

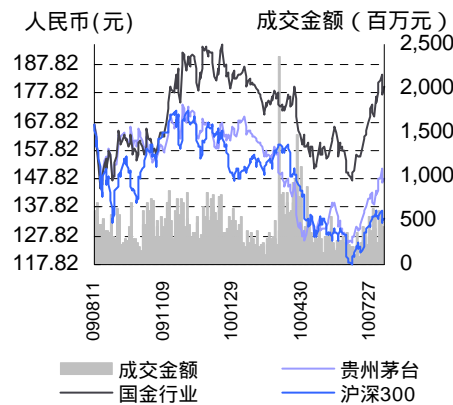
市价(人民币)：147.85元

税金率急降，下半年只待放量

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)	943.80
总市值(百万元)	139,540.83
年内股价最高最低(元)	173.65/125.12
沪深300指数	2850.21
上证指数	2607.50



相关报告

- 1.《调控的艺术与确定的增长》，2010.5.31
- 2.《业绩再次低预期 季报业绩疑点重重》，2010.4.26
- 3.《品牌地位无人撼动 投资价值再次显现》，2010.4.2

陈钢 分析师 SAC 执业编号：S1130209030281
(8621)61038215
cheng@gjzq.com.cn

公司基本情况(人民币)

项目	2008	2009	2010E	2011E	2012E
摊薄每股收益(元)	4.026	4.569	6.005	7.269	8.650
每股净资产(元)	11.91	15.33	19.83	25.28	31.77
每股经营性现金流(元)	5.56	4.48	7.10	9.54	10.72
市盈率(倍)	27.00	37.17	24.62	20.34	17.09
行业优化市盈率(倍)	33.64	65.85	65.85	65.85	65.85
净利润增长率(%)	34.22%	13.50%	31.42%	21.05%	19.00%
净资产收益率(%)	33.79%	29.81%	30.28%	28.75%	27.23%
总股本(百万股)	943.80	943.80	943.80	943.80	943.80

来源：公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 贵州茅台公布 2010 年中报，略高于市场预期：营业收入同比增长 18.77%，为 65.87 亿；净利润同比增长仅 11.09%，为 27.90 亿，对应 EPS 为 3.28 元。

经营分析

- 中报税金率与管理费用实现下降，业绩或已走出市场最坏预期：
 - 消费税率急降，税率下调或已取得实质性进展：今年公司表示努力与国税部门协商降低消费税率，上半年主营业务税金率下降至 13.04%，其中二季度单季已下降至 8.97%，较一季度 17.79%下降了接近 9 个百分点。二季度单季度主营业务税金率实现与五粮液持平。
 - 二季度管理费用也出现明显下降，单季度为 7.08%，较一季度下降 3 个百分点。
- 销售收入增长符合市场预期，预收账款下降额与前两年一致：
 - 销售收入增长为 18.77%，显示上半年茅台酒销售并没有放量：如我们前期测算所示，今年年初的提价应能提升茅台销售收入 18.98%，因此上半年茅台酒销售并没有实现放量。我们认为放量时点或在今年三四季度。
 - 预收帐款“水位”基本保持持平。二季度预收账款下降额与前两年一致，上半年预收帐款为 19.68 亿，较一季度下降 11 亿。

盈利调整

- 维持对公司的盈利预测。下半年主营业务税金率若能保持在 9%的话，能提升业绩 0.20-0.25 元，我们对此暂不做调整。
- 公司 10-12 年白酒销售收入将分别实现 132.15、158.75 和 187.34 亿，同比增长 36.7%、20.1%和 18.1%。10-12 年的 EPS 将分别达到 6.00、7.27 和 8.65 元。

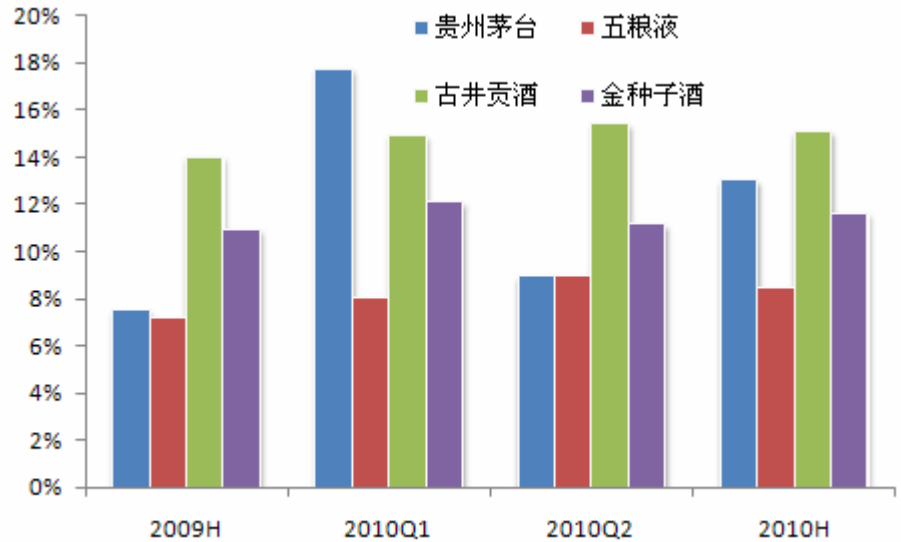
投资建议

- 关注高端白酒提价预期下的估值修复：高端白酒旺季提价将在短期内推高行业估值。
- 建议积极关注下半年茅台放量情况，维持一年目标价格区间 202.92-218.07，对应 2011 年 30PE。

主营业务税金出现明显下降

- 中报税金率与管理费用实现下降，业绩或已走出市场最坏预期：
 - 消费税率急降，税率下调或已取得实质性进展：今年公司表示努力与国税部门协商降低消费税率，上半年主营业务税金率下降至 13.04%，其中二季度单季已下降至 8.97%，较一季度 17.79%下降了接近 9 个百分点。二季度单季度主营业务税金率实现与五粮液持平。

图表1：二季度茅台消费税率急降，已与五粮液持平



来源：国金证券研究所

- 二季度管理费用也出现明显下降，单季度为 7.08%，较一季度下降 3 个百分点。

图表2：中报利润表对比

单位:百万元	2009Q1	2010Q1	2009Q2	2010Q2	2009H	2010H	同比变化	变动分析
销售收入	2512.54	3039.91	3033.47	3547.36	5546.01	6587.27	18.77%	
毛利率	89.99%	90.28%	90.76%	92.28%	90.41%	91.36%	1.05%	
毛利	2261.09	2744.52	2753.30	3273.56	5014.39	6018.08	20.02%	
主营业务税金及附加	234.71	540.77	183.32	318.21	418.03	858.98	105.48%	消费税率二季度大幅下降
税金及附加占比	9.34%	17.79%	6.04%	8.97%	7.54%	13.04%	73.00%	
营业费用	180.65	144.72	134.93	170.04	315.58	314.76	-0.26%	
营业费用率	7.19%	4.76%	4.45%	4.79%	5.69%	4.78%	-16.03%	
管理费用	222.53	309.69	241.38	251.17	463.90	560.86	20.90%	管理费用率二季度有所下降
管理费用率	8.86%	10.19%	7.96%	7.08%	8.36%	8.51%	1.79%	
财务费用	(81.31)	(46.25)	(6.48)	(53.53)	(87.78)	(99.77)	-13.66%	
财务费用率	(0.03)	(0.02)	(0.00)	(0.02)	(1.58)	(1.51)	4.31%	
营业利润	1704.81	1795.57	2200.13	2585.19	3904.95	4380.76	12.18%	
营业利润率	67.85%	59.07%	72.53%	72.88%	70.41%	66.50%	-5.55%	
税前利润	1705.04	1792.78	2200.76	2584.74	3905.80	4377.52	12.08%	
税前利润率	67.86%	58.97%	72.55%	72.86%	70.43%	66.45%	-5.64%	
所得税率	25.00%	25.01%	25.01%	125.01%	25.01%	25.20%	0.73%	
净利润	1217.01	1265.66	1573.27	1834.09	2790.28	3099.76	11.09%	
净利率	50.90%	41.63%	51.86%	51.70%	52.81%	49.71%	-5.87%	
BPS	1.34	1.34	1.62	1.94	2.96	3.28	10.81%	

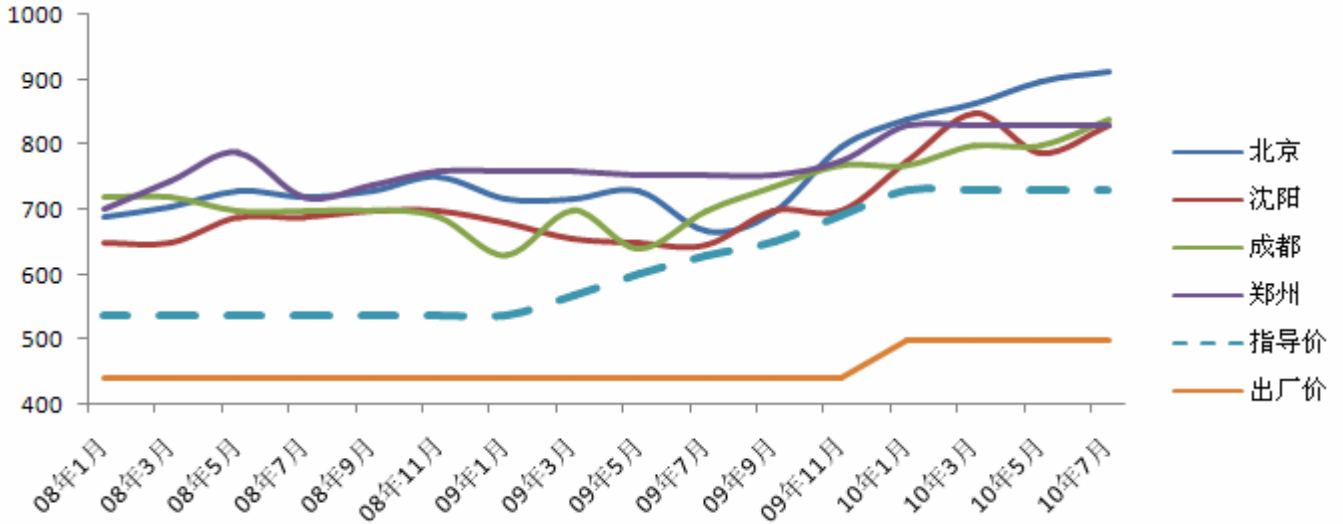
来源：国金证券研究所

- 收入增速与年初提价幅度相近，显示上半年并没有放量：
 - 贵州茅台在今年元旦正式提价，53 度普茅提价 60 元，同比增加 13.4%；15 年陈年份酒提价 630 元，同比增加 32%。若按年份酒占销

售 30%来计算，光提价就能提升收入约 $18.98\% = 70\% \times 13.4\% + 30\% \times 32\%$ 。

- 提升提升幅度与实际销售收入增长率相近，显示上半年茅台酒销售并没有实现放量。我们认为放量时点或在今年三四季度。

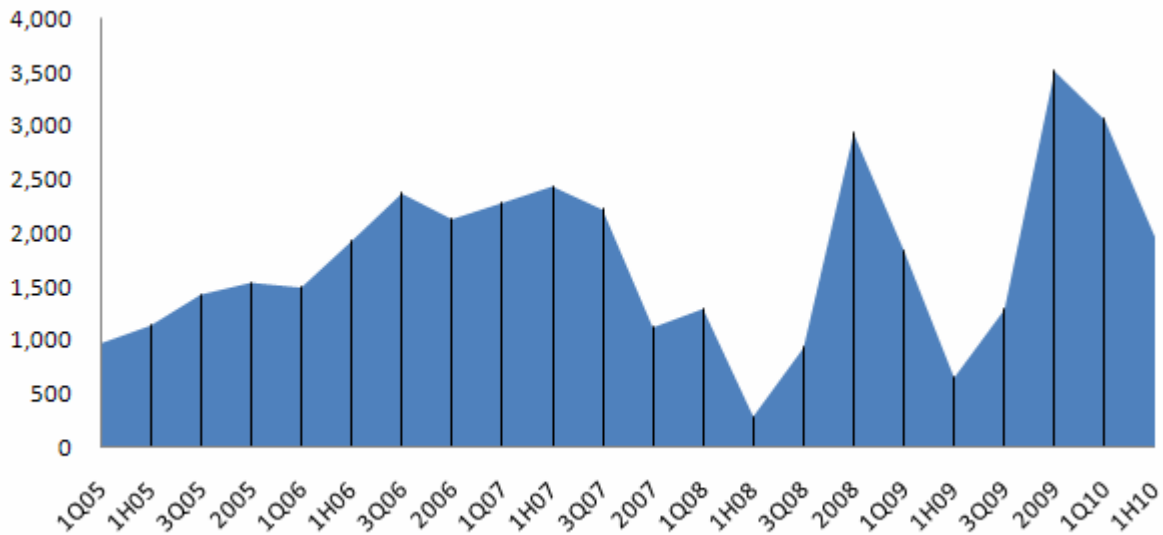
图表3：茅台高度酒零售价格继续攀升



来源：国金证券研究所

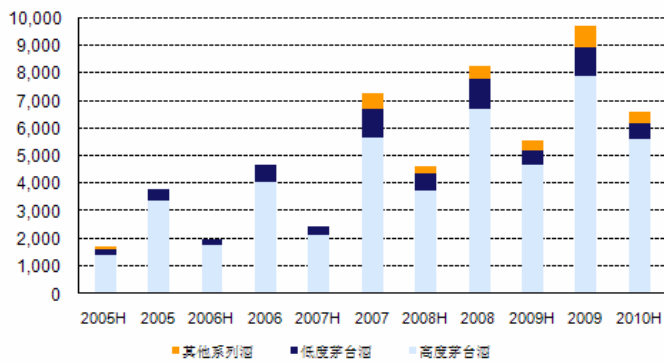
- 预收帐款“水位”基本保持持平。二季度预收账款下降额与前两年一致，上半年预收帐款为 19.68 亿，较一季度下降 11 亿，

图表4：预收账款下降额与前两年相近



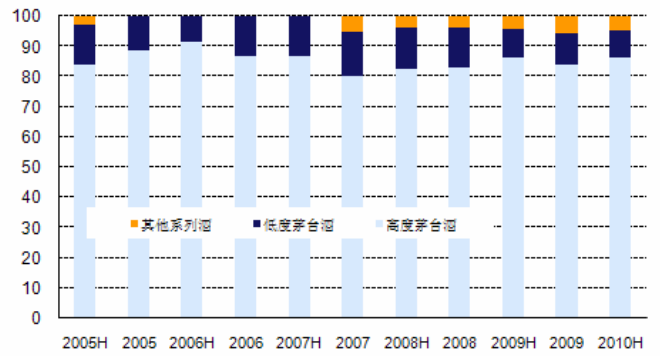
来源：国金证券研究所

图表5：产品销售收入结构

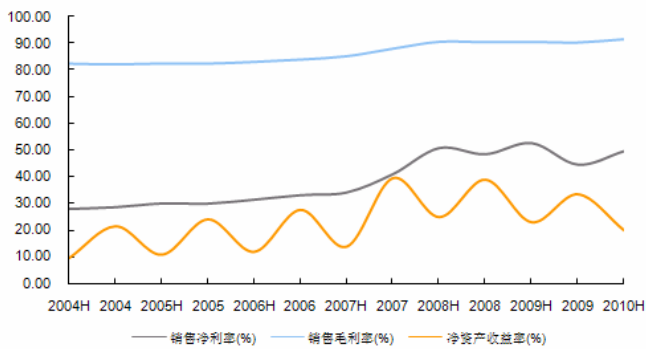


来源：国金证券研究所

图表6：各档次产品毛利比例 (%)

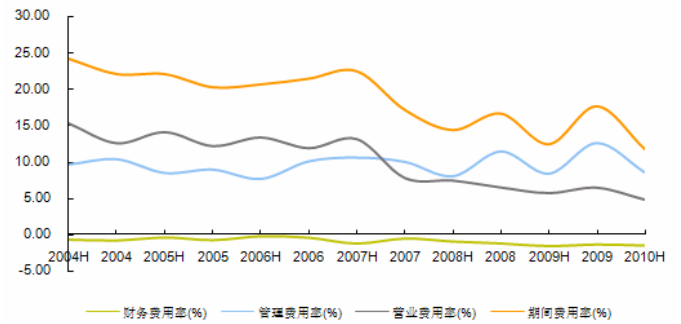


图表7：关键财务指标 (一)

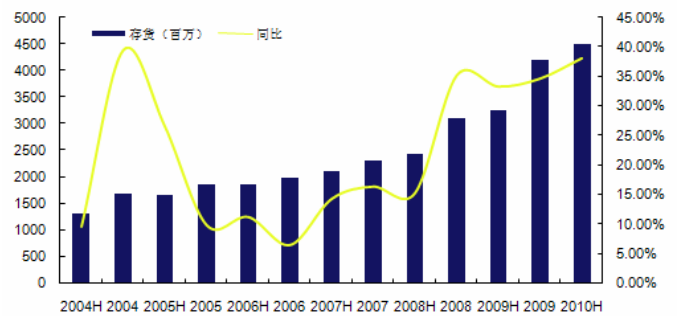


来源：国金证券研究所

图表8：关键财务指标 (二)



图表9：存货情况



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	0	2	3	10	32
买入	0	0	0	2	16
持有	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	0	1.00	1.00	1.12	1.28

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

日期	评级	市价	目标价
1 2008-08-28	买入	133.76	N/A
2 2008-10-28	买入	93.56	N/A
3 2009-08-07	买入	160.93	N/A
4 2009-12-07	买入	172.98	200.00 ~ 204.00
5 2010-04-02	买入	150.22	N/A
6 2010-04-26	买入	135.27	200.00 ~ 200.00
7 2010-05-31	买入	130.46	202.92 ~ 218.07

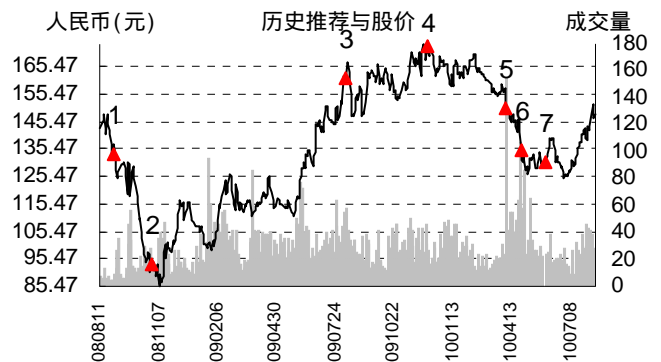
来源：国金证券研究所

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



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)-61038311

传真：(8621)-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：200011

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：(8610)-66215599-8832

传真：(8610)-61038200

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：(86755)-82805115

传真：(86755)-61038200

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区金田路 3037 号
金中环商务大厦 2805 室