

分析师：赵大晖

执业证书编号：S0050200010079

Tel: 010-59355902

Email: zhaodh@chinans.com.cn

地址：北京市金融大街5号新盛大厦7层(100140)



贵州茅台(600519.SH)

盈利低于预期 期待一季报“见喜”

投资要点

公司于昨日发布年报，2010年实现营业收入、利润总额和归属于上市公司股东的净利润为116.33亿元、71.62亿元和50.51亿元，同比增长19.47%、11.13%和10.23%，EPS5.35元。

●公司业绩低于我们的预期，母公司营业成本比合并报表营业成本高出1.22亿元，**如果将该部分确认为利润，那么将增加净利润7.16亿元，每股EPS增加0.70元以上。**

●利润增速低于收入增速的主要原因是消费税率的上升。2010年销售费用率、管理费用率分别下降了0.6个百分点和1个百分点，但营业税金及附加占比上升了3.9个百分点。

●2005年以来首次扩股，董事会建议的分配方案为每10股送1股派23元。扩股将稀释股份、拉低股价、提高市场流动性，也显示了公司对高股价的关注度有所降低。

●预收账款再创新高。截止到2010年底，公司预收账款达到47.38亿元，即使提出母公司与合并报表的成本差部分(12.2元)，其数额(35.18亿元)也是历史新高。

●一季报业绩应该比较“亮丽”。提价、放量以及元旦、春节两节的间隔时间较长，都为一季度业绩“见喜”提供了支撑。

●预计2011年、2012年和2013年摊薄后的EPS分别为7.49元、9.70元和12.56元，对应的动态市盈率分别为23.20倍、17.92倍和13.84倍，估值偏低，调高评级至“推荐”。

食品饮料

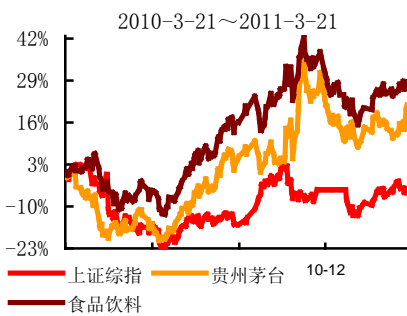
投资评级

本次评级：	推荐
跟踪评级：	调高
目标价格：	

市场数据

市价(元)	191.15
上市的流通A股(亿股)	9.44
总股本(亿股)	9.44
52周股价最高最低(元)	124.56-222.0
上证指数/深证成指	2906.89/12721.99
2010年股息率	0.83%

52周相对市场表现



相关研究

公司财务数据及预测

项目	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	682.96	990.30	1386.42	1940.99
增长率(%)	26.22	45.00	40.00	40.00
归属于母公司所有者的净利润(百万元)	122.97	231.58	313.85	452.98
增长率(%)	39.23	88.33	35.52	44.33
毛利率(%)	25.66	28.20	28.01	28.11
净资产收益率(%)	7.81	13.26	15.23	18.02
EPS(元)	1.13	0.87	1.18	1.70
P/E(倍)	61.97	32.80	24.28	16.79
P/B(倍)	0.00	4.37	3.70	3.03

来源：公司年报、民族证券

附录：财务预测表
资产负债表

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	20300	30173	42005	57386
现金	12888	21735	32396	46580
应收账款	206	299	373	467
其它应收款	102	148	194	243
预付账款	1530	1714	1932	2152
存货	5574	6268	7093	7931
其他	0	10	16	12
非流动资产	5287	6010	6826	7665
长期投资	64	64	64	64
固定及无形资产	4926	5519	6221	6931
商誉	297	427	540	670
其他	25588	36183	48831	65050
资产总计	6710	9079	11078	13509
流动负债	0	0	0	0
短期借款	4971	7131	8882	11062
应付账款	1739	1948	2196	2447
其他	10	15	19	24
非流动负债	0	0	0	0
长期借款	10	15	19	24
其他	6720	9094	11097	13533
负债合计	151	595	1170	1915
少数股东权益	18717	26495	36563	49602
归属母公司股东权益	25588	36183	48831	65050
负债和股东权益	20300	30173	42005	57386

现金流量表

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	5635	9482	11346	14778
净利润	5340	8221	10644	13784
折旧摊销	286	320	361	402
财务费用	-177	-281	-383	-519
投资损失	0	-1	-1	-1
营运资金变动	242	1347	834	1242
其它	-56	-124	-108	-130
投资活动现金流	-1405	-922	-1073	-1117
资本支出	-1356	-922	-1074	-1117
其他	-50	1	1	1
筹资活动现金流	-1084	286	388	524
借款	0	5	5	5
普通股增加	-937	0	0	0
其他	-147	281	383	519
现金净增加额	3145	8847	10661	14184

利润表

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	11633	16868	21085	26357
营业成本	1053	1180	1330	1481
营业税金及附加	1577	2287	2858	3573
营业费用	677	880	994	1085
管理费用	1346	1783	2018	2259
财务费用	-177	-281	-383	-519
资产减值损失	-3	-4	-6	-7
公允价值变动	0	0	0	0
投资净收益	0	1	1	1
营业利润	7,161	11,026	14,275	18,485
营业外收支	2	2	3	3
利润总额	7162	11028	14277	18489
所得税	1,823	2,806	3,633	4,705
净利润	5340	8221	10644	13784
少数股东损益	289	444	575	745
归属母公司净	5051	7777	10069	13039
EBITDA	7269	11064	14251	18367
EPS (元)	5.35	7.49	9.70	12.56

主要财务比率

	2010	2011E	2012E	2013E
成长能力				
营业收入	20.30	45.00	25.00	25.00
营业利润	17.88	53.97	29.47	29.50
归属母公司净利润	17.13	53.97	29.47	29.50
获利能力				
毛利率	90.95	93.01	93.69	94.38
净利率	45.90	48.74	50.48	52.30
ROE	28.30	30.35	28.21	26.76
ROIC	27.99	29.99	27.80	26.31
偿债能力				
资产负债率	26.26	25.13	22.73	20.80
净负债比率	-68.31	-80.23	-85.85	-90.42
流动比率	3.03	3.32	3.79	4.25
速动比率	2.19	2.63	3.15	3.66
营运能力				
总资产周转率	0.45	0.47	0.43	0.41
应收帐款周转率	56.45	56.45	56.45	56.45
应付帐款周转率	3.31	3.31	3.31	3.31
每股指标(元)				
每股收益	5.35	7.49	9.70	12.56
每股经营现金	5.97	9.13	10.93	14.23
每股净资产	19.83	25.52	35.22	47.78
估值比率				
P/E	35.72	23.20	17.92	13.84
P/B	9.64	6.81	4.93	3.64
EV/EBITDA				

资料来源：公司报表、民族证券

分析师简介

赵大晖，博士，9年证券从业经验。擅于在行业景气周期循环中把握板块轮动规律，并对农业食品行业有着深刻的理解，能够从宏观、中观、微观三个层面综合分析上市公司的投资价值。曾获得深交所会员单位科研课题评选二等奖。证券投资咨询资格证书号S0050200010079。

分析师承诺

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人不曾因、不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接受到任何形式的报酬。

投资评级说明

类别	级别	定义
行业投资评级	推荐	未来6个月内行业指数强于沪深300指数5%以上
	中性	未来6个月内行业指数相对沪深300指数在±5%之间波动
	回避	未来6个月内行业指数弱于沪深300指数5%以上
股票投资评级	推荐	未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅在20%以上
	谨慎推荐	未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅介于10%——20%之间
	中性	未来6个月内股价相对沪深300指数波动幅度介于±10%之间
	回避	未来6个月内行业指数弱于沪深300指数10%以上

免责声明

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。本报告版权归中国民族证券有限责任公司所有。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，或转载，或以任何侵犯本公司版权的其它方式使用。

机构销售联系人

姓名	电话	手机	邮箱
袁泉	010-59355995	13671072405	yuanquan@chinans.com.cn
赵玲	010-59355762	13426225346	zhaoling@chinans.com.cn
曾荣	010-59355412	15801398822	zengr@chinans.com.cn
赵玉洁	010-59355897	13701002591	zhaoyujie@chinans.com.cn
姚丽	010-59355950	13911571192	yaol@chinans.com.cn