

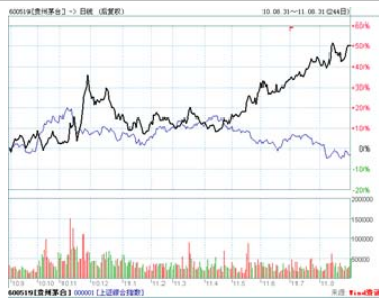
公司评级

推荐（维持）

公司基本情况

总股本（万股）	103818
流通股本（万股）	103818
总市值（亿元）	2039
流通市值（亿元）	2039

公司股价走势图



相关报告

《业绩释放动力强、能力足》

2011年8月30日

 《把握确定性 酒醉加肉香——2011
 年中期投资策略》

2011年6月30日

研发部

冉伶俐

SAC 执业证书编号：S1340510120003

联系电话：010-68858132

Email: ranlingli@cnpsc.com

预收账款创新高 费用率下降明显

——贵州茅台（600519）三季度报点评

事件：

公司公布三季度报。

点评：

- **业绩概况。**2011年1-9月，公司实现营业收入136.42亿元，同比增长46.26%；营业利润92.82亿元，同比增长57.4%；实现归属于母公司所有者的净利润69.31亿元，同比增长57.12%；每股收益6.33元。
- **提价促收入和盈利提升。**年初，茅台酒出厂价上调20%左右，其中，53度飞天茅台的出厂价上调24%到每瓶619元。产品提价带动公司收入和盈利提升。上半年，高度茅台酒收入增长52.27%，低度茅台酒收入增长17.42%。1-9月，公司综合毛利率提升0.33个百分点至91.53%。
- **预收款项创新高。**9月末，公司预收款项68.18亿元，较6月末增加18.84亿元，较年初增加20.81亿元。
- **费用率下降明显。**报告期内，公司销售费用率下降1.55个百分点，管理费用率下降1.79个百分点，期间费用率合计下降了3.46个百分点，至9.36%。
- **集团领导人更换。**据媒体报道，茅台集团总经理、党委书记袁仁国将接任集团董事长。刘自力出任集团副董事长、总经理，并辞去股份公司总经理职务。季克良将继续担任茅台集团董事。

	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	11,633	17,287	23,783	30,702
(+/-)	20.30%	48.60%	37.57%	29.09%
营业利润	7,161	11,056	15,408	19,949
(+/-)	17.86%	54.39%	39.36%	29.47%
归属于母公司的净利润	5,051	7,957	11,094	14,364
(+/-)	17.13%	57.54%	39.41%	29.47%
每股收益（元）	4.87	7.66	10.69	13.84
市盈率（倍）	40	26	18	14

● **价差继续扩大，公司将增加专卖和直营店数量。** 目前，茅台实际零售价超过 1600 元，零售和出厂的价差超过 1000 元，渠道利润丰厚。公司将增加专卖和直营店的数量，截止近期，公司特约经销商和专卖店网点达到 1467 家。

● **茅台进入产能释放期。**公司自 2006 年起，连续五年启动了新增 2000 吨产能的项目建设，从今年开始，2006 年生产的基酒可开始销售（五年一个生产周期）。公司今日也公告，将启动“十二五”万吨茅台酒工程第二期（2012 年）新增 2500 吨茅台酒技术改造项目。预计今年茅台酒销量为 1.25 万吨，未来每年增加 1800 吨，2015 年实现 2 万吨销量

● **盈利预测和评级。**我们预计公司 2011-2013 年的 EPS 分别为 7.66 元、10.69 元和 13.84 元，公司品牌力最强，业绩释放动力强，能力足，维持“推荐”的评级。

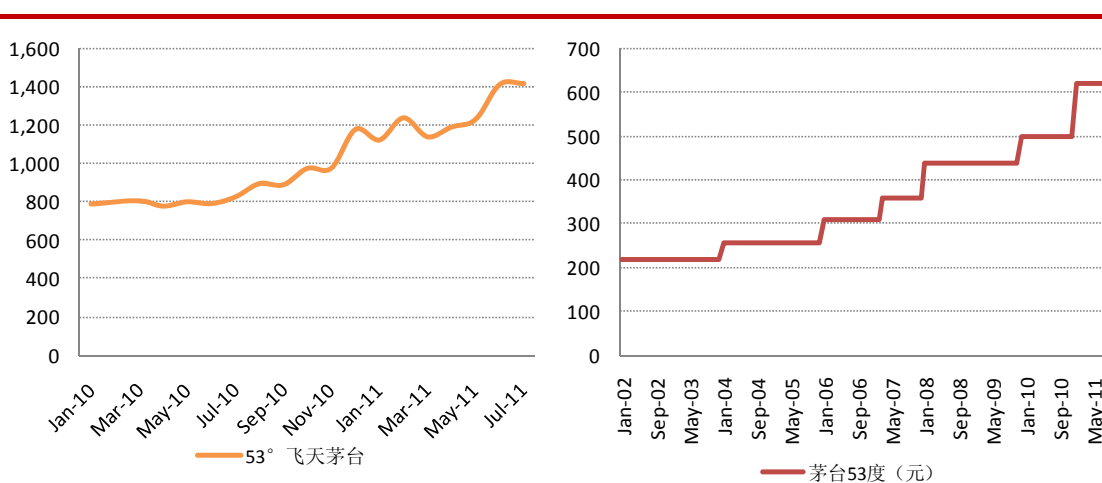
● **风险提示。**白酒政务消费受控的风险；公司产品提价受到政策限制的风险。

图表 1：公司费用率和毛利率变化

	2,008	2,009	2,010	2010年1-9月	2011年1-9月	变动
毛利率	90.30%	90.17%	90.95%	91.19%	91.53%	上升0.33个百分点
销售费用率	6.46%	6.42%	5.82%	5.17%	3.62%	下降1.55个百分点
管理费用率	11.42%	12.59%	11.57%	9.13%	7.34%	下降1.79个百分点
财务费用率	-1.24%	-1.38%	-1.52%	-1.47%	-1.60%	持平
期间费用率	16.63%	17.63%	15.87%	12.83%	9.36%	下降3.46个百分点

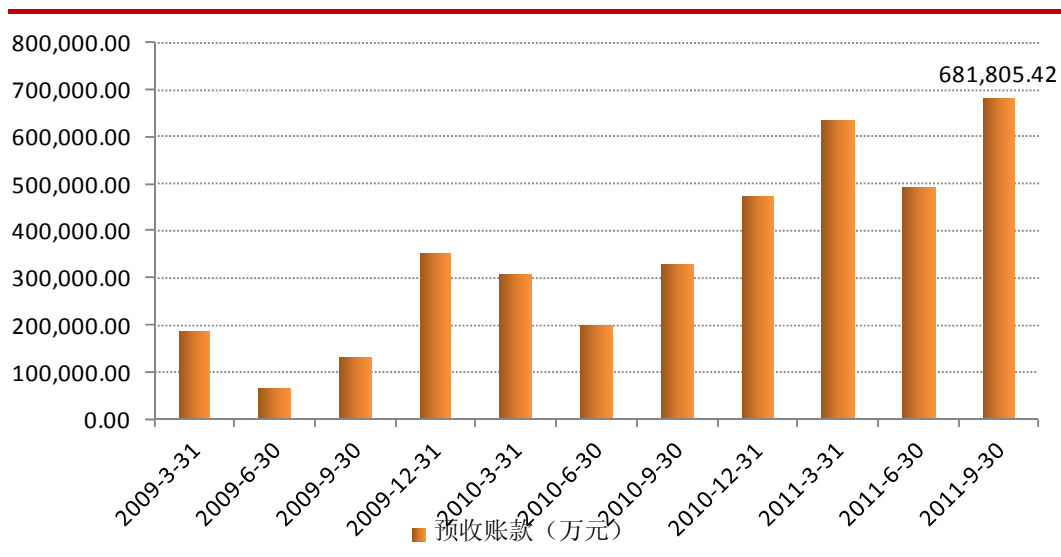
数据来源：公司公告，中邮证券研发部

图表 2：飞天茅台市场价和出厂价走势



数据来源：公司公告，中邮证券研发部

图表 3：公司预收账款创新高



数据来源：公司公告，中邮证券研发部

图表 4：公司扩产过程

年份	投产项目	新增产能 (万吨)	产能释放时间
2006	“十一五”万吨茅台酒一期	2000	2011年
2007	“十一五”万吨茅台酒二期	2000	2012年
2008	“十一五”万吨茅台酒三期	2000	2013年
2009	“十一五”万吨茅台酒四期	2000	2014年
2010	“十一五”万吨茅台酒五期	2000	2015年
2011	“十二五”万吨茅台酒一期	2600	2016年
2012	“十二五”万吨茅台酒二期	2500	2017年

数据来源：公司公告，中邮证券研发部

图表 5: 公司盈利预测表

单位: 万元	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	967,000	1,163,328	1,728,744	2,378,309	3,070,209
增长率	17.33%	20.30%	48.60%	37.57%	29.09%
减: 营业税金及附加	94,051	157,701	233,380	321,072	414,478
销售费用	62,128	67,653	95,081	130,807	168,861
管理费用	121,716	134,601	164,231	214,048	276,319
财务费用	(13,364)	(17,658)	(25,931)	(35,675)	(46,053)
期间费用率	17.63%	15.87%	13.50%	13.00%	13.00%
资产减值损失	(30)	(307)	0	0	0
加: 公允价值变动净收益	0	0	0	0	0
投资净收益	121	47	0	0	0
营业利润	607,552	716,091	1,105,598	1,540,797	1,994,939
增长率 (%)	12.71%	17.86%	54.39%	39.36%	29.47%
加: 营业外收入	625	531	600	0	0
减: 营业外支出	123	380	1,000	0	0
利润总额	608,054	716,242	1,105,198	1,540,797	1,994,939
增长率 (%)	12.91%	17.79%	54.31%	39.41%	29.47%
利润率 (%)	62.88%	61.57%	63.93%	64.79%	64.98%
减: 所得税费用	152,765	182,266	276,299	385,199	498,735
实际税负比率 (%)	25.12%	25.45%	25.00%	25.00%	25.00%
净利润	455,289	533,976	828,898	1,155,598	1,496,204
归属母公司所有者的净利润	431,245	505,119	795,742	1,109,374	1,436,356
增长率	13.50%	17.13%	57.54%	39.41%	29.47%
净利润率 (%)	47.08%	45.90%	47.95%	48.59%	48.73%
少数股东损益	24,044	28,857	33,156	46,224	59,848
总股本 (万股)	103,818	103,818	103,818	103,818	103,818
每股收益 (元)	4.15	4.87	7.66	10.69	13.84

数据来源: 公司网站, 中邮证券研发部

中邮证券投资评级标准

股票投资评级标准：

- 推荐： 预计未来 6 个月内，股票涨幅高于沪深 300 指数 20% 以上；
谨慎推荐： 预计未来 6 个月内，股票涨幅高于沪深 300 指数 10%—20%；
中性： 预计未来 6 个月内，股票涨幅介于沪深 300 指数-10%—10% 之间；
回避： 预计未来 6 个月内，股票涨幅低于沪深 300 指数 10% 以上；

行业投资评级标准：

- 强于大市： 预计未来 6 个月内，行业指数涨幅高于沪深 300 指数 5% 以上；
中性： 预计未来 6 个月内，行业指数涨幅介于沪深 300 指数-5%—5% 之间；
弱于大市： 预计未来 6 个月内，行业指数涨幅低于沪深 300 指数 5% 以上；

可转债投资评级标准：

- 推荐： 预计未来 6 个月内，可转债涨幅高于中信标普可转债指数 10% 以上；
谨慎推荐： 预计未来 6 个月内，可转债涨幅高于中信标普可转债指数 5%—10%；
中性： 预计未来 6 个月内，可转债涨幅介于中信标普可转债指数-5%—5% 之间；
回避： 预计未来 6 个月内，可转债涨幅低于中信标普可转债指数 5% 以上；

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的业务资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。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，中邮证券有限责任公司不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任。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。

中邮证券有限责任公司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。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。

中邮证券有限责任公司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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

本报告旨在发送给中邮证券有限责任公司的特定客户及其他专业人士。报告版权仅为中邮证券有限责任公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用发布，需注明出处为中邮证券有限责任公司研发部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

中邮证券有限责任公司对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司（以下简称“公司”）是经中国证券监督管理委员会批准设立，注册地及公司总部设在西安，目前主要从事证券经纪、证券自营、证券投资咨询、证券投资基金销售业务的一家正处于稳健成长中的证券公司。公司股东为：中国邮政集团公司、北京市邮政公司、中国集邮总公司、西安市财政局、西安市莲湖区财政局、西安市阎良区财政局，公司注册资本金为 5.6 亿元人民币。

公司的前身“西安华弘证券经纪有限责任公司”成立于 2002 年，从事单一经纪业务。2006 年 4 月，公司完成了第一次增资扩股，引进中国邮政集团公司、北京市邮政公司、中国集邮总公司三家股东；2009 年 3 月，公司新增证券自营和证券投资咨询业务资格，完成了由单一业务范围向多元化经营的突破；2009 年 10 月，经中国证监会和国家工商总局审批同意后，公司在西安市工商局办理了登记注册手续，正式更名为“中邮证券有限责任公司”；2009 年 10 月 21 日，西安市工商局为公司换发了新的《经营证券业务许可证》；2010 年 11 月，公司取得证券投资基金销售业务资格，使得公司经营业务种类更趋多元化。

公司现下设四个证券营业部，分别为西安南大街证券营业部、西安电子二路证券营业部、阎良人民路证券营业部和北京西直门北大街证券营业部。公司现有员工 200 余名，保有客户数量 5 万余人，管理客户资产逾 50 亿元。

业务简介

■ 证券经纪业务

公司经中国证监会批准，开展证券经纪业务。业务内容包括：证券的代理买卖；代理证券的还本付息、分红派息；证券代保管、鉴证；代理登记开户；

公司为投资者提供现场、自助终端、电话、互联网、手机等多种委托通道。公司开展网上交易业务已经中国证券监督管理委员会核准。

公司全面实行客户交易资金第三方存管。目前存管银行有：中国工商银行、中国建设银行、中国银行、民生银行、兴业银行、招商银行、北京银行、华夏银行。

■ 证券自营业务

公司经中国证监会批准，开展证券自营业务。使用自有资金和依法筹集的资金，以公司的名义开设证券账户买卖依法公开发行的或中国证监会认可的其他有价证券的自营业务。自营业务内容包括权益类投资和固定收益类投资。

■ 证券投资咨询业务

公司经中国证监会批准开展证券投资咨询业务。为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议。