

中 性 维 持

沱牌曲酒（600702）

2011 年 3 月 29 日

## 新产品新面貌，体制改革进程难料

食品饮料行业分析师：赵 勇  
SAC 执业证书编号：S0850209090682  
zhaoyong@htsec.com  
0755-82775282卢 媛媛  
lyy5991@htsec.com  
021-23219610联系人：齐 莹  
qiy@htsec.com  
021-232191662011 年 3 月 29 日收盘于：19.37 元  
6 个月目标价：22 元

## 更正声明：

昨日发出的沱牌曲酒年报点评中，沱牌曲酒的代码标识错误，给投资者带来的不便，敬请谅解，特此更正。

**年报概述。**沱牌曲酒 2011 年 3 月 26 日发布 2010 年报，公司实现营业收入 8.95 亿元，同比增长 23.66%；实现利润总额 9725 万元，同比增长 56.94%；实现归属于上市公司股东的净利润 7648 万元，同比增长 42.18%；扣除非经常性损益的净利润 6420 万元，同比增长 17.01%。

2010 年公司每股收益为 0.227 元，加权净资产收益率为 4.19%，较 2009 年增加 1.19 个百分点；公司 2010 年归属于上市公司股东的每股净资产为 5.50 元，同比增加 3.19%。此外，公司报告期每股经营性现金流 0.41 元，较 2009 年减少 35.11%。

**公司 2010 年分配预案：**拟以年末股份总数 33730 万股为基数，每 10 股派发现金 0.6 元（含税）。

## 简评和投资建议。

2008 年自公司改制遇汶川地震暂停后，公司业绩一直处于停滞状态。2010 年年中，遂宁市政府正式把推进沱牌曲酒集团改制事宜提到政府日程上来，并在遂宁市“白酒行业十二五规划”中明确提出：大力推进沱牌国有股权转让或并购重组，积极引进战略伙伴，推进合资合作以及进一步完善激励机制，充分运用期权、股权等方式，增大经营管理团队的个人持股比重。2010 年 4 季度公司重新梳理了产品线，并启动沱牌曲酒系列生产线。我们认为公司已经充分做好了产品推广的前期铺垫工作，一旦体制问题解决，公司业绩将有爆发式增长。我们预计公司 2011-2013 年 EPS 分别为 0.23、0.48、0.82 元。由于有体制改革预期，因此无法用传统的估值方法计算公司的合理价格。我们认为经过几年的培育，公司“舍得”品牌逐渐走出销量瓶颈以及沱牌系列的重塑，2011 年是公司的起飞年，2012 年是腾飞年，前景十分看好。但由于改制时间表不确定，加之公司市值已突破 70 亿元，因此暂时给予“中性”评级。

**（1）政府对公司改制持积极态度：**政府态度明确，公司改制得到政府的首肯，加大了其成功的概率。2010 年年初公司所在地柳市镇更名为沱牌镇，2010 年年中遂宁市发布“十二五白酒行业发展规划”明确提出要加快沱牌集团改制进程，规划指出“大力推进沱牌国有股权转让或并购重组，积极引进战略伙伴，推进合资合作。支持沱牌集团运用资本、技术等各种方式。进一步完善激励机制，充分运用期权、股权等方式，增大经营管理团队的个人持股比”。2011 年遂宁市政府确定把沱牌镇打造成“中国白酒第一镇”，并制定了详尽的开发规划。

## 沱牌曲酒改制历程：

沱牌集团下属有沱牌曲酒股份有限公司、四川射洪太和投资管理有限公司、绵阳西蜀包装制品有限公司等联合组成，其核心成员企业为上市公司。2004 年集团改制失败。原来方案为：射洪县人民政府将其拥有的沱牌集团 100% 股权分别转让给江苏兴澄集团 40%、广州市索芙特有限公司 25%，德龙国际 25% 和北大未名 10%。后因德龙出事而搁浅。2008 年年初沱

牌集团改制之事又一次成为射洪县政府重大事件，后来又因为四川地震而耽搁。2010年年初遂宁市公布“遂宁市白酒行业十二五规划”，沱牌集团改制作为遂宁市十二五重大事件，再次提到政府工作日程上来。

**（2）重塑产品线，新产品新面貌：**公司在2010年4季度对舍得和沱牌系列酒进行了品牌梳理。对“舍得系列”推出了舍得10年和舍得20年年份酒；在2011年成都春季糖酒会上又推出舍得安泰作坊300年、500年、900年窖龄酒以及舍得水晶装和普通舍得升级版经典舍得酒。超高端则推出比吞之乎更高档的天之乎酱香型白酒。中高端沱牌系列推出了各档次产品的年份酒系列。价格序列覆盖范围从88元到568元，价格层次分布十分丰富。在本次2011年成都春季糖酒会上，公司前所未有的高调亮相，其展台在省人大会议中心，与五粮液展厅相邻，展厅布置十分宏大，经销商洽谈十分踊跃，公司对市场的态度也更加开放。据了解，湖南某经销商2010年10月开始销售舍得品牌，11月，12月2个月就有2000万的销售收入。我们认为公司在产品线策划和营销意识方面并不比其他同行逊色，只是体制落后，管理层没有动力，使公司的业绩停滞不前。公司能否在2011年走上正轨，要看公司各系列产品能否迅速放量，从我们了解到的情况看公司2011年业绩超预期的可能性大。

**风险与不确定性。**改制进程不确定，管理层释放业绩动力不足。新品市场推广不利，费用率高企。

#### 年报点评及分析：

2010年公司实现酒类销售收入6.47亿元，同比下滑0.33%。实现毛利率48.36%，与去年基本持平。公司继续维持调整产品结构措施，缩减低档产品销量，加强，“舍得”品牌和沱牌曲酒品牌的推广。公司高端产品销售仍较2009年有一定增长，我们估计2010年公司舍得酒销售量约为550吨左右。估计酒类贡献净利润3500万元左右，贡献每股收益0.11元左右。2010年2月10日，公司出售位于射洪县北门土地及其地上建筑物，出售价格为1.53亿元，实现净利润1932万元，折合每股收益0.06元，占净利润比例25.27%。2010年药业公司继续亏损实现净利润-377.6万元，天马公司实现净利润59.53元，远低于2009年2625.6万元的水平。公司计划2011年实现主营业务收入12亿元，营业总成本10.5亿元。营业收入较2010年增长34%。

总体来说，2010年公司业绩平淡无奇，业绩基本符合预期。公司正经历销售突破阶段，对2011年的预测还要结合公司改制的进展情况，以及2010年推出的新产品的招商和销售情况。公司市值已经突破70亿元，短期建议投资者“观望”。

下表是我们对公司2011-2013年的盈利预测更新。

表6 沱牌曲酒合并损益表及预测（20110328更新）

| 利润表(万元)     | 2008  | 2009   | 2010  | 2011E | 2012E  | 2013E  |
|-------------|-------|--------|-------|-------|--------|--------|
| 营业收入        | 87102 | 72343  | 64574 | 81667 | 100336 | 125992 |
| 营业成本        | 43877 | 39038  | 50009 | 40997 | 44890  | 52098  |
| 营业税金及附加     | 7073  | 6992   | 6644  | 8363  | 9562   | 11377  |
| 销售费用        | 16538 | 9884   | 8352  | 9980  | 12000  | 13834  |
| 管理费用        | 7956  | 7752   | 9827  | 9759  | 11268  | 11339  |
| 财务费用        | 3783  | 2560   | 3238  | 2015  | 697    | 181    |
| 投资收益        | 543   | 1102   | (49)  | 0     | 10     | 10     |
| 资产减值及公允价值变动 | 63    | 610    | (176) | (176) | (176)  | (176)  |
| 其他收入        | (647) | (1702) | 24399 | 20    | 20     | 20     |
| 营业利润        | 7834  | 6128   | 10678 | 10397 | 21772  | 37017  |
| 营业外净收支      | (401) | 69     | (954) | (8)   | 0      | 0      |
| 利润总额        | 7433  | 6197   | 9725  | 10389 | 21772  | 37017  |
| 所得税费用       | 3285  | 818    | 2082  | 2597  | 5443   | 9254   |
| 少数股东损益      | 0     | 0      | (5)   | (5)   | (11)   | (19)   |
| 归属于母公司净利润   | 4148  | 5379   | 7648  | 7797  | 16340  | 27782  |
| 摊薄每股收益（元）   | 0.12  | 0.16   | 0.23  | 0.23  | 0.48   | 0.82   |

资料来源：公司公告，海通证券研究所

## 信息披露

### 分析师声明

赵 勇：食品饮料行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司：五粮液、水井坊、贵州茅台、泸州老窖、古井贡酒、山西汾酒、洋河股份、老白干酒、伊力特、沱牌曲酒、青岛啤酒、燕京啤酒、张裕 A、古越龙山、伊利股份、双汇发展

### 投资评级说明

| 1. 投资评级的比较标准                                                                                 | 类别     | 评级 | 说明                       |
|----------------------------------------------------------------------------------------------|--------|----|--------------------------|
| 投资评级分为股票评级和行业评级<br><br>以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的海通综指的涨跌幅为基准； | 股票投资评级 | 买入 | 个股相对大盘涨幅在 15%以上；         |
|                                                                                              |        | 增持 | 个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；    |
|                                                                                              |        | 中性 | 个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；     |
|                                                                                              |        | 减持 | 个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；    |
|                                                                                              |        | 卖出 | 个股相对大盘涨幅低于-15%。          |
| 2. 投资建议的评级标准<br><br>报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的海通综指的涨跌幅。                              | 行业投资评级 | 增持 | 行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；     |
|                                                                                              |        | 中性 | 行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间； |
|                                                                                              |        | 减持 | 行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。     |

### 法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。