

沱牌曲酒(600702)：上半年归属母公司所有者净利润下滑 10.96% 中性（维持）

食品行业/白酒

当前股价：17.99 元

报告日期：2009 年 8 月 11 日

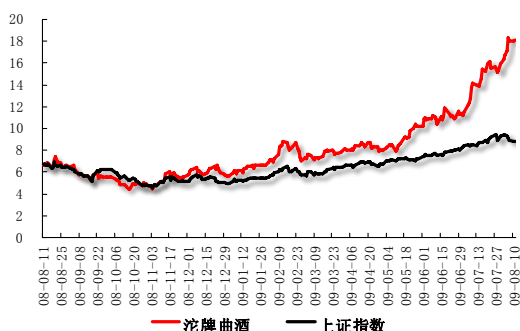
主要财务指标（单位：百万元）

	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	871	892	948	986
(+/-)	-3%	2%	6%	4%
营业利润	78	72	76	80
(+/-)	17%	-8%	5%	6%
归属于母公司的净利润	41	47	49	52
(+/-)	0%	13%	5%	6%
每股收益（元）	0.12	0.14	0.15	0.15
市盈率（倍）	146	129	123	116

公司基本情况（2009 年 6 月 30 日止）

总股本/已流通股（万股）	33,730/33,730
流通市值（亿元）	60.68
每股净资产（元）	5.25
资产负债率（%）	37.96

股价表现（最近一年）



天相消费品组

联系人—王爽 施剑刚

021-58824282-807 wangs@txsec.com

服务热线 010-66045555

- 2009年1-6月，公司实现营业收入3.91亿元，较上年同期减少20.00%，实现利润总额3.41亿元，较上年同期减少10.67%，实现归属于母公司股东净利润2581万元，较上年同期减少10.96%。实现每股收益为0.077元。
- 其中第2季度，实现收入1.90亿元，同比上升1.01%，实现归属母公司所有者净利润1159万元，同比下降6.91%，实现每股收益0.04元。
- “舍得”酒成为公司净利润的主要来源。报告期内，公司全资控股子公司舍得酒业实现营业收入1.36亿元，同比下降10.17%；实现净利润为2608万元，其贡献的利润是公司的主要利润来源。舍得酒业是公司为“舍得”系列产品专门设置的公司，其销售的产品基本上是“舍得”系列酒。受上半年宏观经济放缓影响，公司销量略有下降，导致利润的下滑。另外，四川天马玻璃有限公司实现净利润1324万元，公司由此取得投资收益为529万元，占到公司净利润的21%，公司的其他产品均有不同程度的亏损。
- 舍得酒业毛利率水平并不能反映该系列产品的真实盈利水平。报告期内，舍得酒业毛利率为50.33%，毛利率水平大幅低于其他高端酒类产品，表面上看这似乎不是非常合理。我们认为，我们看到的毛利率水平是公司以内部转移价格而非出厂价格核算的毛利率，与“舍得”系列酒真实的盈利能力存在一定的差距，舍得酒业的实际毛利率水平应该大幅高于当前的50%。
- 盈利预测与评级。考虑到消费税从严征税的税率目前尚未确定，同时公司中、高端产品“舍得”、“陶醉”平均价格已经上调了10%，我们预计公司2009-2011年的EPS分别为0.14元、0.15元和0.15元，当前公司的股价为18.18元，对应的动态PE分别为129X、124X和116X，维持公司“中性”的投资评级。
- 风险提示。（1）宏观经济波动对高端白酒消费的影响；（2）消费税从严征收的利润对公司利润的影响；（3）大盘波动对公司股价的影响。

附表1：公司盈利能力指标

	2007A	2008A	2008'1-6 月	2009'1-6 月
综合毛利率(%)	41.27%	49.63%	48.70%	51.03%
归属母公司净利润率(%)	4.59%	4.76%	5.93%	6.60%
净资产收益率(%)	2.40%	2.35%	1.65%	1.46%

附表2：公司费用控制能力指标

	2007A	2008A	2008'1-6 月	2009'1-6 月
营业费用(万元)	13,330	16,538	9,693	7,818
营业费用率(%)	14.81%	18.99%	19.84%	20.00%
管理费用(万元)	7,909	8,488	3,920	4,857
管理费用率(%)	8.79%	9.75%	8.02%	12.43%
财务费用(万元)	3,047	3,783	1,634	1,087
财务费用率(%)	3.39%	4.34%	3.35%	2.78%
期间费用(万元)	24,286	28,809	15,247	13,762
期间费用率(%)	26.98%	33.08%	31.21%	35.21%

附表3：季度报表比较

	2007Q2	2008Q1	2008Q2	2008Q3	2008Q4	2009Q2
营业收入	16,845	48,861	18,828	16,908	21,333	19,018
增长率(%)	-13.43%	-33.18%	1.01%	120.00%	-26.48%	1.01%
减：营业成本	8,033	25,067	8,847	7,590	11,220	9,064
毛利率(%)	52.32%	48.70%	53.01%	55.11%	47.40%	52.34%
减：营业税金及附加	1,689	4,433	1,582	1,377	1,263	1,477
销售费用	3,089	9,693	3,494	2,765	4,081	3,883
管理费用	1,585	3,920	2,039	2,090	2,478	2,665
财务费用	763	1,634	1,043	1,137	1,011	516
期间费用率	32.28%	31.21%	34.93%	35.44%	35.49%	37.15%
资产减值损失	-94	192	-148	-58	-76	115
投资净收益	276	373	67	-106	276	289
营业利润	2,058	4,294	2,038	1,902	1,638	1,587
增长率(%)	332.60%	-19.42%	-22.11%	169.91%	-99.98%	-22.11%
加：营业外收入	159	20	19	9	147	4
减：营业外支出	21	500	500	23	55	3
利润总额	2,196	3,814	1,557	1,889	1,730	1,588
增长率(%)	359.32%	-19.42%	2.01%	38.22%	25.71%	2.01%
利润率(%)	13.04%	7.81%	8.27%	11.17%	8.11%	8.35%
减：所得税	888	916	312	685	1,684	429
实际税负比率(%)	40.45%	24.00%	20.03%	36.26%	97.35%	27.03%
净利润	1,308	2,899	1,245	1,204	46	1,159
归属于母公司所有者						
净利润	1,308	2,899	1,245	1,204	46	1,159
增长率(%)	-8392.51%	-14.01%	-6.91%	174.63%	-93.29%	-6.91%
净利润率(%)	7.76%	5.93%	6.61%	7.12%	0.21%	6.09%

附表 4：沱牌曲酒盈利预测

单位：万元	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	90,006	87,102	89,192	94,811	98,604
增长率	2.53%	-3.23%	2.40%	6.30%	4.00%
减:营业成本	52,860	43,877	44,500	46,975	48,854
毛利率	41.27%	49.63%	50.11%	50.45%	50.45%
减:营业税金及附加	7,479	7,073	8,733	10,429	10,846
销售费用	13,330	16,538	16,501	17,540	18,242
管理费用	7,909	8,488	8,919	8,960	9,121
财务费用	3,047	3,783	3,567	3,793	3,944
期间费用率	26.98%	33.08%	32.50%	31.95%	31.75%
投资净收益	749	543	600	500	500
营业利润	6,707	7,834	7,222	7,564	8,047
增长率	142.93%	16.81%	-7.81%	4.74%	6.38%
加:营业外收入	207	177	161	198	198
减:营业外支出	62	577	161	198	206
利润总额	6,852	7,433	7,222	7,564	8,039
增长率	163.48%	8.49%	-2.84%	4.74%	6.27%
利润率	7.61%	8.53%	8.10%	7.98%	8.15%
减:所得税费用	2,716	3,285	2,528	2,648	2,814
实际税负比率	39.64%	44.19%	35.00%	35.00%	35.00%
净利润	4,135	4,148	4,694	4,917	5,225
归属母公司所有者的净利润	4,135	4,148	4,694	4,917	5,225
增长率	107.32%	0.32%	13.16%	4.74%	6.27%
净利润率	4.59%	4.76%	5.26%	5.19%	5.30%
总股本（万股）	33,730	33,730	33,730	33,730	33,730
每股收益（元）	0.12	0.12	0.14	0.15	0.15
每股净资产（元）	5.11	5.25			
净资产收益率	2.40%	2.35%			

资料来源：天相投资顾问有限公司

天相投资顾问有限公司投资评级说明

判断依据:

投资建议根据分析师对该股票在12个月内相对天相流通指数的预期涨幅为基准。

	投资建议	预期个股相对天相流通指数涨幅
1	买入	>15%
2	增持	5---15%
3	中性	(-) 5%--- (+) 5%
4	减持	(-) 5%--- (-) 15%
5	卖出	< (-) 15%

重要免责声明

报告所引用信息和数据均来源于公开资料，天相投顾分析师力求报告内容和引用资料和数据客观与公正，但不对所引用资料和数据本身的准确性和完整性作出保证。报告中的任何观点与建议仅代表报告当日的判断和建议，仅供阅读者参考，不构成对证券买卖的出价或询价，也不保证对作出的任何建议不会发生任何变更。阅读者根据本报告作出投资所引致的任何后果，概与天相投资顾问有限公司及分析师无关。

本报告版权归天相投顾所有，为非公开资料，仅供天相投资顾问有限公司客户使用。未经天相投顾书面授权，任何人不得以任何形式传送、发布、复制本报告。天相投顾保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

天相投资顾问有限公司

北京富凯	地址：北京市西城区金融大街 19 号富凯大厦 B 座 701 室 电话：010-66045566 传真：010-66573918 邮编：100140
北京新盛	地址：北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 4 层 电话：010-66045566; 66045577 传真：010-66045500 邮编：100140
北京德胜园	地址：北京市西城区新街口外大街 28 号 A 座五层 电话：010-66045566 传真：010-66045700 邮编：100088
上海天相	地址：上海浦东南路 379 号金穗大厦 12 楼 D 座 电话：021-58824282 传真：021-58824283 邮编：200120
深圳天相	地址：深圳市福田区振中路中航苑鼎诚国际大厦 2808 室 电话：0755-83234800 传真：0755-82709089 邮编：518041
山东天相	济南市高新区华龙路 1825 号嘉恒商务大厦 A 座 1005 室 电话：0531-88162375 传真：0531-88162317 邮编：250100