

评级：强烈推荐
食品饮料
公司研究报告

第一创业研究所

李镜池 S1030209080561

电话：0755-82481099

邮件：lijingchi@fcsc.cn

贵州茅台（000568）

——量价齐升下业绩大幅增长 58%，给予“强烈推荐”

事件：8月31日贵州茅台公告半年报，实现营业收入 98.26 亿元，同比增长 49.16%；营业利润 68.90 亿元，同比增长 57.27%；归属于母公司的净利润 49.07 亿元，同比增长 58.31%；每股收益 4.73 元。

报告要点：

- **业绩基本符合预期，收入增速略超预期。**收入同比增长49.2%，2季度增长58.0%高于1季度的38.8%；归属于母公司的净利润同比增长58.3%，我们预计全年的业绩增速为55%。
- **收入增长49.2%，费用率的下降3.5个百分点，净利率提升2.9个百分点。**高度茅台酒收入增长52.8%，低度茅台酒收入增长17.4%，其他系列酒收入增长52%。高度茅台酒的快速增长受益于：一方面年初茅台酒出厂价提价24%到619元，综合的提价幅度在25%左右（考虑年份酒）；另一方面茅台酒销量的增长，2011年是“十一五”新增产能投放的第一年，预计新增销量15%左右的幅度；此外，茅台年份酒的销量增长预计更快，带动了收入更快的增长以及高度茅台毛利率的提升，抵消成本上涨因素后，高度茅台的毛利率上升了0.2个百分点。

系列酒的毛利率下降1.7个百分点。主要是受成本上升影响（五粮液中低档酒毛利率下降1.1个百分点，泸州老窖中低档酒毛利率下降2.8个百分点），其中包装材料的影响最大。综合毛利率变化不明显。

收入增长的规模效应，费用率下降。营业费用率下降1.5个百分点，广告支出2.55亿，同比下降1.3%，管理费用率下降2个百分点，三项费用率下降3.5个百分点，净利率提升2.9个百分点。

- **2季度收入增长58%，净利润增长64.5%，**均要高于1季度，呈现淡季不淡。2季度费用率的下降更明显，营业、管理费用率分别下降2个百分点和1.9个百分点，三项费用率下降4.1个百分点。

图 1 1、2 季度主营收入增长 38.8%、58%

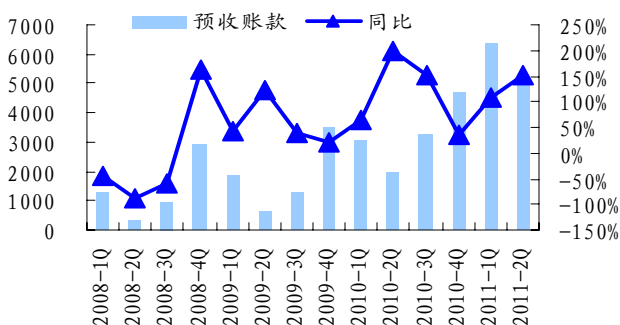
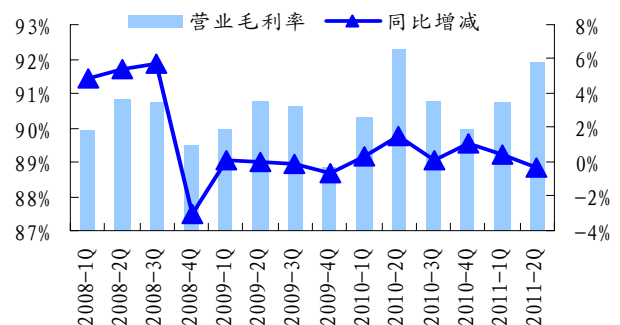


图 2 毛利率略升 0.04 个百分点，Q2 降 2.3 个百分点

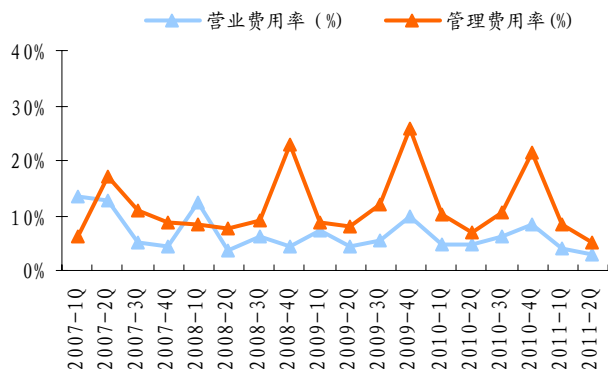


数据来源：wind 公司公告 第一创业证券研究所

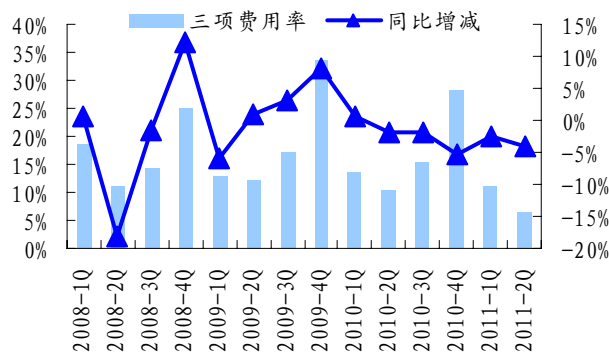
数据来源：wind 公司公告 第一创业证券研究所



图3 H1 营业、管理费用率分别下降 1.5、2 个百分点 图4 H1 下降 3.5, Q2 降 4.1 个百分点



数据来源: wind 公司公告 第一创业证券研究所



数据来源: wind 公司公告 第一创业证券研究所

表1 2011年贵州茅台中期财务数据比较分析

| | 2010H1 | 2011H1 | 2010Q2 | 2011Q2 | 2011中期业绩变化说明 |
|-----------------|---------|---------|---------|---------|---|
| 营业收入 (百万) | 6587.27 | 9825.82 | 3547.36 | 5605.23 | 收入增长49.16%，高度茅台增长52.8%，低度茅台增长17.4%；Q2增长58%； |
| 同比(+/-%) | 18.77% | 49.16% | 16.94% | 58.01% | |
| 营业成本 | 569.19 | 845.07 | 273.80 | 453.01 | 毛利率变化不大，略升0.04个百分点；低度茅台、系列酒的毛利率有下降； |
| 销售毛利率 (%) | 91.36% | 91.40% | 92.28% | 91.92% | |
| 营业税金率 (%) | 13.04% | 13.00% | 8.97% | 10.15% | 变化不明显，Q2营业税金率上升1.2个百分点 |
| 营业费用率 (%) | 4.78% | 3.30% | 4.79% | 2.81% | 下降1.5个百分点，广告支出2.55亿，同比下降1.3%；Q2下降2个百分点 |
| 管理费用率 (%) | 8.51% | 6.54% | 7.08% | 5.15% | 下降2个百分点，Q2下降1.9个百分点 |
| 财务费用率 (%) | -1.51% | -1.52% | -1.51% | -1.70% | 变化不明显 |
| 三项费用合计 | 775.85 | 818.67 | 367.68 | 350.90 | 下降3.5个百分点，Q2下降4.1个百分点 |
| 三项费用率 (%) | 11.78% | 8.33% | 10.36% | 6.26% | |
| 资产减值损失 | 2.78 | -1.57 | 2.76 | -1.57 | |
| 营业利润 | 4380.76 | 6889.59 | 2585.19 | 4237.31 | 提高3.6个百分点，Q2提高3.7个百分点 |
| /营业收入 (%) | 66.50% | 70.12% | 72.88% | 75.60% | |
| 同比(+/-%) | 12.18% | 57.27% | 17.50% | 63.91% | |
| 营业外收支净额 | -3.24 | -2.25 | -0.45 | -4.07 | |
| 利润总额 | 4377.52 | 6887.35 | 2584.74 | 4233.24 | 变化不明显，略降0.2个百分点 |
| 同比(+/-%) | 12.08% | 57.33% | 17.45% | 63.78% | |
| 所得税率 (%) | 25.20% | 24.99% | 25.32% | 25.00% | |
| 净利润 | 3274.56 | 5166.31 | 1930.18 | 3175.01 | 提高2.9个百分点，Q2提高2.2个百分点 |
| 净利润率 (%) | 49.71% | 52.58% | 54.41% | 56.64% | |
| 同比(+/-%) | 11.80% | 57.77% | 16.98% | 64.49% | |
| 少数股东损益/利润总额 (%) | 3.99% | 3.76% | 3.72% | 3.59% | |
| 归属母公司净利润 | 3099.76 | 4907.18 | 1834.09 | 3023.18 | 同比增长58.3%，超收入增速9.1个百分点；Q2增长64.8%； |
| 同比(+/-%) | 11.09% | 0.58 | 16.58% | 0.65 | |
| 每股收益 (元) | 2.99 | 4.73 | 1.77 | 2.91 | |

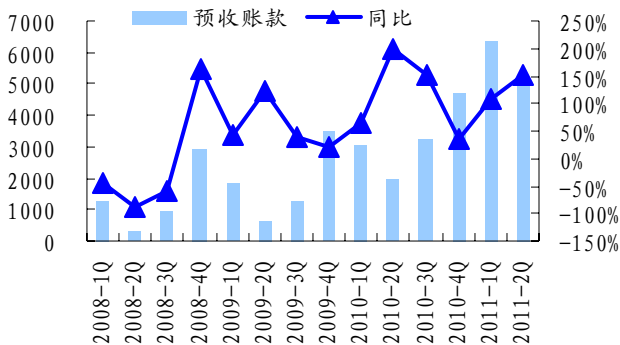
数据来源: 公司公告 第一创业研究所预计

- 预收账款下降14.1亿，2季度大约多确认收入5亿。2季度预收账款为49.3亿，环比1季度的63.4亿下降了14.1亿，比年初增加2亿。我们认为预收账款的下降有两方面的原因：一是真实的预收账款的下降；二是确认过去未确认的收入。估计公司2季度多确认收入5亿，母公司主营成本与合并主营成本的差额较1季度下降了



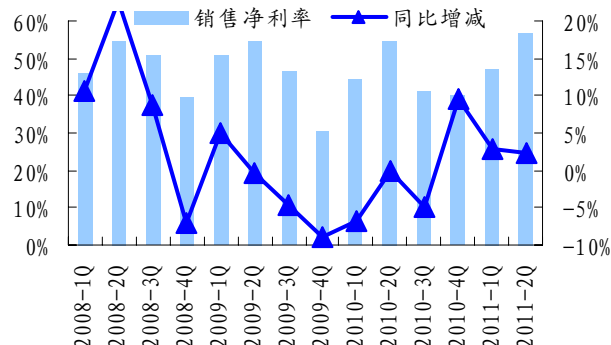
0.41亿，按毛利率对应的主营收入约为5亿，主要系公司1季度新增的未确认收入的金额较大（估算19亿左右），那么真实的预收账款下降约9亿。2季度公司预收账款虽有下降，但较年初还是有增加，上半年未确认的收入实际上也还是在增长，公司下半年继续盈余控制的压力加大。

图 5 Q2 预收账款下降 14.1 亿



数据来源：wind 公司公告 第一创业证券研究所

图 6 H1 提升 2.9 个百分点，Q2 增加 2.2 个百分点



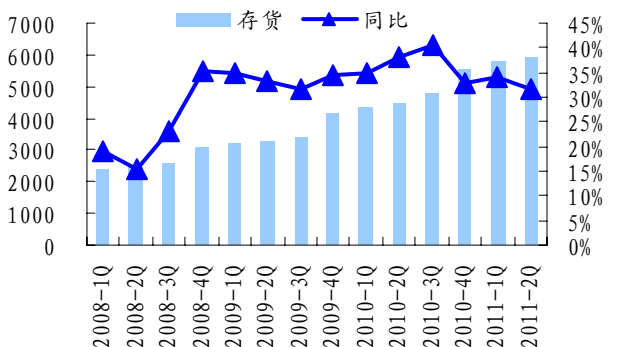
数据来源：wind 公司公告 第一创业证券研究所

- **业绩符合公司2011年经营目标，“十二五”目标有实现的基础。**公司11年预算为：营业收入增长45%左右，成本、营业税金及附加各增35%左右，管理、销售费用各增25%左右。公司上半年的业绩整体上符合经营目标，收入增长49%，管理、销售费用分别增长14.6%、3.1%，成本、营业税金要低于目标，分别为48.5%、48.7%。

公司“十二五”目标：产能4万吨、销售到400亿（含税）的发展目标，较之前的260亿提高了54%；按照公司2010年116亿的销售总额计算，未来五年销售总额需保持24%左右的年复合增长率，“十一五”期间新建产能确保公司销量增速维持在12-15%的水平，要达到目标，提价战略仍是必要手段，公司目前零售价与出厂价价差幅度达150%，有相当大的提价空间，预计公司有望在2011年底再次提价。

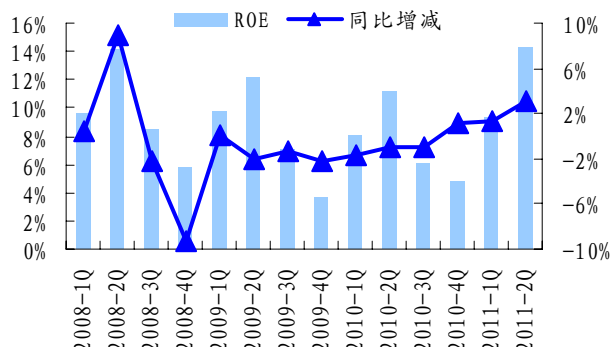
- **价量推动业绩持续增长，给予“强烈推荐”，目标价 240-255 元。**上调 11-13 年盈利预测为 7.64、9.94、12.73 元（原来为 7.56、9.76、12.12 元），对应动态 PE 为 28.1、21.6、16.9 倍，2010-13 年复合增长率为 38%。下半年提价预期仍然强烈，业绩还有超预期的可能，公司为白酒行业龙头，量价齐升下业绩持续成长的确性好，当前估值仍显偏低，给予“强烈推荐”评级。给予 11 年白酒动态市盈率 32 倍，12 年 25 倍，6 个月目标价 240-255 元。

图 7 存货变动情况



数据来源：wind 公司公告 第一创业证券研究所

图 8 ROE 提升 2 个百分点



数据来源：wind 公司公告 第一创业证券研究所



表2 贵州茅台的盈利预测表

| | 2009 | 2010 | 2011E | 2012E | 2013E |
|----------|---------|----------|----------|----------|----------|
| 营业收入(百万) | 9670.00 | 11633.28 | 17010.13 | 21894.39 | 27791.98 |
| 同比(+/-%) | 17.3% | 20.3% | 46.2% | 28.7% | 26.9% |
| 销售毛利率(%) | 90.2% | 90.9% | 91.3% | 92.0% | 92.4% |
| 营业税金率(%) | 9.7% | 13.6% | 12.2% | 12.2% | 12.2% |
| 营业费用率(%) | 6.4% | 5.8% | 4.8% | 4.8% | 4.8% |
| 管理费用率(%) | 12.6% | 11.6% | 10.0% | 10.0% | 10.0% |
| 财务费用率(%) | -1.4% | -1.5% | -1.7% | -1.8% | -2.0% |
| 三项费用合计 | 1704.81 | 1845.97 | 2223.09 | 2843.28 | 3564.62 |
| 三项费用率(%) | 17.6% | 15.9% | 13.1% | 13.0% | 12.8% |
| 利润总额 | 6080.54 | 7162.42 | 11239.27 | 14632.66 | 18735.11 |
| 所得税 | 1527.65 | 1822.66 | 2860.39 | 3724.01 | 4768.09 |
| 净利润 | 4552.89 | 5339.76 | 8378.88 | 10908.65 | 13967.02 |
| 同比(+/-%) | 13.8% | 17.3% | 56.9% | 30.2% | 28.0% |
| 少数股东损益 | 240.44 | 288.57 | 449.57 | 585.31 | 749.40 |
| 归属母公司净利润 | 4312.45 | 5051.19 | 7929.30 | 10323.34 | 13217.62 |
| 同比(+/-%) | 13.5% | 17.1% | 57.0% | 30.2% | 28.0% |
| 每股收益(元) | 4.15 | 4.87 | 7.64 | 9.94 | 12.73 |

数据来源: 公司公告 第一创业证券研究所

主要财务指标预测

| 资产负债表 | | | | | 利润表 | | | | |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-----------------|-------------|--------------|--------------|--------------|
| 单位:百万元 | | | | | 单位:百万元 | | | | |
| 会计年度 | 2010 | 2011E | 2012E | 2013E | 会计年度 | 2010 | 2011E | 2012E | 2013E |
| 流动资产 | 20300 | 26963 | 35580 | 46646 | 营业收入 | 11633 | 17010 | 21894 | 27792 |
| 现金 | 12888 | 16552 | 23156 | 31703 | 营业成本 | 1053 | 1476 | 1750 | 2105 |
| 应收账款 | 1 | 5 | 5 | 8 | 营业税金及附加 | 1577 | 2075 | 2671 | 3391 |
| 其他应收款 | 59 | 110 | 132 | 172 | 营业费用 | 677 | 816 | 1051 | 1334 |
| 预付账款 | 1530 | 2052 | 2470 | 2956 | 管理费用 | 1346 | 1701 | 2189 | 2779 |
| 存货 | 5574 | 7812 | 9266 | 11142 | 财务费用 | -177 | -294 | -397 | -549 |
| 其他流动资产 | 248 | 432 | 550 | 666 | 资产减值损失 | -3 | -3 | -3 | -3 |
| 非流动资产 | 5287 | 6513 | 7726 | 8864 | 公允价值变动收益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 长期投资 | 4 | 404 | 804 | 1204 | 投资净收益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 固定资产 | 4192 | 5028 | 5834 | 6580 | 营业利润 | 7161 | 11239 | 14633 | 18735 |
| 无形资产 | 452 | 438 | 423 | 408 | 营业外收入 | 5 | 0 | 0 | 0 |
| 其他非流动资产 | 639 | 643 | 665 | 672 | 营业外支出 | 4 | 0 | 0 | 0 |
| 资产总计 | 25588 | 33476 | 43306 | 55510 | 利润总额 | 7162 | 11239 | 14633 | 18735 |
| 流动负债 | 7028 | 8709 | 10802 | 13168 | 所得税 | 1823 | 2860 | 3724 | 4768 |
| 短期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 净利润 | 5340 | 8379 | 10909 | 13967 |
| 应付账款 | 232 | 289 | 357 | 423 | 少数股东损益 | 289 | 450 | 585 | 749 |
| 其他流动负债 | 6796 | 8420 | 10445 | 12745 | 归属母公司净利润 | 5051 | 7929 | 10323 | 13218 |
| 非流动负债 | 10 | 10 | 10 | 10 | EBITDA | 7270 | 11259 | 14622 | 18648 |
| 长期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 | EPS (元) | 5.35 | 7.64 | 9.94 | 12.73 |
| 其他非流动负债 | 10 | 10 | 10 | 10 | | | | | |
| 负债合计 | 7038 | 8719 | 10812 | 13178 | | | | | |
| 少数股东权益 | 151 | 600 | 1185 | 1935 | 主要财务比率 | | | | |
| 股本 | 944 | 1038 | 1038 | 1038 | 会计年度 | 2010 | 2011E | 2012E | 2013E |
| 资本公积 | 1375 | 1375 | 1375 | 1375 | 成长能力 | | | | |
| 留存收益 | 16080 | 21744 | 28896 | 37984 | 营业收入 | 20.3% | 46.2% | 28.7% | 26.9% |
| 归属母公司股东权益 | 18399 | 24157 | 31309 | 40397 | 营业利润 | 17.9% | 57.0% | 30.2% | 28.0% |
| 负债和股东权益 | 25588 | 33476 | 43306 | 55510 | 归属于母公司净利润 | 17.1% | 57.0% | 30.2% | 28.0% |
| | | | | | 获利能力 | | | | |
| | | | | | 毛利率(%) | 90.9% | 91.3% | 92.0% | 92.4% |
| | | | | | 净利率(%) | 43.4% | 46.6% | 47.2% | 47.6% |
| | | | | | ROE(%) | 27.5% | 32.8% | 33.0% | 32.7% |
| | | | | | ROIC(%) | 92.8% | 108.2% | 128.3% | 148.0% |
| | | | | | 偿债能力 | | | | |
| | | | | | 资产负债率(%) | 27.5% | 26.0% | 25.0% | 23.7% |
| | | | | | 净负债比率(%) | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% |
| | | | | | 流动比率 | 2.89 | 3.10 | 3.29 | 3.54 |
| | | | | | 速动比率 | 2.10 | 2.20 | 2.44 | 2.70 |
| | | | | | 营运能力 | | | | |
| | | | | | 总资产周转率 | 0.51 | 0.58 | 0.57 | 0.56 |
| | | | | | 应收账款周转率 | 634.45 | 1169.88 | 925.44 | 981.87 |
| | | | | | 应付账款周转率 | 5.67 | 5.67 | 5.42 | 5.39 |
| | | | | | 每股指标(元) | | | | |
| | | | | | 每股收益(最新摊薄) | 4.87 | 7.64 | 9.94 | 12.73 |
| | | | | | 每股经营现金流(最新摊薄) | 5.97 | 7.09 | 10.57 | 13.22 |
| | | | | | 每股净资产(最新摊薄) | 17.72 | 23.27 | 30.16 | 38.91 |
| | | | | | 估值比率 | | | | |
| | | | | | P/E | 44.2 | 28.1 | 21.6 | 16.9 |
| | | | | | P/B | 12.1 | 9.2 | 7.1 | 5.5 |
| | | | | | EV/EBITDA | 28.9 | 18.7 | 14.4 | 11.3 |

| 现金流量表 | | | | |
|----------------|-------|-------|-------|-------|
| 单位:百万元 | | | | |
| 会计年度 | 2010 | 2011E | 2012E | 2013E |
| 经营活动现金流 | 6201 | 7356 | 10978 | 13728 |
| 净利润 | 5340 | 8379 | 10909 | 13967 |
| 折旧摊销 | 286 | 314 | 387 | 461 |
| 财务费用 | -177 | -294 | -397 | -549 |
| 投资损失 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 营运资金变动 | 632 | -1063 | 77 | -164 |
| 其他经营现金流 | 121 | 21 | 3 | 12 |
| 投资活动现金流 | -1763 | -1497 | -1600 | -1600 |
| 资本支出 | 1732 | 1200 | 1200 | 1200 |
| 长期投资 | -33 | 340 | 400 | 400 |
| 其他投资现金流 | -64 | 43 | 0 | 0 |
| 筹资活动现金流 | -1293 | -2195 | -2775 | -3581 |
| 短期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 长期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 普通股增加 | 0 | 94 | 0 | 0 |
| 资本公积增加 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他筹资现金流 | -1293 | -2289 | -2775 | -3581 |
| 现金净增加额 | 3145 | 3664 | 6604 | 8547 |

免责声明:

本报告仅供第一创业证券有限责任公司(以下简称“本公司”)研究所的客户使用。本公司研究所不会因接收人收到本报告而视其为客户。若本报告的接收人非本公司的客户,应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的信息均来源于公开资料,本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证,也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。

本报告可能在今后一段时间内因公司基本面变化和假设不成立导致的目标价格不能达成的风险。

我们已力求报告内容的客观、公正,但文中的观点、结论和建议仅供参考,报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价,投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。

本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、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权归本公司所有,未经本公司授权,不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅,任何媒体和个人不得自行公开刊登、传播或使用,否则本公司保留追究法律责任的权利;任何媒体公开刊登本研究报告必须同时刊登本公司授权书,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改,并自行承担向其读者、受众解释、解读的责任,因其读者、受众使用本报告所产生的一切法律后果由该媒体承担。任何自然人不得未经授权而获得和使用本报告,未经授权的任何使用行为都是不当的,都构成对本公司权利的损害,由其本人全权承担责任和后果。

市场有风险,投资需谨慎。

投资评级:

| 评级类别 | 具体评级 | 评级定义 |
|--------|------|-----------------------------|
| 股票投资评级 | 强烈推荐 | 预计6个月内,股价涨幅超同期市场基准指数20%以上 |
| | 审慎推荐 | 预计6个月内,股价涨幅超同期市场基准指数5-20%之间 |
| | 中性 | 预计6个月内,股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间 |
| | 回避 | 预计6个月内,股价表现弱于市场基准指数5%以上 |
| 行业投资评级 | 推荐 | 行业基本面向好,行业指数将跑赢基准指数 |
| | 中性 | 行业基本面稳定,行业指数跟随基准指数 |
| | 回避 | 行业基本面向淡,行业指数将跑输基准指数 |

第一创业证券有限责任公司

深圳市罗湖区笋岗路12号中民时代广场B座25-26层

TEL:0755-25832583 FAX:0755-25831718

P.R.China:518028 www.firstcapital.com.cn

北京市西城区金融大街甲9号金融街中心8层

TEL:010-63197788 FAX:010-63197777

P.R.China:100140

上海市张扬路生命人寿大厦11、32楼

TEL:021-58365919 FAX:021-58362238

P.R.China:200120