

沱牌舍得 (600702)

3Q12业绩低于预期，营销改革继续推进，稳健增长可期

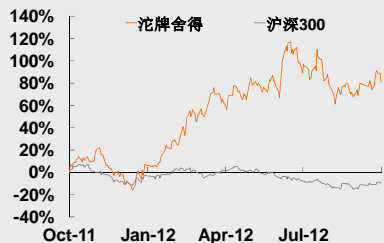
强烈推荐 (维持)

现价: 31.2 元

主要数据

行业	平安食品饮料
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)	105.24
流通 A 股市值(亿元)	105.24
每股净资产(元)	6.57
资产负债率(%)	32.7

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

事项: 1-3Q12 沱牌舍得营收、净利分别增 48%、170%，3Q12 营收、净利分别增 23.2%、98.4%，低于市场预期。

平安观点:

■ **3Q12 营收仅增 23.2%，远低于酒鬼酒 112%的水平，在已公布 3 季报的白酒公司中增速排名靠后，相比 2Q12 营收 42%的增速也有所放缓。**我们判断营收增速低主要有以下原因:(1)营销团队的销售目标设置方式还需完善，公司销售目标分为必成目标和奋斗目标，但必成-奋斗目标之间差距太大，导致销售人员达到必成目标之后，缺乏动力去实现奋斗目标。(2)高管的考核方式还需改进，高管薪酬与业绩虽有一定的挂钩，但细化不够。(3)长江以南的区域如广东、江西 2012 年的销售计划完成情况不理想。(4)营销队伍的建设速度低于预期，现阶段销售人员 800-1000 人，2012 年原计划年底销售团队达到 1500 人，但估计年末仅达到 1200 人，另外高端策划人才缺乏，营销宣传能力还有待改进。

■ **考虑到基数原因，4Q12 营收和净利增速可能明显放缓。**4Q11 舍得酒提价至 468 元，经销商提前备货，实现销售收入高达 4.6 亿，因此我们估计 4Q12 业绩增长可能面临一定的压力。

■ **3Q12 净利增幅 98.4%远高于收入增幅，**主要因为舍得酒收入占比提升，毛利率同比提升 10.4%至 61.7%，根据公司规划，2012 年中高档酒占比将达到 70%以上，我们预计 2012 年全年舍得酒收入占比将接近 60%。

■ **虽然 3Q 营收增速放缓，4Q 营收增速可能因基数原因显得更慢，但投资者大可不必过于悲观，**我们看到沱牌 2012 年仍有各项举措继续推进营销改革，明后年保持稳健增长可期:(1)2012 年销售大区调整、营销体系扁平化，年初从 24 个销售区细分至 39 个，现合并为 36 个，基本上一省一区，给予各个区域更多的权限，考核到省，营销体系更加扁平化;(2)营销团队的激励机制继续完善，预计 2012 年大区经理年薪最高可达 70-80 万，2011 年最高为 60 万。(3)2012 年推出种子基金计划给经销商融资，可提高经销商的积极性，该基金的风险可控，首先经销商需投入一定的本金，同时银行的贷款全部在公司账上，只给经销商产品，并且只给合作 2-3 年以上的经销商。

■ **我们维持 2012 年的业绩预测，**预计 2012-2013 年实现每股收益 1.12、1.66 元，同比增长 94%、48%，维持“强烈推荐”的投资评级。

■ **风险提示:**由于基数的原因，4Q12 营收和净利增速可能明显放缓。

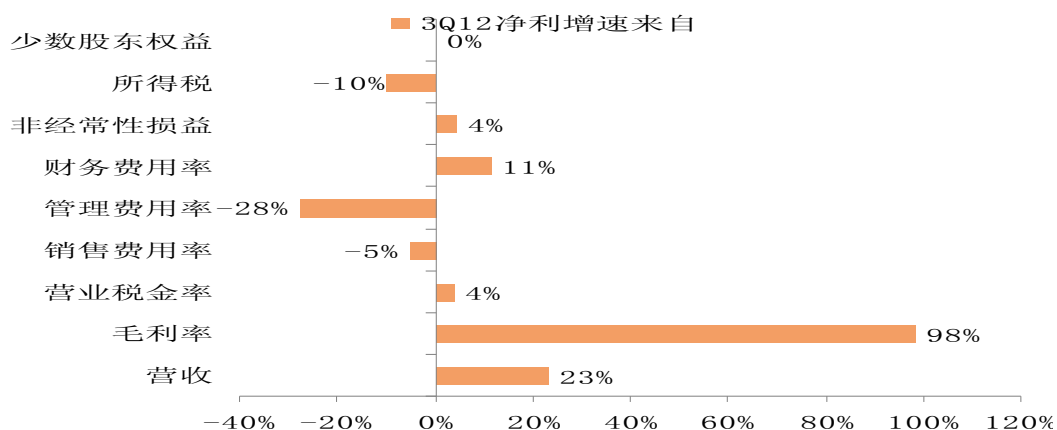
	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入(百万元)	895	1,269	1,727	2,343	2,936
YoY(%)	23.7	41.9	36.1	35.6	25.3
净利润(百万元)	76	195	378	561	719
YoY(%)	42.2	155.2	93.6	48.3	28.3
毛利率(%)	44.1	53.6	61.8	62.7	62.9
净利率(%)	8.5	15.4	21.9	23.9	24.5
ROE(%)	4.1	9.6	16.1	19.7	21.2
EPS(摊薄/元)	0.23	0.58	1.12	1.66	2.13
P/E(倍)	82.0	32.1	16.6	11.2	8.7
P/B(倍)	3.4	3.1	2.7	2.2	1.9

图表 1 三季报快读：3Q12营收仅增23.2%，远低于酒鬼酒112%水平

	3Q11	3Q12	QoQ	1-3Q11	1-3Q12	HoH	
营业收入	265	326	23.2%	807	1,195	48.1%	3Q12 营收仅增 23.2%，远低于酒鬼酒 112%水平，在已公布 3 季报的白酒公司中增速排名靠后，相比 2Q12 营收 42%的增速也有所放缓。
营业成本	129	125	-3.2%	393	462	17.5%	
毛利率	51.3%	61.7%	10.4%	51.3%	61.3%	10.1%	舍得酒收入占比提升，公司毛利率同比提升 10.4%至 61.7%，根据公司规模，2012 年中高档酒占比将达到 70%以上，我们预计 2012 年全年舍得酒收入占比将接近 60%。
毛利	136	202	48.1%	414	733	77.2%	
营业税金及附加	27	32	18.2%	80	122	51.2%	
销售费用	30	38	29.1%	105	151	44.1%	沱牌舍得的销售费用率低于大部分非一线白酒企业，我们估计公司的很多销售费用体现在经销商层面。
管理费用	24	39	62.6%	86	113	32.4%	
财务费用	9	7	-20.3%	19	29	52.7%	舍得 30 年年份酒计提的财务费用增加。
资产减值损失	2	2	42.0%	1	3	89.9%	
公允价值变动收益	0	0	0.0%	0	0	0.0%	
投资收益	4	5	47.7%	3	15	418.4%	1-3Q 天马玻璃盈利能力回升，投资收益增加。
营业利润	48	87	82.8%	125	331	163.6%	
营业利润率	18.0%	26.7%	8.7%	15.6%	27.7%	12.1%	
营业外收入	0	1	347.3%	2	3	7.9%	
营业外支出	0	0	-100.0%	0	2	8093.5%	
利润总额	48	89	84.5%	128	332	159.5%	
所得税	13	20	48.7%	34	77	129.6%	
所得税率	30.4%	24.3%	-6.0%	27.5%	24.5%	-3.0%	
少数股东损益	0	0	0.0%	0	0	0.0%	
归属于母公司净利润	35	69	98.4%	94	255	170.3%	
净利率	13.0%	21.0%	8.0%	11.7%	21.3%	9.6%	
EPS	0.10	0.20	98.4%	0.28	0.75	170.3%	

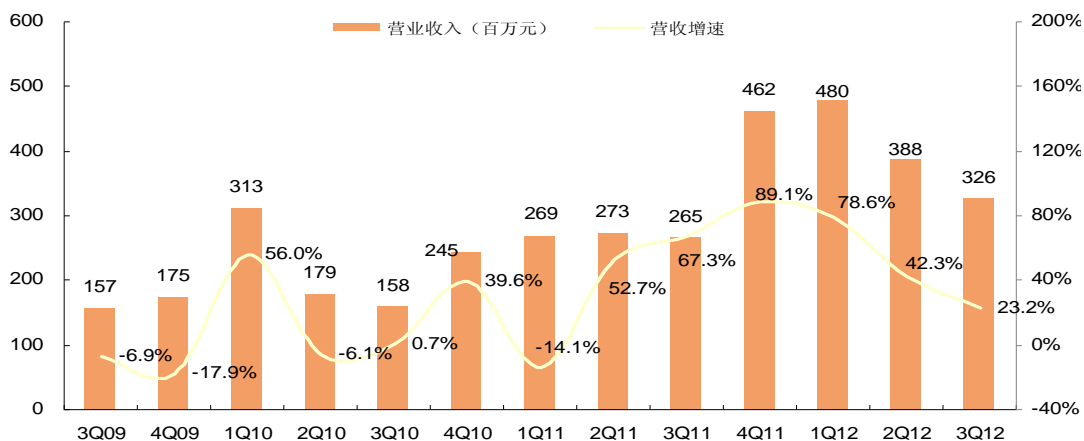
资料来源：公司公告，平安证券研究所、Wind

图表 2 3Q12沱牌舍得净利增长主要来自于毛利率的提高



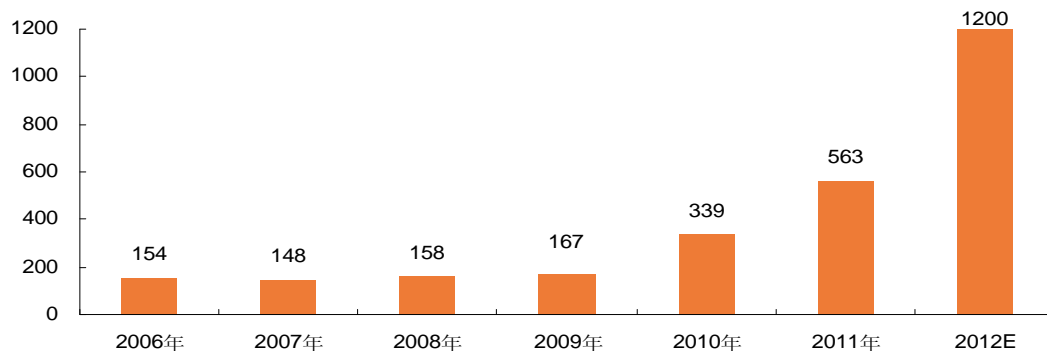
资料来源：平安证券研究所、Wind

图表 3 3Q12沱牌舍得营收仅增23.2%，远低于酒鬼酒112%水平



资料来源：平安证券研究所、Wind

图表 4 预计2012年底沱牌舍得销售人员数量达到1200人 单位：人



资料来源：平安证券研究所、Wind

图表 5 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
	10 月 25 日	11A	12E	13E	11A	12E	13E				
泸州老窖	38.9	2.08	3.22	4.24	18.7	12.1	9.2	强烈推荐	↑(5%)10月18日		
五粮液	34.1	1.63	2.53	3.15	20.9	13.5	10.8	强烈推荐	↑(5%)10月14日		
贵州茅台	246.1	8.44	13.67	20.07	29.1	18.0	12.3	强烈推荐			
沱牌舍得	31.7	0.58	1.12	1.83	54.8	28.3	17.3	强烈推荐			
山西汾酒	43.5	0.90	1.57	2.38	48.2	27.6	18.3	强烈推荐	↑(3%)10月21日		
洋河股份	123.6	3.72	6.29	9.16	33.2	19.6	13.5	强烈推荐			
古井贡酒	37.7	1.12	1.67	2.23	33.6	22.6	16.9	推荐			
酒鬼酒	57.3	0.59	2.00	2.86	96.6	28.6	20.0	推荐	↑(21%)9月29日		
张裕A	47.8	2.78	3.00	3.56	17.2	16.0	13.4	强烈推荐			
安琪酵母	18.3	0.91	1.10	1.32	20.2	16.7	13.9	推荐			
双汇发展	59.7	1.23	2.73	3.40	48.5	21.9	17.6	强烈推荐			
大北农	21.4	0.63	0.85	1.10	34.0	25.2	19.5	强烈推荐			
伊利股份	21.2	0.95	0.95	1.21	22.3	22.3	17.5	推荐			
贝因美	20.7	1.03	1.15	1.27	20.1	18.0	16.3	推荐			
燕京啤酒	5.8	0.32	0.33	0.38	17.8	17.5	15.2	推荐			
青岛啤酒	31.6	1.29	1.46	1.75	24.5	21.6	18.0	推荐			
黑牛食品	10.1	0.33	0.40	0.53	31.0	25.3	19.1	推荐			
汤臣倍健	57.9	0.85	1.39	2.06	67.9	41.6	28.1	推荐			
承德露露	15.6	0.48	0.56	0.67	32.4	27.6	23.4	推荐			
均值					35.3	22.3	16.9				

资料来源：平安证券研究所、WIND

损益表 (百万元, 元/股)	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	1,269	1,727	2,343	2,936
YoY	41.9%	36.1%	35.6%	25.3%
营业成本	589	660	873	1,090
毛利率	53.6%	61.8%	62.7%	62.9%
营业税金及附加	130	180	244	305
股权激励费用	0	1	2	3
销售费用	129	216	281	338
管理费用	132	164	223	279
财务费用	33	34	4	0
投资净收益	7	15	10	10
营业利润	264	488	728	934
加: 营业外收入	3	2	0	0
减: 营业外支出	1	0	0	0
利润总额	266	491	728	934
减: 所得税	71	113	167	215
净利润	195	378	561	719
减: 少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司所有者净利	195	378	561	719
YoY	155.2%	93.6%	48.3%	28.3%
销售净利润率	15.4%	21.9%	23.9%	24.5%
EPS (当年股本)	0.58	1.12	1.66	2.13
EPS (最新股本摊薄)	0.58	1.12	1.66	2.13

重要指标速览	2011A	2012E	2013E	2014E
估值				
PE	54.8	28.3	19.1	14.9
PEG	0.6	0.6	0.7	0.6
PB	5.3	4.6	3.8	3.2
P/S	8.4	0.0	0.0	0.0
EV/EBITDA	30.1	18.8	13.6	10.7
股息收益率	1.4%	0.6%	1.6%	2.5%
经营回报率				
ROE	9.6%	16.1%	19.7%	21.2%
ROA	6.0%	11.9%	14.3%	15.3%
资本结构及偿债能力				
资产负债率	37.9%	26.1%	27.4%	27.7%
速动比率	0.5	0.9	1.0	1.2
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	0.8	1.0	1.0
固定资产周转率	1.9	2.7	3.3	3.5

现金流量表 (百万元)	2011A	2012E	2013E	2014E
净利润	195	378	561	719
折旧摊销	63	56	65	82
营运资金投资	658	-430	144	94
经营活动现金净流量	-343	860	483	705
资本开支	-40	0	200	200
投资活动现金净流量	-39	15	-190	-190
债务融资	126	-664	-17	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	-759	-89	-169
当年现金净流量	-319	116	204	346

资产负债表 (百万元)	2011A	2012E	2013E	2014E
货币资金	284	400	605	951
应收款项	18	60	67	83
预付款项	3	5	6	8
存货	1,525	1,320	1,572	1,743
其他流动资产	272	242	364	470
流动资产合计	2,144	2,071	2,675	3,333
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
非流动资产合计	1,122	1,104	1,239	1,357
资产总计	3,266	3,175	3,914	4,690
短期借款	375	17	0	0
应付款项	169	156	214	271
预收款项	166	345	422	470
应付股利	0	0	0	0
其他流动负债	693	654	860	1,028
流动负债合计	1,237	828	1,074	1,299
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
非流动负债合计	0	0	0	0
负债合计	1,237	828	1,074	1,300
归属母公司所有者权益	2,029	2,346	2,840	3,390
其中: 实收资本	337	337	337	337
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	2,029	2,346	2,840	3,390
负债及股东权益总计	3,266	3,175	3,914	4,690

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。客户并不能仅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