

成长趋缓 可预期白酒第一奢侈品 维持评级

——贵州茅台（600519）10年中报点评

2010年8月12日

强烈推荐/维持

贵州茅台

财报点评

食品饮料行业分析师

刘家伟 010-66507309 Email: liujw@dxzq.net.cn; MSN: ynynljw999@hotmail.com ; 执业证书编号: S148020712000046

事件:

8月12日贵州茅台公布10年中报: 共生产茅台酒及系列酒基酒26624吨, 实现营业收入65.87亿元, 净利润30.998亿元, 同比增长7.87%、12.18%和11.09%, 基本每股收益3.28元, 预收账款19亿元, 不分配。

表 1 公司分季度财务指标

指标	09Q1	09Q2	09.1-6	09Q3	09Q4	09A	10Q1	10Q2	10.1-6
营业收入(百万元)	2512.54	3033.47	5546.01	2261.20	1862.80	9670.00	3039.91	3547.36	6587.27
增长率(%)	26.04	15.51	20.05	21.13	6.13	17.33	20.99	16.94	18.78
综合毛利率(%)	89.99	90.76	90.41	90.64	88.86	90.17	90.28	92.28	91.36
期间费用率(%)	12.81	12.19	12.47	17.28	33.41	17.63	13.43	10.37	11.78
营业利润率(%)	67.85	72.53	70.41	61.96	41.31	62.83	59.07	72.88	66.50
净利润(百万元)	1278.84	1650.00	2928.84	1050.95	573.09	4552.89	1344.38	1930.18	3274.56
增长率(%)	39.45	14.99	24.53	10.36	-17.73	13.80	5.13	16.98	11.80
每股盈利(元)	1.29	1.67	2.96	1.06	0.56	4.57	1.34	1.94	3.28
资产负债率(%)	19.31	17.57	17.57	15.07	25.89	25.89	21.70	21.55	21.55
净资产收益率(%)	9.77	12.15	21.56	7.15	3.63	29.81	8.05	11.15	18.85
总资产收益率(%)	8.15	10.44	18.46	6.43	3.14	25.63	6.69	9.24	15.93

资料来源: 公司10中报, 东兴证券研究所

评论:

积极因素:

- **公司进入平稳增长期, 第一高价白酒地位难以动摇** 今年1-6月公司销量增长7.87%, 净利润增长11%, 不仅低于目前已公布或预告的许多白酒上市公司, 甚至远不及同期全国白酒产量接近413万吨增长逾29%的涨幅, 也低于我们此前的预期。不过, 我们认为这表明公司的成长趋于平缓的趋势十分明显, 并不表明公司从此一蹶不振, 其酱香型白酒的龙头风范特别是第一高价白酒的地位仍然会在较长时期内难以动摇;
- **茅台酒终端价格不断上扬, 为公司提价带来便利** 近期茅台高度酒(53°)终端价出现全国性的大幅上涨, 尤其是经济发达的广东更是爆出最高1198元/瓶的天价, 较年初的730元上涨超过60%, 730元这一茅台限制价格被轻易大幅超越。背后的推力众说纷纭, 总体看主要在于越来越多的投资者看中茅台酒本身的收藏价值或增值潜力, 与公司股价较年初下降20%相比, 收益率反差极大。这对于公司来说应该是好事——为其出厂价的再次上涨腾出了较大空间;

- **销售成本率和费用率下降，表明公司提价并不影响销量和收入增长。**年初公司宣布提价13%，本期销售成本率同比从9.59%降至8.64%，下降0.95个百分点或9.91%，销售费用率从12.47%降至11.78%，下降0.69个百分点或5.53%，表明茅台酒价涨量增的基本趋势没有改变。

消极因素：

- **销售净利率减少，消费税新规影响较大** 公司本期净利润增速低于收入增速，毛利率由上年同期的90.41%上升至91.36%，上涨0.95个百分点或1.1%，但销售净利率则从上年同期的52.81%降至49.71%，下降3.1个百分点或5.87%，这种态势表明增长质量并没有提升。究其原因，与09年下半年开始实施的白酒消费税新规有较大关系——本期营业税金及附加为8.59亿元，比同比增加4.41亿元，增长105.5%。这也表明我们此前关于公司会受到消费税新规影响较大的判断一致。
- **高端白酒市场竞争激烈，公司产品结构比较单一，一旦高端酒增长乏力则总体增长就减弱** 公司本期高度酒收入同比增长9亿元增速19.26%，但低度酒仅增长0.47亿元增幅8.8%；其他酒增速达到27.51%，但主要是基数低，同比从3.38亿元增长至4.31亿元，仅增长0.93亿元。正是因为高度酒增速缓慢而致使公司整体出现增长疲软。

业务展望：

- **中秋临近，白酒行业涨价预期强烈，公司有望再次提升出厂价，下半年业绩稳定增长甚至有望高于上半年。**中秋开始白酒会迎来销售消费双高峰，提价是惯例，再者本次终端价上涨更是为公司再次提价提供便利，我们预期随着原材料以及人工成本等的上涨，公司下半年仍会再次提价。
- **逐步走向中国白酒“奢侈品”的预期定位有望提振业绩与估值双增长** 一是源于茅台酒的特殊产地无法复制这一优势与局限，未来产量扩张较为艰难，茅台酒的稀缺性和需求刚性并重；二是与国内洋酒品牌动辄每瓶两三千元相比，高度茅台酒的终端零售价格还有较大上升空间；三是目前茅台酒作为投资品已被市场所认可，终端价格的不断刷新预期较浓；四是按照国税局在2009年8月开始实施的白酒消费税新规的规定，公司需将再提高出厂价。如果茅台酒走向“奢侈品”，成为中国白酒第一奢侈品，则公司会步入业绩增长与估值均会大幅提升的新时期。

盈利预测及投资建议

基于目前白酒业市场的发展趋势、茅台酒供给紧张、涨价与走向奢侈品的预期，以及仍有19亿元的预收账款，我们维持在09年底预测的公司10年EPS6.5元左右的预测，以30倍PE测算股价可达196元左右，与当前股价有30%以上的提升空间，假如公司在未来将产品定位于奢侈品，则更加看好涨价与估值双增长预期，故维持强烈推荐评级。

表 2 2010 年公司主要财务数据同比发生重大变化的情况及主要原因

序号	指标变动情况	主要原因
1	应收票据较期初减少 52.77%	银行承兑汇票办理销售业务较上期减少
2	应收账款较期初增加 34.48%	出口外汇受管制，尚未解汇到公司存款
3	应收利息较期初增加 2485.16%	定期存款本期应计利息增加
4	在建工程较期初增加 43.14%	投入 2010 年 2000 吨及前期工程等增加

5	应付账款较期初减少 38.16%	期初暂估货款本期办理结算
6	预收账款较期初减少 44.04%	春节旺季后公司陆续组织生产发货预收账款下降
7	应付职工薪酬较期初减少 52.72%	支付 2009 年末应付未付年终绩效及企业年金
8	应交税费较期初增加 137.66%	6 月份实现的税金于 7 月份解缴
9	应付股利较期初增加 764.87%	2009 年度股东大会决议分配利润

资料来源：公司 10 年中报，东兴证券研究所

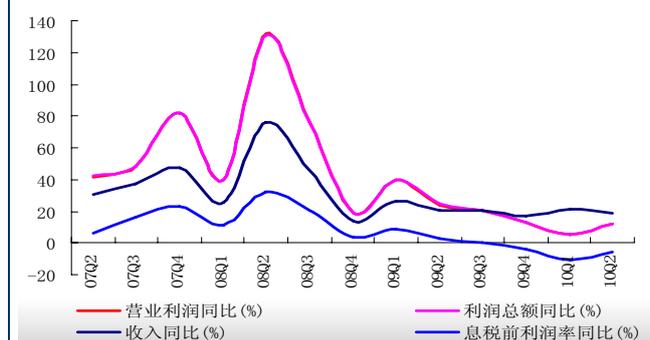
表 3 公司 2010-2012 年业绩预测表

指标	08A	09A	10E	11E	12E
营业收入	8,241.69	9,670.00	11894.10	14035.04	16561.34
(+/-)	13.88%	17.33%	23.00%	18.00%	18.00%
经营利润 (EBIT)	5,390.38	6,075.52	8220.18	7632.31	9456.43
(+/-)	19.12%	12.71%	35.30%	-7.15%	23.90%
净利润	4,000.76	4,552.89	6160.06	7632.31	9456.43
(+/-)	34.22%	13.50%	35.30%	23.90%	23.90%
每股净收益 (元)	4.03	4.57	6.53	8.09	10.02

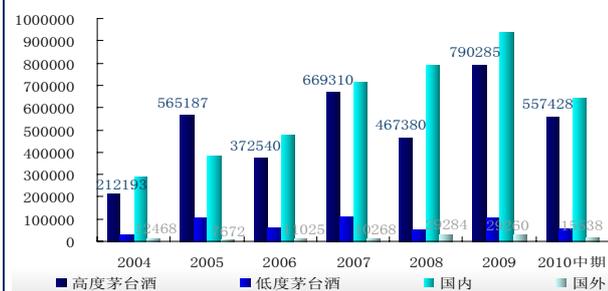
资料来源：东兴证券研究所

图 1：07Q2-10Q2 公司收入变动情况

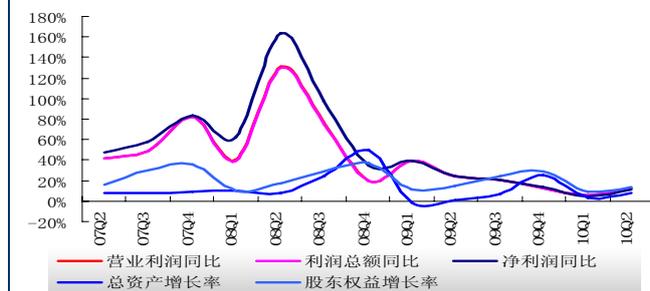

资料来源：公司披露，东兴证券研究所

图 2：07Q2-10Q2 公司营业利润等指标变动情况


资料来源：公司披露，东兴证券研究所

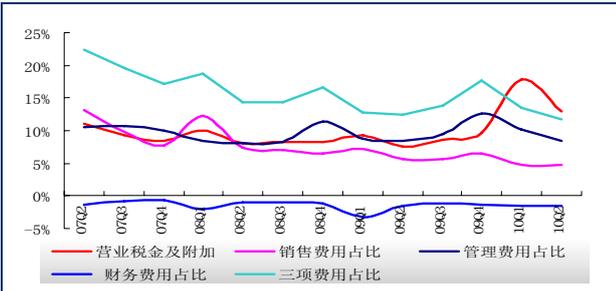
图 3：07Q2-10Q2 公司产品与地区收入结构变化情况


资料来源：公司披露，东兴证券研究所

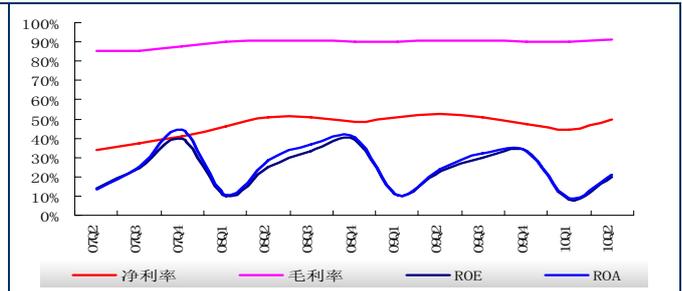
图 4：07Q2-10Q2 公司成长能力变动情况


资料来源：公司披露，东兴证券研究所

图 5：07Q2-10Q2 公司税金及各项费用占比变化情况
图 6：07Q2-10Q2 公司盈利质量与盈利能力变动情况



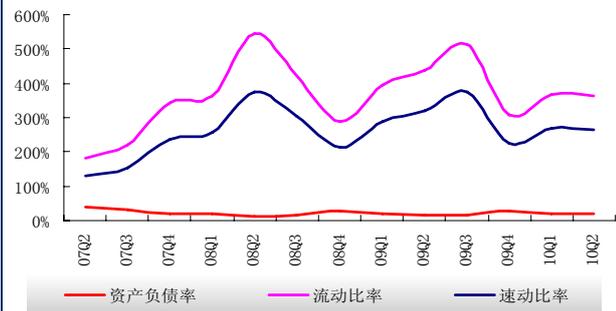
资料来源：公司披露，东兴证券研究所



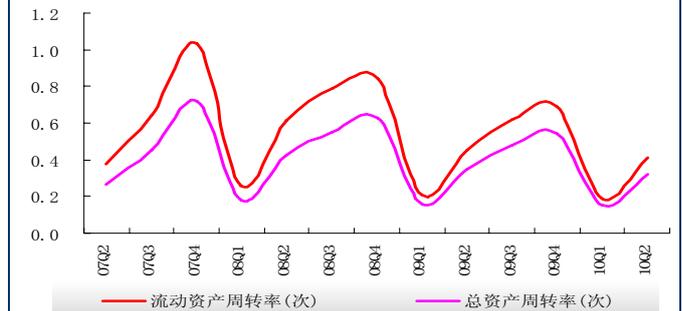
资料来源：公司披露，东兴证券研究所

图 7：07Q2-10Q2 公司资本结构与偿债能力变化情况

图 8：07Q2-10Q2 公司运营能力变化情况



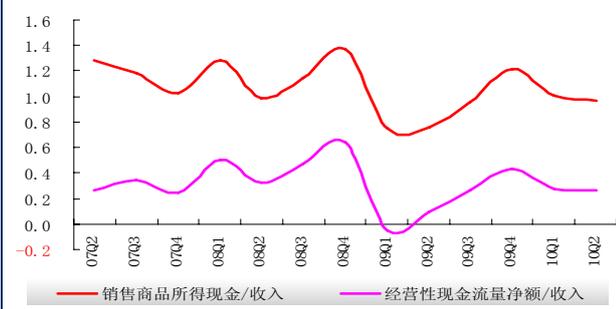
资料来源：公司披露，东兴证券研究所



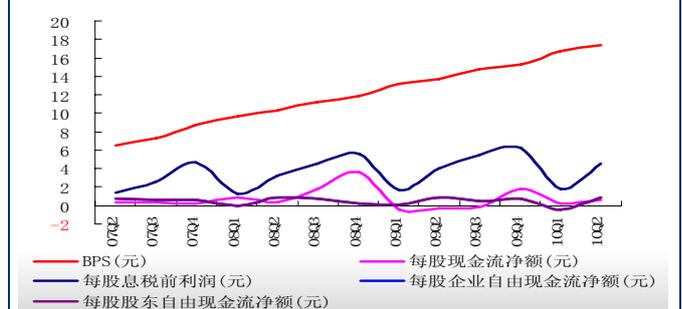
资料来源：公司披露，东兴证券研究所

图 9：07Q2-10Q2 公司现金流变动情况

图 10：07Q2-10Q2 公司每股财务指标变动情况



资料来源：公司披露，东兴证券研究所



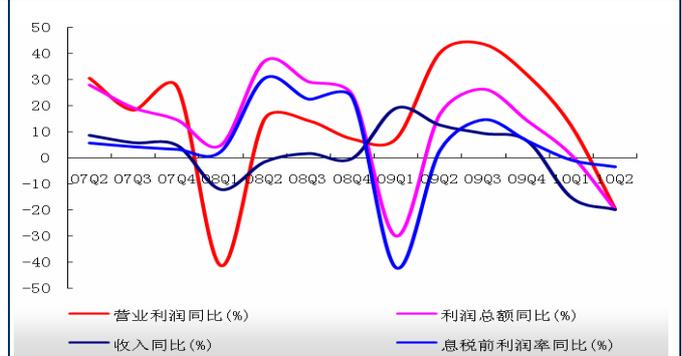
资料来源：公司披露，东兴证券研究所

图 1：07Q2-10Q2 公司收入变动情况

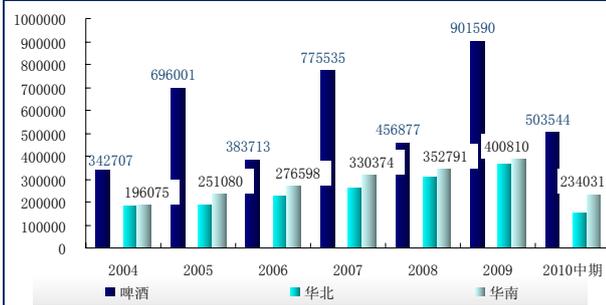
图 2：07Q2-10Q2 公司营业利润等指标变动情况



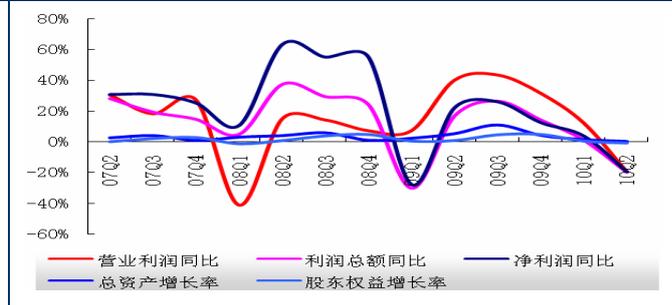
资料来源：公司披露，东兴证券研究所



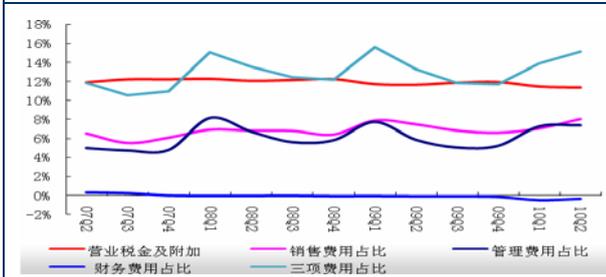
资料来源：公司披露，东兴证券研究所

图 3：07Q2-10Q2 公司产品与地区收入结构变化情况


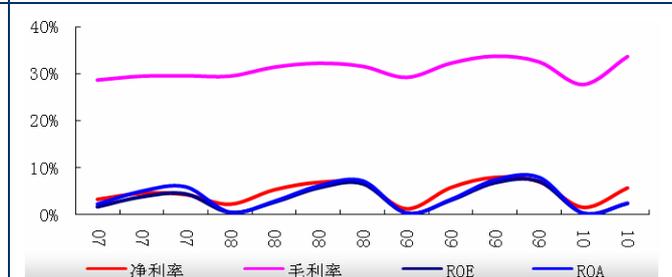
资料来源：公司披露，东兴证券研究所

图 4：07Q2-10Q2 公司成长能力变动情况


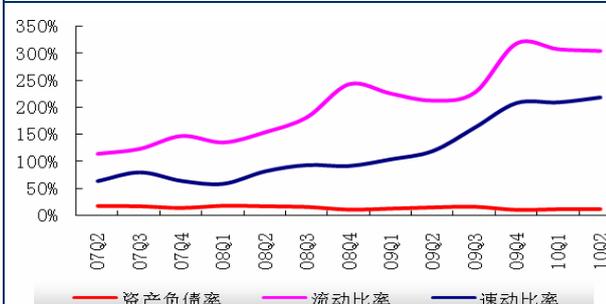
资料来源：公司披露，东兴证券研究所

图 5：07Q2-10Q2 公司税金及各项费用占比变化情况


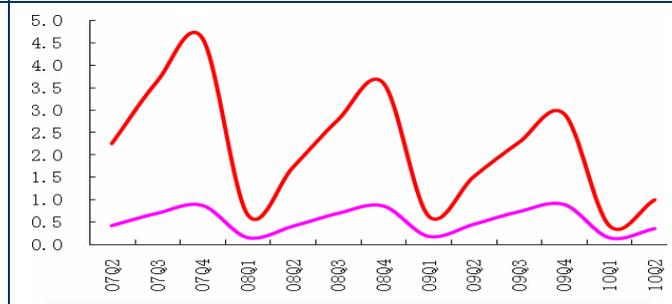
资料来源：公司披露，东兴证券研究所

图 6：07Q2-10Q2 公司盈利质量与盈利能力变动情况


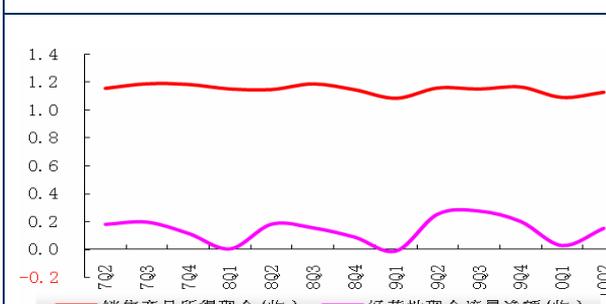
资料来源：公司披露，东兴证券研究所

图 7：07Q2-10Q2 公司资本结构与偿债能力变化情况


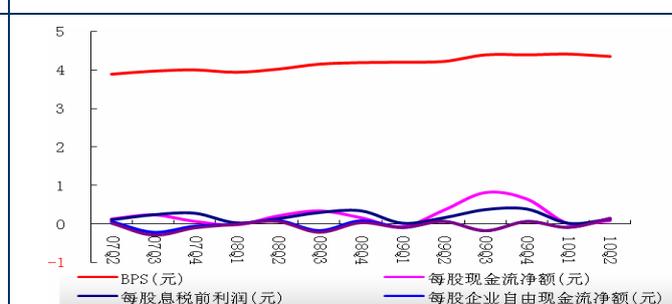
资料来源：公司披露，东兴证券研究所

图 8：07Q2-10Q2 公司运营能力变化情况


资料来源：公司披露，东兴证券研究所

图 9：07Q2-10Q2 公司现金流变动情况


资料来源：公司披露，东兴证券研究所

图 10：07Q2-10Q2 公司每股财务指标变动情况


资料来源：公司披露，东兴证券研究所

附：今年以来公开发布报告一览

序号	报告名称	评级	时间
1	“普京”涨价引发多重预期 首次推荐评级——1月12日媒体报道普通燕啤涨价点评	推荐	1-13
2	继续推荐燕京啤酒的五大理由——燕京啤酒（000729）调研快报	推荐	1-19
3	五粮液涨价 高增长因素增至六个——五粮液（000858）1月15日提价公告点评	强烈推荐	1-19
4	09年增长近80% 维持“强推”——五粮液（000858）09年业绩快报点评	强烈推荐	2-2
5	安琪酵母：出口增速与业绩质量“双高”——安琪酵母（600298）09年报点评	推荐	2-8
6	老窖股权激励：业内之先 骨干更受益——泸州老窖（000568）股权激励授权公告点评	推荐	2-11
7	食品饮料：1月涨价未超预期 2月继续看好	看好	2-22
8	稻谷收购价上调对食品饮料行业影响不大——发改委提高稻谷最低收购价政策点评	看好	2-22
9	深入合作有望提升积极面——水井坊（600779）中外大股东二度深谈合作公告点评	强烈推荐	2-23
10	内外兼得推动青啤净利润大增约八成——青岛啤酒（600600）业绩预增公告点评	推荐	2-23
11	第七周食用农产品与生资价格小涨——商务部36个大中城市价格监测一周数据点评	看好	2-24
12	增长质量提升 销售拐点将现——燕京啤酒（600573）09年报点评	强烈推荐	2-25
13	四个法宝降压力 五大机遇迎拐点——燕京啤酒（600573）深度调研报告	强烈推荐	2-26
14	09年平稳增长 10年可能提速——三全食品（002216）业绩快报点评	推荐	2-26
15	燕京啤酒驶入全面提速轨道 上调评级——燕京啤酒（000729）09年报点评	强烈推荐	3-2
16	外资有望必得控股权 继续强推——水井坊（600779）股权转让公告点评	强烈推荐	3-2
17	第八周食用农产品价格降1% 继续看好食品饮料-商务部36个大中城市价格监测一周数据点评	看好	3-4
18	洋河股份：全面攀高 势头正猛-洋河股份（0020304）09年报点评	推荐	3-5
19	增长或再超预期 继续强推——金种子酒（600199）北京交流会快报	强烈推荐	3-8
20	农业受益更多 食品饮料等行业全年更可看好——十一届人大三次会议政府工作报告精神简评	看好	3-8
21	第九周食用农产品价格降0.6%继续看好食品饮料——商务部36个大中城市价格监测数据点评	看好	3-10
22	2月食品CPI上涨6.2%略超预期 3月可能回落——国家统计局2月份食品类价格数据点评	看好	3-12
23	皇氏乳业（002329）调研快报：水牛奶巨头 跳跃增长待来年	推荐	3-15
24	基础夯实 世博助力 维持强推——金枫酒业（600616）09年报点评	强烈推荐	3-17
25	求变增强各方信心 维持强推评级——燕京啤酒（600573）调研快报	强烈推荐	3-18
26	中外合作提升长效积极效应——水井坊（600779）调研快报	强烈推荐	3-18
27	收入首破百亿 预收款剧增3倍达43亿 继续强推——五粮液（000858）09年报点评	强烈推荐	3-18
28	“普京”提价见效 区域增长或超好——燕京啤酒（000729）22日投资者交流会快报	强烈推荐	3-23
29	第11周食用农产品价格连降四周但降幅趋缓——商务部36个大中城市价格监测一周数据点评	看好	3-24
30	受益自养自宰 预期更可向好——黑牛食品（002299）09年报点评	推荐	3-26
31	得利斯山东肉制品龙头纵横布局——得利斯（002330）09年报点评	推荐	4-1
32	净利润增长227% 争做省内第一品牌——金种子酒（600199）09年报点评	强烈推荐	4-1
33	东兴证券研究所2010年联合调研系列之一：海西大消费品之圣农发展	强烈推荐	4-3
34	第12周食用农产品价格继续下降 西南干旱影响有限——商务部36个大中城市监测数据点评	看好	4-3
35	增发预案获通过 高管换届不换届 维持评级——金种子酒10年第一次临时股东会公告点评	强烈推荐	4-7
36	第13周食用农产品价格降幅扩大 猪价下跌将缓解——商务部36个大中城市监测数据点评	看好	4-8

37	第 14 周食用农产品价格连降七周 猪价跌幅收窄——商务部 36 个大中城市监测数据点评	看好	4-14
38	1 季度 CPI 食品类上涨 5.1% 啤酒等进入旺季——国家统计局一季度食品类价格数据点评	看好	4-16
39	近期猪价难大涨 若反弹对鸡肉是利好——关于近期猪肉价格走势的一些看法	看好	1-4
40	第 15 周农产品价格连降七周后首次回升 猪价止跌反弹——商务部 36 个大中城市监测数据点评	看好	4-22
41	第 16 周猪价环比连涨两周 五一节日因素可刺激消费增长——商务部 36 个大中城市价格监测点评	看好	4-29
42	鸡肉标杆企业 健康经济龙头——圣农发展（002299）深度报告	强烈推荐	5-4
43	第 17 周猪价环比连涨三周涨幅收窄 粮价或继续上扬——商务部 36 个大中城市价格监测数据点评	看好	5-5
44	4 月 CPI 食品类涨 5.9% 部分品种中线价值凸显——国家统计局 4 月食品类价格数据点评	看好	5-12
45	酱酒推迟上市 小幅下调盈利预测 维持评级——五粮液（000858）5 月 13 日北京交流会快报	强烈推荐	5-13
46	第 18 周菜价回落猪价略跌 粮价延续涨势——商务部 36 个大中城市价格监测数据点评	看好	5-13
47	第 19 周菜价连跌两周 粮价略涨 维持看好评级——商务部 36 个大中城市价格监测数据点评	看好	5-19
48	五粮液金种子酒等公司估值偏低 可考虑买入——食品饮料部分公司股价异动点评	强烈推荐	5-21
49	第 20 周菜价续跌 猪肉跌幅增大 维持看好评级——商务部 36 个大中城市价格监测数据点评	看好	5-26
50	功能糖巨人 健康经济功臣——保龄宝（002286）调研快报	强烈推荐	5-28
51	第 21 周菜肉降幅收窄 粮价上涨 0.2% 好看啤酒饮料——商务部 36 个大中城市价格监测数据点评	看好	6-3
52	“双蛋”饮料销量猛增 调升盈利预测与评级——黑牛食品（002387）调研快报	强烈推荐	6-3
53	营养美食转型酒 健康经济新趋势——食品饮料 09 年报和 10 年一季报回望	看好	6-8
54	第 22 周菜价跌猪价升 行业四大看点 维持评级——商务部 36 个大中城市价格监测数据点评	看好	6-10
55	10 年中期业绩预增 152%-184% 维持评级——金种子酒（600199）10 年中期业绩预增公告点评	强烈推荐	6-18
56	第 23 周猪肉水产略涨 看好“世界杯”与健康食饮相关公司——商务部 36 个大中城市数据点评	看好	6-22
57	水灾损失冲减因素多 维持业绩预测与评级——圣农发展（002299）水灾受损公告点评	强烈推荐	6-22
58	第 24 周健康食饮、配料和中报预增公司值得关注——商务部 36 个大中城市价格监测数据点评	看好	6-25
59	鸡价低迷 暂调低预测与评级 长期继续看好——圣农发展（002299）中期业绩修正公告点评	推荐（调降）	7-9
60	玉米涨价吞噬利润 全年降压会有效 维持评级——圣农发展（002299）10 年中报点评	推荐（维持）	7-19
61	营销转型慢于产品创新 调低预测与评级——惠泉啤酒（600573）10 年中报点评	推荐（调降）	7-22
62	主品牌强者恒强 净利润增 25% 维持评级——燕京啤酒（000729）10 年中报点评	强烈推荐	7-22
63	白酒主业更强 增长 177% 维持评级——金种子酒（600199）10 年中报点评	强烈推荐	7-27
64	发力健康经济的黑牛——黑牛食品（002387）调研报告	强烈推荐	8-10
65	即将发力京沪广 全年增长有望超五成 维持评级——皇氏乳业（002329）10 年中报点评	强烈推荐	8-10
66	浓香白酒老大 渐显奢侈品风范 维持评级——五粮液（000858）10 年中报点评	强烈推荐	8-11

分析师简介

刘家伟

经济学博士，食品饮料行业研究员，消费品行业研究小组负责人，1993 年进入证券市场，2007 年加盟东兴证券研究所。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，研究报告中所引用信息均来自公开资料，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。

本研究报告内容及观点仅供参考，不构成任何投资建议。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。

本研究报告版权仅为东兴证券股份有限公司研究所所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用发布，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。东兴证券股份有限公司保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

行业评级体系

公司投资评级:

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

强烈推荐: 相对强于市场基准指数收益率 15% 以上;

推荐: 相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间;

回避: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级:

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

看好: 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间;

看淡: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

本报告体系采用沪深 300 指数为基准指数。