

食品饮料行业

报告原因: 中报点评

2010年8月12日

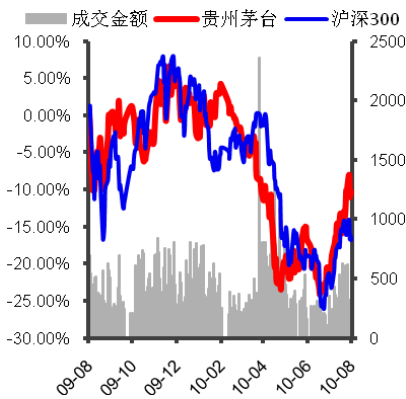
市场数据: 2010年8月11日

收盘价(元)	147.85
一年内最高/最低(元)	181.1/124.6
市净率	8.5
市盈率(2010E)	26.0
流通A股市值(百万元)	139,540

基础数据: 2010年6月30日

每股收益(元)	3.28
营业收入(百万元)	6,578.3
净利润(百万元)	3,099.8
总股本/流通A股(百万)	944/944

公司近期市场表现(最近一年):



分析师:

罗胤

执业证书编号: S0760210080008

Tel: 010-82190365

Email: luoyin@sxzq.com

MSN: luo_yin@hotmail.com

联系人:

张小玲

Tel: 0351-8686990

010-82190365

Email: zhangxiaoling@sxzq.com

孟军

Tel: 010-82190365

Email: mengjun@sxzq.com

贵州茅台 (600519)

消费税影响显著, 提价成增长主因

增持

维持评级

公司研究/点评报告

盈利预测:

单位: 百万元、元、%、倍

	营业收入	增长率	净利润	增长率	每股收益	销售利润率	净资产收益率	市盈率
2009A	9,670	17.3	4,312	13.5	4.57	47.1	31.1	32.4
2010E	12,297	27.2	5,368	24.5	5.69	46.1	27.9	26.0
2011E	14,662	19.2	6,586	22.7	6.98	47.6	25.6	21.2
2012E	17,313	18.1	7,781	18.1	8.24	47.7	23.2	17.9

注: “市盈率”是指目前股价除以各年业绩

投资要点:

● **业绩符合预期。**2010年1-6月,公司共生产茅台酒及系列酒基酒26,624吨,同比增长7.87%;实现营业收入658,726.64万元,净利润309,975.73万元,同比分别比上年同期增长18.77%和11.09%;每股收益3.28元。

● **销售稳定增长, 预收账款逐步确认。**上半年公司产品销售维持稳定态势,销售商品、提供劳务所得现金比上年同期增长51.5%,足以支撑起高达65亿元的收入水平。同时,年初余留的大额预收账款也得到逐步确认,贡献了15亿左右的当期收入,由确认预收与持续现金流入交织形成的良性循环已逐步建立。不过,未来随着消费旺季到来,在产品供不应求的背景下,经销商提前打款或将推高预收水平。

● **提价成业绩增长主因。**自1月1日起,公司上调贵州茅台酒出厂价格约13%,成为了推动上半年公司收入增长的主要因素,贡献了业绩增长的七成份额。且在提价因素影响下,公司产品尤其是主流高档酒毛利率进一步提升,已达93.3%,比上年同期上升0.84个百分点。近期从终端来看,茅台零售价大幅提升,部分地区已破千元,出厂价格的提升空间打开,未来随着旺季逼近,提价或将再启。

● **消费税调整负面影响依然显著。**上年消费税调整后,公司营业税金及附加比重大幅提升,当前其营业税金及附加与营业收入之比已高达13%,远高于五粮液、泸州老窖等同类公司水平,严重阻碍了公司盈利能力提升,使得上半年公司的利润增速显著低于收入增速。不过,与一季度相比,二季度这一情况已有所好转,未来消费税影响或将有望淡化。

● **投资建议:**我们预计公司2010-2012年EPS分别为5.69、6.98、8.24元,对应动态市盈率分别为26.0、21.2、17.9倍,维持“增持”评级。

● **风险提示:**产能扩张能力;酒驾影响长期化。

表 1: 贵州茅台单季利润表

单位: 百万元	08Q2	08Q3	08Q4	09Q1	09Q2	09Q3	09Q4	10Q1	10Q2	同比变化
一、营业总收入	2,626	1,867	1,755	2,513	3,033	2,261	1,863	3,040	3,547	16.94
营业收入	2,626	1,867	1,755	2,513	3,033	2,261	1,863	3,040	3,547	16.94
二、营业总成本	704	600	776	808	834	860	1,093	1,244	962	15.43
营业成本	241	173	185	251	280	212	207	295	274	(2.27)
营业税金及附加	172	163	148	235	183	258	264	541	318	73.58
销售费用	98	113	77	181	135	124	182	145	170	26.01
管理费用	201	166	405	223	241	269	484	310	251	4.06
财务费用	-6	-16	-40	-81	-6	-3	-43	-46	-54	726.37
资产减值损失	-1	0	2	0	0	0	-1	0	3	
三、其他经营收益	0	0	0	0	0	0	0	0	0	5.00
投资净收益	0	0	0	0	0	0	0	0	0	5.00
四、营业利润	1,922	1,267	979	1,705	2,200	1,401	770	1,796	2,585	17.50
加: 营业外收入	1	1	4	1	1	-1	6	0	0	(38.40)
减: 营业外支出	10	0	2	1	0	0	0	3	1	
五、利润总额	1,913	1,268	981	1,705	2,201	1,400	775	1,793	2,585	17.45
减: 所得税	478	316	285	426	551	349	202	448	655	18.85
六、净利润	1,435	952	697	1,279	1,650	1,051	573	1,344	1,930	16.98
减: 少数股东损益	69	47	42	62	77	54	48	79	96	25.22
归属于母公司所有者净利润	1,366	905	655	1,217	1,573	997	525	1,266	1,834	16.58
七、每股收益:	1.45	0.96	0.69	1.29	1.67	1.06	0.56	1.34	1.94	16.38
收入增长率(%)	152.1	2.05	-36.84	26.04	15.51	21.13	6.13	20.99	16.94	1.43
毛利率(%)	90.81	90.74	89.47	89.99	90.76	90.64	88.86	90.28	92.28	1.52
营业利润率(%)	73.19	67.88	55.78	67.85	72.53	61.96	41.31	59.07	72.88	0.35
净利率(%)	54.64	51.01	39.69	50.90	54.39	46.48	30.77	44.22	54.41	0.02
销售费用率(%)	3.73	6.08	4.39	7.19	4.45	5.49	9.75	4.76	4.79	0.35
管理费用率(%)	7.66	8.91	23.08	8.86	7.96	11.91	25.98	10.19	7.08	(0.88)
归属于母公司净利润增长率(%)	335.5	22.20	-47.21	39.35	15.16	10.11	-19.74	4.00	16.58	1.42

资料来源: 公司公告 山西证券研究所

➤ 盈利预测

表 2：盈利预测表

单位：百万元	2009	2010E	2011E	2012E
一、营业总收入	9,670.00	12,296.50	14,662.17	17,312.63
营业收入	9,670.00	12,296.50	14,662.17	17,312.63
二、营业总成本	3,595.69	4,729.52	5,358.23	6,297.62
营业成本	950.67	1,151.24	1,355.45	1,571.27
营业税金及附加	940.51	1,414.10	1,422.23	1,679.33
销售费用	621.28	786.98	938.38	1,108.01
管理费用	1,217.16	1,549.36	1,847.43	2,181.39
财务费用	-133.64	-172.15	-205.27	-242.38
资产减值损失	-0.30	0.00	0.00	0.00
三、其他经营收益	1.21	1.00	1.00	1.00
投资净收益	1.21	1.00	1.00	1.00
四、营业利润	6,075.52	7,567.98	9,304.94	11,016.01
加：营业外收入	6.25	4.00	4.00	4.00
减：营业外支出	1.23	6.00	6.00	6.00
五、利润总额	6,080.54	7,565.98	9,302.94	11,014.01
减：所得税	1,527.65	1,891.50	2,325.74	2,753.50
六、净利润	4,552.89	5,674.49	6,977.21	8,260.51
减：少数股东损益	240.44	306.42	390.72	479.11
归属于母公司所有者的净利润	4,312.45	5,368.06	6,586.48	7,781.40
七、每股收益：	4.57	5.69	6.98	8.24
净利润增长率(%)	13.50	24.48	22.70	18.14

资料来源：山西证券研究所

投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20% 以上
增持： 相对强于市场表现 5~20%
中性： 相对市场表现在-5%~+5%之间波动
减持： 相对弱于市场表现 5% 以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现
中性： 行业与整体市场表现基本持平
看淡： 行业弱于整体市场表现

免责声明：

本报告是基于山西证券股份有限公司研究所认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期，本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，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。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。