

陈年老酒储量巨大，大力推进营销模式改革

——沱牌舍得（600702）研究报告

联系人：食品饮料行业研究组

日期：2012年12月10日

www.lxzq.com.cn

要点：

1、川酒六朵金花之一，陈年基酒储量全国最大。公司地处世界最佳酿酒核心地带，拥有“沱牌”、“舍得”两块“中国驰名商标”，是川酒“六朵金花”之一，并在第五届白酒评比中荣获十七大名酒称号。公司现有基酒制造能力10万吨，各种型号陶坛近20万个总储酒能力近30万吨。截至2012年中报，公司半成品存货账面余额为13.17亿元，公司储存期超过10—15年的陈年老酒约为6万吨，大致占全国老酒储量的一半，如果加上3年以上的基酒，公司基酒储量约为15万吨左右，巨大的基酒储量为公司发力中高端市场提供了有力保障。

2、推进营销战略转型，集团改制命运多舛。针对以往过于保守的营销模式，公司进行了深入的营销战略转型，推行深度分销模式，大力整合了经销商资源。面对以往品牌过多、过散的问题，公司则加强了现有品牌梳理，加大了广告投入，通过实施舍得、沱牌双品牌战略，目前公司已经确立了酱香天子呼、吞之乎两大品牌线，浓香舍得、沱牌曲酒、陶醉三大品牌线的格局，从而使公司产品结构调整进入到一个全新的阶段。沱牌集团是县属国有企业，行政级别较低，体制上和管理上的问题一直是制约公司发展的瓶颈，2003年以来集团尝试过几次改制、重组，但都不了了之，尽管2010年11月射洪县政府再将改制提上日程但至今并无下文，特别是上市公司业绩在2010年和2011年连续大幅增长之后，推动集团改制的动力已经明显降低，预计沱牌集团改制与否以及是否改制成功还存在很大变数。

3、白酒产能过剩隐现，竞争将更趋激烈。出于扩张的惯性和白酒行业将继续扩容、提价的逻辑推理，主要白酒企业依旧制定了雄心勃勃的十二五发展规划，但是两极分化，人口红利消失，经济潜在增长率下降以及财政收入/GDP提升空间有限却导致我国白酒行业的市场容量增加空间有限。甚至随着消费习惯的改变，不排除白酒行业容量出现萎缩的可能性。在这种情况下，主要白酒企业继续大规模扩张可能导致白酒行业在“十二五”期间出现结构性产能过剩。而且当需求放缓之时就是白酒行业拐点来临之时，同时也是行业结构性过剩爆发之时，未来企业分化和行业并购将更为突出，白酒特别是中档和中高档白酒的竞争将更加激烈。

4、给予公司“增持”评级。经过测算，我们预计沱牌舍得2012—2014年的EPS分别为1.08元、1.37元、1.77元，对应的PE分别为20X、16X、12X，公司估值略高于行业平均水平。考虑到公司大力推进营销模式改革，快速区域化扩张和丰富的优质老酒库存，所以我们首次给予公司“增持”的投资评级。

5、主要风险提示：1、三公消费大幅下降；2、食品安全问题；3、集团改制遇阻。

内
部
资
料



联讯证券

一、川酒六朵金花之一，陈年基酒储量全国最大

悠悠岁月酒，滴滴沱牌情，智慧人生，品味舍得。沱牌舍得是“中国名酒”企业和川酒“六朵金花”之一（五粮液、泸州老窖、剑南春、沱牌曲酒、全兴大曲、郎酒），公司地处北纬30.9°——世界最佳酿酒核心地带，拥有“沱牌”、“舍得”两块“中国驰名商标”，并在1989年举办的中国第五届白酒评比中，荣获中国十七大名酒称号。公司在全国首开“生态酿酒”先河，建有全国首座酿酒工业生态园，以“生态循环、绿色环保”著称于中国白酒行业。公司产品包括沱牌系列酒和舍得系列酒，沱牌系列产品包括“沱牌曲酒”、“陶醉”、“沱牌大曲”、“沱牌特曲”、“沱牌酒”、“柳浪春”等36个品种128个规格，舍得系列产品包括浓香型酒“经典舍得”、“水晶舍得”、“年份舍得”、“窖龄舍得”、“至尊舍得”，酱香型酒“天子呼”、“吞之乎”等7个品种36个规格。1996年5月公司在上海证券交易所挂牌上市，控股股东——四川沱牌舍得集团有限公司持有上市公司31.85%的股份，而射洪县人民政府是公司的实际控制人。

图表1 中国历届白酒评比获奖名单

中国历届白酒评比获奖名单		
1952年第一届	四大名酒	茅台、汾酒、西凤酒、泸州老窖
1963年第二届	八大名酒	茅台、五粮液、古井贡、泸州老窖、全兴大曲、西凤酒、汾酒、董酒
1979年第三届	八大名酒	茅台、汾酒、五粮液、剑南春、古井贡、洋河大曲、董酒、泸州老窖
1984年第四届	十三名酒	茅台、汾酒、五粮液、洋河大曲、剑南春、古井贡、董酒、西凤酒、泸州老窖、全兴大曲、特制黄鹤楼、郎酒
1989年第五届	十七名酒	茅台、汾酒、五粮液、洋河大曲、剑南春、古井贡、董酒、西凤酒、泸州老窖、全兴大曲、双钩大曲、特制黄鹤楼、郎酒、武陵酒、宝丰酒、宋河粮液、 沱牌曲酒

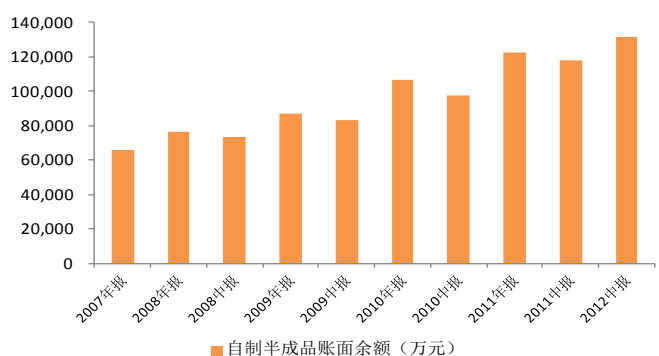
数据来源：网站公开资料，联讯证券投资研究中心

图表2 公司股权结构图



数据来源：公司公告，联讯证券投资研究中心

图表3 公司半成品存货账面余额情况



数据来源：公司公告，联讯证券投资研究中心

公司现有基酒制造能力10万吨，完全能够满足自己需求，而且白酒是一个特殊的行业，刚酿造出的白酒实际上只是半成品，要经过相当长一段时间储存，以使酒体自然老熟，而且时间越长则酒体越醇厚、香味越悠长、口感越舒适，所以白酒企业的储酒能力是衡量其实力的重要标志，也是其产品质量是否有保障的重要标志。公司20多年前就开始扩大基酒库存，酒业储存基地以陶瓷坛储酒为主，不锈钢罐储酒为辅，所有陶坛全部由素有“紫砂壶”之称的江苏宜兴购进，现在沱牌舍得酒业已成为拥

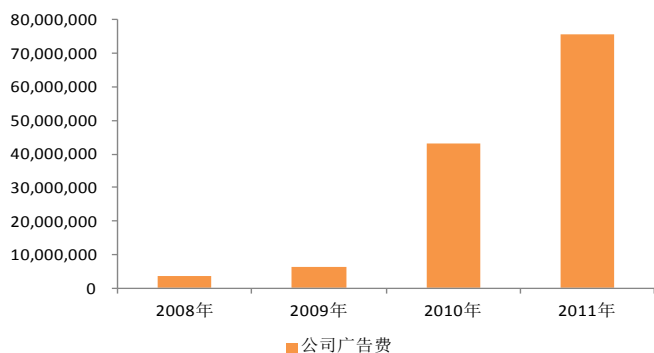
有各种型号陶坛近20万个总储酒能力近30万吨，高端陈年老酒贮量全国第一的中国优质白酒制造企业。从公司财务报表数据来看，公司自制半成品存货近年来大幅增长，截至2012年中报，公司半成品存货账面余额为13.17亿元，而根据公开资料显示，公司储存期超过10—15年的陈年老酒约为6万吨，大致占全国老酒储量的一半，如果加上3年以上的基酒，公司基酒储量约在15万吨左右。面对市场上年份酒集体造假的窘相，沱牌舍得将有充足的底气保障陈酿的年份，从而为公司发力中高端市场提供了有力保障。

二、推进营销战略转型，集团改制命运多舛

针对公司多年来形成的“品牌过多、过散，无集中和规模营销优势”的现状，公司则加大了对现有品牌的全面梳理，制定了市场运作方案，加大了在中央、地方等电视台的广告投入，2011年公司广告费投入达到7500万，2008—2011年复合增速高达173.79%。通过实施舍得、沱牌双品牌战略，目前公司已经确立了酱香天子呼、吞之乎两大品牌线，浓香舍得、沱牌曲酒、陶醉三大品牌线的格局，从而使公司产品结构调整进入到一个全新的阶段。

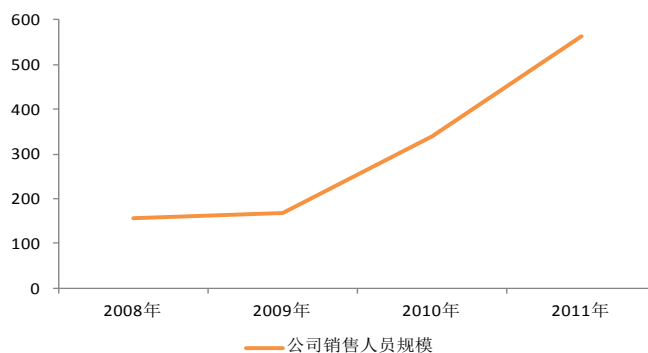
此外，以往公司的营销模式过于保守，但从2010年开始，公司进行了深入的营销战略转型，采取了分客户分品种全渠道运作市场的策略，推行深度分销模式，突出开发重点市场，大力整合经销商资源。2011年公司又将营销公司下设市场部、销售部、品牌研发部等七个职能部门，并设立督查部，对公司营销各项工作执行进行督查督办，参与营销政策、经营模式、管理制度的制订，开展调查研究以及各种考评、考核活动和合理化建议。同时，公司深入细分销售区和战斗单元，将全国市场由原来的七个大区划分成为24个销售区，并实行定目标、定区域、定责任、定时间、定费用的“五定”考核机制，从而将年初年度目标分解到各销售区、各战斗单元。为了配合深度分销，近两年公司销售人员的规模已经从2009年的167人，增加至2011年的563人，预计2012年公司销售人员的比例将超过1000人。区域化扩张，重点市场推进和精细化耕作将使公司进一步巩固和挖掘了东北、华北、西北和遂宁周边城市的市场。随着品牌建设力度加大和营销战略转型的持续推进，预计公司在遂宁区外市场将继续大幅增长。

图表4 公司收入和利润同比增速情况



数据来源：公司公告，联讯证券投资研究中心

图表5 公司省内和省外收入占比情况



数据来源：公司公告，联讯证券投资研究中心

沱牌集团属于县属国有企业，行政级别较低且射洪县人民政府持有100%的股权，体制上和管理上的问题一直是制约公司发展的瓶颈。其实从2003年开始沱牌就尝试过几次改制、重组，但由于德隆系崩盘，“5·12”汶川大地震，金融危机等一系列问题，集团改制、重组在每次操作后又不了了之。2010年11月，射洪县政府再度将沱牌集团改制提上日程，并拟以持有的沱牌集团部分股权对外进行招商，以部分股权作为出资，和愿意到射洪县发展的投资方，重新组建另一个独立的国有控股企业，但至今并无下文，特别是随着上市公司业绩在2010年和2011年连续大幅增长之后，推动集团改制的动力已经明显降低，所以预计沱牌集团改制与否以及是否改制成功还存在很大变数。

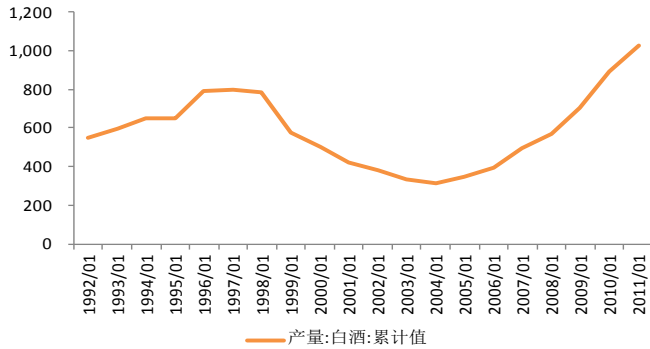
三、白酒产能过剩隐现，竞争将更趋激烈

随着白酒行业景气度的提升，产业资本纷纷涌入白酒行业，白酒产量、产能开始大幅增加，中国白酒产量在2004年到达谷底并开始大幅反弹，2011年白酒产量为1025.55万千升，是2003年的3.1倍，2003—2011年中国白酒产量的复合增速为15.17%，有些年份更是高达24%以上。从新增产能上看，2004—2011年，中国白酒产能合计增加1915万吨，已经大幅超出了2011年白酒产量。

出于扩张的惯性和白酒行业将继续扩容、提价的逻辑推理，主要白酒企业依旧制定了雄心勃勃的“十二五”发展规划，其中茅台提出到2015年营收要从现在的184亿提高至400亿，五粮液提出到2015年营收要从现在的203亿提高到600亿，酒鬼酒和沱牌舍得更是提出到2015年营收要从现在的9.62亿和12.69亿提高到50亿和100亿，增幅分别高达419.84%和687.89%。2011年白酒行业的收入为3746亿，按照主要白酒企业的扩张计划折算，则到2015年白酒行业的收入将达到7826亿。但是中国酿酒工业协会发布的《中国酿酒产业“十二五”发展规划》却预计未来我国白酒将平稳发展，增长幅度将逐年放缓，预计到2015年白酒行业销售收入仅为4300亿元，这一数字远低于7826亿。

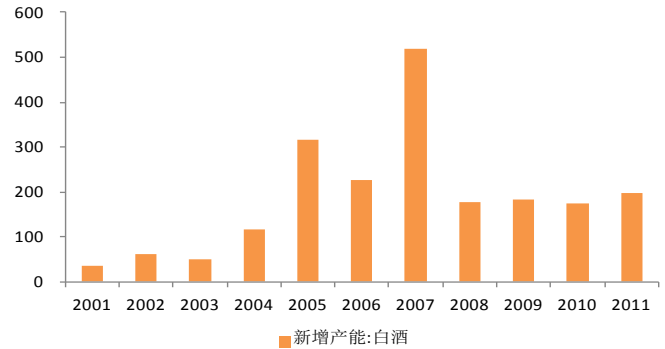
其实，中国经济在经历30多年的高速发展之后，目前支撑经济增长的要素条件已经发生变化，其中最为明显的是：近年来中国劳动年龄人口在绝对减少，近年来人口出生率只有1.2%左右，随着人口红利的逐渐消失，我国潜在增长率在2007年出现拐点，此后呈现持续放缓的态势。根据公开资料数据显示，“十五”和“十一五”期间我国经济潜在增长率分别为9.58%和9%左右，预计“十二五”和“十三五”期间我国经济增长率将继续下降至7.2%和6.1%。如果未来中国经济难以维持较高速增长，则财政收入和三公消费支出的增长空间也将受到极大限制，此外，从1995年开始我国财政收入/GDP的比例持续大幅攀升，目前已经达到22%并接近自建国以来的高位，这一比例未来继续提升的空间有限。一系列限制因素将导致未来我国白酒行业的市场容量继续扩大的空间有限，而且由于消费习惯的改变，不排除未来白酒行业容量出现萎缩的可能性。在这种情况下，主要白酒企业继续大规模扩张可能导致白酒行业在“十二五”期间出现结构性产能过剩。

图表6 我国白酒历年产量情况



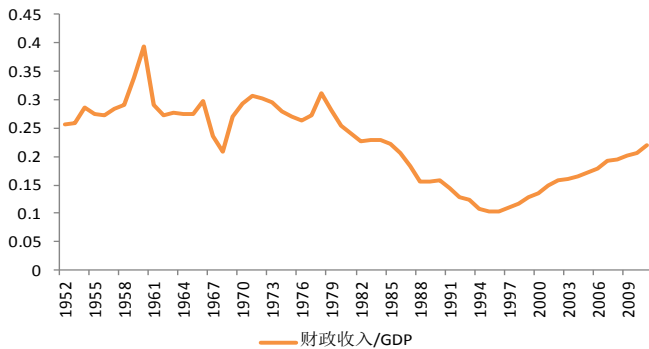
数据来源: WIND资讯, 联讯证券投资研究中心

图表7 我国白酒历年新增产能情况



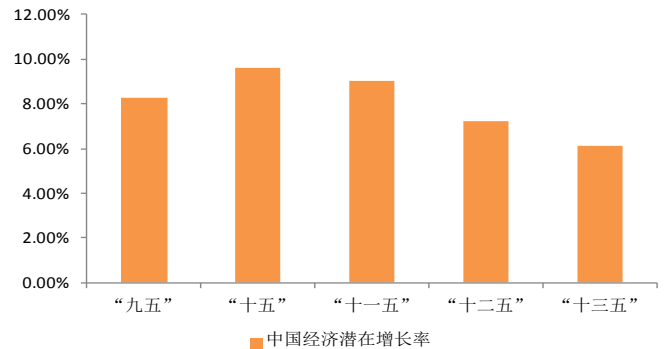
数据来源: WIND资讯, 联讯证券投资研究中心

图表8 我国财政收入/GDP变化



数据来源: WIND资讯, 联讯证券投资研究中心

图表9 中国经济潜在增长率变化情况



数据来源: 网站公开资料, 联讯证券投资研究中心

图表10 白酒企业规模扩张已超出市场容量

	2011 年收入 (亿元)	2015 年收入 (亿元)	十二五期间 收入涨幅	公司“十二五”规划
贵州茅台	184.02	400	117.36%	到 2015 年茅台酒生产达到 4 万吨, 销售收入力争突破 400 亿元 (含税)
五粮液	203.51	600	194.83%	“十二五”未实现商品酒销量达到 25-30 万吨, 收入超过 600 亿元, 集团公司实现 1000 亿
泸州老窖	84.28	150	77.98%	股份公司将达到 150 亿元的销售收入
山西汾酒	44.88	100	122.81%	汾酒集团, 2015 年实现销售 100 亿元, 2020 年 200 亿元
洋河股份	127.41	300	135.46%	到 2015 年, 洋河酒厂产业园基本建成, 实现销售收入达 300 亿
酒鬼酒	9.62	50	419.84%	公司“十二五”规划到 2015 年销售额超过 50 亿元
古井贡酒	33.08	100	202.30%	古井在十二五期间“拿下 100 亿, 冲向前三甲”
沱牌舍得	12.69	100	687.89%	公司“十二五”规划销售收入超 100 亿元
合计	699.49	1800		

白酒行业主营收入	3746.67	7826.09	108.88%	根据酿酒业协会十二五规划，白酒销售收入 2015 年达到 4300 亿元。
主要白酒上市公司占比	18.67%	23.00%		

数据来源：WIND 资讯，公司公告，网站公开资料，联讯证券投资研究中心

白酒行业在经过长期高速扩张后，未来需求放缓之时就是行业拐点来临之时，同时也是行业结构性过剩爆发之时，从现在的情况看，我们认为这种危机已经产生并且正在积聚。此外，这些年白酒行业消费升级主要针对的是中档、中高档和高档白酒，其中高档白酒凭借稀缺的产量、强势的品牌和稳定的消费群可能不会受到太大的冲击，而中档和中高档白酒可能会成为受冲击最大的品种，未来白酒特别是中档和中高档白酒的竞争将更加激烈，企业分化和行业并购将更为突出。

四、关键假设和业绩预测

白酒行业的黄金发展期已过，消费升级短期难以实现将导致白酒继续提价空间有限，预计公司高档白酒的价格很难有再有太大的提升，而由于高档白酒大幅涨价后留下一定价格空白，预计公司中档和低档白酒还有进一步提升的空间。

随着营销战略转型的继续深入推进，公司采取了分客户分品种全渠道运作市场的策略，进行深度分销模式，突出开发重点市场，大力整合了经销商资源，所以预计公司在遂宁市周边以及区域外市场的销量还有较大增加空间。

图表 11 白酒行业上市公司估值比较

	股价	2012 年 EPS	2013 年 EPS	2014 年 EPS	2012 年 PE	2013 年 PE	2014 年 PE
五粮液	25.61	2.19	2.80	3.34	12	9	8
泸州老窖	31.39	2.35	3.03	4.44	13	10	7
山西汾酒	33.51	1.65	2.28	2.81	20	15	12
贵州茅台	198.79	13.44	15.30	17.72	15	13	11
水井坊	17.43	0.77	1.03	1.25	23	17	14
洋河股份	91.20	5.94	7.52	9.05	15	12	10
老白干酒	30.23	0.82	1.10	1.54	37	27	20
算术平均值					19	15	12
沱牌舍得	21.29	1.08	1.37	1.77	20	16	12

数据来源：WIND 资讯，联讯证券投资研究中心

经过测算，我们预计沱牌舍得 2012—2014 年的 EPS 分别为 1.08 元、1.37 元、1.77 元，对应的 PE 分别为 20X、16X、12X，公司估值略高于行业平均水平。考虑到公司大力推进营销模式改革，快速区域化扩张和丰富的优质老酒库存，所以我们首次给予公司“增持”的投资评级。

主要风险提示

- 1、三公消费大幅下降；
- 2、食品安全问题；
- 3、集团改制遇阻。

图表 12 公司财务报表预测

资产负债表	单位：百万元	现金流量表	单位：百万元
-------	--------	-------	--------

会计年度	2010	2011	2012E	2013E	2014E	会计年度	2010	2011	2012E	2013E	2014E
货币资金	603	284	526	671	875	经营活动现金流	138	-343	619	791	1031
交易性金融资产	0	0	0	0	0	投资活动现金流	132	-39	-64	-81	-106
应收票据	75	272	198	253	330	筹资活动现金流	-12	63	-448	-572	-746
应收账款	37	18	66	84	110	现金净增加额	258	-319	107	137	179
预付账款	6	3	11	14	19	融资缺口	—	0	134	8	25
其他应收款	19	42	99	126	164	超额现金	—	0	0	0	0
存货	1287	1525	2515	3211	4188	利润表 单位: 百万元					
其他流动资产	0	0	0	0	0	会计年度	2010	2011	2012E	2013E	2014E
流动资产	2027	2144	3415	4359	5687	营业收入	895	1269	1759	2245	2929
发放贷款及垫款	0	0	0	0	0	营业成本	500	589	692	890	1168
可供出售金融资产	0	0	0	0	0	营业税金及附加	66	130	179	229	298
持有至到期投资	0	0	0	0	0	销售费用	84	129	222	283	370
长期投资	164	170	273	349	455	管理费用	104	132	167	213	278
固定资产	679	641	922	1176	1535	财务费用	32	33	43	54	71
无形资产	193	188	270	345	450	折旧摊销	—	—	—	—	—
递延所得税	13	13	19	24	32	EBITDA	141	290	499	631	815
非流动资产	1163	1122	1633	2084	2718	营业利润	107	264	475	600	776
资产总计	3190	3266	5048	6443	8405	利润总额	97	266	477	602	778
短期借款	450	375	427	545	711	所得税	21	71	111	141	182
交易性金融负债	0	0	0	0	0	净利润	76	195	365	462	597
应付票据	591	150	147	188	245	归属母公司净利润	76	195	365	462	597
应付账款	91	169	267	341	445	EPS	0.23	0.58	1.08	1.37	1.77
预收款项	57	166	291	372	485	主要财务指标					
应交税费	(17)	(10)	130	165	216	会计年度	2010	2011	2012E	2013E	2014E
应付股利	0	0	0	0	0	收入增长率	—	42%	39%	28%	30%
其他应付款	38	41	165	211	275	净利润增长率	—	155%	87%	26%	29%
其他流动负债	0	0	0	0	0	毛利率	44.10%	53.61%	60.65%	60.38%	60.13%
流动负债	1230	1237	1775	2265	2955	三项费率	24.53%	23.14%	24.52%	24.52%	24.52%
长期借款	105	0	0	0	0	资产负债率	41.87%	37.87%	35.16%	35.16%	35.16%
应付债券	0	0	0	0	0	总股本(百万股)	337	337	337	337	337
长期应付款	0	0	0	0	0	当前股价(元)	21.29	21.29	21.29	21.29	21.29
预计负债	0	0	0	0	0	ROA	—	9.27%	12.49%	11.43%	11.44%
其他非流动负债	0	0	0	0	0	ROE	4.12%	9.62%	11.17%	11.06%	10.95%
非流动负债	105	0	0	0	0	EV/IC	—	3	2	1	1
负债合计	1336	1237	1775	2266	2956	EV/EBITDA	—	25	14	11	9
少数股东权益	0	0	0	0	0	PCF	52	-21	12	9	7
归母公司权益	1854	2029	3273	4178	5450	PB	4	4	2	2	1
所有者权益合计	1854	2029	3273	4178	5450	PS	8	6	4	3	2
负债和股东权益	3190	3266	5048	6443	8405	PE	94	37	20	16	12

数据来源: 公司公告, 联讯证券投资研究中心

信息披露

本资料清晰准确地反映了编撰者的研究观点。编撰者本人不曾因，不因，也将不会因本资料中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司在知晓范围内履行披露义务。

投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

股票投资评级标准

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对基准指数涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对基准指数涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对基准指数涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对基准指数涨幅介于-5%以上。

行业投资评级标准

增持：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于基准指数 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于基准指数-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于基准指数 5%以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇资料，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

风险提示

本资料由联讯证券有限责任公司（以下简称“联讯证券”）提供，旨在派发给本公司客户使用。未经联讯证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本资料的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的资料均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本资料基于联讯证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。

联讯证券可随时更改资料中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司力求资料内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或询价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和编撰者无关。在本公司及编撰者所知情的范围内，本机构、编撰者本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券没有利害关系。

投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用资料所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员做出的任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。