

食品饮料行业

报告原因: 季报点评

2009 年 4 月 21 日

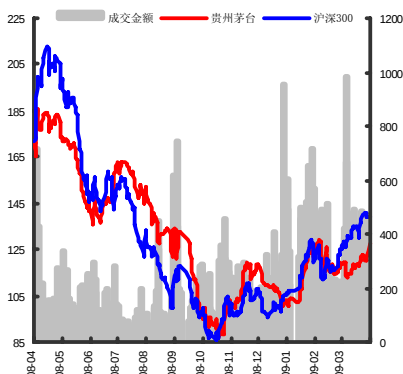
市场数据: 2009 年 4 月 20 日

收盘价(元)	127.14
一年内最高/最低(元)	196.36/84.2
市净率	10.7
市盈率	31.5
流通 A 股市值(百万元)	57864

基础数据: 2009 年 3 月 31 日

每股收益(元)	1.29
营业收入(百万元)	2512.54
净利润(百万元)	1704.81
总股本/流通 A 股(百万)	943/455

公司近期市场表现(最近一年):



执笔人

罗胤

Tel: 010-82190365

Email: luoyin@sxzq.com

联系人

焦春成

0351-8686986

sxzqyjfb@i618.com.cn

地址: 太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层

电话: 0351-8686986

山西证券股份有限公司

http://www.i618.com.cn

请务必阅读正文之后的特别声明部分

贵州茅台 (600519)

销售压力仍在, 业绩难言惊喜

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
2008A	8,242	13.9	3,799	34.2	4.03	48.5	34.8	31.5
2009E	9,586	16.3	4,424	16.5	4.69	48.6	28.8	27.1
2010E	11,360	18.5	5,310	20.0	5.63	49.2	25.7	22.6
2011E	13,626	20.0	6,458	21.6	6.84	49.9	23.8	18.6

注: “市盈率”是指目前股价除以各年业绩

投资要点:

● **业绩基本符合预期。**2009 年一季度, 公司实现营业收入 251,253.71 万元, 营业利润 170,481.15 万元, 净利润 121,700.95 万元, 同比分别增长 26.04%、39.51%、39.35%; 每股收益 1.29 元。一季度实现收入约占我们全年预测值的 26.56%, 基本符合预期。

● **预收账款确认支撑业绩。**尽管各项销售指标与上年同期相比均有较大增幅, 但一季度公司销售商品、提供劳务收到的现金仅为 18.7 亿元, 比上年同期减少 26.95%, 上年预收账款的确认成为支撑一季度业绩的重要因素。一季度末公司预收账款比上年末减少 10.93 亿元, 占原预收账款总额的 37.23%, 占一季度营业收入的 43.51%。在公司控量保价、销售未见明显回缓的背景下, 公司未来的业绩增长仍存在较大压力。

● **毛利率稳中有降。**一季度公司毛利率 89.99%, 比上年同期提升 0.07%, 比 08 年下降 0.31, 稳中有降。茅台王子酒等中端品类销售的增长可能是毛利率略有下降的主要原因, 在高端白酒销售受到抑制的背景下, 公司短期内难言提价。

● **销售费用大幅缩减。**一季度公司销售费用 1.81 亿元, 比上年同期缩减 25.87%, 销售费用率仅为 7.19%, 与上年同期相比下降 5.04 个百分点。由预收账款确认支撑的业绩增长可能是销售费用率大幅缩减的主要原因。

● **风险提示:** 宏观经济形势的超预期波动将是公司面临的最主要风险。

● **投资建议:** 经济增速放缓以及政务、商务开支的削减对公司销售形成较大压力, 尽管 3 月份起公司已经开始实施渠道减半供货政策以维稳价格, 但目前尚未见明显成效, 二季度销售或成关键。我们预计公司 2009 的 EPS 为 4.69 元, 对应市盈率为 27.1 倍, 考虑到公司独一无二的品牌优势和控制力, 维持长期“增持”评级。

表 1：贵州茅台单季利润表

单位：百万元	07Q1	07Q2	07Q3	07Q4	08Q1	08Q2	08Q3	08Q4	09Q1	同比变化
一、营业总收入	1,588	1,042	1,829	2,779	1,993	2,626	1,867	1,755	2,513	26.04
营业收入	1,588	1,042	1,829	2,779	1,993	2,626	1,867	1,755	2,513	26.04
二、营业总成本	714	557	682	760	772	704	600	776	808	4.68
营业成本	238	152	273	209	201	241	173	185	251	25.22
营业税金及附加	192	100	120	192	199	172	163	148	235	18.15
销售费用	212	131	96	121	244	98	113	77	181	(25.87)
管理费用	100	178	198	247	168	201	166	405	223	32.10
财务费用	-27	-6	-5	-7	-40	-6	-16	-40	-81	104.91
资产减值损失	0	1	0	-2	0	-1	0	2	0	
三、其他经营收益	0	1	0	1	0	0	0	0	0	0.00
投资净收益	0	1	0	1	0	0	0	0	0	0.00
四、营业利润	873	486	1,147	2,020	1,222	1,922	1,267	979	1,705	39.51
加：营业外收入	1	1	0	0	1	1	1	4	1	115.90
减：营业外支出	0	0	0	6	0	10	0	2	1	
五、利润总额	874	487	1,147	2,014	1,223	1,913	1,268	981	1,705	39.47
减：所得税	313	154	372	717	306	478	316	285	426	39.51
六、净利润	561	333	775	1,297	917	1,435	952	697	1,279	39.45
减：少数股东损益	25	19	35	56	44	69	47	42	62	41.51
归属于母公司所有者净利润	536	314	741	1,240	873	1,366	905	655	1,217	39.35
七、每股收益：	0.22	0.18	0.28	0.12	0.22	0.24	0.34	1.08	1.29	38.71
收入增长率(%)	17.33	57.69	47.66	68.33	25.57	152.2	2.05	-36.84	26.04	0.47
毛利率(%)	85.03	85.45	85.05	92.48	89.93	90.81	90.74	89.47	89.99	0.07
营业利润率(%)	54.99	46.65	62.69	72.67	61.30	73.19	67.88	55.78	67.85	6.55
净利率(%)	35.37	31.92	42.38	46.66	46.00	54.64	51.01	39.69	50.90	4.90
销售费用率(%)	13.38	12.60	5.25	4.34	12.22	3.73	6.08	4.39	7.19	(5.04)
管理费用率(%)	6.27	17.12	10.82	8.90	8.45	7.66	8.91	23.08	8.86	0.41
归属于母公司净利润增长率(%)	23.96	121.5	70.32	131.5	62.92	335.6	22.20	-47.21	39.35	(23.57)

资料来源：公司公告 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：

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。