贵州茅台 (600519.SH)　白酒行业

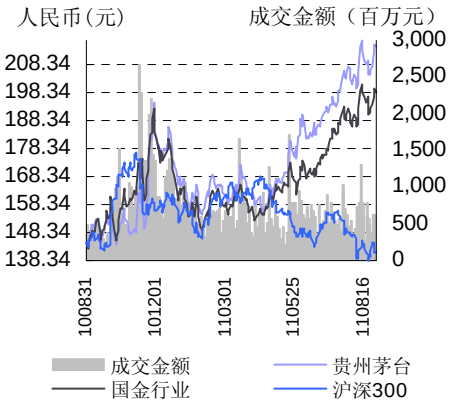
评级：买入　维持评级　　**业绩点评**

市价（人民币）：214.82 元

长期竞争力评级：高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	1,038.18
总市值(百万元)	223,021.83
年内股价最高最低(元)	216.77/142.54
沪深 300 指数	2901.22
上证指数	2612.19



相关报告

1.《季报与基本面走向并轨,11 年确定性之选》，2011.4.25

2.《变革中的茅台,11 年确定性收益之选》，2011.3.21

3.《提价靴子落地　只待量价齐升》，2010.12.16

陈钢　分析师 SAC 执业编号：S1130511030031
(8621)61038215
cheng@gjzq.com.cn

肖喆　联系人
(8621)61038276
xiaozhe@gjzq.com.cn

贵州茅台：全面领跑高端酒发展

公司基本情况(人民币)

项　目	2009	2010	2011E	2012E	2013E
摊薄每股收益(元)	4.569	5.352	7.660	10.508	13.919
每股净资产(元)	15.33	19.49	26.72	34.76	46.25
每股经营性现金流(元)	4.48	6.57	9.42	14.93	19.09
市盈率(倍)	37.17	34.36	27.79	20.26	15.29
行业优化市盈率(倍)	66.79	76.43	87.71	87.71	87.71
净利润增长率(%)	13.50%	17.13%	57.45%	37.17%	32.46%
净资产收益率(%)	29.81%	27.45%	31.54%	33.25%	33.11%
总股本(百万股)	943.80	943.80	1,038.18	1,038.18	1,038.18

来源：公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 贵州茅台公布 2011 年中报：营业收入同比增长 49.16%，为 98.26 亿；归属于母公司净利润同比增长 58.31%，为 49.07 亿，对应 EPS 为 5.20 元。业绩略超市场预期。
- 预收账款同比实现大幅增长，同比增 150.79%。
- 收入大幅增加的同时，销售费用同比仅增加 3.13%，表明茅台品牌力优势正在加速扩大。

经营分析

- **茅台交出一线酒中最靓丽中报:**
  - 1. 茅台中报全面领跑一线白酒：从收入和利润指标来看，茅台中报最为靓丽，财务表现与基本面表现接轨。五粮液同时宣布提价 20-30%，提价幅度超市场预期，这同时意味着茅台价格标杆效应已给竞争对手造成较大压力。
  - 2. 贵州省政府加大省内白酒产业布局，助力茅台大发展。省政府提出，2015 年全省白酒产量确保 80 万千升、力争 100 万千升，占全国白酒市场份额的 10%左右，白酒工业总产值确保 1300 亿元，力争 1500 亿元。8 月份贵州首办酒博，充分彰显贵州省做大做强黔酒的愿景。省政府拟定宏伟蓝图，茅台当仁不让将是黔酒突围的主力军和最大受益者。
  - 3. 新帅或上任，茅台翻开发展新篇章。名酒厂继汾酒、古井贡酒、五粮液后，茅台有望迎来新一代掌门人。人士调整，将激发茅台业绩迎来新一轮跨越式发展。
- **11 年，茅台依然是高端酒首选投资标的之一:**
  - 中报进一步让 11 年全年实现更好更快发展的决心明朗。
  - 茅台凭借其最强的品牌力和健全的专卖店渠道，量价齐升之路底气十足。

投资建议

- 11-13 年的 EPS 将分别达到 7.554、9.001 和 10.634 元，同比增长 41.14%，19.17%和 18.13%。
- 维持目标价格区间 211.5-226.62，对应 2011 年 28-30PE。

敬请参阅最后一页特别声明　　用使静李司公限有理管资投阳重海上供仅档文此
此文档仅供上海重阳投资管理有限公司李静使用

图表1：季报数据对比

单位：百万元	10Q2	11Q2	同比变化	10累计	11累计	同比变化
资产负债表关键指标						
存货	4,495.33	5,915.61	31.59%	4,495.33	5,915.61	31.59%
预收账款	1,967.77	4,934.94	150.79%	1,967.77	4,934.94	150.79%
利润表关键指标						
营业收入	3,547.36	5,605.23	58.01%	6,587.27	9,825.82	49.16%
营业成本	273.80	453.01	65.45%	569.19	845.07	48.47%
毛利	3,273.56	5,152.22	57.39%	6,018.08	8,980.75	49.23%
营业税金及附加	318.21	568.68	78.71%	858.98	1,277.26	48.69%
销售费用	170.04	157.39	-7.44%	314.76	324.60	3.13%
管理费用	251.17	288.93	15.03%	560.86	642.96	14.64%
财务费用	-53.53	-95.41	-78.26%	-99.77	-148.89	-49.22%
营业利润	2,585.19	4,237.31	63.91%	4,380.76	6,889.59	57.27%
利润总额	2,584.74	4,233.24	63.78%	4,377.52	6,887.35	57.33%
净利润	1,930.18	3,175.01	64.49%	3,274.56	5,166.31	57.77%
归属母公司股东的净利润	1,834.09	3,023.18	64.83%	3,099.76	4,907.18	58.31%
基本每股收益(元)	1.94	3.20	64.95%	3.28	5.20	58.54%
现金流量表关键指标						
经营活动现金流量净额	941.61	1,916.77	103.56%	941.61	1,916.77	103.56%
主要财务指标（%）						
毛利率	92.28%	91.92%	-0.36%	91.36%	91.40%	0.04%
营业税金率	8.97%	10.15%	1.18%	13.04%	13.00%	-0.04%
销售费用率	4.79%	2.81%	-1.99%	4.78%	3.30%	-1.47%
管理费用率	7.08%	5.15%	-1.93%	8.51%	6.54%	-1.97%
财务费用率	-1.51%	-1.70%	-0.19%	-1.51%	-1.52%	0.00%
三项费用率	10.36%	6.26%	-4.10%	11.78%	8.33%	-3.45%
营业利润率	72.88%	75.60%	2.72%	66.50%	70.12%	3.61%
税前利润率	72.86%	75.52%	2.66%	66.45%	70.09%	3.64%
所得税率	25.32%	25.00%	-0.33%	25.20%	24.99%	-0.21%
销售净利率	51.70%	53.93%	2.23%	47.06%	49.94%	2.88%

来源：国金证券研究所

图表2：季报数据对比

	09Q1	09Q2	09Q3	09Q4	10Q1	10Q2	10Q3	10Q4	11Q1	11Q2
利润表（百万元）										
营业收入	2512.54	3033.47	2261.20	1862.80	3039.91	3547.36	2740.31	2305.71	4220.59	5605.23
营业成本	251.45	280.17	211.59	207.47	295.39	273.80	252.10	231.64	392.06	453.01
毛利	2261.09	2753.30	2049.61	1655.33	2744.52	3273.56	2488.21	2074.07	3828.53	5152.22
营业税金及附加	234.71	183.32	258.16	264.32	540.77	318.21	550.91	167.12	708.58	568.68
销售费用	180.65	134.93	124.07	181.63	144.72	170.04	167.82	193.96	167.21	157.39
管理费用	222.53	241.38	269.24	484.01	309.69	251.17	290.35	494.80	354.03	288.93
财务费用	(81.31)	(6.48)	(2.64)	(43.21)	(46.25)	(53.53)	(37.56)	(39.25)	(53.47)	(95.41)
营业利润	1704.81	2200.13	1401.01	769.56	1795.57	2585.19	1516.75	1263.40	2652.28	4237.31
利润总额	1705.04	2200.76	1399.57	775.17	1792.78	2584.74	1518.27	1266.63	2654.11	4233.24
净利润	1278.84	1650.00	1050.95	573.09	1344.38	1930.18	1136.54	928.66	1991.29	3175.01
归属母公司股东的净利润	1217.01	1573.27	996.67	525.49	1265.66	1834.09	1074.42	877.02	1883.99	3023.18
基本每股收益(元)	1.29	1.67	1.06	0.56	1.34	1.94	1.14	0.93	2.00	3.20
主要财务指标（%）										
毛利率	89.99%	90.76%	90.64%	88.86%	90.28%	92.28%	90.80%	89.95%	90.71%	91.92%
营业税金率	9.34%	6.04%	11.42%	14.19%	17.79%	8.97%	20.10%	7.25%	16.79%	10.15%
销售费用率	7.19%	4.45%	5.49%	9.75%	4.76%	4.79%	6.12%	8.41%	3.96%	2.81%
管理费用率	8.86%	7.96%	11.91%	25.98%	10.19%	7.08%	10.60%	21.46%	8.39%	5.15%
财务费用率	-3.24%	-0.21%	-0.12%	-2.32%	-1.52%	-1.51%	-1.37%	-1.70%	-1.27%	-1.70%
三项费用率	12.81%	12.19%	17.28%	33.41%	13.43%	10.36%	15.35%	28.17%	11.08%	6.26%
营业利润率	67.85%	72.53%	61.96%	41.31%	59.07%	72.88%	55.35%	54.79%	62.84%	75.60%
税前利润率	67.86%	72.55%	61.90%	41.61%	58.97%	72.86%	55.40%	54.93%	62.88%	75.52%
所得税率	25.00%	25.03%	24.91%	26.07%	25.01%	25.32%	25.14%	26.68%	24.97%	25.00%
销售净利率	48.44%	51.86%	44.08%	28.21%	41.63%	51.70%	39.21%	38.04%	44.64%	53.93%

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
强买	1	20	21	26	59
买入	0	7	7	7	10
持有	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	**1.00**	**1.25**	**1.25**	**1.24**	**1.20**

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“强买”得 1 分，为“买入”得 2 分，为“持有”得 3 分，为“减持”得 4 分，为“卖出”得 5 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

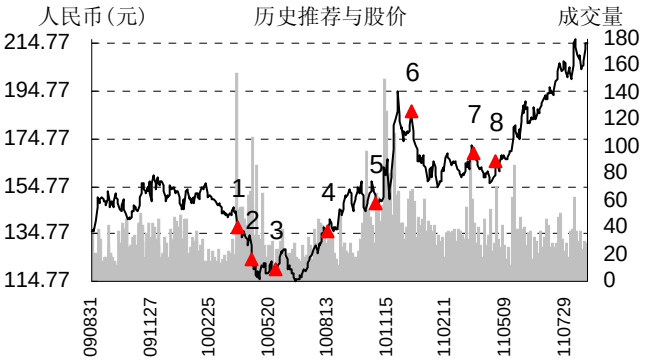
最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =强买； 1.01~2.0=买入； 2.01~3.0=持有
3.01~4.0=减持； 4.01~5.0=卖出

历史推荐和目标定价(人民币)

	日期	评级	市价	目标价
1	2010-04-02	买入	137.79	N/A
2	2010-04-26	买入	124.08	200.00 ~ 200.00
3	2010-05-31	买入	119.67	202.92 ~ 218.07
4	2010-08-12	买入	135.58	202.92 ~ 218.07
5	2010-10-29	买入	148.01	N/A
6	2010-12-16	买入	186.29	275.00 ~ 275.00
7	2011-03-21	买入	168.95	211.50 ~ 226.62
8	2011-04-25	买入	165.40	211.50 ~ 226.62

来源：国金证券研究所



长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

强买：预期未来 6－12 个月内上涨幅度在 20%以上；
买入：预期未来 6－12 个月内上涨幅度在 10%－20%；
持有：预期未来 6－12 个月内变动幅度在 -10%－10%；
减持：预期未来 6－12 个月内下跌幅度在 10%－20%；
卖出：预期未来 6－12 个月内下跌幅度在 20%以上。

特别声明:

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向任何人作出邀请。国金证券未有采取行动以确保于此报告中所指的证券适合个别的投资者。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。国金证券及其关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息、所载资料或意见。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载的观点并不代表国金证券的立场，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

上海

电话：(8621)-61356534

传真：(8621)-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-6621 6979

传真：010-6621 5599-8803

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100032

地址：中国北京西城区金融街 27 号投资广场 B 座 4 层

深圳

电话：0755-33089915

传真：0755-27527129

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：深圳市福田区福中三路诺德金融中心 34B