

业绩增长符合预期 未来增长静观营销

核心观点:

1. 事件

沱牌舍得发布 2012 年业绩预告。2012 年实现归属上市公司股东的净利润预计同比将增长 70-100%。

业绩大幅增长主要受益于公司加大产品结构调整和销售力度,符合我们前期对公司未来业绩增长点所做的判断。按照公告内容进行测算,2011 年,公司实现净利润 1.95 亿元,则 2012 年将实现净利润 3.32-3.90 亿元,每股收益为 0.98-1.16 元。

2. 我们的分析与判断

(一) 营销战略转型正进一步深入推进,全国化市场布局大有可为

公司运营改善工作正在持续推进,在销售改革和渠道方面已经取得了初步进展。2012 年上半年,公司销售区域从 2011 年的 24 个细分为 39 个,现确认精简至 36 个。同时继续扩充了销售队伍,这将有利于未来进一步释放产能,提高公司业绩。2013 年,公司将以事业部为主导进行调整,在各销售区域内分条线稳步推进营销管理改革。

(二) 产品结构梳理升级已初步完成,公司毛利率水平显著提升

公司已初步完成产品结构梳理升级,公司的产品重心正在经历由低向高的调整与转型,强调要逐渐在巩固中低端市场的基础上,发展中高端市场。目前公司高档酒的毛利率已高达 78%,占比提升至 55%以上,公司全年毛利率大致维持在 60%左右;而以舍得系列为代表的高档酒品约占整体销售收入的 60%左右,显示出高档酒品对提升公司盈利能力的重要作用。我们预计,2013 年,公司的中高档酒系列将处于 30-40%的收入增速水平,而低档酒系列还会继续发挥其长期积累下的品牌优势,维持 40-50%的收入增速水平。

3. 投资建议

我们预测 2012/13 年 EPS 为 1.01、1.68 元,对应 12/13 年 PE 为 27/16 倍。公司现已初步完成产品结构的梳理和优化升级,考虑到未来沱牌营销战略改革的逐渐深入,公司的销售区域将不断地扩展、下沉,随着其销量的不断释放,公司的品牌价值将会得以增强,给予“推荐”评级。

沱牌舍得 (600702.SH)

推荐 维持评级

分析师

董俊峰

☎: 010-66568780

✉: dongjunfeng@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130511010002

特此鸣谢

李琰 010-83571374

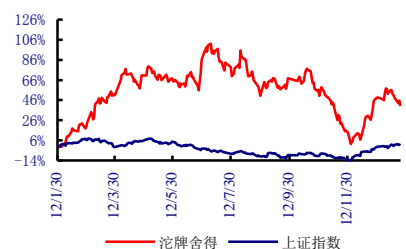
(liyan_yj@chinastock.com.cn)

对本报告的编制提供信息

市场数据 时间 2013.01.24

A 股收盘价(元)	27.18
A 股一年内最高价(元)	40.38
A 股一年内最低价(元)	18.44
上证指数	2302.60
市净率	4.52
总股本(万股)	33730.00
实际流通 A 股(万股)	33730.00
限售的流通 A 股(万股)	0.00
流通 A 股市值(亿元)	91.68

相对指数表现图



资料来源: 中国银河证券研究部

相关研究

食品饮料行业 2013 年投资策略: 渐入个股时代 备战换届阶段 20121225

沱牌舍得 (600702): 中小市值白酒企业的“明日之星”

投资评级: 推荐

驱动因素、关键假设及主要预测:

(1) 随着公司未来产品结构的日趋合理, 以及营销改革的深入推进, 公司未来 3 年盈利能力仍有大幅提升的空间。

(2) 我们预计, 2013 年公司的中高档酒系列将处于 30-40% 的收入增速水平, 而低档酒系列还会继续发挥其长期积累下的品牌优势, 维持 40-50% 的收入增速水平。

(3) 公司是当地政府大力扶持的川酒六朵金花之一, 政策支持是公司未来增长的有力保障。当地政府提出到 2015 年遂宁白酒产业将从 2010 年的 30 亿元增长到 100 亿元。我们预计沱牌作为当地的龙头企业, 在收入贡献中的占比将过半。

预测 2012/13 年 EPS 为 1.01、1.68 元, 对应 12/13 年 PE 为 27/16 倍。公司现已初步完成产品结构的梳理和优化升级, 考虑到未来沱牌营销战略改革的逐步深入, 公司的省外销售区域将进一步扩展、下沉, 随着销量的不断释放, 公司品牌价值将会得以增强, 给予“推荐”评级。

我们与市场不同的观点	公司估值与投资建议
<ul style="list-style-type: none"> 公司已初步完成产品结构梳理升级, 结构重心正在经历由低向高的调整与转型, 强调要在巩固低端市场的基础上, 发展中高端市场; 公司将进一步深化营销战略改革, 2012 年上半年, 公司已有销售人员近 1000 人, 较 2009 年增长了约 5 倍。目前东北, 华北、西北和遂宁周边城市大约占到了总营业收入的 50%; 粗略按照 10 万吨的基酒储量进行计算, 截止 2012 年上半年, 基酒的吨酒价格约为 13170 元, 约为 6.59 元/斤, 显示出公司优质基酒的价值被低估。 	<ul style="list-style-type: none"> 预测 2012/13 年 EPS 为 1.01、1.68 元, 对应 12/13 年 PE 为 27/16 倍。考虑到未来沱牌营销战略改革的逐渐深入, 给予“推荐”评级。
股价表现的催化剂	主要风险因素
<ul style="list-style-type: none"> 资本运作等促进企业价值增值; 季度业绩增速超预期。 	<ul style="list-style-type: none"> 扩张过程中的管控风险; 受行业再出问题影响。

关键财务指标及预测

	2009A	2010A	2011A	2012E	2013E
营业收入(百万元)	723.43	894.60	1269.22	1687.46	2430.30
收入增长率%	-16.94%	23.66%	41.87%	32.95%	44.02%
EBITDA(百万元)	152.36	180.15	343.63	485.89	779.05
净利润(百万元)	53.79	76.43	195.21	341.82	566.00
净利润增速%	31.71%	42.09%	155.41%	75.10%	65.58%
摊薄 EPS(元)	0.16	0.23	0.58	1.01	1.68

资料来源: 中国银河证券研究部测算

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%-20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

中国银河证券食品饮料团队，2011 年第九届新财富最佳分析师。

董俊峰，研究部行业研究主管 兼食品饮料行业证券分析师（首席）。1994—1998 年消费品营销策划业四年从业经历、1998—1999 年超市业一年从业经历、2001 年至今证券业十一年从业经历。清华大学硕士。2003 年首创消费品行业数量化研究模型《品牌渠道评级体系》，已获国家版权局著作权登记证书。

周颖，食品饮料行业证券分析师。2007 年至 2011 年 2 月在中信证券从事行业研究工作，2011 年 3 月至今在银河证券从事证券业行业研究工作。清华大学硕士。

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接受任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究部

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 26 楼
深圳市福田区福华一路中心商务大厦 26 层
公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

北京地区：傅楚雄 010-83574171 fuchuxiong@chinastock.com.cn
上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn
深广地区：詹璐 0755-83453719 zhanlu@chinastock.com.cn