公司点评●食品饮料　　2013 年 4 月 26 日

业绩低于预期
关注股东进展

核心观点：

1. 事件

沱牌舍得发布 2013 年一季度报告。公司实现营业收入 4.59 亿元，同比下滑 4.28%；归属于上市公司股东净利润 5753.49 万元，同比大幅下滑 48.48%；实现每股收益 0.17 元。

2. 我们的分析与判断

（一）一季度业绩略低于预期

一季度公司收入与净利润双降，显示公司在 13 年调整之初恐面临着一定的业绩压力。公司 2013 年第一季度实现营业收入 4.59 亿元，同比下滑 4.28%；归属于上市公司股东净利润 5753.49 万元，同比大幅下降 48.48%。显示出公司在行业调整期面临着较大的销售压力。但是，其一季度预收款项达 1.54 亿元，比去年同期增长 19.79%，较期初变动比例则高达 63.93%，经营活动产生的现金流量净额为 2.21 亿元，需要投资者关注揣摩。虽然在行业调整期，因龙头企业产品价格下滑，导致以舍得为代表的高档酒价格空间受到持续挤压，使得公司收入及净利润的增长动力减弱。但是，我们也应该看到，公司前期的产品结构调整已初步到位，今年公司将实施“舍得+沱牌”的双品牌战略，会特别突出 100-300 元价位的大众酒品以应对行业调整。从目前情况来看，调整最终效果的显现还仍需时日。

一季度公司毛利率大幅提升至 70.24%。2013 年第一季度公司实现毛利率 70.24%，比上年同期大幅提升 11.03 个百分点。主要原因是一季度营业成本大幅下降了 30.15 个百分点至 1.37 亿元，同时从一个侧面反映出其产品结构调整所带来的显著成效。在期间费用率方面，公司一季度销售费用率 28.87%(+17.58pct)，管理费用率 9.46%(+3.71pct)，三项费用率达 39.45%(+20.75pct)，**主要系行业调整期终端销售不景气导致公司加大广告费用投入所致。**另外，净利率也同比下降了 10.75 个百分点至 12.52%。

（二）未来可关注营销战略转型的深入推进

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。考虑到公司目前在全国范围内仍有不少空白市场，前期加大市场投入对其渠道长期的拓展与下沉来说是有一定积极作用的。

3. 投资建议

给予 2013/14 年 EPS1.11/1.3 元，对应 PE16/14 倍，考虑到行业调整期，公司短期内业绩可能出现波动，“谨慎推荐”评级。公司前期公告了其大股东要引进战略投资者的事宜，敬请投资者关注。

沱牌舍得（600702.SH）

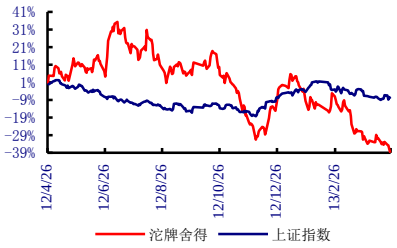
谨慎推荐　下调评级

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 2013.04.24
A 股收盘价(元)	18.22
A 股一年内最高价(元)	40.38
A 股一年内最低价(元)	17.56
上证指数	2199.31
市净率	2.63
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)	61.46

相对指数表现图



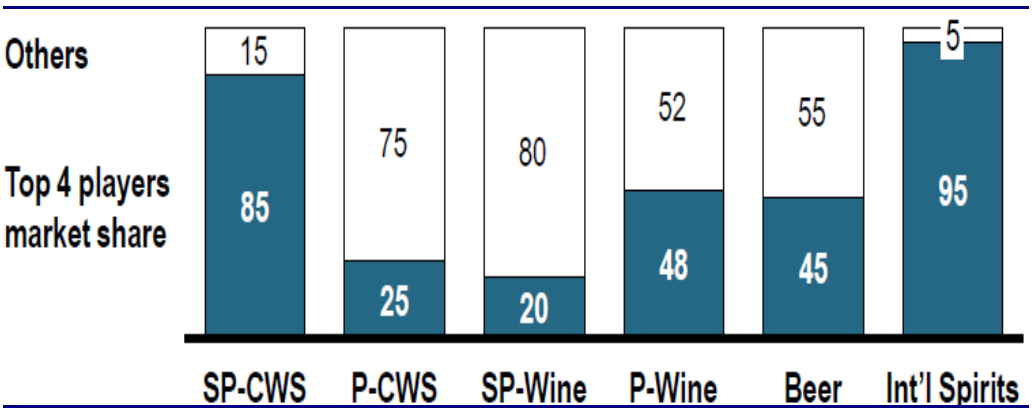
资料来源：中国银河证券研究部

相关研究

1. 沱牌舍得（600702）深度研究报告：控股股东引入战投 引发未来想象空间　20130329
2. 沱牌舍得：业绩增长符合预期，未来增长静观营销　20130125

白酒行业：高档酒细分市场分化

图 1：高端白酒和国际品牌市场集中度高（%）



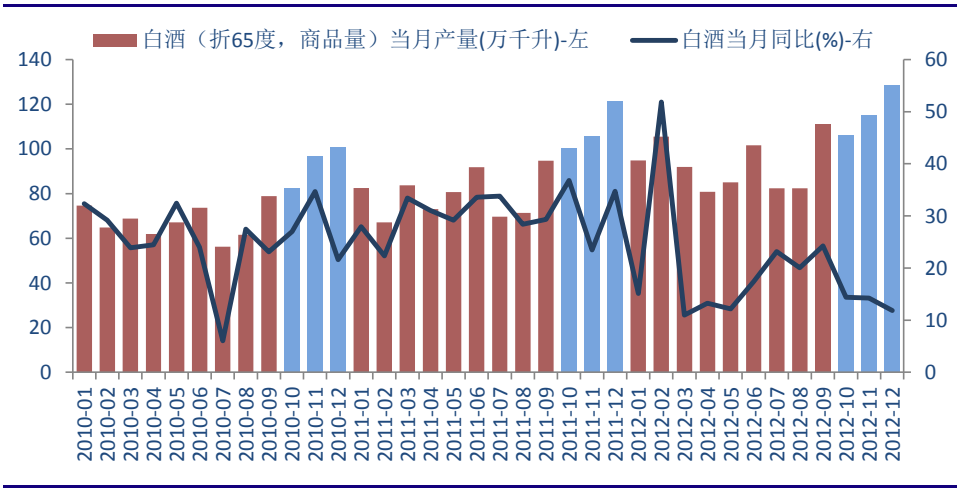
资料来源：中国银河证券研究部，RB Consulting

在我国超高端白酒市场，市场集中度高达 85%左右，成为最具吸引力的蒸馏酒葡萄酒细分市场，市场份额依旧向具备品牌和渠道优势企业集中。

以高端酒产品为主的茅台、五粮液、泸州老窖增速经过 2008-2010 年的调整期，呈现出增速回归的趋势。昔日的高档酒增长模式开始出现分化，品牌力最强的茅台增速主要来自单一产品价格的提升。近年来茅台的终端价格和渠道价差已远高于五粮液和国窖 1573，未来茅台的价差幅度将决定于经营模式是否转型。

2012 年我国白酒行业累计产量 1153.16 万千升，同比增长 18.55%。就累计产量增速水平来看，比去年同期减少 12.15 个百分点，环比增长 0.84 个百分点。其中，12 月单月实现产量 128.37 万千升，同比增长 11.86%，比去年同期减少 22.87 个百分点，环比减少 2.38 个百分点。

图 2：我国白酒行业 2010-2012 年单月产量及增速变动



资料来源：国家统计局，中国银河证券研究部整理

图 3：我国白酒行业收入累计值及增速变动(2000-2012 年)

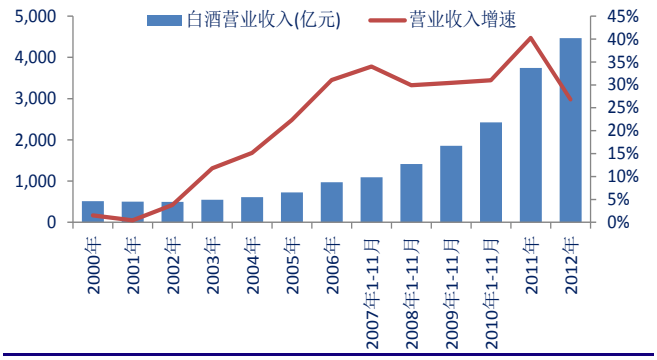
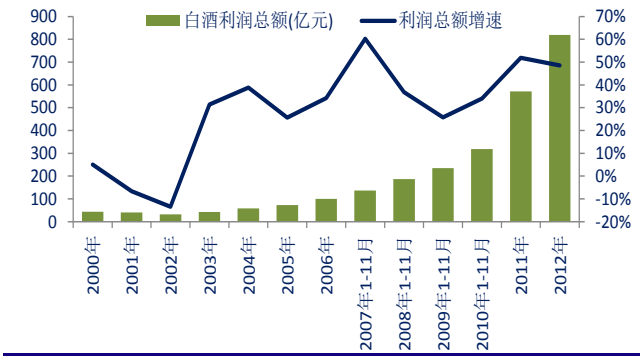


图 4：我国白酒行业利润总额累计值及增速（2000-2012 年)



资料来源：国家统计局，中国银河证券研究部整理

2012 年全年我国白酒行业收入增速为 26.82%；利润总额增速 48.52%。2012 年，我国白酒行业实现收入 4466.26 亿元，同比增长 26.82%（比上年同期减少 13.43pct），实现利润总额 818.56 亿元，同比增长 48.52%（比上年同期减少 3.39pct）。另外，我们对比 2011 年 1-12 月份和 2010 年 1-11 月份经济指标，2010 年 1-11 月，白酒行业实现收入 2421.62 亿元，同比增长 31.01%，利润总额 318.61 亿元，同比增长 34.05%。我们向前考察十年来历史数据，2011 年 1-12 月份收入增速已经超过前期高点（2007 年 1-11 月 34.03%），利润总额增速接近 2007 年 1-11 月最高值 60.27%，为 2008 年全球金融海啸以来最高增速。今年由于受到宏观经济不景气等诸多负面因素影响，规模以上白酒企业的收入增速从年初起呈现下滑趋势，利润总额增速则在前期维持一定高位的情况下，于四季度出现下滑。总体来说，行业 2012 年四季度由于受到春节前市场景气度不佳的影响，累计同比增速水平略有下降。

图 5：我国白酒行业毛利率水平变动（2000 -2012 年）

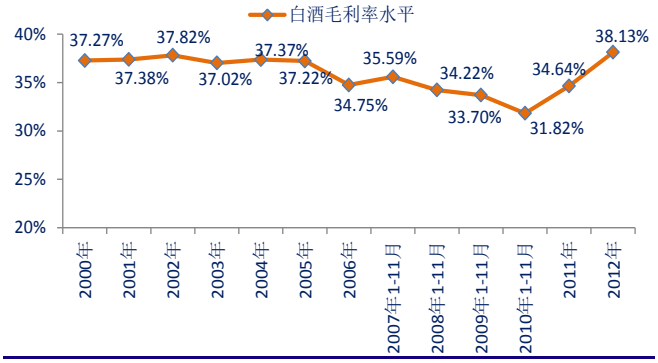
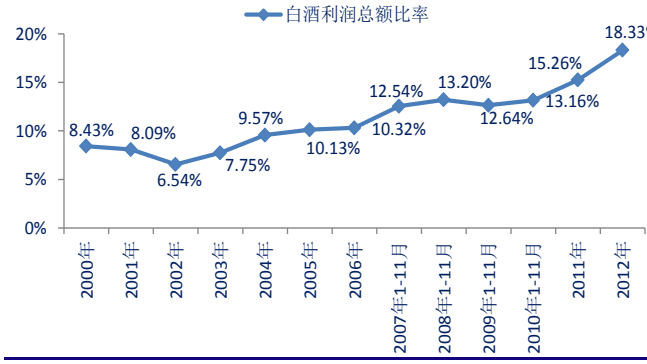


图 6：我国白酒行业利润总额比率变动（2000-2012 年）



资料来源：国家统计局，中国银河证券研究部整理

2012 年，白酒行业毛利率 38.13%，继续保持上升趋势。如图所述，2012 年，我国白酒行业主营成本为 2763.41 亿元，同比增长 22.56%，毛利率为 38.13%，环比上月增长 1 个百分点。对比去年行业毛利率，增加 3.49 个百分点，行业毛利率总体仍延续自去年以来的上升趋势，是否会出现拐点，还需进一步监测数据确认。

利润总额比例自 2002 年来逐年上升，目前总体继续维持高位，体现白酒行业仍保有较强的盈利能力。据我们测算，2012 年行业利润总额比率为 18.33%，同比增长 3.07 个百分点，环比微增 0.19 个百分点，总体仍维持高位，体现出白酒行业较强的盈利能力。

附：沱牌舍得（600702）财务报表预测（单位：百万元）

资产负债表	2012	2013E	2014E	2015E
货币资金	224.08	1032.89	911.33	1445.88
应收和预付款项	75.25	144.30	109.29	190.63
存货	1684.80	2015.52	2088.73	2864.79
其他流动资产	317.29	234.79	475.53	360.90
长期股权投资	190.02	198.68	210.38	223.76
投资性房地产	75.30	75.27	75.28	75.28
固定资产和在建工程	667.33	623.84	580.20	538.42
无形资产和开发支出	182.36	178.88	176.03	174.14
其他非流动资产	122.19	118.25	121.46	125.85
资产总计	3463.32	4547.14	4672.95	5924.38
短期借款	200.00	200.00	258.33	219.44
应付账款	235.41	174.18	286.18	230.12
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他负债	689.56	1459.51	1048.89	1971.76
负债合计	1124.98	1833.68	1593.41	2421.33
归属母公司股东权益	2338.34	2713.46	3079.54	3503.05
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00
股东权益合计	2338.34	2713.46	3079.54	3503.05
负债和股东权益合计	3463.32	4547.14	4672.95	5924.38

现金流量表	2012	2013E	2014E	2015E
净利润	369.86	375.12	438.06	496.95
折旧与摊销	0.00	62.77	64.23	65.97
经营性现金净流量	325.85	912.99	-0.93	776.11
投资性现金净流量	-17.70	-13.29	-20.75	-26.21
筹资性现金净流量	-368.14	-90.88	-99.88	-215.35
现金流量净额	-59.99	808.81	-121.56	534.55
EBITDA	502.13	531.67	618.73	704.60

利润表	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入	1959.46	2086.59	2415.47	2854.63
营业成本	777.40	819.18	920.72	1135.87
营业税金及附加	186.60	189.01	231.94	268.18
营业费用	283.23	381.85	444.45	456.74
管理费用	187.46	196.14	228.26	314.01
财务费用	35.69	31.60	36.23	43.03
资产减值损失	12.89	6.49	11.70	11.35
投资净收益	19.77	8.66	11.71	13.38
公允价值变动损益	0.07	0.07	0.07	0.07
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	496.04	471.05	553.94	638.90
其他非经营损益	0.81	-2.16	0.56	-0.26
利润总额	496.85	468.90	554.50	638.64
所得税	126.99	93.78	116.45	141.69
净利润	369.86	375.12	438.06	496.95
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司股东净利润	369.86	375.12	438.06	496.95
每股收益（EPS）	1.10	1.11	1.30	1.47

财务指标	2012	2013E	2014E	2015E
毛利率	60.33%	60.74%	61.88%	60.21%
销售净利率	18.88%	17.98%	18.14%	17.41%
ROE	15.82%	13.82%	14.22%	14.19%
ROA	10.68%	8.25%	9.37%	8.39%
ROIC	13.60%	12.24%	12.74%	13.21%
销售收入增长率	54.38%	6.49%	15.76%	18.18%
营业利润增长率	87.75%	-5.04%	17.60%	15.34%
净利润增长率	89.47%	1.42%	16.78%	13.44%

资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

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 年至今证券业十年从业经历。清华大学硕士。2003 年业界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食品饮料行业研究工作。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。本报告清晰准确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受到任何形式的补偿。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