

沱牌曲酒（600702）：所得税率下降促利润增长

中性（维持）

食品饮料行业/白酒

当前股价：15.40 元

报告日期：2010 年 03 月 02 日

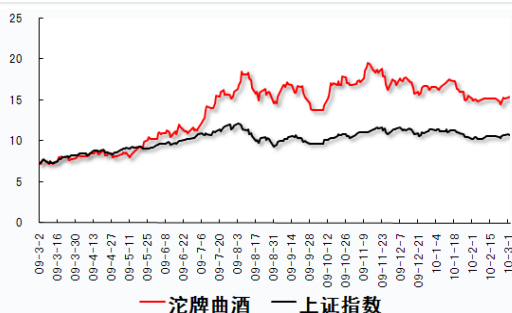
主要财务指标（单位：百万元）

	2008A	2009A	2010E	2011E
营业收入	871	723	1199	1380
(+/-)	-3%	-17%	66%	15%
营业利润	78	61	142	166
(+/-)	17%	-22%	132%	17%
归属于母公司的净利润	41	54	107	124
(+/-)	0%	30%	99%	16%
每股收益（元）	0.12	0.16	0.32	0.37
市盈率（倍）	125	97	49	42

公司基本情况（2009 年 12 月 31 日止）

总股本/已流通股（万股）	33730/33730
流通市值（亿元）	51.94
每股净资产（元）	10.15
资产负债率（%）	32.76

股价表现（最近一年）



天相农业食品组

联系人—王 爽

021-58824282-807 wangs@txsec.com

服务热线 010-66045555

服务邮箱 service@txsec.com

- 2009 年 1-12 月，公司实现营业收入 7.23 亿元，同比下降 16.94%，营业利润 6128 万元，同比下降 21.78%，实现归属母公司净利润 5379 万元，同比增长 29.66%，实现每股收益 0.16 元。其中，第 4 季度公司实现营业收入 1.75 亿元，同比下降 17.9%，营业利润 1000 万元，同比下降 38.92%，实现归属母公司净利润 842 万元，同比增长 1737.76%，实现每股收益 0.02 元。2009 年度分配预案为：每 10 股派送现金红利 0.6 元（含税）。
- “舍得”销售目标未达，低端产量压缩，全年酒类收入下降近 20%。报告期内，公司酒类销售收入同比下降 19.87%，毛利率为 37.79%，同比下降 5.78 个百分点。我们认为高档酒未达目标是报告期内收入及毛利率下降的主要原因。2009 年，受到国内宏观经济放缓因素影响，公司“舍得”系列远未达到此前 1000 吨的销售预期，销售量在 600 吨左右。同时，由于公司实行产品结构调整，压缩了低端酒的产量和品种，低端酒的销售收入亦有所减少。
- 公司多元化战略仍将继续。公司持有四川天马玻璃有限公司 40% 的股份。报告期内，天马为公司带来利润 1050 万元。公司的全资子公司沱牌药业有限公司生产非 PVC 输液袋，公司二期 3600 万袋非 PVC 软袋输液产能设备正在安装，预计 2010 年初投产，投产后公司拥有 5000 万袋的产能，我们预计沱牌药业将在 2010 年扭亏，为公司提供利润。
- 所得税率下降是公司报告期内归属公司净利润同比增长的最主要原因。报告期内，公司营业利润同比下降 22%，同时公司归属母公司净利润同比增长 30%，原因主要有：（1）所得税的下降，导致实际所得税率大幅降低 30.99 个百分点，本期母公司利润增加，弥补上年度亏损后计提的所得税减少所致；（2）营业外收支减少，报告期内，公司营业外收支同比减少 534 万元，主要是上年同期为地震灾区捐赠价值 500 万元的物资所致。
- 盈利预测与评级。我们预计公司 2010-2011 年的 EPS 分别为 0.32 元和 0.37 元，当前公司的股价为 15.40 元，对应的动态 PE 分别为 49X 和 42X，维持“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）大盘波动对公司股价的影响。

附表1：公司盈利能力指标

	2006A	2007A	2008A	2009A
综合毛利率(%)	32.12%	41.27%	49.63%	46.04%
归属母公司净利润率(%)	2.27%	4.59%	4.76%	7.44%
净资产收益率(%)	1.20%	2.40%	2.35%	2.99%

附表2：公司费用控制能力指标

	2006A	2007A	2008A	2009A
营业费用(万元)	13,576	13,330	16,538	9,884
营业费用率(%)	15.47%	14.81%	18.99%	13.66%
管理费用(万元)	6,717	7,909	8,488	8,284
管理费用率(%)	7.65%	8.79%	9.75%	11.45%
财务费用(万元)	880	3,047	3,783	2,560
财务费用率(%)	1.00%	3.39%	4.34%	3.54%
期间费用(万元)	21,173	24,286	28,809	20,727
期间费用率(%)	24.12%	26.98%	33.08%	28.65%

附表3：季度报表比较

	2007Q4	2008Q1	2008Q2	2008Q3	2008Q4	2009Q4
营业收入	29,017	30,033	18,828	16,908	21,333	2
增长率(%)	57.03%	-33.18%	1.01%	-6.89%	-17.90%	-17.90%
减：营业成本	18,225	16,220	8,847	7,590	11,220	1
毛利率(%)	37.19%	45.99%	53.01%	55.11%	47.40%	-844.94%
减：营业税金及附加	2,070	2,851	1,582	1,377	1,263	0
销售费用	4,009	6,198	3,494	2,765	4,081	0
管理费用	2,359	1,881	2,039	2,090	2,478	0
财务费用	1,237	592	1,043	1,137	1,011	0
期间费用率	26.21%	28.87%	34.93%	35.44%	35.49%	20.02%
资产减值损失	-138	340	-148	-58	-76	0
投资净收益	117	306	67	-106	276	0
营业利润	1,378	2,256	2,038	1,902	1,638	0
增长率(%)	447.21%	-19.42%	-22.11%	-9.47%	-38.92%	-38.92%
加：营业外收入	38	1	19	9	147	0
减：营业外支出	40	0	500	23	55	0
利润总额	1,376	2,257	1,557	1,889	1,730	0
增长率(%)	443.07%	-19.42%	2.01%	-6.16%	-41.23%	-41.23%
利润率(%)	4.74%	7.52%	8.27%	11.17%	8.11%	5.81%
减：所得税	694	604	312	685	1,684	0
实际税负比率(%)	50.40%	26.74%	20.03%	36.26%	97.35%	17.24%
净利润	683	1,654	1,245	1,204	46	0
归属于母公司所有者						
净利润	683	1,654	1,245	1,204	46	0
增长率(%)	567.22%	-14.01%	-6.91%	62.50%	1737.76%	1737.76%

附表 4：沱牌曲酒盈利预测

单位：万元	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E
营业收入	90,006	87,102	72,342	119,942	138,006
增长率	2.53%	-3.23%	-16.95%	65.80%	15.06%
减:营业成本	52,860	43,877	39,038	59,376	67,808
毛利率	41.27%	49.63%	46.04%	50.50%	50.87%
减:营业税金及附加	7,479	7,073	6,992	15,832	18,631
销售费用	13,330	16,538	9,884	13,434	14,767
管理费用	7,909	8,488	8,283	14,033	16,285
财务费用	3,047	3,783	2,560	3,958	4,830
期间费用率	26.98%	33.08%	28.65%	26.20%	26.00%
资产减值损失	-566	57	585	100	100
投资净收益	749	543	1,102	1,000	1,000
营业利润	6,707	7,834	6,127	14,209	16,586
增长率	142.93%	16.81%	-21.79%	131.90%	16.73%
加:营业外收入	207	177	112	300	276
减:营业外支出	62	577	43	600	690
利润总额	6,852	7,433	6,197	13,909	16,172
增长率	163.48%	8.49%	-16.63%	124.45%	16.27%
利润率	7.61%	8.53%	8.57%	11.60%	11.72%
减:所得税费用	2,716	3,285	818	3,130	3,639
实际税负比率	39.64%	44.19%	13.20%	22.50%	22.50%
净利润	4,135	4,148	5,379	10,779	12,533
归属母公司所有者的净利润	4,135	4,148	5,379	10,679	12,433
增长率	107.32%	0.32%	29.66%	98.54%	16.42%
净利润率	4.59%	4.76%	7.44%	8.90%	9.01%
少数股东损益	0	0	0	100	100
总股本(万股)	33,730	33,730	33,730	33,730	33,730
每股收益(元)	0.12	0.12	0.16	0.32	0.37
每股净资产(元)	5.11	5.33			
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