

2010年10月29日

劉蒼
Liuhui@e-capital.com.cn
目標價(元) 200.00

公司基本資訊

產業別	食品飲料		
A 股價 (10/10/29)	163.15		
上證綜合指數 (10/10/29)	2978.84		
股價 12 個月高/低	175.6/125.1		
總發行股數 (百萬)	943.80		
A 股數 (百萬)	943.80		
A 市值 (億元)	1539.81		
主要股東	中國貴州茅臺酒廠有限責任公司 (61.76%)		
每股淨值 (元)	18.57		
股價/帳面淨值	8.79		
	一個月	三個月	一年
股價漲跌 (%)	-2.40	17.02	5.32

近期評等

出刊日期	前日收盤	評等
2010-08-12	147.85	中性

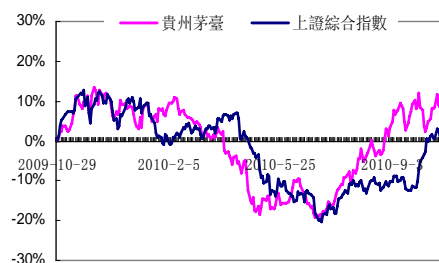
產品組合

高度茅臺酒	84.27%
低度茅臺酒	9.63%
系列酒	6.10%

機構投資者占流通 A 股比例

QFII	0.56%
保險公司	0.84%
基金	15.1%
券商集合理財	0.03%
一般法人	65.01%

股價相對大盤走勢



貴州茅臺(600519.SH)

Buy 買入

未來出廠價提高，產能逐漸釋放，有望提升業績

結論與建議：

2010年1-3Q 淨利潤同比增長 10%，在巨大價差的背景下，預計年底公司出廠價有望上調 10%。同時“十一五”期間建設的產能逐漸釋放，將提高公司業績。目前股價對應的 2010、2011 年 PE 分別為 30.15 倍和 22.86 倍，給予買入的投資建議。

- 2010年1-3Q 公司實現營業收入 93.28 億元，同比增長 19.47%；實現歸屬於上市股東的淨利潤 41.74 億元，同比增長 10.23%，實現每股收益 4.42 元，基本符合我們的預期。
- 雖然由於國家稅務總局調整消費稅計稅價格後，公司 1-3Q 營業稅金同比增加 109%，拉低了公司的利潤增幅。但是 3Q 的預收賬款達到 32.6 億元，比 2Q 增加 13 億元，占 3Q 單季營收的 47%。
- 目前 53 度茅臺在全國部分市場的零售價已經突破 1000 元/瓶，與 499 元/瓶的出廠價相比差距較大，雖然產能的陸續釋放成為公司暫緩提高出廠價的原因之一，但是在巨大價差的背景下，預計 2010 年底有望上調出廠價 10% 左右。
- 同時公司決定投資 6.87 億元，實施“十二五”萬噸茅臺酒工程第一期（2011 年）新增 2600 噸茅臺酒生產能力，而公司“十一五”時期建設的 5000 噸新增產能都已進入釋放期，預計 2011 年的產能供應將提高 10% 左右。
- 我們認為從中長期來看銷售量的增長是公司未來業績增長的基礎，隨著中國經濟增長模式的轉變，高端白酒將進入穩步增長的階段，而公司高端白酒第一品牌的地位難以撼動，在價穩量升的背景下，公司產能的逐漸釋放將成為推動公司業績的主要力量。
- 考慮到公司會通過預收賬款、收入確認、銷售管理費用確認等財務方法平滑公司業績增長，預計 2010-11 年業績增速將比較平穩。
- 預計 2010、2011 年將分別實現淨利潤 51.21 億元和 63.31 億元，同比分別增長 18.74% 和 23.64%，EPS 分別為 5.426 元和 6.708 元。目前股價對應的 PE 分別為 30.07 倍和 24.32 倍，給予買入的投資建議。

..... 接續下頁

年度截止 12 月 31 日		2007	2008	2009	2010F	2011F
純利 (Net profit)	RMB 百萬元	2831	3799	4312	5121	6331
同比增減	%	83.25%	34.22%	13.50%	18.74%	23.64%
每股盈餘 (EPS)	RMB 元	2.999	4.026	4.569	5.426	6.708
同比增減	%	83.25%	34.22%	13.50%	18.74%	23.64%
A 股市盈率(P/E)	X	54.39	40.53	35.71	30.07	24.32
股利 (DPS)	RMB 元	0.836	1.156	1.5	1.8	1.8
股息率 (Yield)	%	0.51%	0.71%	0.92%	1.10%	1.10%

預期報酬(Expected Return; ER)為準, 說明如下:

強力買入 StrongBuy (ER \geq 30%); 買入 Buy (30% > ER \geq 10%)

中性 Neutral (10% > ER > -10%)

賣出 Sell (-30% < ER \leq -10%); 強力賣出 Strong Sell (ER \leq -30%)

附一: 合并損益表

百萬元	2007	2008	2009	2010F	2011F
營業收入	7237	8242	9670	11817	14949
經營成本	872	800	951	1064	1345
營業稅金及附加	604	682	941	1654	2108
銷售費用	560	532	621	1064	1345
管理費用	723	941	1217	1064	1495
財務費用	-45	-103	-134	-135	-135
資產減值損失	-1	0	0	0	0
投資收益	2	1	1	5	3
營業利潤	4525	5390	6076	7107	8790
營業外收入	3	6	6	0	0
營業外支出	6	11	1	0	0
利潤總額	4522	5385	6081	7112	8793
所得稅	1556	1385	1528	1778	2198
少數股東損益	135	201	240	213	264
歸屬於母公司所有者的淨利潤	2831	3799	4312	5121	6331

附二: 合并資產負債表

百萬元	2007	2008	2009	2010F	2011F
貨幣資金	4723	8094	9743	12414	16197
應收賬款	154	947	1605	919	920
存貨	2305	3115	4192	4731	5001
流動資產合計	7272	12241	15656	18164	22218
長期股權投資	62	46	14	63	64
固定資產	2833	2835	3388	3781	4061
非流動資產合計	3210	3513	4114	4442	4723
資產總計	10481	15754	19770	26449	31065
流動負債合計	2113	4251	5108	7527	7348
非流動負債合計	0	0	10	0	1
負債合計	2113	4251	5118	7527	7349
少數股東權益	135	259	186	354	515
股東權益合計	8234	11245	14466	18569	23201
負債及股東權益合計	10481	15754	19770	26449	31065

附三: 合并現金流量表

百萬元	2007	2008	2009	2010F	2011F
經營活動產生的現金流量淨額	1743	5247	4224	4980	6062
投資活動產生的現金流量淨額	(789)	(993)	(1335)	(893)	(580)
籌資活動產生的現金流量淨額	(705)	(884)	(1235)	(1416)	(1699)
現金及現金等價物淨增加額	248	3371	1654	2671	3783

此份報告由群益證券(香港)有限公司編寫, 群益證券(香港)有限公司的投資和由群益證券(香港)有限公司提供的投資服務, 不是個人客戶而設。此份報告不能複製或再分發或印刷報告之全部或部份內容以作任何用途。群益證券(香港)有限公司相信用以編寫此份報告之資料可靠, 但此報告之資料沒有被獨立核實審計。群益證券(香港)有限公司, 不對此報告之準確性及完整性作任何保證, 或代表或作出任何書面保證, 而且不會對此報告之準確性及完整性負任何責任或義務。群益證券(香港)有限公司, 及其分公司及其聯營公司或許在閣下收到此份報告前使用或根據此份報告之資料或研究推薦作出任何行動。群益證券(香港)有限公司及其任何之一位董事或其代表或僱員不會對使用此份報告後招致之任何損失負任何責任。此份報告內容和意見可能會或會在沒有事前通知前變更。群益證券(香港)有限公司及其任何之一位董事或其代表或僱員或會對此份報告內描述之證券時意見或立場, 或會買入, 沽出或提供銷售或出價此份報告內描述之證券。群益證券(香港)有限公司及其分公司及其聯營公司可能以其戶口, 或代他人之戶口買賣此份報告內描述之證券。此份報告, 不是用作推銷或促使客人交易此報告內所提及之證券。