

食品饮料行业

报告原因：年报点评

2011年3月21日

市场数据：2011年3月20日

收盘价(元)	191.15
一年内最高/最低(元)	222.0/124.6
市净率	9.8
市盈率(2010)	35.7
流通A股市值(百万元)	180,407

基础数据：2010年12月31日

每股收益(元)	5.35
营业收入(百万元)	11,633.3
净利润(百万元)	5,051.2
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: S0760511010012

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)

2011 提价放量, 2015 目标 260 亿

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
2010A	11,633	20.3	5,051	17.1	5.35	45.9	28.8	35.7
2011E	15,613	34.2	6,923	37.1	7.34	47.0	28.3	26.1
2012E	19,318	23.7	8,719	25.9	9.24	47.9	26.3	20.7
2013E	23,931	23.9	10,812	24.0	11.46	48.0	24.6	16.7

注: “市盈率”是指目前股价除以各年业绩

投资要点:

● **业绩略低于预期。**2010 年公司共生产茅台酒及系列产品 32,611.75 吨, 同比增长 11.42%; 实现营业收入 1,163,328.37 万元, 净利润 505,119.42 万元, 同比分别比上年同期增长 20.3%和 17.13%; 每股收益 5.35 元; 每 10 股派送红股 1 股、每 10 股派发现金红利 23 元(含税)。

● **预收账款再创新高, 高度茅台酒增长最快。**在销售先款后货、产品供不应求的背景下, 公司预收账款余额再创新高, 一举达到 47.39 亿元, 比上年同期增加 12.2 亿元, 其中仅四季度即新增预收账款 14.8 亿元。预收账款的高企为公司 2011 年的业绩增长奠定了坚实基础。各产品系列中以高度茅台酒增长最为显著, 增速高达 24.5%, 远高于公司整体增长水平, 未来预计在提价和放量两方面因素推动下高度茅台的这一增长势头将持续。

● **消费税调整阻碍盈利能力提升, 所幸相关影响正逐步削减。**由于公司产品结构倾向高端, 2009 年实施的消费税调整对公司产生了较大影响, 2010 年公司营业税金及附加与营业收入之比上升至 13.56%, 比上年提高 3.83 个百分点, 使得公司的利润增速明显落后于收入增速。不过, 四季度这一情况已有所改善, 当季营业税金及附加与营业收入之比已恢复至 7.25%, 消费税影响的逐步消除将推动公司利润增速逐步回升至正常水平。

● **“十二五”收入目标 260 亿, 目标相对保守。**公司随年报公告了“十二五”时期的发展规划和目标: 到 2015 年, 力争茅台酒生产达到 4 万吨以上, 同时销售收入突破 260 亿元(含税)。以 2010 年销售收入 116 亿元计算, 未来 5 年年复合增长率约为 13.82%, 可以说目标相对保守, 业绩超预期概率较高。

● **投资建议:**2011 年公司将进入提价放量的黄金期, 业绩增长仍可期待, 我们预计公司 2010-2012 年 EPS 分别为 7.34、9.24、11.46 元, 对应动态市盈率分别为 26.1、20.7、16.7 倍, 维持“增持”评级。

表 1：贵州茅台单季利润表

单位：百万元	08Q4	09Q1	09Q2	09Q3	09Q4	10Q1	10Q2	10Q3	10Q4	同比变化
一、营业总收入	1,755	2,513	3,033	2,261	1,863	3,040	3,547	2,740	2,306	23.78
营业收入	1,755	2,513	3,033	2,261	1,863	3,040	3,547	2,740	2,306	23.78
二、营业总成本	776	808	834	860	1,093	1,244	962	1,224	1,042	(4.67)
营业成本	185	251	280	212	207	295	274	252	232	11.65
营业税金及附加	148	235	183	258	264	541	318	551	167	(36.77)
销售费用	77	181	135	124	182	145	170	168	194	6.79
管理费用	405	223	241	269	484	310	251	290	495	2.23
财务费用	-40	-81	-6	-3	-43	-46	-54	-38	-39	(9.17)
资产减值损失	2	0	0	0	-1	0	3	0	-6	
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	979	1,705	2,200	1,401	770	1,796	2,585	1,517	1,263	64.17
加：营业外收入	4	1	1	-1	6	0	0	2	3	(42.02)
减：营业外支出	2	1	0	0	0	3	1	0	0	
五、利润总额	981	1,705	2,201	1,400	775	1,793	2,585	1,518	1,267	63.40
减：所得税	285	426	551	349	202	448	655	382	338	67.25
六、净利润	697	1,279	1,650	1,051	573	1,344	1,930	1,137	929	62.04
减：少数股东损益	42	62	77	54	48	79	96	62	52	8.48
归属于母公司所有者净利润	655	1,217	1,573	997	525	1,266	1,834	1,074	877	66.89
七、每股收益：	0.69	1.29	1.67	1.06	0.56	1.34	1.94	1.14	0.93	66.89
收入增长率(%)	-36.84	26.04	15.51	21.13	6.13	20.99	16.94	21.19	23.78	17.64
毛利率(%)	89.47	89.99	90.76	90.64	88.86	90.28	92.28	90.80	89.95	1.09
营业利润率(%)	55.78	67.85	72.53	61.96	41.31	59.07	72.88	55.35	54.79	13.48
净利率(%)	39.69	50.90	54.39	46.48	30.77	44.22	54.41	41.47	40.28	9.51
销售费用率(%)	4.39	7.19	4.45	5.49	9.75	4.76	4.79	6.12	8.41	(1.34)
管理费用率(%)	23.08	8.86	7.96	11.91	25.98	10.19	7.08	10.60	21.46	(4.52)
归属于母公司净利润增长率(%)	-47.21	39.35	15.16	10.11	-19.74	4.00	16.58	7.80	66.89	86.63

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	2010	2011E	2012E	2013E
一、营业总收入	11,633.28	15,613.34	19,318.13	23,930.98
营业收入	11,633.28	15,613.34	19,318.13	23,930.98
二、营业总成本	4,472.85	5,833.42	6,975.74	8,626.12
营业成本	1,052.93	1,368.01	1,643.94	2,021.17
营业税金及附加	1,577.01	1,717.47	1,931.81	2,393.10
销售费用	676.53	999.25	1,236.36	1,531.58
管理费用	1,346.01	1,967.28	2,434.08	3,015.30
财务费用	-176.58	-218.59	-270.45	-335.03
资产减值损失	-3.07	0.00	0.00	0.00
三、其他经营收益	0.47	1.00	1.00	1.00
投资净收益	0.47	1.00	1.00	1.00
四、营业利润	7,160.91	9,780.92	12,343.39	15,305.86
加：营业外收入	5.31	4.00	4.00	4.00
减：营业外支出	3.80	6.00	6.00	6.00
五、利润总额	7,162.42	9,778.92	12,341.39	15,303.86
减：所得税	1,822.66	2,444.73	3,085.35	3,825.96
六、净利润	5,339.76	7,334.19	9,256.04	11,477.89
减：少数股东损益	288.57	410.71	536.85	665.72
归属于母公司所有者的净利润	5,051.19	6,923.47	8,719.19	10,812.18
七、每股收益：	5.35	7.34	9.24	11.46
净利润增长率(%)	17.13	37.07	25.94	24.00

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：

山西证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。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。