 2014E | 现金流量表(百万元)               |       | 2011A | 2011A 2012E | 2011A 2012E 2013E |
|--|--------|-------|-------|-------|--------------------------|-------|-------|-------------|-------------------|
| 营业收入                                   | 1,269  | 1,983 | 3,001 | 3,864 | 净利润                      |       | 195   | 195 377     | 195 377 616       |
| YoY                                    | 41.9%  | 56.2% | 51.3% | 28.7% | 折旧摊销                     |       | 3     |             |                   |
| 营业成本                                   | 589    | 756   | 1,044 | 1,304 | 营运资金投资                   | 658   |       |             |                   |
| 毛利率                                    | 53.6%  | 61.9% | 65.2% | 66.2% | 经营活动现金净流量                | -343  |       |             |                   |
| 营业税金及附加                                | 130    | 218   | 330   | 425   | 资本开支                     | -40   |       | 0           | 0 200             |
| 股权激励费用                                 | 0      | 0     | 0     | 0     | 投资活动现金净流量                | -39   |       | 3           |                   |
| 销售费用                                   | 129    | 317   | 540   | 695   | 债务融资                     | 126   |       | -522        | -522 -159         |
| 管理费用                                   | 132    | 159   | 240   | 309   | 股权融资                     | 0     |       | 0           |                   |
| 财务费用                                   | 33     | 21    | 6     | -4    | 支付红利                     | -20   |       | -61         |                   |
| 投资净收益                                  | 7      | 3     | 3     | 3     | 融资活动现金净流量                | 63    |       | -604        |                   |
| 营业利润                                   | 264    | 515   | 844   | 1,137 | 当年现金净流量                  | -319  |       | 116         | 116 23            |
| 加:营业外收入                                | 3      | 2     | 0     | 0     | 二 1 公(五) 1 四五            |       |       |             |                   |
| 减:营业外支出                                | 1      | 0     | 0     | 0     | 资产负债表(百万元)<br>资产负债表(百万元) | 2011A |       | 2012E       | 2012E 2013E       |
| 利润总额                                   | 266    | 517   | 844   | 1,137 | 货币资金                     | 284   |       | 400         | 400 423           |
| 减: 所得税                                 | 71     | 140   | 228   | 307   | 应收款项                     | 18    |       | 69          | 69 86             |
| 净利润                                    | 195    | 377   | 616   | 830   | 预付款项                     | 3     |       | 6           | 6 7               |
| 减:少数股东损益                               | 0      | 0     | 0     | 0     | 存货                       | 1,525 |       | 1,512       | 1,512 1,880       |
| リスタススススススススススススススススススススススススススススススススススス | 195    | 377   | 616   | 830   | 其他流动资产                   | 272   |       | 278         | 278 467           |
| УоY                                    | 155.2% | 93.3% | 63.2% | 34.8% | 流动资产合计                   | 2,144 |       | 2,315       | 2,315 2,941       |
| 销售净利润率                                 | 15.4%  | 19.0% | 20.5% | 21.5% | 长期股权投资                   | 170   |       | 170         | 170 170           |
| EPS(当年股本)                              | 0.58   | 1.12  | 1.83  | 2.46  | 固定资产                     | 641   |       | 633         | 633 773           |
| EPS(最新股本摊薄)                            | 0.58   | 1.12  | 1.83  | 2.46  | 无形资产                     | 188   |       | 188         | 188 188           |
| LI O (取例及平1年147                        |        |       |       |       | 其他非流动资产                  | 123   |       | 114         | 114 108           |
| 重要指标速览                                 | 2011A  | 2012E | 2013E | 2014E | 非流动资产合计                  | 1,122 |       | 1,104       | 1,104 1,239       |
| 估值                                     |        |       |       |       | 资产总计                     | 3,266 |       | 3,419       | 3,419 4,180       |
| PE                                     | 62.2   | 32.2  | 19.7  | 14.6  | 短期借款                     | 375   |       | 159         | 159 0             |
| PEG                                    | 0.7    | 0.5   | 0.6   | 0.6   | 应付款项                     | 169   |       | 179         | 179 255           |
| PB                                     | 6.0    | 5.2   | 4.2   | 3.4   | 预收款项                     | 166   |       | 397         | 397 540           |
| P/S                                    | 9.6    | 0.0   | 0.0   | 0.0   | 应付股利                     | 0     |       | 0           | 0 0               |
| EV/EBITDA                              | 34.1   | 20.8  | 13.4  | 10.1  | 其他流动负债                   | 693   |       | 734         | 734 1,030         |
| 股息收益率                                  | 1.3%   | 0.6%  | 1.4%  | 2.2%  | 流动负债合计                   | 1,237 |       | 1,073       | 1,073 1,285       |
| 经营回报率                                  |        |       |       |       | 长期借款                     | 0     |       | 0           | 0 0               |
| ROE                                    | 9.6%   | 16.1% | 21.3% | 23.3% | 应付债券                     | 0     |       | 0           | 0 0               |
| ROA                                    | 6.0%   | 11.0% | 14.7% | 16.2% | 其他非流动负债                  | 0     |       | 0           | 0 0               |
| 资本结构及偿债能力                              |        |       |       |       | 非流动负债合计                  | 0     |       | 0           | 0 0               |
| 资产负债率                                  | 37.9%  | 31.4% | 30.8% | 30.6% | 负债合计                     | 1,237 |       | 1,073       | 1,073 1,286       |
| 速动比率                                   | 0.5    | 0.7   | 0.8   | 1.1   | 归属母公司所有者权益               | 2,029 |       | 2,346       | 2,346 2,894       |
| 运营效率                                   | 0.0    | 0     | 0.0   |       | 其中:实收资本                  | 337   |       | 337         | 337 337           |
| 存货周转率                                  | 0.4    | 0.0   | 0.0   | 0.0   | 少数股东权益                   | 0     |       | 0           | 0 0               |
| 流动资产周转率                                | 0.6    | 0.9   | 1.1   | 1.2   | 股东权益合计                   | 2,029 |       | 2,346       | 2,346 2,894       |
| 固定资产周转率                                | 1.9    | 3.1   | 4.3   | 4.6   | 负债及股东权益总计                | 3,266 |       | 3,419       | 3,419 4,180       |

请务必阅读正文后免责条款 4/5

# 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:

此报告旨为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