

公司定期点评报告

饮料行业

白酒

贵州茅台 (600519)
谨慎推荐

(维持评级)

2009年03月25日

食品饮料行业分析师: 黄茂

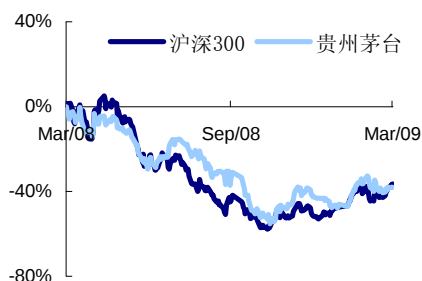
电话: 0755-82130833-1861

0755-82133476

Email: huangmao@guosen.com.cn

年度业绩回顾

厚积而薄发

一年收益率比较


资料来源: 国信证券经济研究所

市场与公司重要数据 (3月24日)

上证综合指数	2,338
换手率 (3个月) (%)	37.21
52周价格波动 (元)	84.2-196.4
总股本 (百万股)	94,380
息率 (%)	1%

资料来源: 国信证券经济研究所

相关研究报告:

 08年三季报点评《预收账款重新增加》
 ——09年10月27日

 08年中报点评《预收释放推动业绩超预期》
 ——08年08月28日

 08年一季报点评《放量可能须09年方能启动》
 ——08年04月28日

 07年年报点评《08年业绩保持稳定增长》
 ——07年03月17日

 动态点评《超预期增长主要来自预收账款确认》
 ——07年03月03日

 动态点评《提价幅度略超预期 时间显著提前》
 ——08年01月15日

 深度报告《中国茅台 世界之醉》
 ——07年04月13日

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

● 08年度净利润增长34%

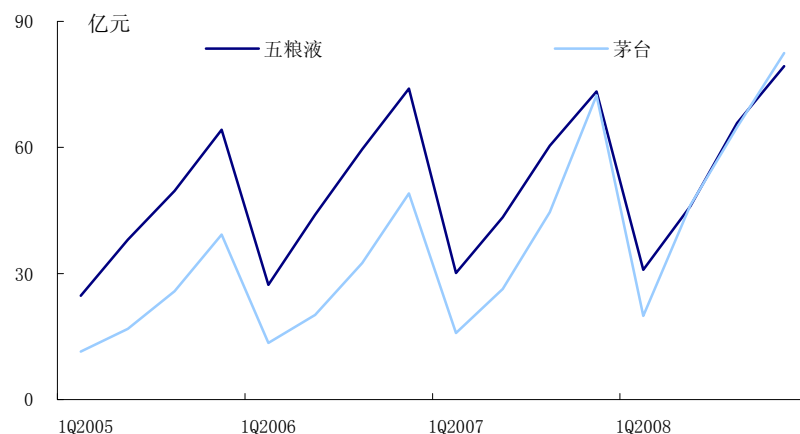
茅台公司08实现销售收入82.4亿元, 同比增长14%; 实现归属于母公司净利润38亿元, 合每股收益4.03元, 同比增长34%。其中第四季度的销售收入和净利润同比下降37%和47%, 全年和四季度的业绩都低于我们和市场的一般预期。

● 预收账款猛增18亿 实际EPS估计有5.3元

4季度末, 茅台的预收账款猛增到29亿元, 比年初增加了18亿元。如果剔除上述因素, 茅台08年实际实现销售收入超过100亿元, 同比增长62%。其中第四季度猛增124%。剔除08年年初提价大约35-40%, 茅台销量的增长大约在20-24%。这样茅台实际销量超过11000吨, 增长2000吨以上。随着04年1000吨等扩产项目进入见效期, 茅台公司在08年下半年估计进行了较大幅度的放量。08年实际EPS估计有5.3元。

● 报告销售收入与五粮液保持同步

我们在茅台08年三季报的点评中曾经提到, 茅台近几个季度的报告销售收入都和五粮液高度接近, 唯一例外的08年一季报则是由于茅台披露在先。08年年报再次延续了这一趋势。由于五粮液曾是中国最大的白酒企业, 茅台的这一举措我们理解为一种稳健和厚积薄发的态度。

图1: 茅台与五粮液上市公司销售收入对比


资料来源: 国信证券经济研究所

● 四季度毛利率微降、管理费用猛增

由于大量新建项目转入固定资产，08 年的折旧同比增长超过 40%，而同期茅台确认的收入又偏低，导致毛利率有微幅的下降。

公司通过改革系列酒的营销体系，使得营销费用比 07 年下降 5%，这是茅台连续第二个年度销售费用出现绝对下降。

管理费用全年增长 30%，其中四季度猛增 64%，公司的解释是“工资性支出、环境整治和保护及新增固定资产折旧增加”。我们注意到公司 08 年高管的薪酬比 07 年增长了 30%。

● 茅台控量保价抵御金融危机不利影响

由于金融危机带来的出口困难，导致商务活动减少，接待费用预算削减；另外政府在与舆论的压力下，要求各级党政部门 09 年削减 10% 的接待费，都对高端白酒的消费带来了不利的影响。09 年春节期间估计整体高端白酒销量有三成的下滑。

而茅台由于 08 年下半年的放量，加之消费端的疲软，使得流通价格出现下滑，经销商库存明显增加。对此，公司采取了将 3-7 月份对大中型经销商的供应量暂时削减一半的做法。我们估计影响 10-15 个亿的销售收入，由于公司目前有 29 亿元的预收账款，应对上述问题还是绰绰有余的。

● 茅台 09 年业绩可能是前低后高

公司在 08 年年报中预期 09 年收入增长大约 8%，而 07 年年报对 08 年的预测是 11%，显示出公司对未来谨慎的态度。从目前的经济形势来看，前景虽不明确，但已有向好迹象。估计上半年公司仍会采取谨慎态度，下半年经济和政策环境进一步明确后可能才会继续考虑提价、放量等下一步措施。因此估计报告利润呈现前低后高的格局。

● 风险提示

金融危机是否已经渡过最坏的时刻，宏观经济是否会快速回升，都尚不明确。未来高端白酒的消费趋势存在较大的不确定性。

● 下调盈利预测，并维持投资评级

鉴于不利的外部环境，我们下调茅台 09-10 年的盈利预测到 4.96 和 6.11 元，分别下调 11% 和 1%。另外加入 2011 年 EPS7.78 元，目前股价对应的 09-11 年市盈率在 24、19 和 15 倍。综合考虑到市场的估值重心有一定回升和茅台较高的安全垫，我们维持贵州茅台“谨慎推荐”的投资评级。

表 1：贵州茅台 09-11 年盈利预测表（单位：百万元）

	2008A	2009E	2010E	2011E
一、营业收入	8,242	9,834	11,898	14,747
增长率	13.88%	19.32%	20.99%	23.95%
减：营业成本	800	975	1,109	1,248
毛利率	90.30%	90.09%	90.68%	91.54%
营业税金及附加	682	787	952	1,150
营业费用	532	669	773	929
管理费用	941	983	1,190	1,416
财务费用	(103)	(157)	(226)	(310)
资产减值准备	0	0	0	0
加：投资收益	1	1	2	2
二、营业利润	5,390	6,579	8,101	10,316
营业外收支净额	5,385	(6)	(6)	(7)
三、利润总额	1,385	6,573	8,095	10,309
减：所得税	4,001	1,643	2,024	2,577

四、净利润	3,799	4,930	6,071	7,732
少数股东损益	201	246	304	387
母公司股东净利润	3,799	4,683	5,768	7,345
EPS	4.026	4.962	6.111	7.782
增长率	34.22%	23.27%	23.15%	27.35%
PE	29	24	19	15
营业税金率	8.27%	8.00%	8.00%	7.80%
营业费用率	6.46%	6.80%	6.50%	6.30%
管理费用率	11.42%	10.00%	10.00%	9.60%
财务费用率	-1.24%	-1.60%	-1.90%	-2.10%
少数股东损益率	5.03%	5.00%	5.00%	5.00%

资料来源：国信证券经济研究所

国信证券投资评级:		
类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内, 股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内, 股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内, 股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内, 股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内, 行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内, 行业指数表现优于市场指数 5%-10%之间
	中性	预计 6 个月内, 行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内, 行业指数表现弱于市场指数 5%以上

免责条款:

本报告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询价。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。本报告版权归国信证券所有, 未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。