

2010年8月12日

丘栋荣

Dolon_Qiu@e-capital.com.cn

目标价(元) 150.00

公司基本信息

产业别	食品饮料
A 股价 (10/08/11)	147.85
上证综合指数 (10/08/11)	2607.50
股价 12 个月高/低	177.24/125.81
总发行股数 (百万)	943.80
A 股数 (百万)	943.80
A 市值 (亿元)	1395.41
主要股东	中国贵州茅台酒厂有限责任公司 (61.76%)
每股净值 (元)	17.43
股价/账面净值	8.48
	一个月 三个月 一年
股价涨跌 (%)	12.81 10.62 -13.03

近期评等

出刊日期	前日收盘	评等
2010.04.16	146.29	中性
2009.08.06	163.77	持有
2009.03.27	111.34	中性

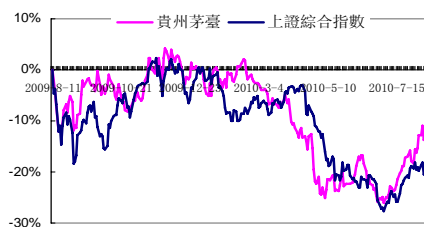
产品组合

高度茅台酒	84.27%
低度茅台酒	9.63%
系列酒	6.10%

机构投资者占流通 A 股比例

一般法人	65.16%
基金	13.21%
保险	1.51%
QFII	0.58%
券商集合理财	0.08%

股价相对大盘走势



贵州茅台(600519.SH)

Neutral 中性

未来步入稳定增长阶段，历史估值不具参考性，维持“中性”评级
结论与建议：

公司上半年业绩符合预期，维持盈利预测，预计公司 2010-11 年实现净利润 55.19 亿元、63.31 亿元，分别同比增长 27.9%、14.7%，每股收益为 5.85 元、6.71 元，目前股价对应 PE 为 25.6 倍、22.3 倍，**公司高速增长阶段已过，公司历史上高估值水平已不具参考性，目前目前估值与公司未来成长能力相匹配，因为维持“中性”的投资建议，维持 150 元的目标价，对应 2010 年 25 倍 PE。**

- 公司上半年实现销售收入 65.87 亿元，同比增长 18.77%；实现净利润 31.00 亿元，同比增长 11.09%。实现每股收益 3.28 元；公司上半年业绩基本符合预期。
- 公司收入的增长最主要来源与提价因素；一季度出厂价提高了 13%，若扣除掉价格上调的影响，实际确认的销售量的增长 5%左右；这与公司产量增长水平基本匹配，公司上半年共生产茅台酒及系列酒基酒 26624 吨，同比增长 7.87%。
- **上半年消费税的增加依然是抑制业绩增长的最大主要因素：**上半年营业税金同比增长 105%；营业税金占销售收入的比例也由上年同期的 7.5%提高至 13%，提高了 5.5 个百分点。营业利润率也因此首次出现了 4.56 个百分点下滑。若扣除这一因素，公司实际的毛利率小幅提升约 1 个百分点。
- 费用方面，上半年公司销售费用基本与上年同期持平，但管理费用较上年同期增长 21%，整体费用率则下降 0.07 个百分点至 14%的水平。
- 从现金流情况来看，上半年经营性现金流入 64.12 亿元，同比增长 49%；经营性净现金流也达 17.66 亿元，同比增长 222%；二季度末公司账面货币资金达 103 亿元；从预收账款情况来看，二季度末公司预收账款也达 19.68 亿元，**虽然较一季度末减少了 10.9 亿元，但较上年同期仍增加了 13.11 亿元，显示上半年实际销售情况依然较上年同期有明显增长。**
- **销售量的增长是公司未来业绩增长的基础，而不是价格的上调。**但从中长期来看，**高端白酒需求的高速增长阶段或已过去，高端白酒将进入低速稳步增长的阶段，**虽然我们依然认为，公司高端白酒第一品牌的地位依然难以撼动，由于整个行业需求增长放缓，而公司及五粮液，以及国窖 1573 及其它二线品牌高端产品未来仍将持续放量，**高端白酒或将进入供过于求的市场格局。高端白酒行业及公司长期成长性明显下降，公司收入及业绩增长将步入稳步增长阶段。**
- 同时，作为地方大型国有企业，收入及业绩的稳定增长是对公司管理层的重要指标，因此公司将通过预收账款、收入确认、销售管理费用确认等财务方法平滑公司业绩增长，预计 2010-11 年业绩增速将比较平稳。公司高速增长阶段已过，公司历史上高估值水平已不具参考性，目前目前估值与公司未来成长能力相匹配，因为维持“中性”的投资建议，维持 150 元的目标价。

..... 接续下页

年度截止 12 月 31 日		2007	2008	2009	2010F	2011F
纯利 (Net profit)	RMB 百万元	2831	3799	4312	5519	6331
同比增减	%	83.25%	34.22%	13.50%	27.97%	14.73%
每股盈余 (EPS)	RMB 元	2.999	4.026	4.569	5.847	6.708
同比增减	%	83.25%	34.22%	13.50%	27.97%	14.73%
A 股市盈率 (P/E)	X	50.01	37.26	32.83	25.65	22.36
股利 (DPS)	RMB 元	0.836	1.156	1.5	1.8	2.8
股息率 (Yield)	%	0.56%	0.77%	1.00%	1.20%	1.87%

附一：合并损益表

百万元	2007	2008	2009	2010F	2011F
营业收入	7237	8242	9670	12797	14717
经营成本	872	800	951	1152	1324
营业税金及附加	604	682	941	1664	1913
销售费用	560	532	621	1152	1324
管理费用	723	941	1217	1305	1501
财务费用	-45	-103	-134	-165	-185
资产减值损失	-1	0	0	0	0
投资收益	2	1	1	0	0
营业利润	4525	5390	6076	7660	8788
营业外收入	3	6	6	2	2
营业外支出	6	11	1	2	2
利润总额	4522	5385	6081	7665	8793
所得税	1556	1385	1528	1916	2198
少数股东损益	135	201	240	230	264
归属于母公司所有者的净利润	2831	3799	4312	5519	6331

附二：合并资产负债表

百万元	2007	2008	2009	2010F	2011F
货币资金	4723	8094	9743	12414	16197
应收账款	154	947	1605	919	920
存货	2305	3115	4192	4731	5001
流动资产合计	7272	12241	15656	18164	22218
长期股权投资	62	46	14	63	64
固定资产	2833	2835	3388	3781	4061
非流动资产合计	3210	3513	4114	4442	4723
资产总计	10481	15754	19770	26449	31065
流动负债合计	2113	4251	5108	7527	7348
非流动负债合计	0	0	10	0	1
负债合计	2113	4251	5118	7527	7349
少数股东权益	135	259	186	354	515
股东权益合计	8234	11245	14466	18569	23201
负债及股东权益合计	10481	15754	19770	26449	31065

附三：合并现金流量表

百万元	2007	2008	2009	2010F	2011F
经营活动产生的现金流量净额	1743	5247	4224	4980	6062
投资活动产生的现金流量净额	(789)	(993)	(1335)	(893)	(580)
筹资活动产生的现金流量净额	(705)	(884)	(1235)	(1416)	(1699)
现金及现金等价物净增加额	248	3371	1654	2671	3783

此份报告由群益证券(香港)有限公司编写,群益证券(香港)有限公司的投资和由群益证券(香港)有限公司提供的投资服务,不是个人客户而设。此份报告不能复制或再分发或印刷报告之全部或部份内容以作任何用途。群益证券(香港)有限公司相信用以编写此份报告之资料可靠,但此报告之资料没有被独立核实审计。群益证券(香港)有限公司,不在此报告之准确性及完整性作任何保证,或代表或作出任何书面保证,而且不会对此报告之准确性及完整性负任何责任或义务。群益证券(香港)有限公司,及其分公司及其联营公司或许在阁下收到此份报告前使用或根据此份报告之资料或研究推荐作出任何行动。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员不会对使用此份报告后招致之任何损失负任何责任。此份报告内容之数据和意见可能会或会在没有事前通知前变更。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员或会对此份报告内描述之证j @持意见或立场,或会买入,沽出或提供销售或出价此份报告内描述之证券。群益证券(香港)有限公司及其分公司及其联营公司可能以其户口,或代他人之户口买卖此份报告内描述之证j @。此份报告,不是用作推销或促使客人交易此报告内所提及之证券。