



# 貴州茅臺 (600519.SH)

## A/H 股投資評等及目標價

A 股	買進
	600519.SH 目標價:218RMB
H 股	

### 基本資料

股票信息	H股	A股
目前股價		185.75
股票代碼		600519.SH
日成交量		2788800
52周最高價/最低價		222/125
發行股數(百萬股)		943.8
其中：流通股(百萬股)		943.8
第一大股東	中國貴州茅臺酒廠有限責任公司	

最近估值走勢	1-w	1-m	3-m	YTD
600519.SH	-3.5%	-2.1%	2.8%	-1.7%
000001.SH	-0.9%	-2.3%	-1.6%	-2.4%

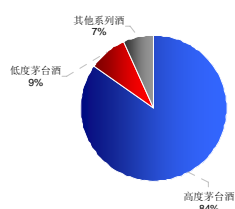
資料來源：元富上海

### 股價相對大盤表現



資料來源：元富上海

### 主營產品結構圖



資料來源：元富上海

### 元富上海代表處

分析師：劉偉  
電郵：liuwei.sh@masterlink-cn.com

## 量價齊升將能保證 2011 年業績穩定增長

- 2010年實現淨利潤同比增長17.13%，每股收益5.35元，略低於我們的預期。2010年全年公司實現營收116.33億元，同比增長20.3%；實現歸屬於母公司淨利潤50.51億元，同比增長17.13%；實現每股收益5.35元。其中四季度單季營收為23.05億元，同比增長23.78%；淨利潤8.8億元，同比增長66.89%。
- 高度茅臺酒仍然是拉動營收增長的主力，同比增長24.49%。公司2010年高度茅臺酒實現營收98.38億元，同比增長24.49%，占總營收比重84.6%，是推動營收增長的主要動力；低度茅臺酒同比下降0.25%；其他系列酒同比增長3.98%。2011年營收結構變化不大，高度茅臺酒仍有提價預期。毛利率方面，主營毛利率同比增0.78%，未來提升趨勢延續。
- 營業稅金率提升幅度高於期間費用率下降幅度，侵蝕部分利潤。公司2010年營業稅金率為13.6%，較2009年同期提高3.8個百分點；其銷售費用率下降0.6個百分點；管理費用率下降1.02個百分點，但是由於該部分下降幅度難以抵消營業稅金的提升，因此淨利潤同比增速低於營業收入的增速，僅有17.13%。
- 量價齊升將能保證2011年業績穩定增長。公司“十二五”期間的目標是：到2015年，茅臺酒生產達到4萬噸以上，銷售收入突破260億元（含稅）。公司於2011年1月1日起上調產品出廠價格，平均上調幅度為20%，同時公司銷量維持在10%左右的增長，但難以改變供不應求的狀態，2011年下半年仍有提價的預期，業績增長明確。公司2011年至少能保證30%的營收增長，鑒於實際狀況，我們下調公司2011年EPS至7.26元，給予2011年PE為30倍，目標價為217.8元，維持“買進”評級。

### 主要財務分析

	2007	2008	2009	2010	2011 (F)
主營業務收入	7,237.43	8,241.69	9,670.00	11,633.28	15,501.76
年增率 (%)	47.60%	13.88%	17.33%	20.30%	33.25%
主營業務利潤	4,523.53	5,389.06	6,074.31	7,160.44	9,742.77
年增率 (%)	82.01%	19.13%	12.72%	17.88%	36.06%
淨利潤	2,830.83	3,799.48	4,312.45	5,051.19	6,848.24
年增率 (%)	83.25%	34.22%	13.50%	17.13%	35.58%
每股收益	3.00	4.03	4.57	5.35	7.26
市盈率 (倍)	76.67	26.97	37.16	34.38	25.60
市淨率 (倍)	25.94	8.92	10.94	9.36	7.16
股價/經營現金	1,054.98	31.38	105.73	58.47	50.65
ROA (%)	28.30%	25.39%	23.03%	20.87%	22.99%
ROE (%)	35.44%	34.78%	31.07%	28.79%	29.54%
現金股利率	0.33%	0.86%	0.77%	0.74%	1.08%

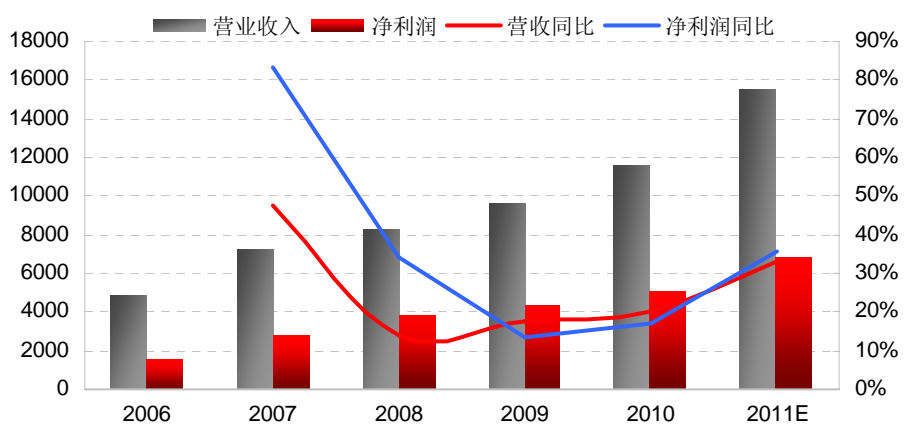
資料來源：元富上海



2010年實現淨利潤同比增長17.13%，每股收益5.35元，略低於我們的預期

公司2010年1-12月，實現營業收入116.33億元，同比增長20.35；實現營業利潤71.61億元，同比增長17.86%；實現歸屬於母公司淨利潤50.51億元，同比增長17.13%，實現每股收益5.35元，略低於我們的預期5.61元。其中四季度單季實現營收23.05億元，同比增長23.78%；實現歸屬於母公司所有者淨利潤8.8億元，同比增長66.89%。同時公司擬定向全體股東進行每10股送1股派現23元，此配送方案甚是慷慨，如果利潤分配預案提交股東會議審議通過後，公司總股本將由94,380萬股增加到103,818萬股。我們預估2011年全年公司將實現營收155.01億元，同比增長33.25%；歸屬於母公司淨利潤為68.5億元，同比增長35.58%。

貴州茅臺近幾年營收及淨利潤增長狀況

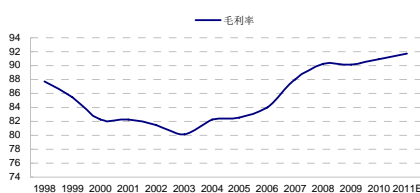


資料來源：元富上海

高度茅臺酒仍然是拉動營收增長的主力，同比增長24.49%

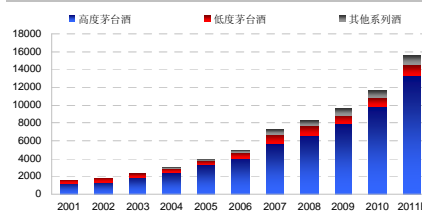
公司2010年高度茅臺酒實現營收98.38億元，同比增長24.49%，占總營收比重84.6%，是推動營收增長的主要動力；低度茅臺酒實現營收為10.1億元，同比下降0.25%，占營收比重為8.7%；其他系列酒實現營收為7.8億元，同比增長3.98%，占營收比重為6.7%。2011年營收結構變化不大，我們預估公司2011年高度茅臺酒將實現營收132.4億元，同比增長34.8%；低度茅臺酒實現營收為12.9億元，同比增長27.5%；其他系列酒實現營收為9.8億元，同比增長23.4%。在毛利率方面，公司主營毛利率為90.95%，同比增0.78%，主要原因是2010年初公司提價13.7%導致，而在2011年初提價24%的前提下，毛利率提升趨勢仍將延續，我們預估2011年綜合毛利率為91.8%。

貴州茅臺綜合毛利率走勢



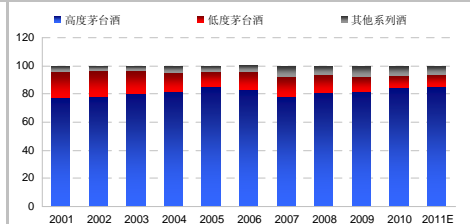
資料來源：元富上海

高度、低度及系列酒營收增長狀況



資料來源：元富上海

高度、低度及系列酒營收占比狀況



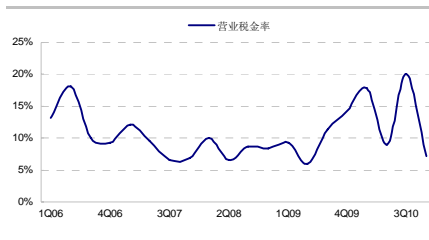
資料來源：元富上海



**營業稅金率提升幅度高於期間費用率下降幅度，侵蝕部分利潤**

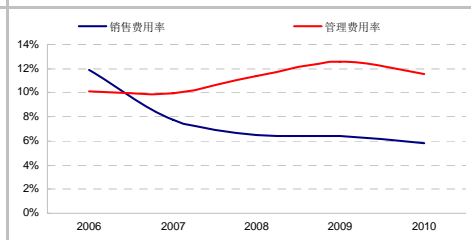
公司2010年營業稅金率為13.6%，較2009年同期提高3.8個百分點，主要原因是消費稅基數提升所導致，但我們認為未來繼續大幅提升的可能性不大，預估2011年該營業稅金率將繼續維持在13%左右；其銷售費用率下降0.6個百分點；管理費用率下降1.02個百分點，但是由於該部分下降程度難以抵消營業稅金的提升，因此淨利潤同比增速低於營業收入的增速，僅有17.13%。

公司營業稅金率（季度）



資料來源：元富上海

公司銷售費用率和管理費用率下降

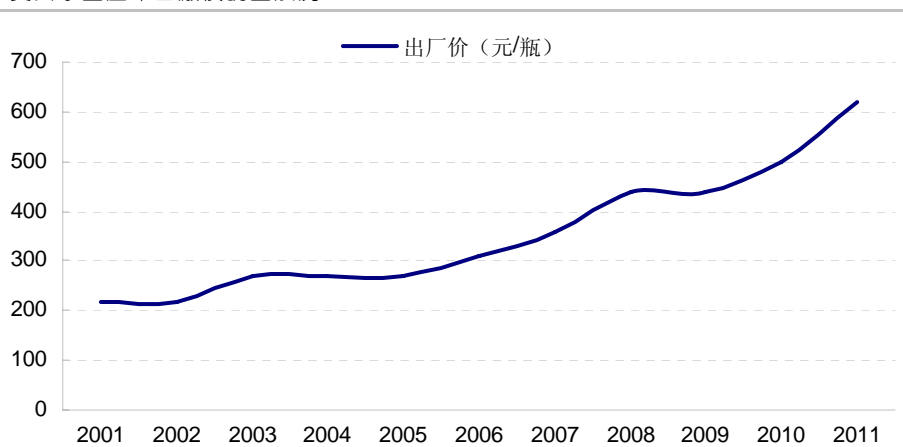


資料來源：元富上海

**量價齊升將能保證2011年業績穩定增長**

公司年報中顯示，“十二五”期間公司發展的戰略目標和規劃是：到2015年，茅臺酒生產達到4萬噸，銷售收入突破260億元(含稅)，年複合增長率為17.5%。2011年開始公司計畫投入約25億元實施“十二五”萬噸茅臺酒規劃發展的征地區工作和二期技改專案、實施迴圈經濟第二期專案的建設、土地資源儲備、公司生態環境的整治及其他相關專案，另外公司於2011年1月1日開始上調茅臺酒出廠價，平均上調幅度為20%，同時公司銷量每年基本保持10%左右的增長，因此能保證2011年營收增長至少30%，鑒於實際情況，我們調整2011年全年營收至155.01億元，同比增長33.25%；實現歸屬於母公司淨利潤68.5億元，同比增長35.58%，2011年EPS為7.26元，給予2011年PE為30倍，目標價為217.8元，維持“買進”評級。

貴州茅臺歷年出廠價調整狀況



資料來源：元富上海



損益表

百萬元

	1Q10	2Q10	3Q10	4Q10	1Q11(F)	2Q11(F)	3Q11(F)	4Q11(F)	2008	2009	2010	2011(F)
營業收入	3,040	3,547	2,740	2,306	4,113	4,788	3,537	3,063	8,242	9,670	11,633	15,502
營業成本	295	274	252	232	329	355	304	287	800	951	1,053	1,276
營業毛利	2,745	3,274	2,488	2,074	3,784	4,433	3,233	2,776	7,442	8,719	10,580	14,226
營業費用	949	689	972	811	1,224	1,031	1,051	1,177	2,053	2,645	3,420	4,483
<b>營業利潤</b>	<b>1,796</b>	<b>2,585</b>	<b>1,517</b>	<b>1,263</b>	<b>2,559</b>	<b>3,402</b>	<b>2,182</b>	<b>1,600</b>	<b>5,389</b>	<b>6,074</b>	<b>7,160</b>	<b>9,743</b>
營業外收入	0	1	2	3	2	2	2	1	8	7	6	6
營業外支出	3	1	0	0	0	0	0	0	11	1	4	2
<b>利潤總額</b>	<b>1,793</b>	<b>2,585</b>	<b>1,518</b>	<b>1,267</b>	<b>2,560</b>	<b>3,403</b>	<b>2,183</b>	<b>1,601</b>	<b>5,385</b>	<b>6,081</b>	<b>7,162</b>	<b>9,747</b>
所得稅	448	655	382	338	653	885	552	426	1,385	1,528	1,823	2,516
少數股東損益	79	96	62	52	113	121	86	63	201	240	289	383
歸屬母公司淨利潤	1,266	1,834	1,074	877	1,795	2,397	1,544	1,111	3,799	4,312	5,051	6,848
<b>每股收益</b>	<b>1.34</b>	<b>1.94</b>	<b>1.14</b>	<b>0.93</b>	<b>1.90</b>	<b>2.54</b>	<b>1.64</b>	<b>1.18</b>	<b>4.03</b>	<b>4.57</b>	<b>5.35</b>	<b>7.26</b>
QoQ/YoY(%)	1Q10	2Q10	3Q10	4Q10	1Q11(F)	2Q11(F)	3Q11(F)	4Q11(F)	2008	2,009	2,010	2011(F)
營業收入	63.19	16.69	(22.75)	(15.86)	78.39	16.41	(26.13)	(13.39)	13.88	17.33	20.30	33.25
營業利潤	133.40	43.96	(41.33)	(16.70)	102.59	32.92	(35.86)	(26.69)	19.13	12.72	17.88	36.06
利潤總額	131.27	44.17	(41.26)	(16.57)	102.15	32.90	(35.84)	(26.68)	19.09	12.91	17.79	36.09
歸屬母公司淨利潤	140.85	44.91	(41.42)	(18.37)	104.67	33.55	(35.57)	(28.04)	34.22	13.50	17.13	35.58
各項比率	1Q10	2Q10	3Q10	4Q10	1Q11(F)	2Q11(F)	3Q11(F)	4Q11(F)	2008	2,009	2,010	2011(F)
毛利率	90.28	92.28	90.80	89.95	91.99	92.58	91.40	90.63	90.30	90.17	90.95	91.77
營業利潤率	59.07	72.87	55.35	54.79	62.22	71.05	61.69	52.22	65.39	62.82	61.55	62.85
總利潤率	58.97	72.86	55.40	54.93	62.25	71.07	61.73	52.25	65.34	62.88	61.57	62.88
歸屬母公司淨利率	41.63	51.70	39.21	38.04	43.64	50.07	43.67	36.28	46.10	44.60	43.42	44.18

資料來源：元富上海

資產負債表

百萬元

現金流量表

百萬元

Year-end Dec. 31	2008	2009	2010	2011(F)	Year-end Dec. 31	2008	2009	2010	2011(F)
貨幣資產	8,094	9,743	12,888	16,350	淨利潤	4,001	4,553	5,340	7,232
短期投資	0	0	0	0	折舊與攤銷	165	208	286	290
應收帳款	205	402	206	517	投資收入	(1)	(1)	(0)	0
存貨	3,115	4,192	5,574	6,379	營運資金變化	1,102	(620)	456	(1,159)
其他流動資產	827	1,301	1,632	1,572	其他	(120)	(49)	(55)	(2)
流動資產	12,241	15,639	20,300	24,817	<b>來自營運之現金流量</b>	<b>5,146</b>	<b>4,090</b>	<b>6,025</b>	<b>6,360</b>
長期投資	4	4	4	5	資本支出	1,011	1,357	1,732	1,600
固定資產	2,190	3,169	4,192	5,502	長投增減	21	25	17	16
其他資產	1,319	958	1,091	1,130	其他	(3)	(8)	(48)	(15)
<b>總資產</b>	<b>15,754</b>	<b>19,770</b>	<b>25,588</b>	<b>31,454</b>	<b>來自投資之現金流量</b>	<b>(993)</b>	<b>(1,340)</b>	<b>(1,763)</b>	<b>(1,599)</b>
短期借款	0	0	0	0	自由現金流量	4,153	2,751	4,262	4,761
應付帳款	121	139	232	188	借款增(減)	1	0	0	0
其他流動負債	4,129	4,969	6,796	6,785	現金股利支出	885	1,235	1,293	1,300
流動負債	4,251	5,108	7,028	6,973	其他	0	0	0	0
長期負債	0	0	0	0	<b>來自融資之現金流量</b>	<b>(884)</b>	<b>(1,235)</b>	<b>(1,293)</b>	<b>(1,300)</b>
其他長期負債	0	10	10	0	匯率調整	0	0	0	0
<b>總負債</b>	<b>4,251</b>	<b>5,118</b>	<b>7,038</b>	<b>6,973</b>	<b>本期產生之現金流量</b>	<b>3,269</b>	<b>1,516</b>	<b>2,969</b>	<b>3,461</b>
普通股股本	944	944	944	944	<b>Ratio Analysis</b>				
資本公積金	1,375	1,375	1,375	1,375	Year-end Dec. 31	2008	2009	2010	2011(F)
累計留存收益	8,926	12,147	16,080	21,628	ROA(%)	25.39%	23.03%	20.87%	22.99%
少數股權	259	186	151	534	ROE(%)	34.78%	31.07%	28.79%	29.54%
<b>股東權益</b>	<b>11,503</b>	<b>14,652</b>	<b>18,549</b>	<b>24,481</b>	ROCE(%)	423.90%	482.40%	565.77%	766.22%

資料來源：元富上海

公司評級	定義	產業評級	定義	免責宣言
強力買進	預計公司股價在未來六個月內漲幅大於 50%	正向	行業將超越行業指數表現 20%以上	本報告僅供元富投顧內部同仁及客戶參考，所載資料乃秉持誠信原則所提供，並取自相信為可靠及準確之資料來源。未經元富證券(香港)上海代表處事先書面明文批准，不得更改或以任何方式傳送、複印或派發此報告的材料、內容或其複印本予任何其他人。本公司已力求本刊內容之正確，惟純屬研究僅供參考，本公司不負任何法律責任；使用本資訊，投資人宜審慎考量投資風險。
買進	預計公司股價在未來六個月內漲幅達 15-50%	中性	行業符合行業指數	
持有	預計公司股價在未來六個月內漲幅正負 15%內	負向	行業將低於行業指數表現達 20%以上	
賣出	預計公司股價在未來六個月內跌幅大於 15%			