

证券研究报告

食品饮料行业

暂不评级（首次）

证券分析师

文 献 CFA 食品饮料首席研究员
S1060209040123
0755-22627143
wenxian@pasc.com.cn

沱牌曲酒(600702)

销售改革效果初显，但机会仍需看改制

- **董事会成员稳定，客观上有利于公司改制环境保持稳定。**6 月 23 日股东大会选举了第七届董事会成员，随后董事会会议选举李家顺连任股份公司董事长和总经理，张树平、陈亮、马力军、李富全等核心高管也获连任董事。核心董事会成员保持稳定，一方面客观上有利于公司改制的环境保持平稳，另一方面也可能意味着公司管理思路、方法会保持连续性。
- **销售改革成效开始显现，但效果和持续性需观察。**公司从 2010 年开始进行销售改革，一方面是在部分试点地区增加销售人员，厂里开始参与市场营销。在 2010 年试点基础上，2011 年开始进一步推广至省内其他市级重点市场，如南充、德阳等，公司销售人员在一个城市的数量从几个人增加至 40-50 人。为此，2011 年公司连续招聘了 400-500 人，销售人员总数也比年初已增加了一倍。估计 2011 年后续将不再扩张，需要年末看成效而定。改革的第二个方面是营销人员考核激励制度的变化，与之前相比，本次改革的看点在于考核任务能够落实到个人，考核指标设计多元化，包含销售收入、销售量、产品结构、客户数量和质量等，并增加了市场部人员来落实考核。与此同时，2011 年继续加大了对销售人员的激励力度，与任务挂钩，从而改变原来实质上吃大锅饭的情况，刺激了销售人员动力释放。我们认为，增加销售人员、加大考核激励力度均是在做对的事情，但这些动作的效果和持续性取决于公司管理动作的系统跟进，如产品市场价格管理、奖惩兑现、人才者上等，这些部分显然取决于公司管理层改革的决心。故此，我们认为，改革效果，尤其是持续性需进一步观察，且更可能取决于公司改制情况。
- **10 万吨基酒估计不算高，优质基酒估计在 5 万吨以上。**公司 2010 年报中，自制半成品有 10.7 亿元，即使以 1 万元每吨来估算公司存有基酒 10 万吨应该并不算高。考虑公司优酒率在 40%-50%，再结合公司销售情况，我们估计优质基酒在 5 万吨左右，其余应该是低档基酒。
- **产能扩张有望带动药业收入翻倍，盈利仍需看 2012 年。**股份子公司沱牌药业 2010 年非 PVC 输液袋产能已扩充到年产 7500-8000 万袋，2010 年实际销售约 2000 万袋，如果按 2011 年销售 4000 万袋，每袋 3 块钱计算，2011 年可实现销售 1.2 亿元，考虑费用投放，估计 2011 年基本盈亏平衡，若 2012 年产能继续释放，则会贡献利润。
- **全年白酒净利有望增长 90%，但必须注意弹性和可控性均非常大。**受舍得酒所在价格带市场启动、沱牌公司产品结构调整、和销售改革带动，以主品牌舍得为龙头，沱牌 2011 年 1 季度白酒营收估计增长了约 60%，我们判断上半年应会延续这种趋势。全年来看，我们假设白酒业务同比增长约 30%达到约 8.5 个亿，再加上药业和其他业务，我们认为全年营收能实现 10 个亿。由于基数低，公司净利

对毛利率、收入的弹性较大，我们估算全年净利 1.29 亿元，折合每股收益 0.38 元。2010 年扣除出让土地获得收益 0.19 亿和 0.11 亿的捐赠支出后净利润约为 0.68 亿元，按此口径计算，同比增长约 90%。预计 2011、2012 年公司 EPS 分别为 0.38、0.68 元，当前动态 PE 分别为 51 倍和 29 倍。但必须提醒，消费税、销售费用、或产品结构假设能否兑现都会导致利润实际增速大范围波动。

- **机会仍需看改制。**我们认为，受益于行业变化和公司销售改革，沱牌实际销售的确在发生积极变化，也可能带动近两年净利润增速大幅上升。但是，受限于体制等因素，公司未来能做得多好仍很大程度上取决于改制，以及改制后的具体做法。我们暂不评级。

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）

分析师声明及风险提示：

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。

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。客户并不能尽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 2010 版权所有。保留一切权利。

中国平安 PINGAN

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 8 层

邮编：518048

电话：4008866338

传真：(0755) 8244 9257