沱牌舍得（600702）

—业绩延续高增长

投资评级	推荐	评级调整	评级不变	收盘价	35.44	元

事件：公司公布了 2012 年半年报

2012年上半年，实现营业收入为8.68亿元，较上年同期增60.30%；归属于母公司所有者的净利润为1.86亿元，较上年同期增211.94%；基本每股收益为0.5513元，较上年同期增212.00%。

结论：

预计12/13/14年公司实现EPS1.04/1.43/1.94元。维持“推荐”评级。

正文：

- **业绩超预期。**2012 年上半年，实现营业收入为 8.68 亿元，较上年同期增 60.30%；归属于母公司所有者的净利润为 1.86 亿元，较上年同期增 211.94%；基本每股收益为 0.5513 元，较上年同期增 212.00%。收入、净利润增速均超预期。

- **业绩高增长来源于毛利率稳步提升。**从盈利能力来看，2012 年第二季度，主营业务毛利率为 63.60%，环比提高 4.69 个百分点，同比提高 15.92 个百分点。另一方面，2012 年上半年主营业务 ROE（摊薄）为 8.39%，环比提高 3.17 个百分点，同比提高 5.28 个百分点，反映出公司盈利能力大幅攀升。从毛利率提升的内在原因来看，我们认为，中高档酒快速增长是推动毛利率提升的根本原因。2012 年上半年，公司中高档酒业务收入同比增长 66.75%，在酒类业务收入占比达 77.04%。可以看出，公司中高档酒业务增速仍保持高位，且在酒类收入中占比较高。

- **外延式拓展使期间费用保持刚性增长。**虽然公司毛利率同比、环比均出现大幅上涨，但2012年第二季度净利率环比出现了下降，这主要源自于白酒业务外延式拓展持续推进加大了公司销售费用和管理费用的投入。我们认为，公司正处于外围拓展发力阶段，期间费用增加是刚性的，这将稀释公司净利润增速。

- **低档酒值得关注。**2012年上半年，公司低挡酒收入增速为从2011年的22%提升到58%；毛利率达34%，同比提高近14个百分点（2011年抵挡酒毛利率同比提高3个百分点）。可见，报告期内公司抵挡酒毛利率提升是超预期的。我们认为，成本增加、乡镇市场消费升级将推动抵挡酒稳步提价。未来公司抵挡酒业务值得进一步关注。

- **盈利预测与投资建议：**维持之前预测，12/13/14年公司实现EPS为1.04/1.43/1.94元。 维持公司“推荐”投资评级。

发布时间：2012 年 8 月 16 日

主要数据

52 周最高/最低价(元)	39.19/15.20
上证指数/深圳成指	2118.95/9048.61
50 日均成交额(百万元)	225.28
市净率(倍)	5.89
股息率	0.51%

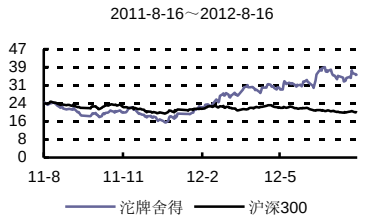
基础数据

流通股(百万股)	337.30
总股本(百万股)	337.30
流通市值(百万元)	11953.91
总市值(百万元)	11953.91
每股净资产(元)	6.02
净资产负债率	60.96%

股东信息

大股东名称	四川沱牌舍得集团有限公司
持股比例	31.85%
国元持仓情况	

52 周行情图



相关研究报告

《国元证券公司研究-沱牌舍得（600702）公司调研简报-营销改善稳步推进》，2012-7-26

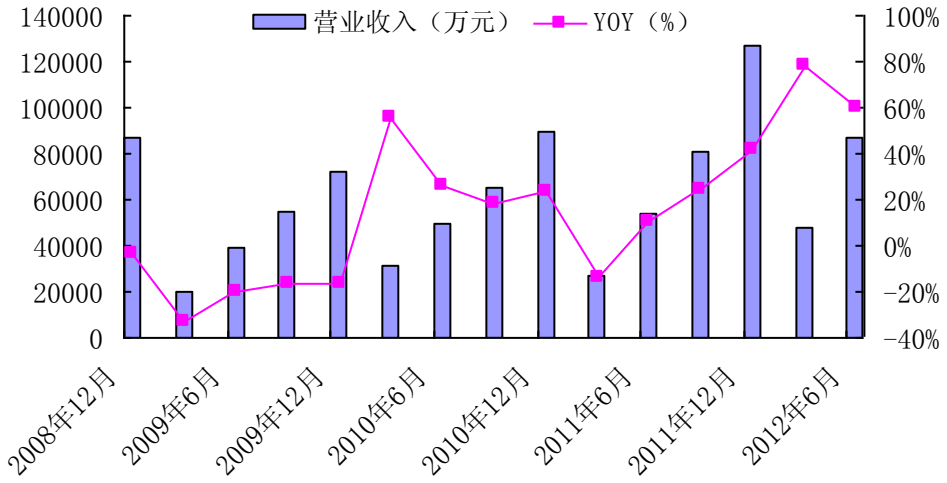
《国元证券公司研究-沱牌舍得（600702）2011 年年报点评-高增长可期》，2012-3-6

联系方式

研究员： 周家杏
执业证书编号：S0020511030015
电 话： 021-51097188-1920
电 邮： zhoujiaxing@gyzq.com.cn

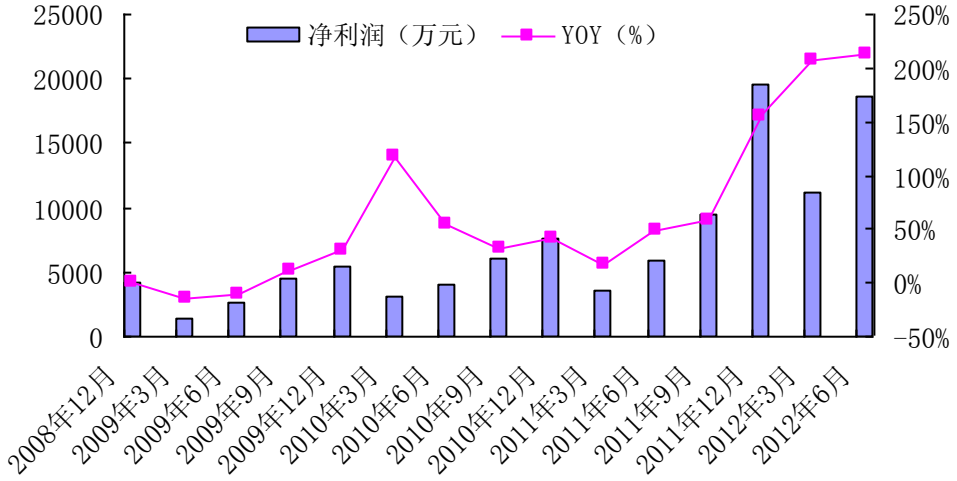
联系人： 程维
电 话： （0551）2207936
电 邮： chengwei@gyzq.com.cn
地 址： 中国安徽省合肥市寿春路 179 号（230001）

图 1：2012 年上半年公司实现营业收入 8.68 亿元，同比增长 60%



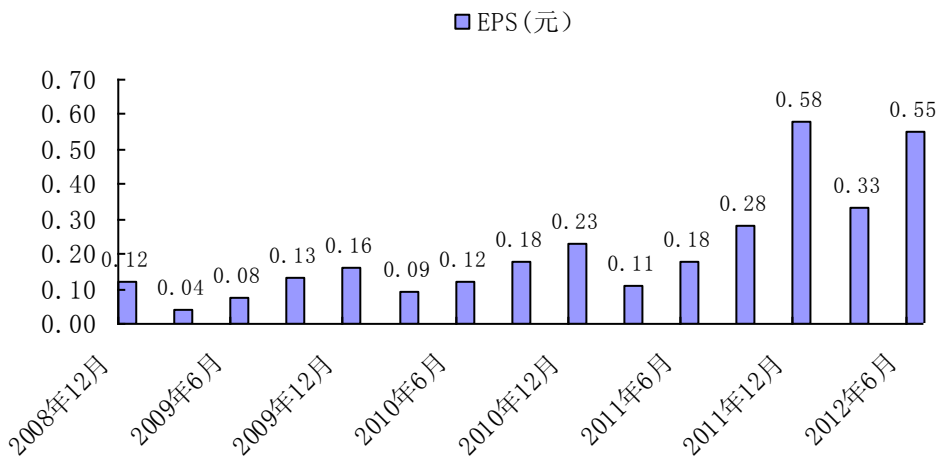
资料来源：国元证券研究中心、公司年报

图 2：2012 年上半年公司实现净利润 1.86 亿元，同比增长 212%



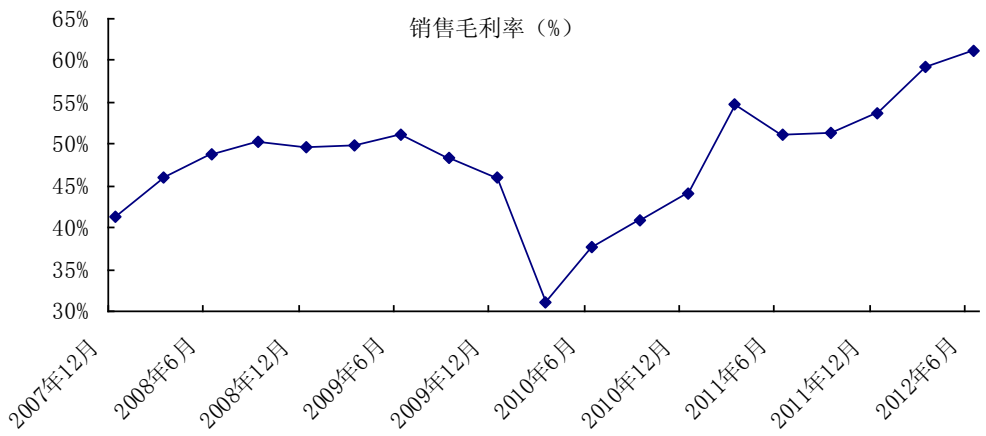
资料来源：国元证券研究中心、公司年报

图 3：2012 年上半年公司实现 EPS 0.55 元，同比增长 212%



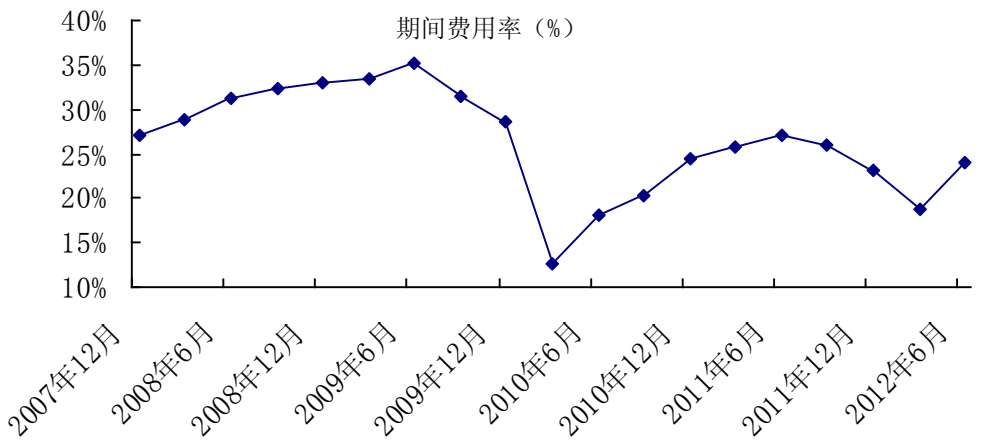
资料来源：国元证券研究中心、公司年报

图 4：2012 年上半年毛利率为 61.17%，同比提高 9.96 个百分点



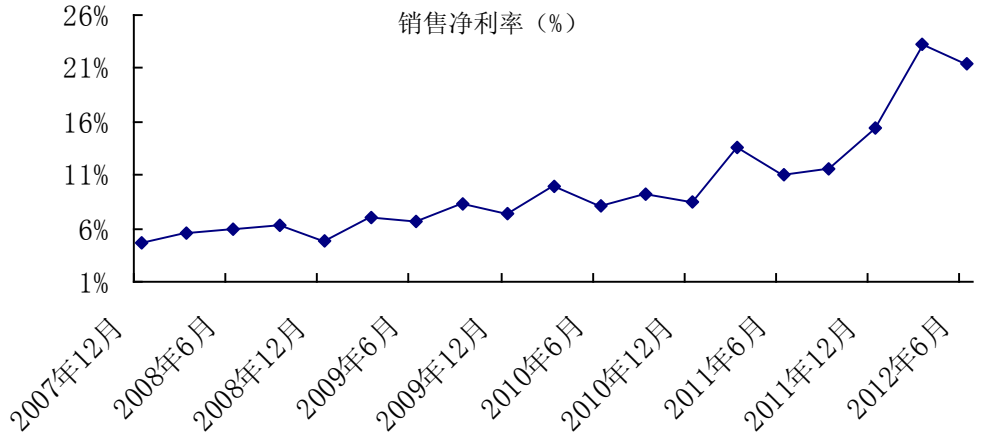
资料来源：国元证券研究中心、公司年报

图 5：2012 年上半年期间费用率为 23.96%，同比下降 3.03 个百分点



资料来源：国元证券研究中心、公司年报

图 6：2012 年上半年度净利率为 21.41%，同比提高 10.41 个百分点



资料来源：国元证券研究中心、公司年报

表 1：公司利润表预测

利润表				单位:百万元
会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	1269	1843	2523	3280
营业成本	589	802	1082	1400
营业税金及附加	130	171	242	312
营业费用	129	182	251	326
管理费用	132	199	269	352
财务费用	33	38	46	35
资产减值损失	-0	1	0	0
公允价值变动收益	0	-0	-0	-0
投资净收益	7	5	5	5
营业利润	264	455	636	860
营业外收入	3	2	2	2
营业外支出	1	4	4	3
利润总额	266	453	634	859
所得税	71	103	151	206
净利润	195	350	483	653
少数股东损益	0	-0	-0	-0
归属母公司净利润	195	350	483	653
EBITDA	360	555	748	964
EPS（元）	0.58	1.04	1.43	1.94

资料来源：公司定期报告、国元证券研究中心

表 2：公司重要财务指标预测

重要财务指标				单位:百万元
主要财务指标	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	1269	1843	2523	3280
同比(%)	42%	45%	37%	30%
归属母公司净利润	195	350	483	653
同比(%)	155%	79%	38%	35%
毛利率(%)	53.6%	56.5%	57.1%	57.3%
ROE(%)	9.6%	14.7%	17.2%	19.2%
每股收益(元)	0.58	1.04	1.43	1.94
P/E	43.72	24.39	17.66	13.06
P/B	4.21	3.59	3.04	2.51
EV/EBITDA	24	16	12	9

资料来源：公司定期报告、国元证券研究中心

国元证券投资评级体系：

(1)公司评级定义	
二级市场评级	
强烈推荐	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 20%以上
推荐	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 5-20%之间
中性	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅介于上证指数±5%之间
回避	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅劣于上证指数 5%以上

(2)行业评级定义	
推荐	行业基本面向好，预计未来 6 个月内，行业指数将跑赢上证指数 10%以上
中性	行业基本面稳定，预计未来 6 个月内，行业指数与上证指数持平在正负 10%以内
回避	行业基本面向淡，预计未来 6 个月内，行业指数将跑输上证指数 10%以上

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人承诺报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业操守和专业能力，本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论，结论不受任何第三方的授意、影响。特此声明。

证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》（Z23834000），国元证券股份有限公司具有以下业务资质：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；证券资产管理；融资融券；证券投资基金代销；为期货公司提供中间介绍业务。

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

一般性声明

本报告仅供国元证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告，则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议，国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、分析工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的投资建议或要约邀请。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司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。
市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究中心联系。 网址:www.gyzq.com.cn