

沱牌舍得 (600702)

高费用投入导致1Q13净利降幅超预期

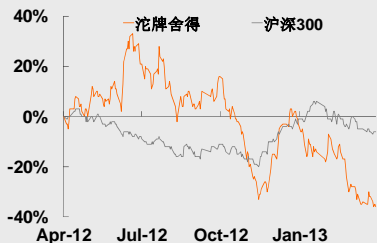
中性 (下调)

现价: 17.60 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) | 65.54 |
| 流通 A 股市值(亿元) | 65.54 |
| 每股净资产(元) | 6.93 |
| 资产负债率(%) | 32.5 |

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: S1060511010014
0755-22627143
wenxian@pasc.com.cn

丁芸洁

证券投资咨询资格编号: S1060512040003
0755-22625697
dingyunjie640@pingan.com.cn

投资要点

事项: 沱牌舍得 1Q13 营收 4.6 亿元, 同比降 4.3%, 净利 0.58 亿元, 同比降 48.5%, 业绩变化趋势符合我们的预期, 但净利降幅超出我们的预期。

平安观点:

- **1Q13 收入下滑 4.3%, 增速远低于同为二三线白酒的汾酒、古井、老白干、牛栏山、金种子等, 原因:** (1) 部分 1Q13 的营收提早在 4Q12 体现, 与汾酒、老白干、古井恰好相反。公司 2012 年 11 月中旬发了提价通知, 其中舍得酒从 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, 4Q12 营收增速高达 65%, 导致 1Q13 渠道需要消化前期的库存, 4Q12 和 1Q13 合并收入增 30%。(2) 估计占收入比重 60% 的舍得酒销量明显下滑, 整风运动对价格定位 500 元左右的舍得酒影响较大, 而五粮液价格持续下移也直接挤压了舍得的市场空间, 我们跟踪最新五粮液一批价已经降至 580-600 元。
- **估计档次定位较低的沱牌酒 1Q13 仍可保持增长:** (1) 草根调研情况显示 1Q13 公司加大了沱牌酒的投入力度, 以应对白酒环境变化, 同时开发新品、升级天曲 15 年、20 年, 并向原有经销商推广。(2) 1Q13 预收款余额较 4Q12 升 0.6 亿至 1.5 亿, 主要是预收客户沱牌系列酒的货款增加。
- **1Q13 毛利率同比大幅上升 11 个百分点至 70.2%, 上升幅度超出我们的预期, 可能的原因有:** (1) 2012 年 11 月多个产品上调了出厂价。(2) 沱牌系列酒产品结构向上升级。(3) 过去几年公司产品给经销商的折扣较大, 并要求经销商将这些折扣用于渠道建设, 因此实际出厂价远低于名义出厂价, 但在实际操作过程中常有经销商骗取费用的情况, 因此公司 1Q13 可能收回了部分经销商费用自己来做, 实际出厂价大幅提升。
- **1Q13 净利下滑 48.5% 主要由销售费用率大幅上升所致。1Q13 销售费用率同比上升 17.6 个百分点至 28.9%, 原因:** (1) 公司年初制定了较高的 2013 年收入规划, 估计销售公司原定计划增长 30-50%, 因此年初制定的广告费规划也很高, 然而随着市场形势急转直下, 我们预计公司下半年可能会适当控制广告费用投放。(2) 估计 1Q13 收回了部分经销商费用自己来做, 直接体现在公司的销售费用中。
- 我们下调 2013 年 EPS 至 0.96 元, 下调幅度为 13%。预计 2013-2015 年实现每股收益 0.96、1.16、1.36 元, 同比增长-12.4%、20.5%、17.4%, 舍得酒的销售压力较大, 业绩可能持续低于市场预期, 下调评级至“中性”。
- **风险提示:** 2Q13 营收和净利增速继续低于市场预期。

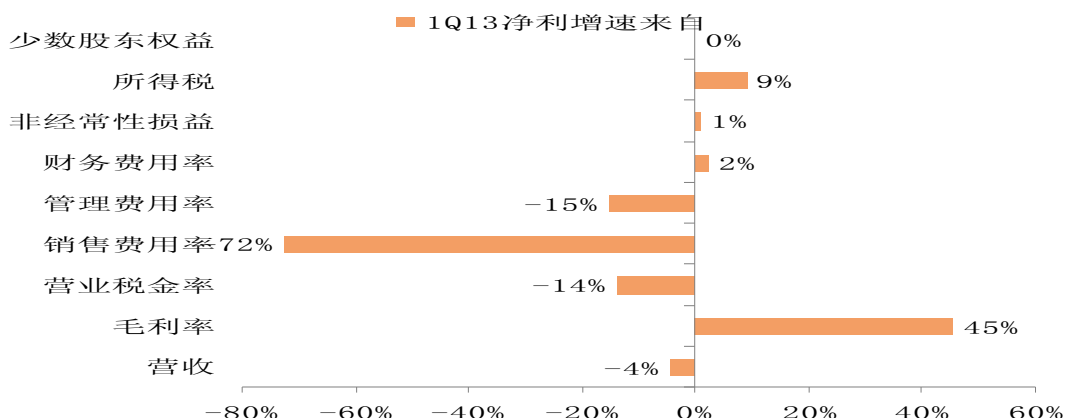
| | 2011A | 2012A | 2013E | 2014E | 2015E |
|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入(百万元) | 1,269 | 1,959 | 1,911 | 2,261 | 2,625 |
| YoY(%) | 41.9 | 54.4 | -2.5 | 18.3 | 16.1 |
| 净利润(百万元) | 195 | 370 | 324 | 391 | 459 |
| YoY(%) | 155.2 | 89.5 | -12.4 | 20.5 | 17.4 |
| 毛利率(%) | 53.6 | 60.3 | 68.7 | 67.7 | 67.1 |
| 净利率(%) | 15.4 | 18.9 | 17.0 | 17.3 | 17.5 |
| ROE(%) | 9.6 | 15.8 | 12.2 | 13.1 | 14.0 |
| EPS(摊薄/元) | 0.58 | 1.10 | 0.96 | 1.16 | 1.36 |
| P/E(倍) | 30.4 | 16.1 | 18.3 | 15.2 | 13.0 |
| P/B(倍) | 2.9 | 2.5 | 2.2 | 2.0 | 1.8 |

图表 1 2013年1季报快读：收入降4.3%，净利降48.5%

| | 1Q12 | 1Q13 | QoQ | |
|-----------|-------|-------|---------------|---|
| 营业收入 | 480 | 459 | -4.3% | 1Q13 收入下滑 4.3%，增速远低于同为二三线白酒的汾酒、古井、老白干、牛栏山、金种子等。 |
| 营业成本 | 196 | 137 | -30.2% | |
| 毛利率 | 59.2% | 70.2% | 11.0% | 毛利率同比大幅上升 11 个百分点至 70.2%，上升幅度超出我们的预期。 |
| 毛利 | 284 | 323 | 13.5% | |
| 营业税金及附加 | 49 | 63 | 27.5% | 1Q13 营业税金及附加占营收的比重同比上 3.4 个百分点至 13.6%。 |
| 销售费用 | 54 | 133 | 144.7% | 1Q13 销售费用率同比上升 17.6 个百分点至 28.9%，主要由于广告宣传费投入增长。 |
| 管理费用 | 28 | 43 | 57.5% | |
| 财务费用 | 8 | 5 | -35.4% | |
| 资产减值损失 | 1 | 0 | -48.5% | |
| 公允价值变动收益 | 0 | | 0.0% | |
| 投资收益 | 4 | 5 | 24.6% | |
| 营业利润 | 149 | 84 | -43.8% | 营业利润增速低于收入主要因为销售费用率同比大幅上升。 |
| 营业利润率 | 31.0% | 18.2% | -12.8% | |
| 营业外收入 | 1 | 0 | -95.7% | |
| 营业外支出 | 0 | 0 | 51.6% | |
| 利润总额 | 149 | 84 | -44.1% | |
| 所得税 | 38 | 26 | -31.1% | |
| 所得税率 | 26.1% | 33.1% | 7.0% | 1Q 所得税率上升 7.0 个百分点至 33.1%。 |
| 少数股东权益 | 0 | 0 | 0.0% | |
| 归属于母公司净利润 | 112 | 58 | -48.5% | |
| 净利率 | 23.3% | 12.5% | -10.7% | |
| EPS | 0.33 | 0.17 | -48.5% | |

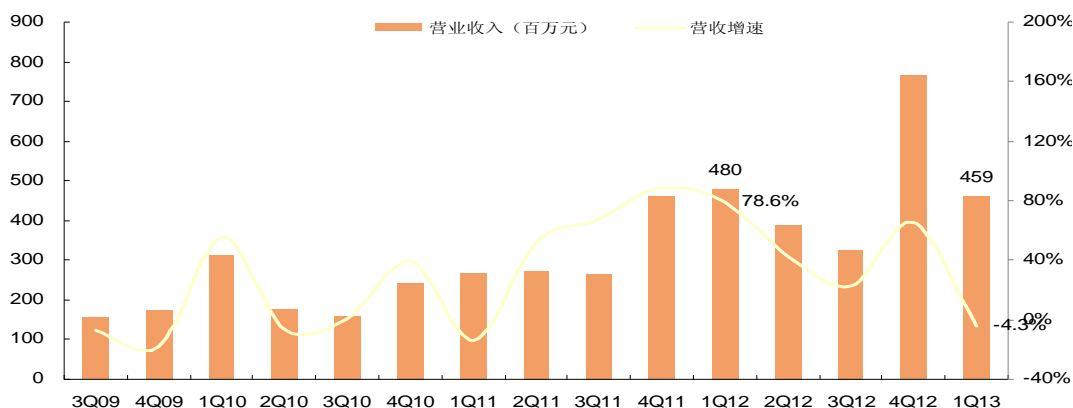
资料来源：平安证券研究所

图表 2 1Q13净利下滑48.5%主要由销售费用率大幅上升所致



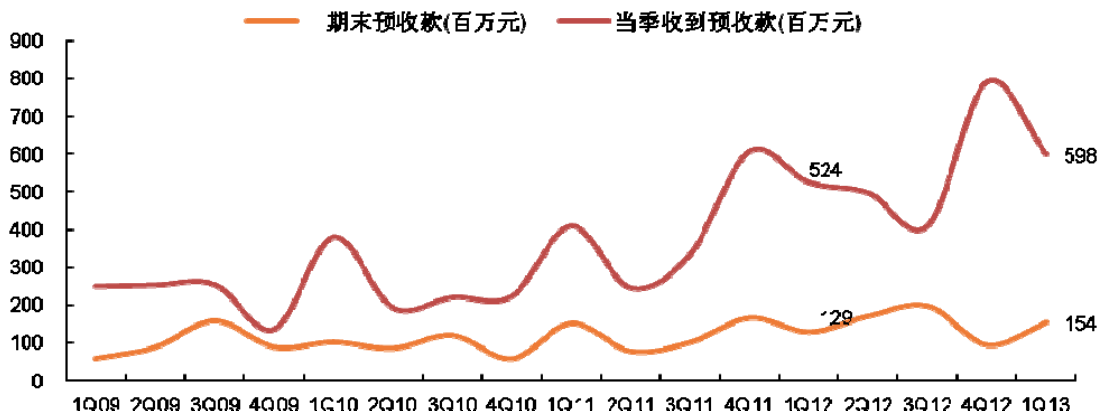
资料来源：公司公告、平安证券研究所

图表 3 1Q13收入增速下滑4.3%



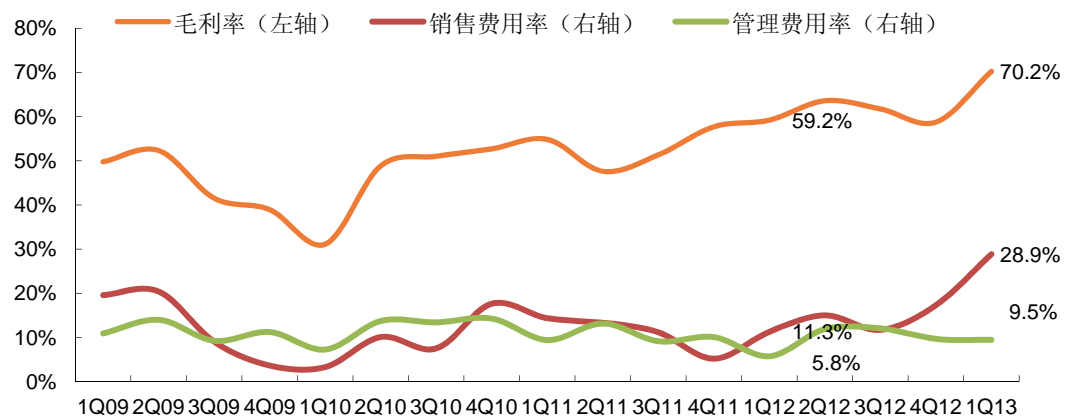
资料来源：公司公告、平安证券研究所

图表 4 1Q13预收款余额较4Q12升0.6亿至1.5亿，主要是预收客户购沱牌曲酒、沱牌特曲货款增加所致



资料来源：公司公告、平安证券研究所

图表 5 1Q13销售费用率同比大幅上升17.6个百分点至28.9%



资料来源：公司公告、平安证券研究所

图表7 食品饮料重点公司估值对比

| 股票名称 | 股票价格 (元) | EPS (元/股) | | | PE (倍) | | | 评级 |
|------|----------|-----------|-------|-------|--------|------|------|------|
| | 4月25日 | 2012 | 2013 | 2014 | 2012 | 2013 | 2014 | |
| 泸州老窖 | 24.70 | 3.13 | 3.42 | 3.76 | 7.9 | 7.2 | 6.6 | 推荐 |
| 五粮液 | 22.00 | 2.62 | 2.75 | 3.02 | 8.4 | 8.0 | 7.3 | 推荐 |
| 贵州茅台 | 176.70 | 12.82 | 15.08 | 16.82 | 13.8 | 11.7 | 10.5 | 推荐 |
| 沱牌舍得 | 17.62 | 1.10 | 1.00 | 1.20 | 16.1 | 17.5 | 14.6 | 中性 |
| 山西汾酒 | 26.96 | 1.53 | 1.97 | 2.43 | 17.6 | 13.7 | 11.1 | 推荐 |
| 洋河股份 | 61.80 | 5.73 | 6.05 | 6.93 | 10.8 | 10.2 | 8.9 | 推荐 |
| 水井坊 | 13.67 | 0.69 | 0.62 | 0.51 | 19.8 | 22.2 | 26.8 | 中性 |
| 古井贡酒 | 24.95 | 1.44 | 1.64 | 1.94 | 17.3 | 15.2 | 12.9 | 推荐 |
| 酒鬼酒 | 21.18 | 1.51 | 0.74 | 0.87 | 14.0 | 28.8 | 24.3 | 中性 |
| 张裕 A | 36.48 | 2.47 | 2.75 | 3.08 | 14.8 | 13.3 | 11.8 | 推荐 |
| 安琪酵母 | 14.86 | 0.74 | 0.85 | 1.05 | 20.1 | 17.5 | 14.2 | 推荐 |
| 双汇发展 | 80.00 | 2.62 | 3.67 | 4.55 | 30.5 | 21.8 | 17.6 | 强烈推荐 |
| 大北农 | 22.88 | 0.84 | 0.95 | 1.36 | 27.2 | 24.1 | 16.8 | 推荐 |
| 伊利股份 | 30.45 | 0.97 | 1.23 | 1.57 | 31.4 | 24.8 | 19.4 | 推荐 |
| 贝因美 | 40.60 | 1.20 | 1.71 | 2.16 | 34.0 | 23.7 | 18.8 | 强烈推荐 |
| 燕京啤酒 | 5.60 | 0.33 | 0.38 | 0.43 | 17.0 | 14.7 | 13.0 | 中性 |
| 青岛啤酒 | 37.81 | 1.30 | 1.39 | 1.54 | 29.1 | 27.2 | 24.6 | 推荐 |
| 南方食品 | 12.70 | 0.10 | 0.33 | 0.58 | 122.1 | 38.5 | 21.9 | 强烈推荐 |
| 黑牛食品 | 8.17 | 0.18 | 0.20 | 0.24 | 46.5 | 40.9 | 34.0 | 中性 |
| 汤臣倍健 | 47.56 | 0.85 | 1.24 | 1.69 | 55.7 | 38.5 | 28.2 | 推荐 |
| 承德露露 | 21.79 | 0.55 | 0.80 | 0.96 | 39.3 | 27.2 | 22.8 | 推荐 |
| 好想你 | 15.60 | 0.68 | 0.72 | 0.89 | 22.9 | 21.7 | 17.5 | 推荐 |

资料来源：Wind、平安证券研究所

| 损益表 (百万元, 元/股) | 2012A | 2013E | 2014E | 2015E |
|---------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 营业收入 | 1,959 | 1,911 | 2,261 | 2,625 |
| YoY | 54.4% | -2.5% | 18.3% | 16.1% |
| 营业成本 | 777 | 599 | 729 | 864 |
| 毛利率 | 60.3% | 68.7% | 67.7% | 67.1% |
| 营业税金及附加 | 187 | 199 | 235 | 273 |
| 股权激励费用 | 0 | 1 | 2 | 3 |
| 销售费用 | 283 | 478 | 543 | 604 |
| 管理费用 | 187 | 210 | 249 | 289 |
| 财务费用 | 36 | 13 | -9 | -11 |
| 投资净收益 | 20 | 20 | 10 | 10 |
| 营业利润 | 496 | 433 | 525 | 616 |
| 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 | 435 | 525 | 616 |
| 减: 所得税 | 127 | 111 | 134 | 157 |
| 净利润 | 370 | 324 | 391 | 459 |
| 减: 少数股东损益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 归属母公司所有者净利 | 370 | 324 | 391 | 459 |
| YoY | 89.5% | -12.4% | 20.5% | 17.4% |
| 销售净利润率 | 18.9% | 17.0% | 17.3% | 17.5% |
| EPS (当年股本) | 1.10 | 0.96 | 1.16 | 1.36 |
| EPS (最新股本摊薄) | 1.10 | 0.96 | 1.16 | 1.36 |

| 重要指标速览 | 2012A | 2013E | 2014E | 2015E |
|-----------|-------|-------|-------|-------|
| 估值 | | | | |
| PE | 16.1 | 18.3 | 15.2 | 13.0 |
| PEG | -1.3 | 0.9 | 0.9 | 0.5 |
| PB | 2.5 | 2.2 | 2.0 | 1.8 |
| P/S | 3.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| EV/EBITDA | 9.9 | 11.7 | 10.1 | 8.5 |
| 股息收益率 | 2.6% | 1.1% | 2.8% | 4.5% |
| 经营回报率 | | | | |
| ROE | 15.8% | 12.2% | 13.1% | 14.0% |
| ROA | 10.7% | 9.0% | 9.5% | 10.1% |
| 资本结构及偿债能力 | | | | |
| 资产负债率 | 32.5% | 25.9% | 27.2% | 28.0% |
| 速动比率 | 0.5 | 1.3 | 1.4 | 1.4 |
| 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 | 0.8 | 0.9 | 0.9 |
| 固定资产周转率 | 3.0 | 2.9 | 3.1 | 3.1 |

| 现金流量表 (百万元) | 2012A | 2013E | 2014E | 2015E |
|-------------|-------|-------|-------|-------|
| 净利润 | 370 | 324 | 391 | 459 |
| 折旧摊销 | 63 | 58 | 66 | 83 |
| 营运资金投资 | 66 | -693 | 15 | -12 |
| 经营活动现金净流量 | 401 | 1,032 | 426 | 535 |
| 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 | -422 | -58 | -157 |
| 当年现金净流量 | -60 | 630 | 178 | 187 |

| 资产负债表 (百万元) | 2012A | 2013E | 2014E | 2015E |
|------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 货币资金 | 224 | 855 | 1,032 | 1,220 |
| 应收款项 | 55 | 48 | 55 | 66 |
| 预付款项 | 6 | 4 | 5 | 6 |
| 存货 | 1,685 | 1,195 | 1,309 | 1,379 |
| 其他流动资产 | 317 | 318 | 391 | 443 |
| 流动资产合计 | 2,301 | 2,453 | 2,829 | 3,155 |
| 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 | 3,594 | 4,104 | 4,547 |
| 短期借款 | 200 | 0 | 0 | 0 |
| 应付款项 | 235 | 166 | 210 | 248 |
| 预收款项 | 94 | 382 | 407 | 420 |
| 应付股利 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他流动负债 | 689 | 764 | 908 | 1,023 |
| 流动负债合计 | 1,125 | 931 | 1,118 | 1,271 |
| 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 | 931 | 1,118 | 1,271 |
| 归属母公司所有者权益 | 2,338 | 2,663 | 2,986 | 3,276 |
| 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 | 2,663 | 2,986 | 3,276 |
| 负债及股东权益总计 | 3,463 | 3,594 | 4,104 | 4,547 |

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