

贵州茅台（600519）：一“开”一“关”的困惑

增持（维持）

食品行业/白酒

当前股价：118.69 元

报告日期：2009 年 3 月 25 日

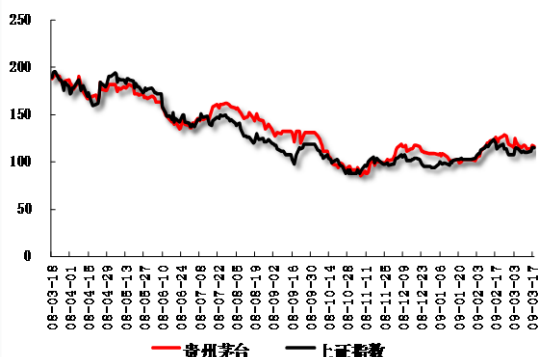
主要财务指标（单位：百万元）

	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	8242	10295	11928	13808
(+/-)	13.88%	24.91%	15.86%	15.77%
营业利润	5390	6845	7991	9182
(+/-)	19.12%	26.98%	16.75%	14.90%
归属于母公司 的净利润	3799	4946	5788	6658
(+/-)	34.22%	30.17%	17.03%	15.03%
每股收益（元）	4.03	5.24	6.13	7.05
市盈率（倍）	29	23	19	17

公司基本情况（2008 年 12 月 31 日止）

总股本/已流通股（万股）	94,380/45,515
流通市值（亿元）	540.18
每股净资产（元）	11.91
资产负债率（%）	26.98

股价表现（最近一年）



天相消费品组

联系人—施剑刚

021-58824282-8111 shijg@txsec.com

服务热线 010-66045555

- 2008 年，公司实现营业收入 82.42 亿元，同比增长 13.88%；营业利润 53.90 亿元，同比增长 19.12%；归属于母公司的净利润 37.99 亿元，同比增长 34.22%；实现每股收益 4.03 元，低于我们 4.63 元的预期，同时也大幅低于市场平均预期。2008 年度分配方案为：每 10 股派发现金 11.56 元（含税），此方案尚须经股东大会批准。
- 预收账款大幅增加至 29 亿元。**报告期内，公司业绩大幅低于我们预期，我们认为其主要原因是，公司在四季度重新增加了预收账款，收入延后确认导致 08 年全年业绩不达预期。2008 年第四季公司较前三季度新增预收账款达 20 亿元，延续了第三季度预收账款增加（第三季度较上半年增加 6.42 亿元）的势头。公司在第四季度收入同比下降 58%，其中净利润同比 89%，本季度收入确认的延后，对比上年同期预收账款的收入确认，造成了第四季度净利润的大幅下滑。
- 盈利能力指标毛利率提升依旧明显。**报告期内，公司的综合毛利率达到 90.30%，同比增加 2.34 个百分点，其中高度茅台酒毛利率为 92.25%，同比增加 2.19 个百分点；低度茅台酒毛利率 90.41%，同比增加 1.40 个百分点。我们认为，毛利率的提升主要受产品提价的推动。2009 年高端白酒销售将是比较艰难的一年，即使考虑没有新提价因素，我们预计公司毛利率仍将保持在 90%以上的极高水平。
- 基酒产量快速增长。**报告期内，公司共生产茅台酒及系列产品 25,077.96 吨，同比增长 24.06%。产量的快速增长为公司未来销量提供了保障。支撑公司未来业绩快速增长的因素一为提价，二是销量增长。茅台酒的生产周期为 5 年，也就是说 5 年前的产量基本就决定了当前的销量。据我们推测，公司在 09 年前后的销量增长加速存在“产量”的基础（04 年产量较大）。公司有条不紊推进中“十一五”万吨产能规划已进入第四个年头，这是茅台酒未来增量的重要来源。
- 公司净利润增速快于收入增速的原因有三。**分别为：（1）公司整体的盈利能力在回升，毛利率继续提高；（2）期间费用率整体控制良好，全年期间费用率同比减少 0.49 个百分点；（3）实际所得税率的下降，公司受法定所得税率的下降利好，本年度实际所得税率下降 8.70 个百分点，降为 25.71%。

- **09年净利润可能出现较快增长。**09年净利润可能出现较快增长原因主要是：1. 预收账款的确认。预收账款有一定的收入确认期（一般在半年左右），如果在没有大幅新增预收账款的情况下，预收账款确认可为公司业绩带来超预期增长，但不排除公司为了业绩稳健增长增加新增预收账款的可能；2. 销量的放量。04年较大的产量为09年销量的放大提供了基础；3. 提价的可能，目前公司产品出厂价和终端价的价差在所有高端白酒中是最大的，公司在09年存在提价的可能，但出于谨慎起见，我们09年的盈利预测未考虑新提价因素。
- **盈利预测和评级。**根据年报的最新情况，我们调整之前的盈利预测，增加2011年盈利预测，预计09-11年公司的EPS分别为5.24元、6.13元和7.05元，按118.69元收盘价对应动态PE分别为23倍、19倍和17倍。维持“增持”评级。请投资者注意的是，公司的盈利预测极易受到预收账款确认因素的影响。
- **风险提示：**（1）宏观经济放缓给高端白酒销售带来的不利影响；（2）如果大盘的继续下行，或将对公司股价形成不利影响。

图表 贵州茅台盈利预测（万元）

单位：万元	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	824,168.56	1,029,483	1,192,772	1,380,838
增长率(%)	13.88%	24.91%	15.86%	15.77%
减：营业成本	79,971.33	102,928	119,910	144,165
营业税金及附加	68,176.16	84,418	96,614	111,848
资产减值损失	45.01	45	45	45
减：销售费用	53,202.47	65,887	76,337	88,374
管理费用	94,117.41	101,919	110,928	128,418
财务费用	-10,250.08	-10,000	-10,000	-10,000
期间费用率(%)	16.63%	15.33%	14.86%	14.98%
投资净收益	132.23	180	180	180
营业利润	539,038.49	684,467	799,117	918,168
营业利润率(%)	65.40%	66.49%	67.00%	66.49%
加：营业外收入	628.20	300	300	300
减：营业外支出	1,136.63	600	600	600
利润总额	538,530.06	684,167	798,817	917,868
增长率(%)	19.09%	27.04%	16.76%	14.90%
利润率(%)	65.34%	66.46%	66.97%	66.47%
减：所得税	138,454	171,042	199,704	228,549
实际税负比率(%)	25.71%	25.00%	25.00%	24.90%
净利润	400,075.93	513,125	599,113	689,319
归属于母公司所有者的净利润	379,948.06	494,595	578,836	665,845
增长率(%)	34.22%	30.17%	17.03%	15.03%
净利润率(%)	46.10%	48.04%	48.53%	48.22%
少数股东损益	20,127.88	18,531	20,277	23,474
每股收益（元）	4.03	5.24	6.13	7.05

资料来源：天相投资顾问有限公司

天相投资顾问有限公司投资评级说明

判断依据:

投资建议根据分析师对该股票在12个月内相对天相流通指数的预期涨幅为基准。

	投资建议	预期个股相对天相流通指数涨幅
1	买入	>15%
2	增持	5---15%
3	中性	(-) 5%--- (+) 5%
4	减持	(-) 5%--- (-) 15%
5	卖出	< (-) 15%

重要免责声明

报告所引用信息和数据均来源于公开资料，天相投顾分析师力求报告内容和引用资料和数据客观与公正，但不对所引用资料和数据本身的准确性和完整性作出保证。报告中的任何观点与建议仅代表报告当日的判断和建议，仅供阅读者参考，不构成对证券买卖的出价或询价，也不保证对作出的任何建议不会发生任何变更。阅读者根据本报告作出投资所引致的任何后果，概与天相投资顾问有限公司及分析师无关。

本报告版权归天相投顾所有，为非公开资料，仅供天相投资顾问有限公司客户使用。未经天相投顾书面授权，任何人不得以任何形式传送、发布、复制本报告。天相投顾保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

天相投资顾问有限公司

北京富凯	地址：北京市西城区金融大街 19 号富凯大厦 B 座 701 室 电话：010-66045566 传真：010-66573918 邮编：100140
北京新盛	地址：北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 4 层 电话：010-66045566; 66045577 传真：010-66045500 邮编：100140
北京德胜园	地址：北京市西城区新街口外大街 28 号 A 座五层 电话：010-66045566 传真：010-66045700 邮编：100088
上海天相	地址：上海浦东南路 379 号金穗大厦 12 楼 D 座 电话：021-58824282 传真：021-58824283 邮编：200120
深圳天相	地址：深圳市福田区振中路中航苑鼎诚国际大厦 2808 室 电话：0755-83234800 传真：0755-82709089 邮编：518041
山东天相	地址：济南市舜耕路 28 号舜华园小区朝 3C 电话：0531-82602582 传真：0531-82602622 邮编：250002