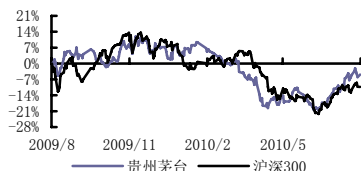


消费品及服务 - 食品

2010 年 8 月 24 日

市场数据	2010 年 8 月 23 日
当前价格 (元)	150.72
52 周价格区间 (元)	125.81-177.24
总市值 (百万)	142249.54
流通市值 (百万)	142249.54
总股本 (百万股)	943.80
流通股 (百万股)	943.80
日均成交额 (百万)	415.59
近一月换手 (%)	6.58%
Beta (2 年)	0.58
第一大股东	中国贵州茅台酒厂有限责任公司
公司网址	http://www.moutaichina.com

## 一年期行情走势比较



表现	1m	3m	12m
贵州茅台	7.11%	12.30%	-3.70%
沪深 300	3.69%	4.60%	-9.60%

## 相关报告

《“涨声”还能响多久？—白酒行业报告》2010.8  
《贵州茅台导演报告》，2010.6

执业证书号：S1030209090564

梁希民

0755-83199427

liangxm@csc.com.cn

## 分析师申明

本人，梁希民，在此申明，本报告所表述的所有观点准确反映了本人对上述行业、公司或其证券的看法。此外，本人薪酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

## 净利润增长率触底回升

—贵州茅台（600519）跟踪报告

评级： 买入

预测指标	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入 (百万元)	9670.00	12762	15585	19231
净利润 (百万元)	4312.45	5609	6707	8337
每股收益 (元)	4.57	5.94	7.11	8.83
净利润增长率%	13.50%	30.1%	19.6%	24.3%
每股净资产 (元)	15.33	19.98	25.67	32.74
市盈率	32.98	25.49	21.32	17.15
市净率	9.83	7.58	5.90	4.63
PEG	2.44	0.85	1.09	0.71

资料来源：世纪证券研究所

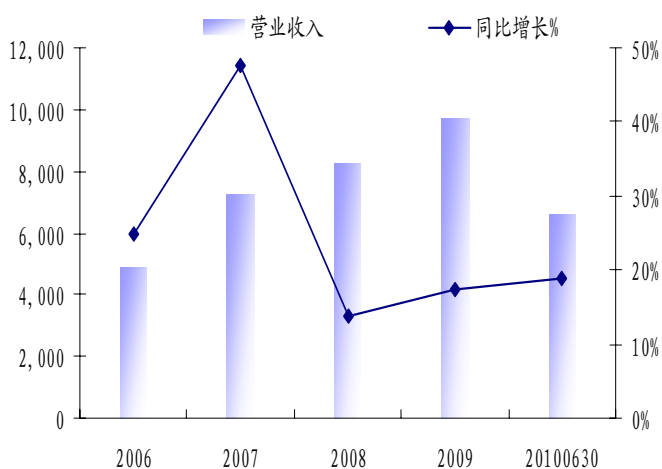
- 净利润增长率触底回升。**2010 年上半年公司实现收入 65.87 亿，净利润 31 亿，分别同比增长 18.8%和 11.1%，实现 EPS 为 3.28 元。公司净利润增长率自 2009 年二季度以来，一直呈现下滑的趋势，2010 年一季度达到最低（4.0%），但二季度出现反弹，净利润同比增长 17%。净利润增长率提高主要在于主营业务税金及附加费用率明显下降以及公司对淡、旺季的利润平滑。
- 公司产品价格仍有较大的提升空间。**7 月份以来，高端白酒淡季提价风潮再次席卷全国。茅台批发零售价持续上升、产品供不应求，为茅台酒出厂价的提价预留了较大空间，预计公司年底出厂价上调 100 元，即达到 600 元将不难实现。从长期来看，尽管支持白酒行业全面涨价的基础并不牢固，但支持涨价的因素依然存在。品牌企业如能更好地理解消费者、更好地市场运作，及可获得更大的市场份额。
- 白酒产量将在 2011 年后持续放量。**根据公司十一五万吨建设规划，即 2006 年-2010 年，公司每年投资建设 2000 吨酒的生产能力，即茅台酒一期一五期工程。从 2007 年—2011 年每年新增 2000 吨产能，预计第一批新增产能在 2011 年开始销售。考虑提价、陈年酒结构提升等因素，预计 2011-2013 年茅台的销售收入年均增长率可达到 25%。
- 盈利预测及投资评级。**预计贵州茅台 2010 年和 2011 年的每股收益为 5.94 元和 7.11 元，对应的市盈率为 25.5 倍和 21.3 倍，低于同行业可比公司的平均估值水平（10 年 28.08 倍、11 年 22.92 倍）。公司近两年的 PE 介于 19.08 倍和 38.16 倍之间，目前估值处于中等水平，给予公司“买入”的投资评级。

**风险提示：**产品实际产量和价格若低于预期，导致经营业绩低于预期。

### 净利润增长率触底回升

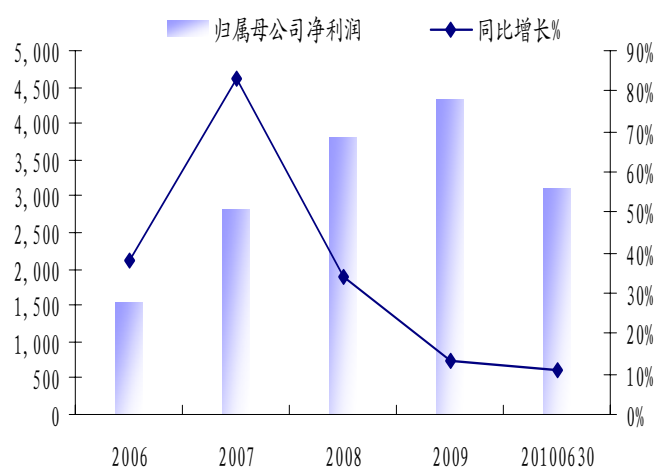
2010年上半年实现EPS 3.28元。报告期内，公司实现销售收入65.87亿、净利润31亿，分别同比增长18.8%和11.1%。近年，公司营业收入的增长率一直保持相对平稳，但净利润增长率自2009年二季度以来一直呈现下滑的趋势，2010年一季度达到最低（4.0%），但二季度出现反弹。公司2010年第二季度实现收入35.47亿，净利润18.34亿，均同比增长17%。

Figure 1 公司营业收入及增长



资料来源：公司中报、年报

Figure 2 归属母公司净利润及增长



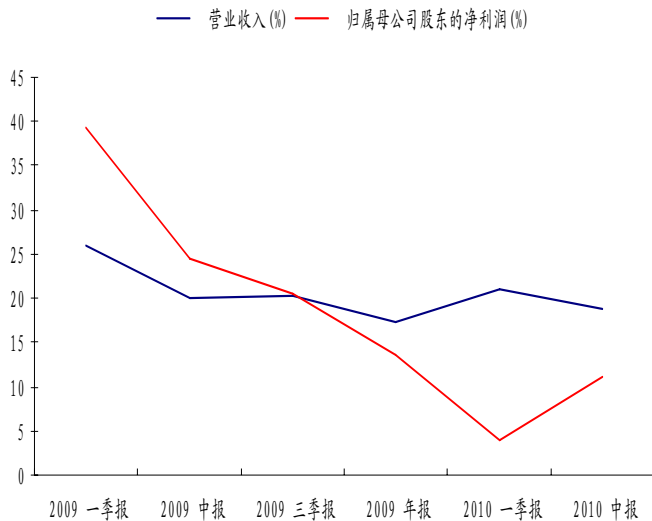
资料来源：公司中报、年报

净利润增长率提高主要在于主营业务税金及附加费用率明显下降。由于2009年8月1日开始严征白酒消费税，公司的营业税金及附加大幅增加，从而影响了公司净利润。消费税严征之前，主营业务税金及附加比率通常维持在8%-9%以上，但2009年三季度以来却大幅提高至11%以上，2010年一季度达到17.79%，严重拖累了公司的业绩。但今年二季度的主营业务税金及附加比率由17.8%降低为9%的水平。

淡、旺季的利润平滑也为净利润触底反弹做了贡献。二季度属于白酒行业传统淡季，但公司二季度实现收入35.47亿，超过一季度的收入水平（30.4亿），同时，二季度末预收账款为19.68亿，相比一季度末30.62亿减少10.94亿。可以推测，公司减少预收账款规模，用以补充淡季收入。公司这种平滑收入和利润的模式从2008年就已经开始了。尽管二季度末公司预收账款环比下降，但同比仍增加了13.11亿元（2.00%），显示公司销售情况依然乐观。

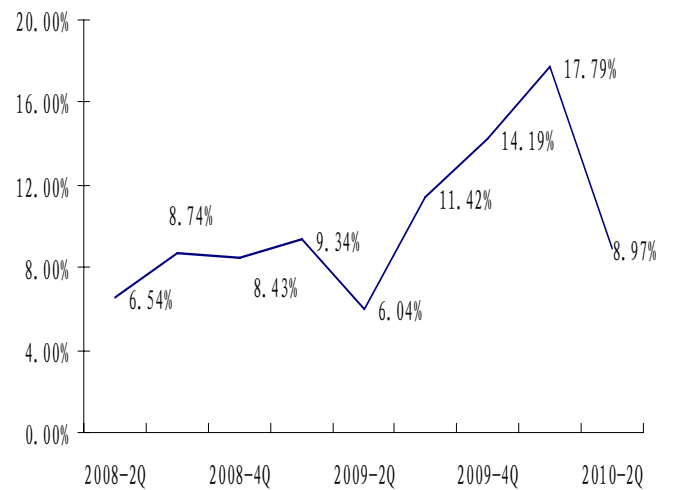
毛利率提高 1 个百分点至 91.36%。产品出厂价提高和高端产品比重提高是毛利率提升的主要原因。高度茅台在收入中占比也提高 3 个点至 85%，仍然充当收入增长的主力，而年初平均提价 13%也推动综合毛利率的提升。

Figure 3 分季度收入和净利润增长情况



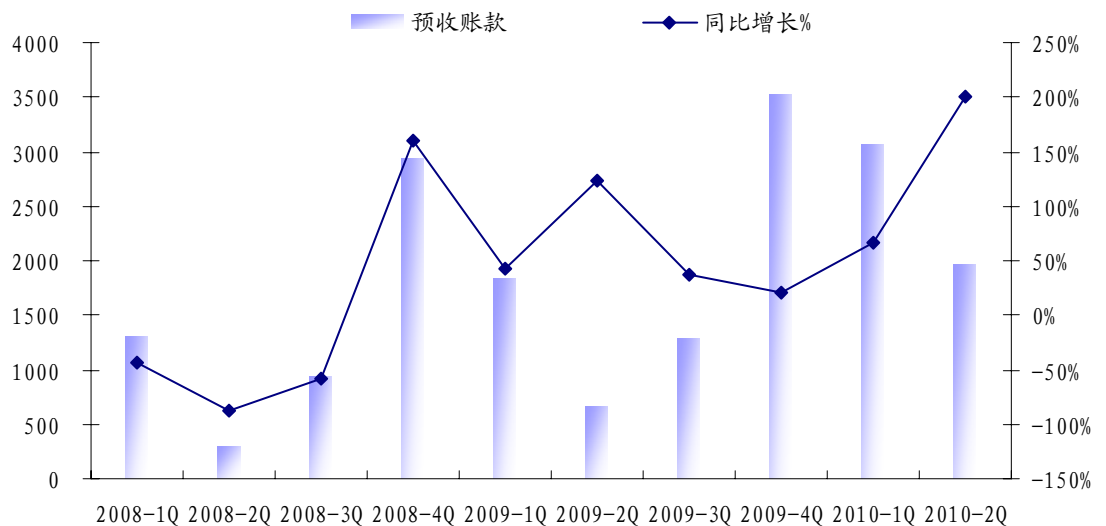
资料来源：WIND 资讯、世纪证券研究所

Figure 4 主营业务及附加比率



资料来源：WIND 资讯、世纪证券研究所

Figure 5 预收账款及同比增长率



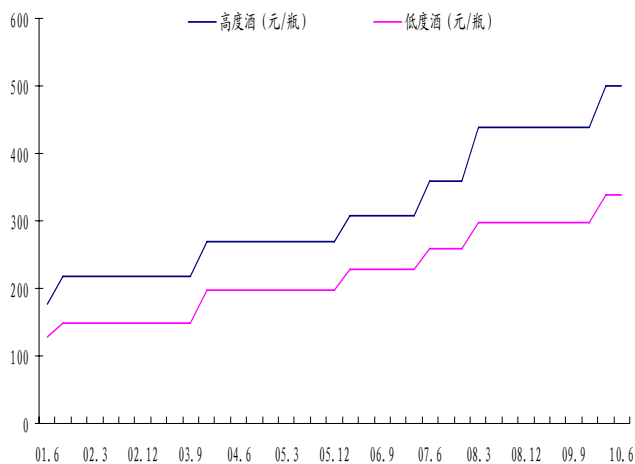
资料来源：WIND 资讯、世纪证券研究所

**未来产品价格仍有较大的提升空间**

年底提价预期强烈。7 月份以来，高端白酒淡季提价风潮再次席卷全国。

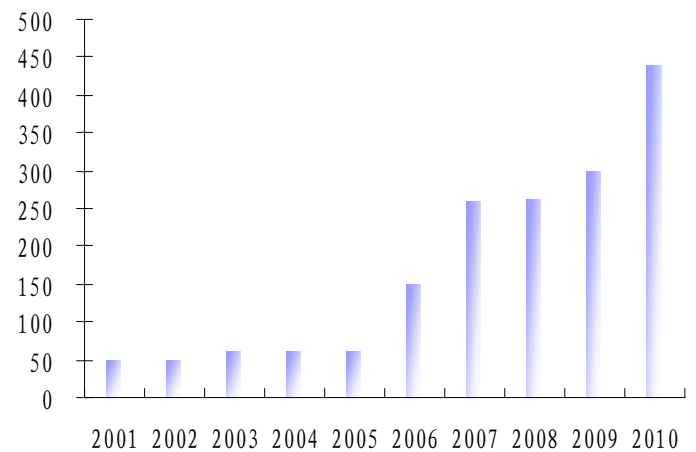
北京市场茅台价格从提价前的 898 元上涨到 988 元，上涨幅度达到 10.2%，广州市场终端平均价格超过 1000 元。茅台酒一批价已经涨到 800 元左右，较 6 月中旬上涨近 60 元。一批价与出厂价的价差高达 300 元，比五粮液高出近 200 元。茅台批发零售价持续上升、产品供不应求，为茅台酒出厂价的提价预留了较大空间，预计公司年底出厂价上调 100 元，即达到 600 元将不难实现。本轮涨价再次印证了旺季来临前，白酒市场平均可能会增长 10% 甚至更高的这一市场规律。

Figure 6 茅台酒的涨价历程



资料来源：糖酒快讯、世纪证券研究所

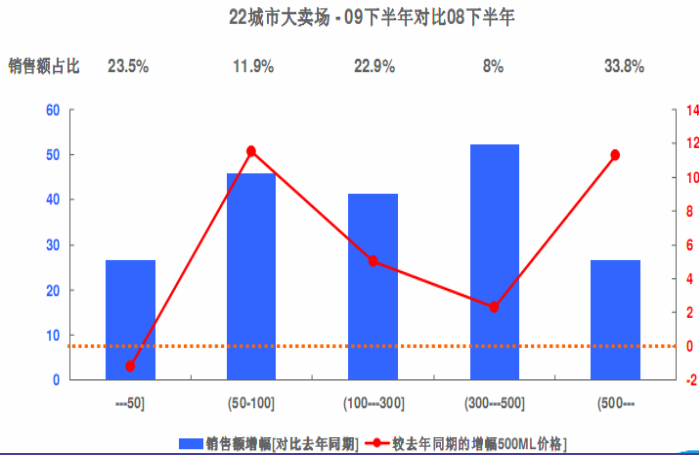
Figure 7 茅台历史终端价与出厂价价差 单位：元



资料来源：糖酒快讯、世纪证券研究所

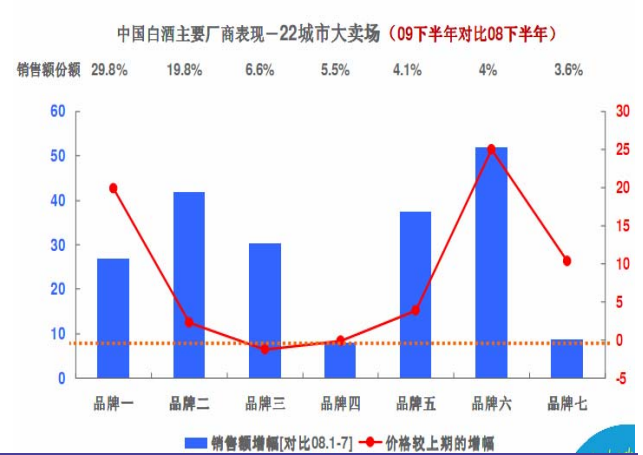
**白酒涨价趋势仍没有出现拐点。**尽管茅台酒经历了 10 年的涨价历程，但仍没有停止上涨的步伐。白酒涨价主要来自于五方面原因：名酒价值的回归；消费升级的带动；主动、被动的供需失衡；生产企业对产品结构、销售策略的调整与升级；产品成本的上升，包括生产成本、环保成本及税负的提高。从目前的经济背景来看，尽管支持行业全面涨价的基础并不牢固，但支持涨价的因素依然存在。尼尔森的卖场调查数据显示，09 年各价格段白酒均有不同程度上涨。白酒销售额的增长率与酒价涨幅并没有多少相关性，主要白酒品牌的销售额增长率并没有因涨价而下降，但不同品牌销售额的增长率相差较大。品牌企业如能更好地理解消费者、更好地市场运作，及可获得更大的市场份额。

Figure 8 22城市大卖场白酒价格及销售涨幅



资料来源：尼尔森消费者信心调查

Figure 9 前7大品牌销售额及价格涨幅



资料来源：尼尔森消费者信心调查

白酒产量将在 2011 年后持续放量

根据公司十一五万吨建设规划，即 2006 年-2010 年，公司每年投资建设 2000 吨酒的生产能力，即茅台酒一期一五期工程。从 2007 年—2011 年每年新增 2000 吨产能，预计第一批新增产能在 2011 年开始销售。

Figure 10 茅台酒“十一五”万吨建设项目规划

项目名称	建设期	投资额 (亿)	工程项目	预计新增收入 (亿)	预计新增利润总额 (亿)	预计销售年份
茅台酒一期工程	2006.1-12	10.50	新增年制酒产能 2000 吨、酒库 15 栋等	10.20	3.41	2011
茅台酒二期工程	2007.2-12	8.45	新增年制酒产能 2000 吨、制曲能力 2200 吨、酒库 15 栋等	10.10	3.30	2012
茅台酒三期工程	2008.1-12	7.00	新增年制酒产能 2000 吨、制曲能力 16500 吨等	11.06	4.34	2013
茅台酒四期工程	2009.1-12	14.60	新增年制酒产能 2000 吨	12.72	5.85	2014
茅台酒五期工程	2010.1-12	10.06	新增年制酒产能 2000 吨及酒糟生态处理技改项目	8.57	2.67	2015

资料来源：WIND 资讯、世纪证券研究所

考虑留存基酒供年份酒的生产以及挥发损耗等，按照留存 20%，损耗 5% 的比例来计算，也即年增 2000 吨酒 5 年后实际增产量大概在 1500 吨左右用作盘勾，并进一步勾兑成品。预计 10 年茅台酒总出厂量在 1 万吨，2012 年之后每年将递增 1500 吨左右。同时，考虑提价、陈年酒结构提升等因素，预计 2011-2013 年茅台的销售收入年均增长率可达到 25%。

## 盈利预测

由于公司产品毛利率提升、营业税金及附加比率下降，以及年底茅台酒可能适当放量，预计贵州茅台 2010 年、2011 年和 2012 年实现每股收益 5.94 元、7.11 元和 8.83 元。

Figure 11 主要产品预测

	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
53 度茅台酒					
销量 (吨)	6200	6500	7280	7800	8500
销售均价 (万元/吨)	75	80	92	101	111
销售收入 (百万元)	4650	5200	6698	7894	9462
毛利率 (%)	90.80	91.00	92.50	92.50	92.50
年份酒					
销量 (吨)	450	500.00	580.00	649.60	714.56
销售均价 (万元/吨)	400	480	624	718	861
销售收入 (百万元)	1800	2400	3619	4662	6153
毛利率 (%)	94.50	94.50	96.00	96.00	96.00
低度茅台					
销量 (吨)	2000	1800	2500	3000	3300
销售均价 (万元/吨)	53.60	56.50	62.2	68.4	75.2
销售收入 (百万元)	1072	1017	1554	2051	2482
毛利率 (%)	90.40	91.05	91.50	91.50	91.50
茅台系列酒					
销量 (吨)	5300	7000	7500	8000	9000
销售均价 (万元/吨)	9.00	10.80	11.88	12.24	12.60
销售收入 (百万元)	477.00	756.00	891.00	978.91	1134.31
毛利率 (%)	62.44	63.94	65.00	65.00	65.00
销售总收入 (百万元)	7999	9373	12762	15585	19231
均毛利率 (%)	799.66	950.57	1331.11	1592.06	1921.17

Figure 12 盈利预测

项目 (单位: 百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
一、营业利润					
营业收入	8242	9670	12762	15585	19231
减: 营业成本	800	951	1331	1331	1592

减: 营业税金及附加	682	941	1659	2260	2789
减: 营业费用	532	621	702	935	1154
减: 管理费用	941	1217	1404	1948	2404
减: 财务费用	-103	-134	-241	-343	-459
加: 投资净收益	0	0	0	0	0
加: 其他	0	0	0	0	0
<b>营业利润</b>	<b>5390</b>	<b>6076</b>	<b>7907</b>	<b>9454</b>	<b>11752</b>
<b>二、利润总额</b>					
加: 营业外收入	6	6	6	6	6
减: 营业外支出	11	1	5	3	4
加: 其他	0	0	0	0	0
<b>利润总额</b>	<b>5385</b>	<b>6081</b>	<b>7909</b>	<b>9456</b>	<b>11754</b>
<b>三、净利润</b>					
减: 所得税	1385	1528	1987	2376	2953
加: 未确认的投资损失	0	0	0	0	0
加: 其他	0	0	0	0	0
<b>净利润</b>	<b>4001</b>	<b>4553</b>	<b>5922</b>	<b>7081</b>	<b>8801</b>
<b>四、归属于母公司所有者净利润</b>					
减: 少数股东损益	201	240	313	374	465
加: 其他	0	0	0	0	0
<b>归属母公司净利润</b>	<b>3799</b>	<b>4312</b>	<b>5609</b>	<b>6707</b>	<b>8337</b>
<b>五、股利分配</b>					
总股本	944	944	944	944	944
<b>EPS(摊薄、元)</b>	<b>4.03</b>	<b>4.57</b>	<b>5.94</b>	<b>7.11</b>	<b>8.83</b>

资料来源: 公司年报、世纪证券研究所

### 估值与投资评级

预计贵州茅台 2010 年和 2011 年的每股收益为 5.94 元和 7.11 元, 对应的市盈率为 25.5 倍和 21.3 倍, 低于同行业可比公司的平均估值水平(10 年 28.08 倍、11 年 22.92 倍)。公司近两年的 PE 介于 19.08 倍和 38.16 倍之间, 目前估值处于中等水平。给予公司“买入”的投资评级。

### 风险提示:

- 1、茅台酒实际产量和价格若低于预期, 导致经营业绩低于预期。
- 2、抑制白酒消费或提高税收的政策出台, 导致经营业绩及股价的波动。

Figure 13 可比公司估值比较

代码	公司	EPS		PE		股价
		2010	2011	2010	2011	
000858	五粮液	1.25	1.56	24.02	19.24	30.02
000568	泸州老窖	1.43	1.75	24.13	19.71	34.50
600779	水井坊	0.83	0.88	25.34	23.90	21.03
600809	山西汾酒	1.41	1.90	38.83	28.82	54.75
000596	古井贡酒	1.10	1.64	50.35	33.77	55.38
	平均	1.23	1.52	28.08	22.92	35.08
600519	贵州茅台	5.94	7.11			

资料来源：公司年报、世纪证券研究所

---

---

**世纪证券投资评级标准:**

---

**股票投资评级**

---

买入: 相对沪深 300 指数涨幅 20%以上;

增持: 相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间;

中性: 相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间;

卖出: 相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

---

**行业投资评级**

---

强于大市: 相对沪深 300 指数涨幅 10%以上;

中性: 相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间;

弱于大市: 相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

---

本报告中的信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归世纪证券所有。

The report is based on public information. Whilst every effort has been made to ensure the accuracy of the information in this report, neither the CSCO nor the authors can guarantee such accuracy and completeness or reliability of the information contained herein. Furthermore, it is published solely for reference purposes and is not to be construed as a solicitation or an offer to buy or sell securities or related financial instruments. The CSCO and its employees do not accept responsibility for any losses or damages arising directly, or indirectly, from the use of this report. CSCO or its correlated institutions may hold and trade securities issued by the corporations mentioned in this report, and provide or try to provide investment banking services for those corporations as well. All rights reserved by CSCO.