

贵州茅台(600519)：闸门微开，业绩盈余管理意图明显

增持（维持）

食品行业/白酒

当前股价：127.14 元

报告日期：2009 年 4 月 21 日

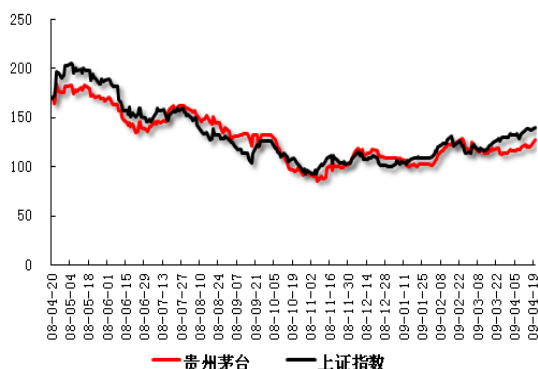
主要财务指标（单位：百万元）

	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	8242	10295	11927	13808
(+/-)	14%	25%	16%	16%
营业利润	5390	6845	7991	9182
(+/-)	19%	27%	17%	15%
归属于母公司的净利润	3799	4946	5788	6658
(+/-)	34%	30%	17%	15%
每股收益（元）	4.03	5.24	6.13	7.05
市盈率（倍）	32	24	21	18

公司基本情况（2009 年 3 月 31 日止）

总股本/已流通股（万股）	94,380/45,512
流通市值（亿元）	578.64
每股净资产（元）	13.20
资产负债率（%）	19.31

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

- 2009年一季度，公司实现营业收入25.13亿元，同比增长26.04%，营业利润17.05亿元，同比增长39.51%，实现归属母公司净利润12.17亿元，同比增长39.35%，实现每股收益1.29元。
- 预收账款减少11亿元，下降幅度达到37.23%。2008年第四季度公司预收账款大幅增加了20亿元，使得全年预收账款数目达到29亿元，收入的延后确认导致了2008年公司业绩未达预期。2009年第一季度，公司实现营业收入25亿元，同比增长了26.04%，我们粗略剔除掉本期确认的预收账款后，公司第一季度实现营业收入约为14亿元，同比下降约30%。实际收入的大幅下降说明宏观经济放缓对高端白酒消费的负面影响已经显现。
- 毛利率继续提升，公司盈利能力持续增强。报告期内，公司毛利率上升了0.07个百分点，达到89.99%。毛利率的继续上升主要受产品提价因素的推动，而2009年受到全球金融危机影响，高端白酒销售相对艰难，年内提价的可能性不大。我们认为，即使没有新的提价因素，公司今年依然有能力维持90%以上的毛利率水平。
- 公司归属母公司净利润明显快于收入增速。报告期内，公司归属母公司所有者净利润同比增长39.51%，营业收入增长26.04%，净利润增速快于收入增速的原因主要有：（1）公司整体的盈利能力在不断提高，毛利率持续上升；（2）期间费用率整体控制良好，第一季度，公司财务费用同比下降了105%，达到-0.81亿元，带动期间费用率同比下降5.87个百分点，降为12.81%。
- 2009年净利润的可能利润增长点：1. 预收账款的再次确认。目前，公司仍有18.43亿元的预收账款，因预收账款有一定的收入确认期（一般在半年左右），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。**我们预计公司09-11年的EPS分别为5.24元、6.13元和7.05元，当前公司的股价为127.14元，对应的动态PE分别为23X、20X和17X，维持公司“增持”的投资评级，从长远投资角度看，公司仍不失为良好的投资标的。
- **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。

附表1：公司盈利能力指标

	2007A	2008A	2008Q1	2009Q1
综合毛利率(%)	87.96%	90.30%	89.93%	89.99%
归属母公司净利润率(%)	39.11%	46.10%	43.81%	48.44%
净资产收益率(%)	34.38%	33.79%	9.59%	9.77%

附表2：公司费用控制能力指标

	2007A	2008A	2008Q1	2009Q1
营业费用(万元)	56,039	53,202	24,370	18,065
营业费用率(%)	7.74%	6.46%	12.22%	7.19%
管理费用(万元)	72,316	94,117	16,845	22,253
管理费用率(%)	9.99%	11.42%	8.45%	8.86%
财务费用(万元)	-4,474	-10,250	-3,968	-8,131
财务费用率(%)	-0.62%	-1.24%	-1.99%	-3.24%
期间费用(万元)	123,880	137,070	37,247	32,187
期间费用率(%)	17.12%	16.63%	18.68%	12.81%

附表3：季度报表比较

	2007Q1	2008Q1	2008Q2	2008Q3	2008Q4	2009Q1
营业收入	158,754	199,350	262,622	186,680	175,517	251,254
增长率(%)	117.33%	25.57%	152.15%	2.05%	-36.84%	26.04%
减：营业成本	23,770	20,081	24,124	17,289	18,477	25,145
毛利率(%)	85.03%	89.93%	90.81%	90.74%	89.47%	89.99%
减：营业税金及附加	19,151	19,865	17,183	16,325	14,804	23,471
销售费用	21,248	24,370	9,791	11,344	7,697	18,065
管理费用	9,954	16,845	20,126	16,637	40,510	22,253
财务费用	-2,675	-3,968	-644	-1,606	-4,032	-8,131
期间费用率	17.97%	18.68%	11.15%	14.13%	25.17%	12.81%
资产减值损失	0	0	-141	0	186	0
投资净收益	0	42	30	30	30	30
营业利润	87,306	122,199	192,214	126,722	97,904	170,481
增长率(%)	130.24%	39.97%	295.64%	10.50%	-99.81%	39.51%
加：营业外收入	112	57	59	122	390	123
减：营业外支出	1	0	976	7	153	100
利润总额	87,417	122,256	191,297	126,837	98,141	170,504
增长率(%)	130.34%	39.85%	292.89%	10.58%	-51.27%	39.47%
利润率(%)	55.06%	61.33%	72.84%	67.94%	55.92%	67.86%
减：所得税	31,273	30,551	47,808	31,611	28,485	42,620
实际税负比率(%)	35.77%	24.99%	24.99%	24.92%	29.02%	25.00%
净利润	56,144	91,705	143,489	95,226	69,656	127,884
归属于母公司所有者	53,608	87,335	136,621	90,520	65,472	121,701
净利润						
增长率(%)	123.96%	62.92%	335.59%	22.20%	-47.21%	39.35%
净利润率(%)	33.77%	43.81%	52.02%	48.49%	37.30%	48.44%
少数股东损益	2,536	4,369	6,868	4,706	4,184	6,183

附表 4：贵州茅台盈利预测

单位：万元	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	723,743	824,169	1,029,469	1,192,743	1,380,838
增长率	47.60%	13.88%	24.91%	15.86%	15.77%
减：营业成本	87,164	79,971	102,928	119,910	144,165
毛利率	87.96%	90.30%	90.00%	89.95%	89.56%
减：营业税金及附加	60,408	68,176	84,416	96,612	111,848
销售费用	56,039	53,202	65,886	76,336	88,374
管理费用	72,316	94,117	101,917	110,925	128,418
财务费用	-4,474	-10,250	-10,000	-10,000	-10,000
期间费用率	17.12%	16.63%	15.33%	14.86%	14.98%
资产减值损失	-61	45	45	45	45
投资净收益	181	132	180	180	180
营业利润	452,534	539,038	684,456	799,095	918,168
增长率	81.95%	19.12%	26.98%	16.75%	14.90%
加：营业外收入	292	628	301	301	300
减：营业外支出	623	1,137	601	600	635
利润总额	452,203	538,530	684,156	798,795	917,833
增长率	81.75%	19.09%	27.04%	16.76%	14.90%
利润率	62.48%	65.34%	66.46%	66.97%	66.47%
减：所得税费用	155,597	138,454	171,039	199,699	228,540
实际税负比率	34.41%	25.71%	25.00%	25.00%	24.90%
净利润	296,605	400,076	513,117	599,096	689,293
归属母公司所有者的净利润	283,083	379,948	494,586	578,819	665,793
增长率	83.25%	34.22%	30.17%	17.03%	15.03%
净利润率	39.11%	46.10%	48.04%	48.53%	48.22%
少数股东损益	13,522	20,128	18,531	20,277	23,500
总股本（万股）	94,380	94,380	94,380	94,380	万
每股收益（元）	2.999	4.026	5.240	6.133	7.054
每股净资产（元）	8.72	13.20			
净资产收益率	34.38%	33.79%			

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