

**白酒**  
署名人: 柯海东  
S0960512080001  
0755-82026712  
kehaidong@china-invs.cn  
署名人: 蒋鑫  
S0960512080006  
0755-82026708  
jiangxin@china-invs.cn

**沱牌舍得**

**600702**

**推荐**

**短期增速放缓无碍明年稳健成长**

本周我们调研了上市公司, 对公司近期提价后销售情况及明年规划作了了解, 公司因基数及行业景气度下降使得短期盈利增速放缓, 但我们认为无碍长期稳健成长, 给予“推荐”投资评级。

**投资要点:**

- **公司近期释放提价信息刺激渠道加大备货力度, 以完成年初规划的全年营收目标。** 公司年初设定今年营收 18 亿目标, 前三季度营收 12 亿, 意味着 Q4 营收要达到 6 亿 (+30%), 有一定挑战性, 公司在 11 月份中旬释放提价信息, 全系列产品价格提价 10% 以内, 以刺激渠道备货力度, 但由于去年同期释放提价信息较今年早造成基数较高, 且今年宏观行业层面比去年差, 预计今年 11 月份与去年同期收入基本持平, 但我们对公司完成近 18 亿收入仍持乐观态度。
- **中高端产品在传统老市场放量带动今年营收增长。** 预计公司全年总销量与去年基本持平, 约在 30000 吨, 但中高档产品在传统老市场放量带动营收增长, 预计舍得酒全年能做到近 1500 吨 (+40%), 特曲做到 4000 吨 (+30%), 陶醉 800 吨 (+60%), 结构显著提升。公司今年的增长主要来自传统老市场 (遂宁周边、中部省份、东北) 逐步招商做深做细, 预计今年河南收入 3 个多亿, 东北每个省 1 个多亿, 山东接近 2 个亿, 河北接近 1 个亿, 大本营遂宁市 2 个亿, 其周边的德阳 2000 万、广安、南充 3000 万, 绵阳 5000 万。
- **传统老市场仍有巨大的空间, 期待公司加速营销人员下沉及营销组织结构变革以实现明年 30% 以上的营收增长。** 公司今年提价后及结构升级有望为明年贡献价增 10%, 而量增的空间依然非常巨大, 公司计划明年加大广告费用投入至 2 亿 (+50%), 加大高空拉动。地面推力上, 目前公司在遂宁本地已做到深度分销, 集中了公司 60% 的销售人员, 但省外众多市场销售人员很少, 有的省份就几个销售人员, 缺乏做深做透的样板市场, 公司原定今年招够销售人员 1500 人, 但目前仅有 1000 人, 明年仍加大招聘力度, 实现人员下沉。此外公司还规划明年将舍得及其它系列酒分开两个事业部运作, 原因在于舍得酒定位中高端, 与中低端的系列酒营销思路、模式有较大差异, 我们非常认同此规划, 期待公司能通过渠道下沉细化确保明年 20%+ 的销量增长。
- **给予推荐评级。** 预测 12/13EPS 为 1/1.5 元, 按明年 20 倍 PE, 目标价 30 元。

**风险提示:** 短期盈利预测下调、中价位酒竞争激烈、公司执行力低于预期

**6-12 个月目标价:** 30.00 元

当前股价: 25.15 元

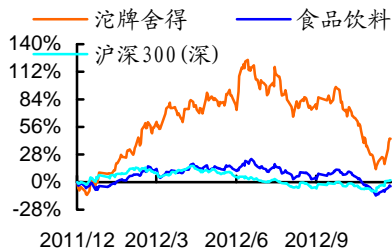
评级调整: 首次

**基本资料**

上证综合指数	2168.35
总股本(百万)	337
流通股本(百万)	337
流通市值(亿)	85
EPS	0.75
每股净资产(元)	6.59
资产负债率	35.2%

**股价表现**

(%)	1M	3M	6M
沱牌舍得	-1.02%	-17.11%	-23.24%
食品饮料	-1.56%	-7.08%	-16.89%
沪深	10.16%	8.60%	-6.57%



**相关报告**

**主要财务指标**

单位: 百万元	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	1269	1783	2308	2812
收入同比(%)	42%	40%	29%	22%
归属母公司净利润	195	336	504	691
净利润同比(%)	155%	72%	50%	37%
毛利率(%)	53.6%	59.2%	63.1%	65.7%
ROE(%)	9.6%	14.6%	18.6%	21.3%
每股收益(元)	0.58	1.00	1.49	2.05
P/E	43.66	25.36	16.91	12.33
P/B	4.20	3.70	3.15	2.62
EV/EBITDA	24	15	11	8

**附：财务预测表**

资产负债表					利润表				
会计年度	2011	2012E	2013E	2014E	会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
<b>流动资产</b>	2144	1454	1672	1870	<b>营业收入</b>	1269	1783	2308	2812
现金	284	400	400	400	营业成本	589	727	853	963
应收账款	18	14	18	22	营业税金及附加	130	184	238	290
其它应收款	42	9	12	14	营业费用	129	184	238	290
预付账款	3	36	43	48	管理费用	132	193	246	301
存货	1525	727	853	963	财务费用	33	47	55	41
其他	272	267	346	422	资产减值损失	-0	0	0	0
<b>非流动资产</b>	1122	2666	2845	3022	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	170	1485	1485	1485	投资净收益	7	0	0	0
固定资产	641	769	872	970	<b>营业利润</b>	264	449	678	927
无形资产	188	208	228	248	营业外收入	3	10	10	10
其他	123	204	261	319	营业外支出	1	10	10	10
<b>资产总计</b>	3266	4120	4517	4892	<b>利润总额</b>	266	449	678	927
<b>流动负债</b>	1237	1813	1806	1640	所得税	71	112	173	235
短期借款	375	699	598	315	<b>净利润</b>	195	337	505	692
应付账款	169	145	171	193	少数股东损益	0	0	1	1
其他	693	969	1038	1132	<b>归属母公司净利润</b>	195	336	504	691
<b>非流动负债</b>	0	2	2	2	EBITDA	360	568	820	1070
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.58	1.00	1.49	2.05
其他	0	2	2	2					
<b>负债合计</b>	1237	1815	1808	1642	<b>主要财务比率</b>				
少数股东权益	0	0	1	2	<b>会计年度</b>	<b>2011</b>	<b>2012E</b>	<b>2013E</b>	<b>2014E</b>
股本	337	337	337	337	<b>成长能力</b>				
资本公积	799	799	799	799	营业收入	41.9%	40.5%	29.5%	21.9%
留存收益	893	1168	1571	2111	营业利润	147.4	69.8%	51.2%	36.7%
归属母公司股东权益	2029	2305	2708	3248	归属于母公司净利润	155.2	72.2%	50.0%	37.1%
<b>负债和股东权益</b>	3266	4120	4517	4892	<b>获利能力</b>				
					毛利率	53.6%	59.2%	63.1%	65.7%
					净利率	15.4%	18.9%	21.8%	24.6%
					ROE	9.6%	14.6%	18.6%	21.3%
					ROIC	10.2%	36.4%	41.0%	45.7%
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率	37.9%	44.1%	40.0%	33.6%
					净负债比率	38.80	38.50%	33.07	19.19%
					流动比率	1.73	0.80	0.93	1.14
					速动比率	0.50	0.40	0.45	0.55
					<b>营运能力</b>				
					总资产周转率	0.39	0.48	0.53	0.60
					应收账款周转率	36	83	113	110
					应付账款周转率	4.52	4.62	5.40	5.30
					<b>每股指标 (元)</b>				
					每股收益(最新摊薄)	0.58	1.00	1.49	2.05
					每股经营现金流(最新摊薄)	-1.02	5.14	1.59	2.24
					每股净资产(最新摊薄)	6.02	6.83	8.03	9.63
					<b>估值比率</b>				
					P/E	43.66	25.36	16.91	12.33
					P/B	4.20	3.70	3.15	2.62
					EV/EBITDA	24	15	11	8

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

## 相关报告

报告日期	报告标题
------	------

中投证券

## 投资评级定义

### 公司评级

- 强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上  
推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%  
中性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在 ±10%以内  
回避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

### 行业评级

- 看好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上  
中性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平  
看淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

## 研究团队简介

蒋鑫: 中投证券研究所食品饮料行业分析师, 南开大学经济学硕士, 天津大学信息工程工学学士。

柯海东: 中投证券研究所食品饮料行业分析师(酒类), 中山大学财务与投资学硕士, 华中科技大学工业设计工学学士, 武汉大学营销管理双学士。

## 免责声明

本报告由中国中投证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户及特定对象使用。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经中投证券事先书面同意, 不得以任何方式复印、传送、转发或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 由公司授权机构承担相关刊载或转发责任, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投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。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。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报告所载之内容, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。该研究报告谢绝媒体转载。

## 中国中投证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.china-invs.cn>

深圳市	北京市	上海市
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518000 传真: (0755) 82026711	北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层 邮编: 100032 传真: (010) 63222939	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼 邮编: 200041 传真: (021) 62171434