

沱牌舍得(600702.sh)

酒业收入快速增长，基本面正在发生积极的变化

汤玮亮 分析师

电话: 020-87555888-8634

eMail: twl@gf.com.cn

SAC执业证书编号: S0260511020009

胡鸿 分析师

电话: 0755-82739763

eMail: hh6@gf.com.cn

SAC执业证书编号: S0260511010017

中报分析要点

1. 2011 年中期公司实现销售收入 5.4 亿元, 同比增长 10.2%, 实现归属上市公司所有者的净利润 5960 万元, 同比增长 49.2%。2. 总体营业收入增幅不快, 主要因为去年同期有土地转让收入 1.5 亿元。酒业收入增幅很大, 同比增长 67.8%。其中理财产品已进行实物交割 352 坛, 实现理财产品收 352 万元。分区域看, 预计遂宁周边、河南、北京等区域收入增幅较大。分产品看, 预计舍得、陶醉等产品增速较快。3. 产品结构调整、舍得酒直接提价, 酒类业务毛利率从 51.2% 上升至 55.4%, 酒类业务收入快速增长, 利润增幅较大。虽然 2010 年同期营业外支出较大, 但考虑到 2010 年上半年有土地转让收益、实际所得税率提升幅度较大, 扣除非经常性的因素之后实际利润增幅更大。4. 销售费用同比增长 163.7%, 销售费用大幅增加主要是加大广告宣传促销所致, 中报广告费用为 4762 万元, 同比增长 374%。5. 我们认为沱牌今年上半年酒业收入的快速增长有四个原因: (1) 2010 年开始销售人员的激励机制发生改变, 收入差距扩大; (2) 2010 年底开始试点精细化营销; (3) 2010 年产品结构调整, 推出了很多重要产品; (4) 广告投入加大, 广告费同比增长 374%。

盈利预测与估值评级

预计 11-13 年, 公司实现每股收益 0.34、0.57、0.77 元, 考虑到公司基本面正处于改善期、而信托产品为存酒兑现为现实收益提供了较好的途径, 我们给予“买入”的投资评级, 值得长期关注。

风险提示

短期内销售费用投入高于预期。集团招商引资未能成功。

预测及评估

	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	723.43	894.60	1,070.85	1,466.01	1,946.85
增长率(%)	-16.94%	23.66%	19.70%	36.90%	32.80%
EBITDA(百万元)	154.49	194.41	258.13	355.48	460.68
净利润(百万元)	53.79	76.48	116.12	192.58	261.31
增长率(%)	29.66%	42.18%	51.84%	65.84%	35.69%
每股收益(元)	0.160	0.227	0.340	0.570	0.770
市盈率	103.89	93.78	56.32	33.96	25.03
市净率	3.11	3.87	3.32	3.02	2.70
EV/EBITDA	37.31	36.64	24.11	17.21	13.18

数据来源: 四川沱牌舍得酒业股份有限公司财务报表, 广发证券发展研究中心

公司评级

买入

当前价格(元)	22.99
目标价格(元)	30.00
前次评级	买入

股价走势



市场表现	1个月	3个月	12个月
股价涨幅	0.09%	16.36%	54.29%
沪深300	-6.59%	-7.18%	-0.01%

股票数据

总股本/流通 A 股(百万股)

337.30/337.30

主要股东:

四川沱牌舍得集团有限公司

主要股东持股比例

31.85%

财务比率

ROE	4.12%
ROA	4.29%
资产负债率	41.87%
每股净资产(元)	5.50

2010 年报数据

表 1：沱牌曲酒2011年中期业绩情况 单位：百万元

	10 中报	11 中报	同比	点评
利润表				
营业收入	491.6	541.7	10.2%	总体营业收入增幅不快，主要因为去年同期有土地转让收入 1.5 亿元。酒业收入增幅很大，同比增长 67.8%，其中理财产品已进行实物交割 352 坛，实现理财产品收 352 万元。分区域看，预计遂宁周边、河南、北京等区域收入增幅较大。分产品看，预计舍得、陶醉等产品增速较快。
销售费用	28.4	75.0	163.7%	销售费用大幅增加主要是加大广告宣传促销所致，广告费用为 4762 万元，同比增长 374%。
营业利润	54.9	77.8	41.6%	
营业外支出	10.1	0.0	-99.9%	
利润总额	46.0	79.9	73.7%	产品结构调整、舍得酒直接提价，酒类业务毛利率从 51.2%上升至 55.4%，酒类业务收入快速增长，利润增幅较大。虽然 2010 年同期营业外支出较大，考虑到 2010 年上半年有土地转让收益、所得税率提升幅度较大，扣除非经常性的因素之后实际利润增幅更大。
所得税	6.0	20.3	236.1%	
净利润	40.0	59.6	49.2%	
归属于母公司所有者净利润	40.0	59.6	49.2%	
分产品销售收入				
酒业	275	461	67.8%	我们认为沱牌今年上半年酒业收入的快速增长有四个原因：（1）2010 年开始销售人员的激励机制发生改变，收入差距扩大；（2）2010 年底开始试点精细化营销；（3）2010 年产品结构调整，推出了很多重要产品；（4）广告费投入大幅增长，同比增长 374%。
药业	20	42	110.9%	药业现有产能有 7500-10000 万袋，2010 年销售 2000 多万袋，预计今年 4000 万袋，按照每袋 30 元测算，可贡献收入 1.2 亿。虽今年毛利率有提升，但由于新生产线刚投产，预计今年可能盈亏平衡，略赚一些。
分产品毛利率				
酒业	51.2%	55.4%		
药业	26.1%	29.7%		

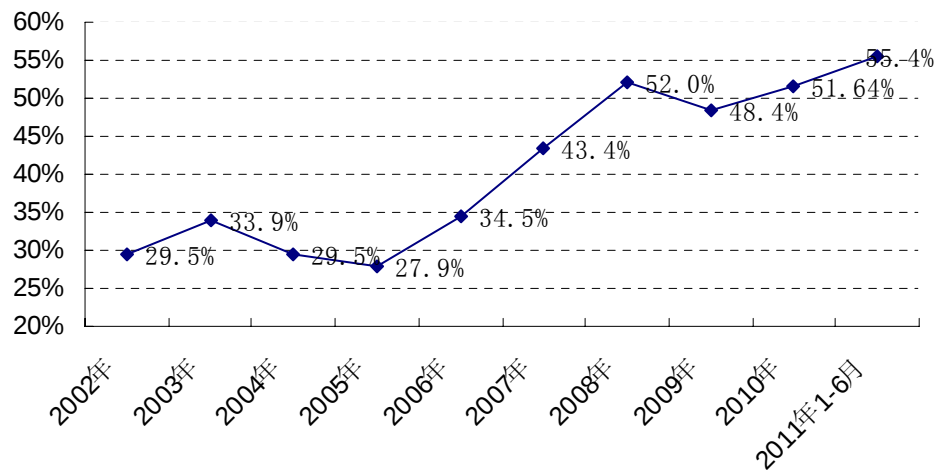
数据来源：广发证券发展研究中心

表 2：沱牌曲酒2季度业绩情况 单位：百万元

	10 二季度	11 二季度	同比
利润表			
营业收入	178.7	272.9	52.7%
销售费用	18.1	36.4	101.4%
营业外支出	10.1	0.0	-99.9%
利润总额	13.1	30.1	129.6%
净利润	8.9	23.2	160.8%
归属于母公司所有者净利润			
利润	8.9	23.2	160.8%

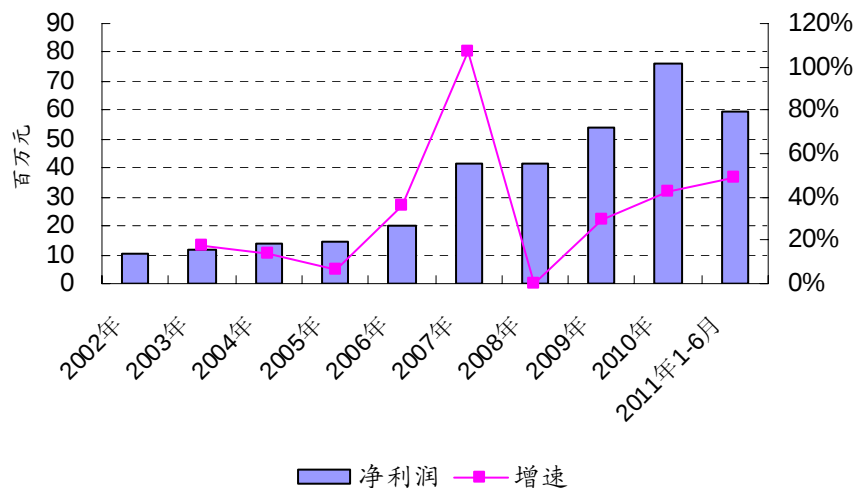
数据来源：广发证券发展研究中心

图 1：沱牌曲酒酒业毛利率变化情况 2002年-2011年中期



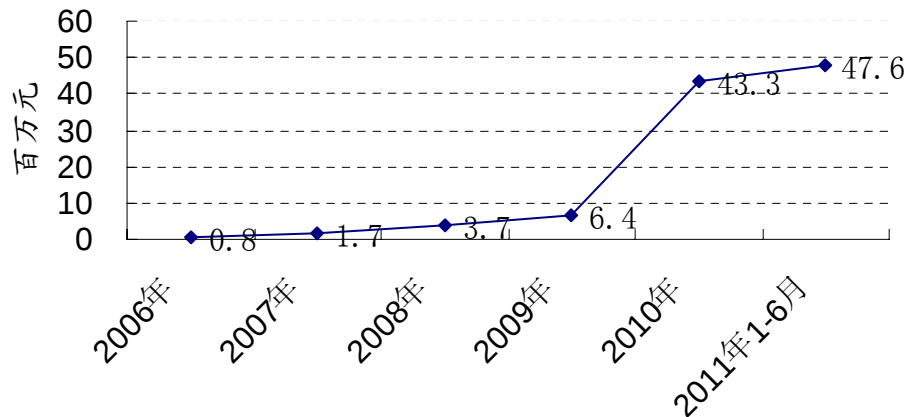
数据来源：广发证券发展研究中心

图 2：沱牌曲酒净利润增长情况



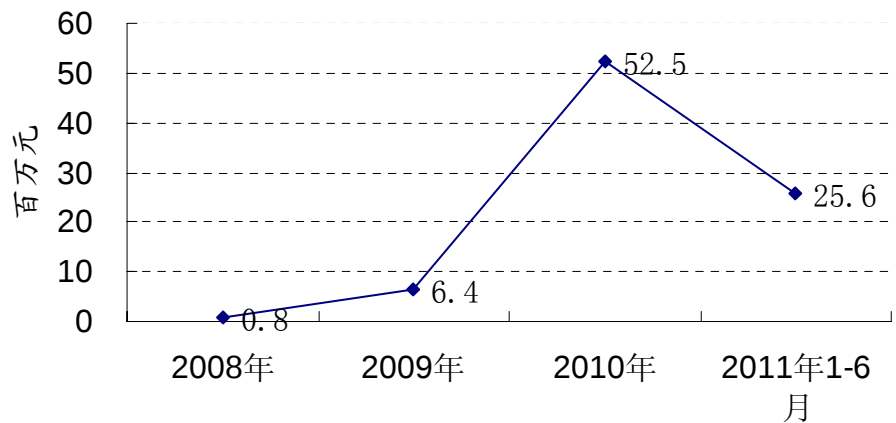
数据来源：广发证券发展研究中心

图 3：销售费用中广告费用投入情况



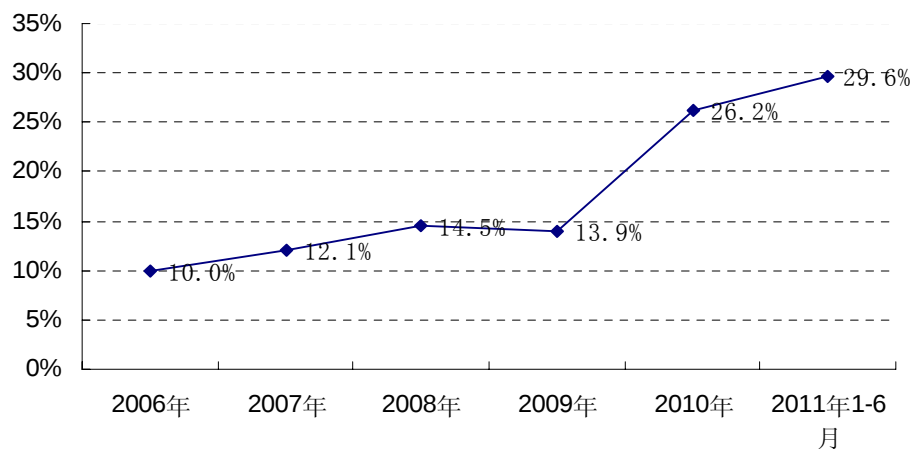
数据来源：广发证券发展研究中心

图 4：支付的与经营活动相关的广告费现金



数据来源：广发证券发展研究中心

图 5：沱牌曲酒药业毛利率变化情况 2006年-2011年中期



数据来源：广发证券发展研究中心

资产负债表

单位：百万元

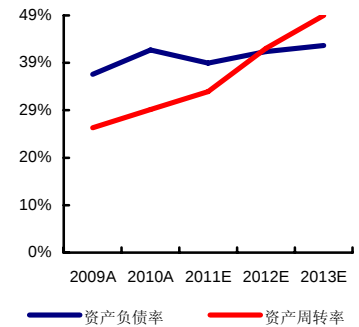
至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
流动资产	1,519	2,027	2,210	2,764	3,394
货币资金	344	603	872	1,173	1,581
应收及预付	108	137	130	238	316
存货	1,066	1,287	1,208	1,352	1,496
其他流动资产	0	0	0	0	0
非流动资产	1,335	1,163	1,031	936	845
长期股权投资	164	164	164	164	164
固定资产	719	684	583	494	410
在建工程	26	23	22	20	19
无形资产	212	204	188	182	177
其他长期资产	215	89	75	75	75
资产总计	2,854	3,190	3,241	3,700	4,239
流动负债	946	1,230	1,166	1,432	1,709
短期借款	410	450	450	450	450
应付及预收	536	780	716	982	1,259
其他流动负债	0	0	0	0	0
非流动负债	106	105	105	105	105
长期借款	105	105	105	105	105
应负债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	1	0	0	0	0
负债合计	1,051	1,336	1,271	1,537	1,814
股本	337	337	337	337	337
资本公积	799	799	799	799	799
留存收益	661	718	834	1,026	1,288
归属母公司股东权益	1,798	1,854	1,970	2,163	2,424
少数股东权益	5	0	0	0	0
负债和股东权益	2,854	3,190	3,241	3,700	4,239

利润表

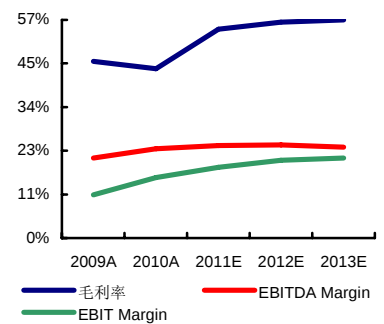
单位：百万元

至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	723	895	1071	1466	1947
营业成本	390	500	488	641	840
营业税金及附加	70	66	107	147	195
销售费用	99	84	150	205	273
管理费用	83	104	129	176	234
财务费用	26	32	37	51	68
资产减值损失	6	0	6	0	0
公允价值变动收益	0	-2	0	0	0
投资净收益	11	0	10	10	10
营业利润	61	107	164	256	348
营业外收入	1	2	1	1	1
营业外支出	0	11	10	0	0
利润总额	62	97	155	257	348
所得税	8	21	39	64	87
净利润	54	76	116	193	261
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	54	76	116	193	261
EBITDA	151	208	258	355	461
EPS (元)	0.16	0.23	0.34	0.57	0.77

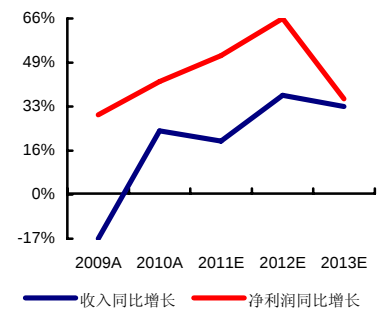
资产负债率趋势



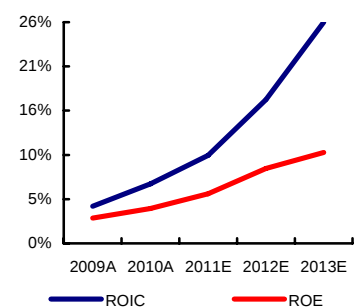
经营利润率趋势



收入与利润增长趋势



投资回报率趋势



现金流量表

单位：百万元

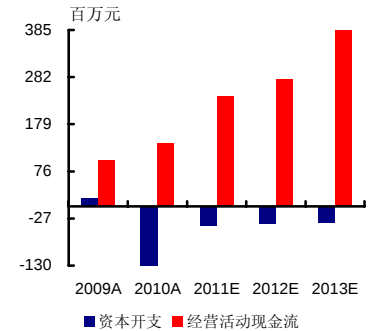
至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	102	138	240	277	385
净利润	54	76	116	193	261
折旧摊销	69	67	61	58	55
营运资金变动	-39	-14	21	13	56
其它	18	9	42	13	13
投资活动现金流	-13	132	53	48	47
资本支出	-18	130	43	38	37
投资变动	0	0	10	10	10
其他	5	3	0	0	0
筹资活动现金流	9	-12	-24	-24	-24
银行借款	615	500	0	0	0
债券融资	-550	-460	0	0	0
股权融资	0	0	0	0	0
其他	-56	-52	-24	-24	-24
现金净增加额	98	258	270	301	408
期初现金余额	247	344	603	872	1,173
期末现金余额	344	603	872	1,173	1,581

主要财务比率

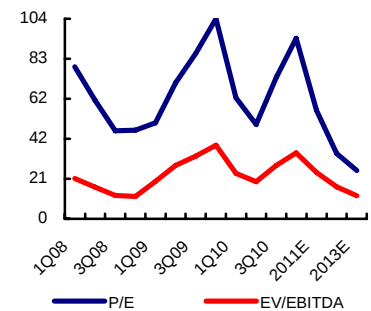
单位：%

至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
成长能力					
营业收入	-16.9%	23.7%	19.7%	36.9%	32.8%
营业利润	-21.8%	74.3%	53.5%	56.1%	35.8%
归属于母公司净利润	29.7%	42.2%	51.8%	65.8%	35.7%
获利能力					
毛利率	46.0%	44.1%	54.4%	56.3%	56.8%
净利率	7.4%	8.5%	10.8%	13.1%	13.4%
ROE	3.0%	4.1%	5.9%	8.9%	10.8%
ROIC	4.4%	7.1%	10.5%	17.1%	26.2%
偿债能力					
资产负债率	36.8%	41.9%	39.2%	41.5%	42.8%
净负债比率	9.5%	-2.6%	-16.1%	-28.6%	-42.3%
流动比率	1.61	1.65	1.90	1.93	1.99
速动比率	0.47	0.60	0.85	0.98	1.10
营运能力					
总资产周转率	0.26	0.30	0.33	0.42	0.49
应收账款周转率	14.75	17.24	17.24	17.24	17.24
存货周转率	0.39	0.43	0.40	0.47	0.56
每股指标 (元)					
每股收益	0.16	0.23	0.34	0.57	0.77
每股经营现金流	0.30	0.41	0.71	0.82	1.14
每股净资产	5.33	5.50	5.84	6.41	7.19
估值比率					
P/E	103.9	93.8	56.3	34.0	25.0
P/B	3.1	3.9	3.3	3.0	2.7
EV/EBITDA	38.2	34.2	24.1	16.7	12.0

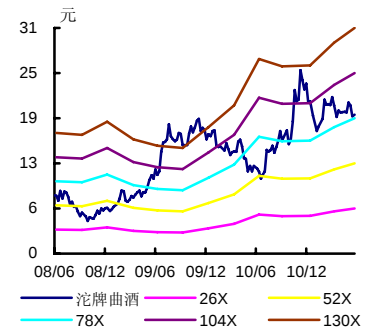
资本支出与经营活动现金流



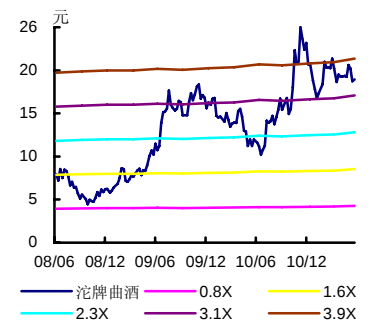
相对估值



PE BAND



PB BAND



广发食品饮料行业研究小组

汤伟亮，分析师，华南理工大学管理学硕士，2007 年进入广发证券发展研究中心。

胡鸿，分析师，中山大学金融学硕士，2009 年进入广发证券发展研究中心。

相关研究报告

沱牌曲酒(600702.sh)_公司调研简报	汤伟亮	2011-07-01
沱牌曲酒(600702.sh)_公司深度研究报告	汤伟亮	2011-01-31

广发证券—公司投资评级说明

买入（Buy）	预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10% 以上。
持有（Hold）	预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10% ~ +10%。
卖出（Sell）	预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10% 以上。

	广州	深圳	北京	上海
地址	广州市天河北路 183 号 大都会广场 36 楼	深圳市民田路华融大厦 2501 室	北京市月坛北街 2 号月坛大 厦 18 层 1808 室	上海市浦东南路 528 号 证券大厦北塔 17 楼
邮政编码	510075	518026	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线	020-87555888-612			

注：广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

免责声明

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，不得更改或以任何方式传送、复印或印刷本报告。