



未有评级

600702.CH

价格: 人民币 27.50

板块评级: 中立

本报告要点

■ 公司访问

主要催化剂/事件

- 若市场开拓取得重大突破, 优势市场持续放量
- 若季度收入增速环比明显回升

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	74	(14)	(22)	36
相对新华富时A50指数	78	(11)	(18)	51

发行股数(百万)	337
流通股(%)	68.15
流通股市值(人民币 百万)	6,321
3个月日均交易额(人民币 百万)	183
净负债比率(%) (2012E)	净现金
主要股东(%)	
四川沱牌舍得集团有限公司	31.85

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究
以2012年11月15日收市价为标准

中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

消费品: 食品及饮料

苏毓

(8621) 2032 8510

cheng.su@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300512090001

沱牌舍得

全年完成收入目标无忧

公司是曾经拥有庞大消费人群基础的川酒六朵金花之一, 也是十七大名酒之一。2010年以来, 公司通过产品梳理、机制改革、营销精细化等多举措实现了销售收入增长提速和净利润高速增长。预计2012年公司将完成约18-19亿元的销售收入目标, 收入增长超过42%。

主要发现

- 公司对自身短板的认识较为清晰, 未来在品牌宣传上凸显自身生态和智慧文化优势, 市场营销上继续聚焦优势区域和推进精细化。公司的优势区域主要是东北和华北及河南, 未来将继续渠道下沉, 精耕细作, 江苏上海和两湖地区以加强覆盖巩固发展为主。
- 公司产品结构较为清晰, 核心产品舍得系列收入占比超过60%, 在去年提价的基础上, 预计今年仍实现销量超过30%的增长。
- 公司虽然3季度单季收入增长仅23.15%, 但预收账款余额较2季度末仍有提升, 显示公司仍然有较强的业绩平滑能力; 公司第四季度仍有包括促销在内的多种举措完成单季30%以上的收入增长。
- 集团改制较为不确定, 公司资本扩充具有一定紧迫性。

投资摘要

年结日: 12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
销售收入(人民币 百万)	894.6	1,269.22	1,862.33	2,557.66	3,292.42
变动(%)	23.66	41.87	46.73	37.34	28.73
净利润(人民币 百万)	76.48	195.21	387.31	596.02	819.5
全面摊薄每股收益(人民币)	0.23	0.58	1.15	1.77	2.43
变动(%)	42.18	155.25	98.41	53.89	37.5
全面摊薄市盈率(倍)	121.3	47.5	23.9	15.6	11.3
每股现金流量(人民币)	0.41	(1.02)	0.63	0.91	1.26
价格/每股现金流量(倍)	67.1	(27.0)	43.7	30.2	21.8

资料来源: 万得资讯

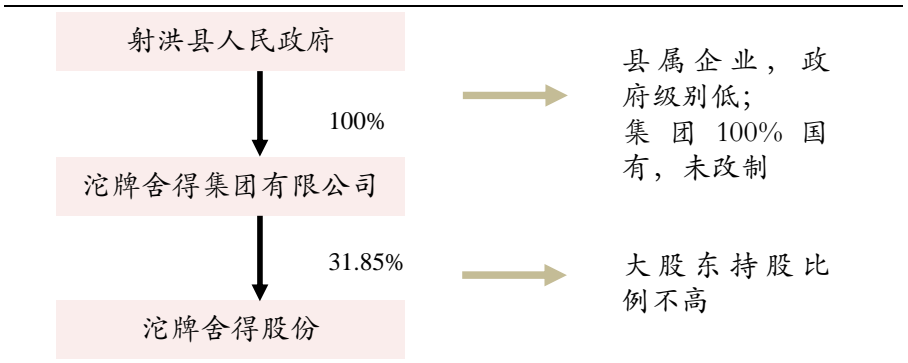
公司品牌地位和股权结构现状

沱牌舍得酒业股份有限公司位于四川省遂宁市射洪县沱牌镇，地处北纬 30.9°——世界最佳酿酒核心地带，沱牌舍得是老十七大“中国名酒”企业之一和川酒“六朵金花”之一，拥有“沱牌”、“舍得”两块“中国驰名商标”。

2000 年附近，沱牌舍得公司以低档酒为主的整体销量曾超过 14 万吨，居行业首位，有较好的群众基础，但之后公司遭遇白酒消费税改革重创，同时亦错过白酒消费升级重大机遇，销量一路下滑。当前年销量 2 万多吨，基本处于恢复增长期。

公司是川酒六朵金花之一，但公司行政级别偏低，为县属企业。

图表 1. 公司股权结构现状：县属白酒企业



资料来源：公司数据

公司产品系列

公司产品主要有酱香酒系列、舍得、沱牌系列和陶醉。沱牌系列中有特曲、曲酒、大曲和低档沱牌。

酱香酒系列：主要是吞之乎和天之乎，每年 50 吨左右，出厂价均价吞之乎在 1,500 元上下，天之乎 3,000 元左右。酱香酒系列还包含经销商贴牌的“知己”系列，其销量亦不高。

舍得系列：核心产品，目前收入占比已经超过 60%，且收入增速快，1-10 月份收入增速预计在 50% 左右。

沱牌系列：其中曲酒系列出厂价平均在 80-100 元/瓶，主推天曲；特曲出厂价在 50-80 元/瓶，大曲出厂价更低，1-10 月份特曲销量已经达到 3,200 吨，上年全年销量约 3,000 吨，预计今年全年销量可达到 4,000 吨。大曲及以下的整个低档酒销量超过 1 万吨，盈利能力较差。

图表 2. 产品系列

产品系列	出厂价区间	主要特征	1-10 月销量增长情况
吞之乎、天之乎	>1500 元	高价高毛利率，团购和高层公关为主，低销售费用	-
舍得	>468 元	高毛利率产品，核心单品，追求放量，带动结构升级	约 40%
曲酒系列	80-100 元	毛利率较高，推天曲为主，今年表现一般	约 20%
特曲系列	50-80 元	放量大众价位产品，今年表现非常好	约 30%
大曲、沱牌	<50 元	低档产品，量大	-

资料来源：公司数据

市场分布和区域规划

公司的销售市场呈现较为明显的梯队层级：

公司销售优势区域是吉林、辽宁、山东、河南、河北以及公司所在地四川遂宁市和周边地区，对于优势区域，公司未来将在已经较好的基础上，继续深耕细作，渠道下沉。

中部的江苏、上海、湖北和湖南，将根据具体情况进一步巩固发展。

南部福州稍好、两广是薄弱市场，公司对薄弱市场短期将不会进行大比例的投入，以大区管理为主。

总体而言，公司对于自身的优势和薄弱市场有着较为清晰的认识，且主要战略是聚焦资源对优势市场进行投入以巩固优势。

相对而言，公司销售是短板，销售环节在不断改善，优势板块在复制

公司历史上曾经销量行业领先，市场形势变化后，公司长期产大于销，基酒储存量大。公司基础设施建设处行业领先水平，相对而言，销售是短板。

公司当前及未来主要着力于品牌宣传和市场开拓。品牌宣传方面，未来将继续考虑如何突出智慧人生、文化名酒，将生态白酒的优势凸显出来，对外差异化竞争的核心是生态白酒和质量安全，智慧人生的白酒文化等。

销售方面的主要政策和变动：

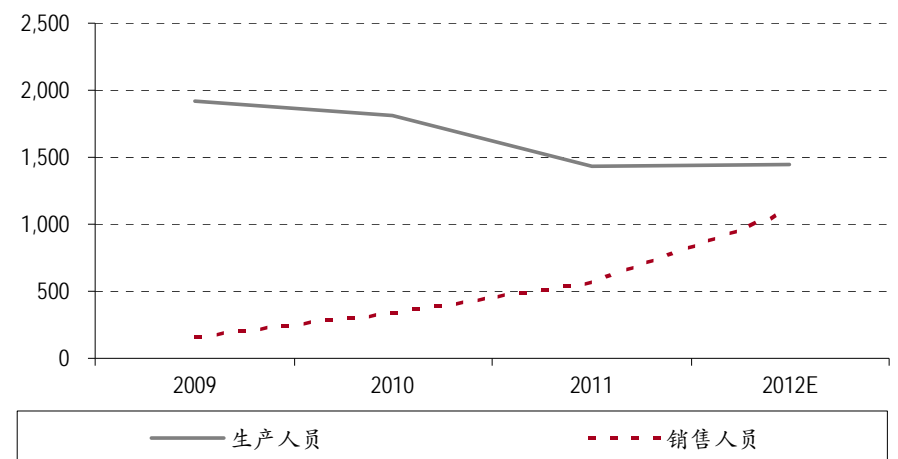
图表 3.销售方面主要政策和变动

政策方面	主要内容
划片区，分部门	将全国划分为华北、东北、西南等片区；各片区分别设立舍得、沱牌事业部，分开运作
精细化营销	优势市场加大人员配置，销售队伍不断壮大，重点县级市场人员可达20人以上，重点市级市场人员可到40人以上
营销管理和激励	销售激励机制显著进步，收入差距拉开，销售业绩好的大区经理收入可达70、80万，甚至百万
推进全面质量和绩效	除实现财务信息化外，还要实现销售等各个环节的信息化；增强绩效考核
高管考核	公司出台高管薪酬考核机制的文件，高管工资薪酬同业绩挂钩，提升高管经常性收入水平
营销中心前移	公司拟将营销和市场部门迁至省会成都，增强对市场的反应力、对人才的吸引力等

资料来源：公司数据

2009年以来，伴随着行业高景气度，以及公司在产品梳理、机制改革、精细化营销等方面的推进，公司销售收入和净利润增长进入了快速通道。

图表 4.销售队伍随市场扩大和精细化的推进而扩大



资料来源：公司半年、年报，中银国际研究

当前形势的判断

库存不高。公司产品在经销商的库存不高，大约保有 1-2 个月的库存，属于正常水平。

白酒行业几个有利特征：1) 为数不多的国内有定价权的行业；2) 消费基础坚实，无酒不成席，需求有刚性；3) 对政府税收贡献大，政府支持；4) 消费整体是在提升。

白酒景气还将一定程度延续，但短期内竞争愈发激烈，表现在几个方面：1) 龙头企业，**贵州茅台**(600519.CH/人民币 227.25, 买入)、**五粮液**(000858.CH/人民币 32.10, 买入)、**洋河股份**(002304.CH/人民币 108.71, 买入)、郎酒等 100 亿级别的企业在全国市场范围内的全方位的竞争；2) 产业资本进入后带来的竞争，产业资本进入后，同区域性白酒联合，有资金进行市场投入，且一旦获得政府的支持，容易获得区域市场的高覆盖；3) 强者恒强，行业排名前 20 左右的白酒企业，其规模会越来越大，但一线白酒增速不如二线和三线。

公司一方面同茅台、五粮液等企业差距较明显，另一方面，还有不少快速追赶的企业进入竞争，公司面临一定程度的挑战需要认真对待。

公司自身存在的一些问题

公司是县属国有企业，主管政府和部门的行政级别低，局限性较大，不仅对公司支持力度小，对应公司机制受限较大。公司利税对于射洪当地影响大，政府对企业的高度关注是双刃剑。

资本比较缺失，贷款高，财务费用高，大量基酒占用大量资金，由于公司销售规模仍然较小，自身造血能力一般，加快发展面临一定掣肘。

集团改制较为不确定。

今年的销售目标情况和我们对公司的基本判断

预计公司今年完成 18-19 亿元的销售收入目标。

今年 1-9 月公司实现销售收入约 11.95 亿元，其中白酒业务收入约 11 亿元。第四季度预计收入略超 6 亿元，单季同比增速略超 30%。10 月份收入接近 2 亿元。

我们预计公司第四季度将通过多种手段促进销售以完成收入目标，比如增强促销力度等。

预计全年每股收益 1.0-1.1 元，上年为 0.58 元。

图表 5.单季度销售收入增速情况

(%)	1 季度	2 季度	3 季度	4 季度预期	全年
2011	(14.11)	52.75	67.28	89.12	41.87
2012	78.57	42.30	23.15	30.00+	41.85+

资料来源：公司数据

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，其本人或其关联人士都没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向其本人或其关联人士提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司声明，其员工均没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；在本报告发布前的十二个月内，与本报告评论的上市公司不存在投资银行业务关系；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向中银国际证券有限责任公司提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 10% 以上；
持有：预计该公司股价在未来 12 个月内在上下 10% 区间内波动；
卖出：预计该公司股价在未来 12 个月内下降 10% 以上；
未有评级（NR）。

行业投资评级：

增持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现强于有关基准指数；
中立：预计该行业指数在未来 12 个月内表现基本与有关基准指数持平；
减持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现弱于有关基准指数。

有关基准指数包括：恒生指数、恒生中国企业指数、以及沪深 300 指数等。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
金融大街 28 号
盈泰中心 2 号楼 2 层
邮编: 100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371