

# 沱牌舍得 (600702)

## 整风运动背景下舍得酒动销困难、收入增长面临压力

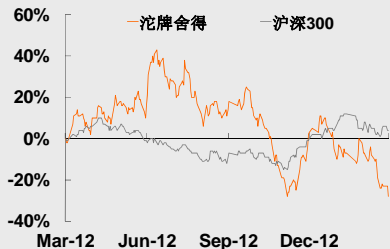
### 强烈推荐 (维持)

现价: 20.38 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)	68.74
流通 A 股市值(亿元)	68.74
每股净资产(元)	6.59
资产负债率(%)	35.2

#### 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:** 2012 年沱牌舍得营收、净利分别增 54.4%、89.5%，基本符合我们的预期，其中 4Q12 营收、净利分别增 65.4%、14.2%。

#### 平安观点:

- 2012 年业绩快速增长的原因: (1) 营销改革继续推进, 舍得增长、沱牌上量。酒类业务增长 60%, 产品总销量达到 4.2 万吨、同比增 110%。销售人员数量快速增长, 2012 年报上显示销售人员 644 人, 我们估计年底实际销售人员数量接近 1000 人。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超 100 万, 2011 年最高为 60 万。(2) 中高档酒收入占比提高, 毛利率提升。估计 2012 年舍得酒收入占比提升至 60%, 销量同比增 50%左右, 中档酒陶醉销量从前年的 500 多吨增长至 700-800 吨, 沱牌系列部分中高端单品增幅达到 100%以上。毛利率大幅提升, 酒类毛利率同比提升 5.5%。(3) 高管考核方式逐步完善, 薪酬与公司业绩有一定挂钩。2012 年高管从公司领取报酬 609 万, 而 2011 年仅为 211 万。
- 4Q12 营收和净利增速一高一低: (1) 2012 年底产品提价促销售, 4Q12 酒类收入增速环比明显回升。公司 2012 年 11 月中旬发了提价通知, 舍得酒从 468 元提价至 498 元, 但部分区域 2013 年才按照新价格结算, 因此 2012 年 11-12 月收入增幅较高。(2) 4Q12 广告费用明显增加导致净利增速较低, 2012 年 12 月公司赞助了央视跨年晚会、估计相关费用投入高达 6000 多万, 2012 年全年广告费高达 2.2 亿、同比增 193%。预计 2013 年广告费将增长 50%左右。
- 我们估计 1Q13 舍得酒动销困难、收入增长面临较大压力, 原因: (1) 去年 11 月提价导致经销商进货量增加, 1Q13 渠道需要消化前期的库存;(2) 整风运动对价格定位高的舍得酒影响较大, 而五粮液价格持续下移也直接挤压了舍得的市場空间, 我们成都调研五粮液最新的一批价已经降至 630-660 元。公司对 2013 年的收入增长规划较为谨慎, 年报中披露的 13 年收入目标 22 亿, 同比仅增 12%, 低于市场预期。
- 引进战略投资者可能带来交易性投资机会。公司公告, 射洪县人民政府拟引进战略投资者对公司控股股东四川沱牌舍得集团有限公司进行战略重组, 目前射洪县人民政府正在研究相关方案。
- 预计 2013-2015 年实现每股收益 1.29、1.62、2.02 元, 同比增长 17%、26%、25%, 短期内舍得酒销售压力较大, 业绩可能持续低于市场预期, 但引进战投可能带来交易性投资机会, 暂时维持“强烈推荐”的投资评级。
- 风险提示** 1Q13 营收和净利增速低于预期。

	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入(百万元)	1,269	1,959	2,294	2,751	3,248
YoY(%)	41.9	54.4	17.1	19.9	18.1
净利润(百万元)	195	370	434	545	681
YoY(%)	155.2	89.5	17.4	25.5	24.9
毛利率(%)	53.6	60.3	61.0	60.5	60.0
净利率(%)	15.4	18.9	18.9	19.8	21.0
ROE(%)	9.6	15.8	15.7	16.8	18.1
EPS(摊薄/元)	0.58	1.10	1.29	1.62	2.02
P/E(倍)	35.2	18.6	15.8	12.6	10.1
P/B(倍)	3.4	2.9	2.5	2.1	1.8

图表 1 2012年报快速：4Q12营收、净利分别增65.4%、14.2%

	4Q11	4Q12	QoQ	FY2011	FY2012	HoH	
营业收入	462	765	65.4%	1,269	1,959	54.4%	2012年业绩快速增长的原因：(1) 营销改革继续推进, 舍得增长、沱牌上量。(2) 中高档酒收入占比提高, 毛利率提升。(3) 高管考核方式逐步完善, 薪酬与公司业绩有一定挂钩。
营业成本	196	315	61.3%	589	777	32.0%	
毛利率	57.7%	58.8%	1.0%	53.6%	60.3%	6.7%	产品结构升级、中高档酒收入占比提高, 2012年毛利率同比提升幅度高达6.7%。
毛利	267	449	68.3%	680	1,182	73.7%	
营业税金及附加	49	65	31.7%	130	187	43.8%	2012年公司加大促销宣传力度, 广告费达到2.2亿, 同比增193%。
销售费用	24	132	450.0%	129	283	120.0%	
管理费用	47	74	58.9%	132	187	41.8%	参股的四川天马玻璃投资收益大幅增加
财务费用	14	7	-50.7%	33	36	9.0%	
资产减值损失	-2	10	628.3%	0	13	2919.3%	
公允价值变动收益	0	0	-100.0%	0		-100.0%	
投资收益	4	4	16.4%	7	20	195.2%	
营业利润	139	165	19.1%	264	496	87.8%	
营业利润率	30.0%	21.6%	-8.4%	20.8%	25.3%	4.5%	
营业外收入	0	0	-3.6%	3	3	5.6%	
营业外支出	1	1	20.2%	1	2	291.0%	
利润总额	139	165	19.0%	266	497	86.5%	
所得税	38	50	32.1%	71	127.0	78.2%	
所得税率	27.8%	30.8%	3.0%	27.7%	26.7%	-1.0%	
少数股东权益	0.00	0.00	-	0.00	0.00	-	
归属于母公司净利润	101	115	14.2%	195	370	89.5%	
净利率	21.8%	15.1%	-6.8%	15.4%	18.9%	3.5%	
EPS	0.30	0.34	14.2%	0.58	1.10	89.5%	

资料来源：公司公告、平安证券研究所、Wind

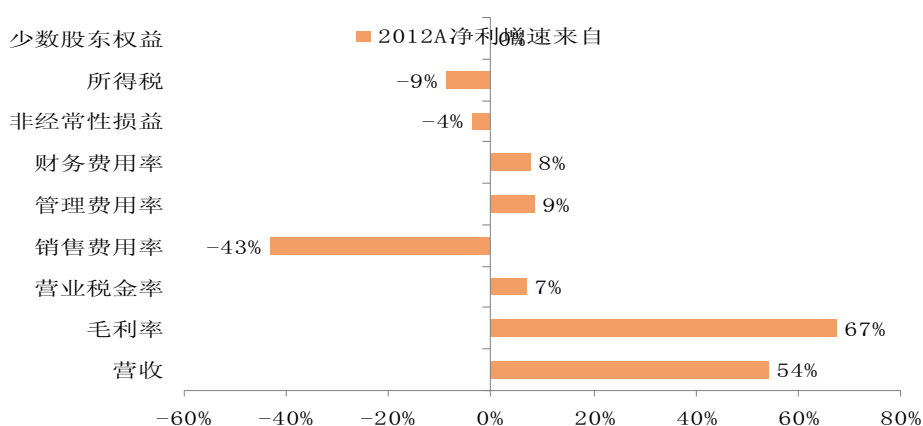
图表 2 2H12中高档酒和低档酒毛利率同比均出现下降

单位：百万元

	中高档酒		低档酒	
	1H2012	2H2012	1H2012	2H2012
收入	584	818	175	182
同比增长	66.8%	66.0%	57.5%	26.6%
毛利率	75.5%	71.2%	33.9%	24.0%
同比变化	8.9%	-0.3%	14.0%	-0.3%

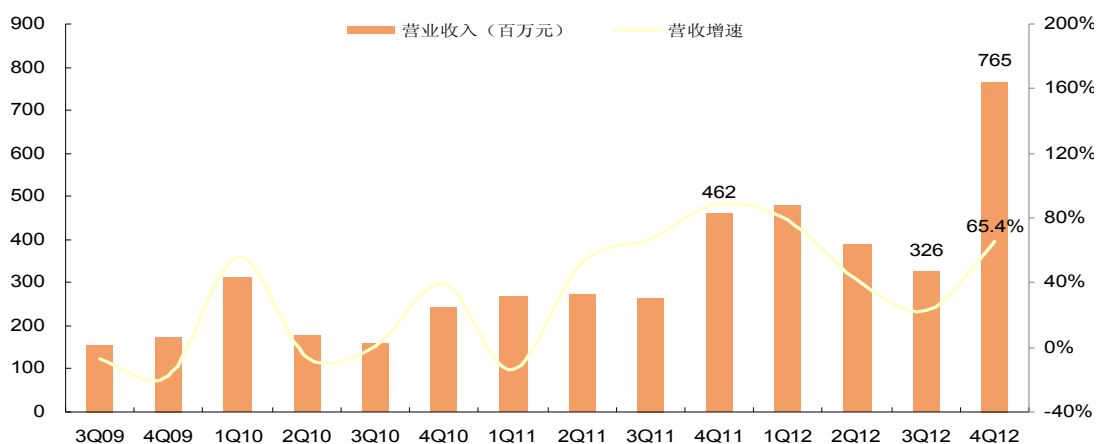
资料来源：公司公告、平安证券研究所

图表 3 2012年净利增长主要来自于营收增长和毛利率的提升



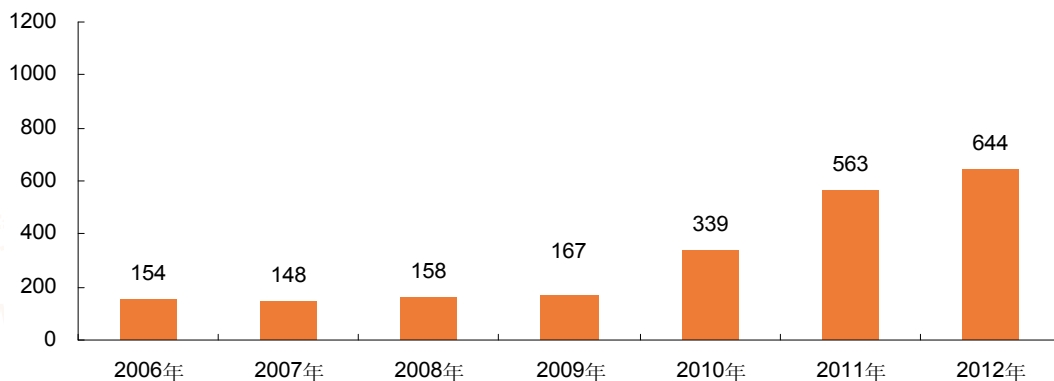
资料来源：公司公告、平安证券研究所

图表 4 4Q12营收加速增长，高达65.4%



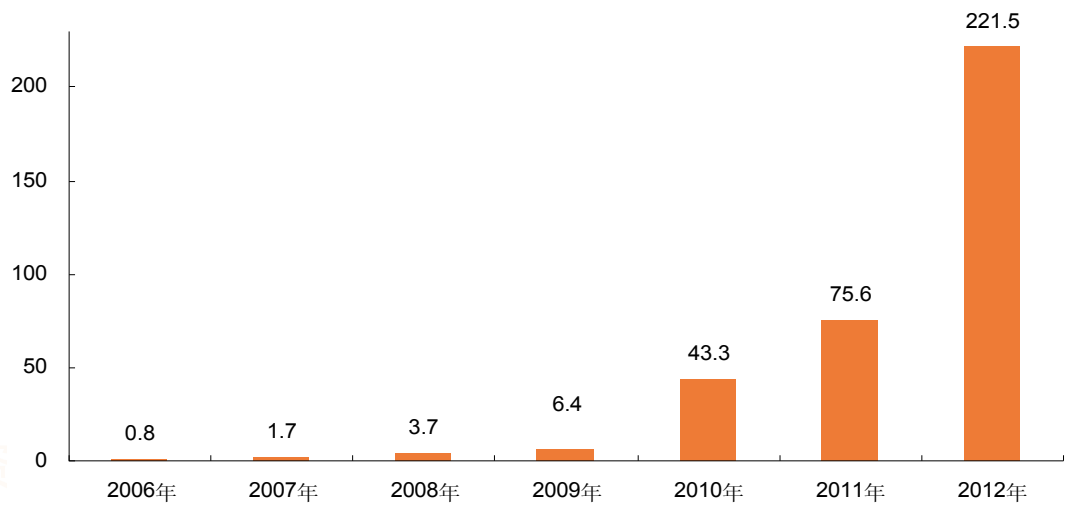
资料来源：公司公告、平安证券研究所

图表 5 估计年底实际销售人员数量接近1000人



资料来源：公司公告、平安证券研究所

图表 6 广告费达到2.2亿，同比增193%



资料来源：公司公告、平安证券研究所

中国价值投资  
www.jztzw.net

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商  
www.jztzw.net

损益表 (百万元, 元/股)	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入	1,959	2,294	2,751	3,248
YoY	54.4%	17.1%	19.9%	18.1%
营业成本	777	895	1,086	1,299
毛利率	60.3%	61.0%	60.5%	60.0%
营业税金及附加	187	239	286	338
股权激励费用	0	1	2	3
销售费用	283	356	413	455
管理费用	187	252	275	292
财务费用	36	11	-7	-10
投资净收益	20	20	10	10
营业利润	496	562	708	884
加: 营业外收入	3	2	0	0
减: 营业外支出	2	0	0	0
利润总额	497	564	708	884
减: 所得税	127	130	163	203
净利润	370	434	545	681
减: 少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司所有者净利	370	434	545	681
YoY	89.5%	17.4%	25.5%	24.9%
销售净利润率	18.9%	18.9%	19.8%	21.0%
EPS (当年股本)	1.10	1.29	1.62	2.02
EPS (最新股本摊薄)	1.10	1.29	1.62	2.02

现金流量表 (百万元)	2012A	2013E	2014E	2015E
净利润	370	434	545	681
折旧摊销	63	58	66	83
营运资金投资	66	-263	41	12
经营活动现金净流量	401	716	558	735
资本开支	25	0	200	200
投资活动现金净流量	-66	20	-190	-190
债务融资	-272	-409	0	0
股权融资	0	0	0	0
支付红利	-61	0	-67	-169
融资活动现金净流量	-395	-420	-61	-158
当年现金净流量	-60	316	307	387

资产负债表 (百万元)	2012A	2013E	2014E	2015E
货币资金	224	540	847	1,234
应收款项	55	58	67	82
预付款项	6	6	8	9
存货	1,685	1,785	1,950	2,073
其他流动资产	317	382	475	548
流动资产合计	2,301	2,810	3,392	3,997
长期股权投资	190	190	190	190
固定资产	667	656	795	915
无形资产	182	182	182	182
其他非流动资产	122	112	107	105
非流动资产合计	1,162	1,141	1,275	1,392
资产总计	3,463	3,951	4,666	5,389
短期借款	200	0	0	0
应付款项	235	248	312	373
预收款项	94	459	495	520
应付股利	0	0	0	0
其他流动负债	689	930	1,103	1,253
流动负债合计	1,125	1,178	1,416	1,626
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	1,125	1,178	1,416	1,626
归属母公司所有者权益	2,338	2,773	3,250	3,763
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	2,338	2,773	3,250	3,763
负债及股东权益总计	3,463	3,951	4,666	5,389

重要指标速览	2012A	2013E	2014E	2015E
估值				
PE	18.6	15.8	12.6	10.1
PEG	1.1	0.6	0.5	0.4
PB	2.9	2.5	2.1	1.8
P/S	3.5	0.0	0.0	0.0
EV/EBITDA	11.4	10.8	8.9	7.1
股息收益率	2.2%	1.0%	2.5%	3.9%
经营回报率				
ROE	15.8%	15.7%	16.8%	18.1%
ROA	10.7%	11.0%	11.7%	12.6%
资本结构及偿债能力				
资产负债率	32.5%	29.8%	30.3%	30.2%
速动比率	0.5	0.9	1.0	1.2
运营效率				
存货周转率	0.5	0.0	0.0	0.0
流动资产周转率	0.9	0.9	0.9	0.9
固定资产周转率	3.0	3.5	3.8	3.8

## 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 2013 版权所有。保留一切权利。



## 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