



CICC
中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED

业绩回顾

2009 年 8 月 7 日

食品饮料

研究部

袁霏阳

分析员

yuanfy@cicc.com.cn

孙轶佳

联系人

sunyj@cicc.com.cn

推荐

贵州茅台(600519.CH)

提价预期高企，快速增长可期

主要财务信息

(人民币百万元)	2006 A	2007 A	2008 A	2009 E	2010 E
主营业务收入	4,896	7,237	8,242	9,398	11,452
(+/-%)	24.6	47.8	13.9	14.0	21.8
主营业务利润	3,530	5,762	6,760	7,822	9,560
(+/-%)	30.1	63.2	17.3	15.7	22.2
净利润	1,504	2,831	3,799	4,571	5,728
(+/-%)	34.5	88.2	34.2	20.3	25.3
每股收益(元)	1.59	3.00	4.03	4.84	6.07
(+/-%)	34.5	88.2	34.2	20.3	25.3
每股经营现金流(元)	2.23	1.85	5.56	4.41	6.73
市盈率(倍)	103.6	55.0	41.0	34.1	27.2
市净率(倍)	26.0	18.6	13.5	10.2	7.8
股价/经营现金	74.0	89.4	29.7	37.5	24.5
EV/EBITDA(倍)	59.2	33.0	27.7	22.9	18.4
净资产收益率(%)	25.5	34.4	33.8	31.0	29.9
投入资本回报率(%)	26.3	35.4	34.8	31.6	30.2
股息收益率(%)	0.2	0.4	0.5	0.7	0.8

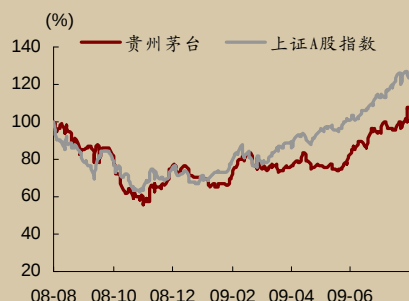
股票信息

股票代码	600519 CH
当前股价	人民币 165.07
成交量(百万股)	3.94
52周最高价/最低价	人民币 166.5/84.2
总市值(百万元)	155,793
发行股数(百万股)	944
其中:流通股(百万股)	944
主要股东(持股比例)	中国贵州茅台酒厂有限责任公司 (61.71%)

最近估值走势

	1周内变化	1个月变化	3个月变化	年初至今
贵州茅台	10.0%	14.7%	40.8%	51.9%
上证A股指数	-1.6%	7.4%	29.5%	84.3%
中金食品饮料指数	5.4%	16.7%	33.9%	75.5%

最近股价走势



资料来源: 彭博资讯、公司信息、中金公司研究部

上半年业绩好于预期:

上半年公司实现销售收入 55.5 亿元, 同比增长 20.1%, 实现盈利 27.9 亿元, 同比增长 24.6%, 折合每股收益 2.96 元。二季度销售收入 30.3 亿元, 同比增长 15.5%, 净利润达到 15.7 亿元, 同比增长 15.2%, 超出市场预期。

正面:

- 二季度毛利率稳定, 收入保持 15.5% 的增长, 显示销售情况良好, 上半年销量应有 10% 以上提升。

负面:

- 二季度末公司预收款余额环比大幅回落 11.8 亿元, 同时母公司预收款余额亦出现 2.95 亿元环比下降。若以茅台转移价占出厂价 25% 估算, 母公司预收款减少额与合并财务报表中预收款减少额基本匹配 (2.95/25%=11.8 亿元)。由于消费税是从生产环节征收, 母公司预收款减少不排除有提前确认收入, 减少 8 月起消费税从严征收对盈利影响的可能。

发展趋势:

旺季消费复苏仍是大概率事件, 茅台强大的品牌力应使其最先受益于消费复苏, 因此尽管存在提前确认销售收入的可能, 下半年公司销售仍有望维持较快增速。

提价也是大概率事件。茅台提前确认部分销售收入, 显示公司对于消费税对公司盈利影响仍有担忧, 这也说明公司通过提价化解税收压力仍是大概率事件, 提价幅度应在 80 元左右。目前, 53 度茅台批发价已升至 650 元以上, 价差进一步拉大, 使得茅台提价条件越发成熟。

盈利预测调整:

维持现有盈利预测是因为公司税基核定仍存变数, 提价时间与提价幅度也未最终确定。

估值与建议:

重申“推荐”评级是对公司持续提价能力及其销售复苏前景的良好预期。当前股价下, 公司 09-10 年预测市盈率分别为 34.1 倍和 27.2 倍。由于现有盈利预测可能保守, 投资者仍可放心买入。

图表 1: 09 年上半年季度业绩分析

(人民币: 百万元)	数据同比						中金评论
	09年上半年	08年上半年	同比变化	09年二季度	08年二季度	同比变化	
销售收入	5546	4620	20.1%	3033	2626	15.5%	
高度茅台	4674	3725	25.5%				
低度茅台	534	628	-14.9%				
其它	338	267	26.8%				
销售收入 - 母公司	1482	1318	12.4%	646	552	16.9%	
毛利率	90.4%	90.4%	0.0%	90.8%	90.8%	-0.1%	毛利率稳定显示公司销售增长主要来自销量增长。
高度茅台	92.5%	92.4%	0.1%				
低度茅台	91.2%	90.8%	0.3%				
其它	60.9%	62.5%	-1.7%				
毛利率 - 母公司	64.2%	67.3%	-3.1%	65.9%	66.4%	-0.5%	
主营业务税金	418	370	12.8%	183	172	6.7%	
营销费用	316	342	-7.6%	135	98	37.8%	
营销费用/销售收入	5.7%	7.4%	-1.7%	4.4%	3.7%	0.7%	
管理费用	464	370	25.5%	241	201	19.9%	
管理费用/销售收入	8.4%	8.0%	0.4%	8.0%	7.7%	0.3%	
营业利润	3905	3144	24.2%	2200	1922	14.5%	
营业利润率	70.4%	68.1%	2.4%	72.5%	73.2%	-0.7%	
所得税率	25.0%	25.0%	0.0%	25.0%	25.0%	0.0%	
净利润	2790	2240	24.6%	1573	1366	15.2%	净利润增长主要源自收入增长
净利润率	50.3%	48.5%	1.8%	51.9%	52.0%	-0.2%	
每股收益	2.96	2.37	24.6%	1.67	1.45	15.2%	
预收账款的增加	-2280	-831		-1187	-1005		预收账款增加与当期报表销售收入之和可作为公司实际销售收入的估计，我们认为公司二季度实际销售收入仍保持13.9%的增长
当年销售收入 + 预收账款增加	3266	3789	-13.8%	1847	1622	13.9%	
总股本 (百万股)	943.8						
经营性现金流	548	1496	-63.3%	679	503	35.0%	二季度实际销售和利润情况良好

资料来源：中金公司研究部

图表 2: 历史和预测的财务指标

(单位: 人民币百万元)	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E
损益表					
主营业务收入	4,896	7,237	8,242	9,398	11,452
主营业务利润	3,530	5,762	6,760	7,822	9,560
营业费用	(579)	(560)	(532)	(572)	(672)
管理费用	(493)	(723)	(941)	(944)	(996)
营业利润	2,459	4,478	5,287	6,306	7,892
财务费用	25	45	103	95	130
税前利润	2,488	4,522	5,385	6,401	8,022
净利润	1,504	2,831	3,799	4,571	5,728
每股盈利 (元)	1.59	3.00	4.03	4.84	6.07
每股股利 (元)	0.70	0.84	1.16	1.39	1.74
现金流量表					
经营活动现金流净额	2,105	1,743	5,247	4,160	6,352
投资活动现金流净额	(778)	(789)	(993)	(600)	(600)
融资活动现金流净额	(756)	(705)	(884)	(1,091)	(1,312)
货币资金增加额	571	248	3,371	2,469	4,439
资产负债表					
货币资金	4,463	4,723	8,094	10,562	15,002
应收款项	253	147	205	386	471
存货	1,975	2,305	3,115	3,131	3,117
固定资产合计	1,222	1,827	2,190	2,578	2,861
无形资产及其他资产	135	315	632	619	607
资产合计	9,389	10,481	15,754	18,221	23,090
应付账款	41	60	121	87	94
预收款项和应付薪酬	2,553	1,180	3,297	2,053	2,146
应交税金	800	408	256	292	356
其他应付款	0	423	576	576	576
股本	944	944	944	944	944
储备和未分配利润	4,953	7,290	10,301	13,780	18,196
负债和所有者权益合计	9,389	10,481	15,754	18,221	23,090

资料来源：中金公司研究部

图表 3: 盈利预测及其主要假设

(人民币: 百万元)	2007A	2008A	2009E	2010E
销售收入	7,237	8,242	9,398	11,452
高度茅台	5,652	6,693	7,711	9,611
低度茅台	1,050	1,074	1,159	1,260
销量 (吨)	15,208	14,208	15,509	16,808
高度茅台	6,908	6,808	7,489	8,238
低度茅台	2,800	2,400	2,520	2,520
平均单价 (元/吨)	4,759	5,801	6,060	6,813
高度茅台	8,182	9,831	10,297	11,667
低度茅台	3,749	4,476	4,600	5,000
销售成本	872	800	792	862
高度茅台	664	369	408	452
低度茅台	151	129	137	138
毛利率	88.0%	90.3%	91.6%	92.5%
高度茅台	90.1%	92.3%	94.7%	95.3%
低度茅台	89.0%	90.4%	88.2%	89.1%
营业费用	560	532	572	672
营业费用率	7.7%	6.5%	6.1%	5.9%
管理费用	723	941	944	996
管理费用率	10.0%	11.4%	10.0%	8.7%
税前利润	4,522	5,385	6,401	8,022
税前利润率	62.5%	65.3%	68.1%	70.1%
所得税率	34.4%	25.7%	25.0%	25.0%
净利润	2,831	3,799	4,571	5,728
净利润率	39.1%	46.1%	48.6%	50.0%

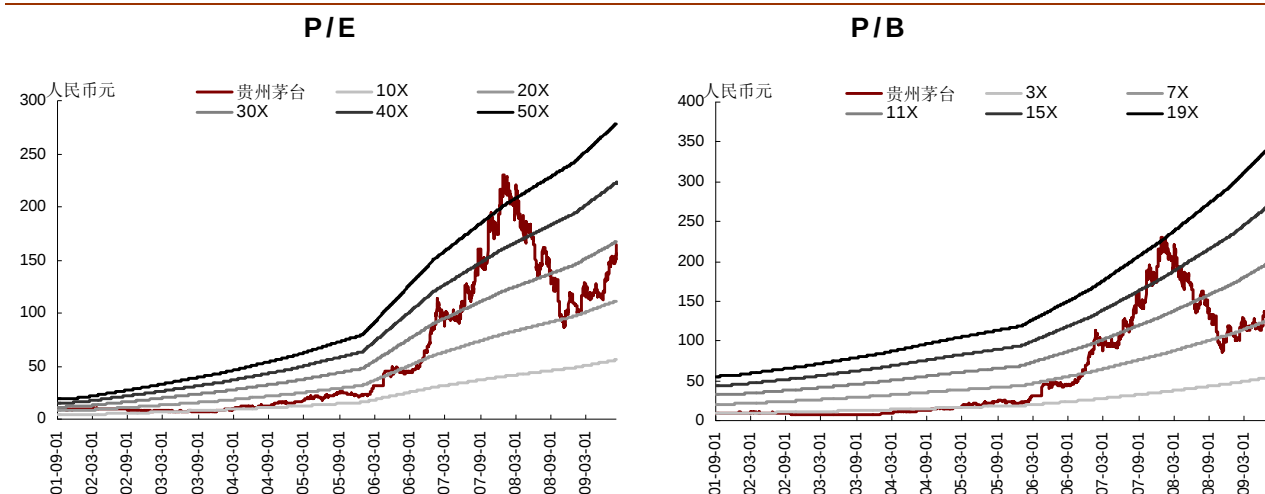
资料来源：中金公司研究部

图表 4: 可比公司估值

公司 (收盘于2009-8-6)	代码	投资评级	市盈率			市净率			净资产收益率			股息收益率			EV/EBITDA		
			2008	2009E	2010E	2008	2009E	2010E	2008 (%)	2009E (%)	2010E (%)	2008 (%)	2009E (%)	2010E (%)	2008	2009E	2010E
A股																	
可选消费类																	
贵州茅台	600519.SH	推荐	41.0	34.1	27.2	13.5	10.2	7.8	33.8	31.0	29.9	0.5	0.7	0.8	27.7	22.9	18.4
五粮液	000858.SZ	审慎推荐	51.9	29.9	24.0	8.2	6.5	5.2	15.9	22.0	21.9	0.2	0.4	0.4	24.3	13.9	11.1
泸州老窖	000568.SZ	推荐	37.3	32.4	24.4	13.5	12.0	10.5	36.4	37.3	43.1	3.1	3.5	4.6	29.3	27.1	21.7
水井坊	600779.SH	审慎推荐	28.1	26.3	23.3	6.1	5.7	5.3	21.9	21.9	23.0	2.9	2.7	3.0	14.8	18.5	16.0
山西汾酒	600809.SH	推荐	62.7	36.6	23.6	9.7	8.0	6.5	16.7	24.5	31.4	1.1	1.9	3.0	27.6	20.3	14.0
张裕A	000869.SZ	审慎推荐	33.1	26.9	22.6	11.6	9.8	8.4	35.2	36.5	36.9	2.1	2.6	3.1	23.7	19.0	16.0
金枫酒业	600616.SH	中性	30.9	32.2	27.4	7.1	6.2	5.4	23.0	19.4	19.7	1.1	1.1	1.1	22.2	22.4	19.0
古越龙山	600059.SH	中性	35.2	49.0	50.7	2.7	3.9	3.7	7.8	8.1	7.5	0.0	2.4	2.4	20.7	18.9	19.0
可选消费类平均			40.0	33.4	27.9	9.1	7.8	6.6	23.8	25.1	26.7	1.4	1.9	2.3	23.8	20.4	16.9
低价快消类																	
三全食品	002216.SZ	中性	48.5	41.1	33.5	2.2	4.1	3.7	9.2	10.0	10.9	1.3	0.0	0.0	14.1	11.8	9.4
承德露露	000848.SZ	审慎推荐	30.7	27.3	20.0	5.6	5.1	4.6	18.9	19.6	24.1	2.3	2.2	3.0	15.5	13.9	11.1
青岛啤酒	600600.SH	中性	53.3	33.0	27.3	6.1	5.4	4.8	11.5	16.4	17.7	0.9	1.4	1.7	21.0	13.5	12.0
燕京啤酒	000729.SZ	审慎推荐	42.4	30.2	25.9	3.2	2.8	2.6	6.7	8.8	9.6	0.9	1.3	1.5	16.6	11.7	10.4
双汇发展	000895.SZ	审慎推荐	34.8	26.7	24.8	10.2	8.3	7.1	29.2	31.0	28.5	1.5	1.9	2.1	19.6	15.4	14.0
*ST伊利	600887.SH	审慎推荐	n.m	25.9	21.1	4.7	4.1	3.6	n.m.	15.9	16.9	0.0	0.8	0.9	n.m.	9.4	7.7
光明乳业	600597.SH	回避	n.m.	57.4	42.8	4.1	3.8	3.5	n.m.	6.6	8.2	0.0	0.3	0.6	n.m.	14.7	12.4
低价快消类平均			41.9	34.5	27.9	5.2	4.8	4.3	15.1	15.5	16.5	1.0	1.1	1.4	17.4	12.9	11.0
A股覆盖总体平均			40.8	33.9	27.9	7.2	6.4	5.5	20.5	20.6	22.0	1.2	1.5	1.9	21.3	16.9	14.1

资料来源: 万德资讯, 中景公司研究部

图表 5: 历史 P/E 和 P/B



资料来源: 万德资讯, 中景公司研究部

北京

中国国际金融有限公司
中国 北京 100004
建国门外大街 1 号
国贸大厦 2 座 28 层
电话: (8610) 6505-1166
传真: (8610) 6505-1156

中国国际金融有限公司
北京建国门外大街证券营业部
中国 北京 100022
北京市朝阳区建国门外大街甲 6 号
SK 大厦 1 层
电话: (8610) 8567-9238
传真: (8610) 8567-9169

上海

中国国际金融有限公司
上海分公司
中国 上海 200120
陆家嘴环路 1233 号
汇亚大厦 32 层
电话: (8621) 5879-6226
传真: (8621) 5879-7827

中国国际金融有限公司
上海淮海中路证券营业部
中国 上海 200020
淮海中路 398 号
世纪巴士大厦裙楼 1-B、2-B
电话: (8621) 6386-1195
传真: (8621) 6386-1196

香港

中国国际金融香港证券有限公司
国际金融中心第一期 29 楼
中环港景街 1 号
香港
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

中国国际金融香港资产管理有限公司
国际金融中心第一期 29 楼
中环港景街 1 号
香港
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

深圳

中国国际金融有限公司
深圳福华一路证券营业部
中国 深圳 518048
福田区福华一路 6 号
免税商务大厦裙楼 107、201
电话: (86755) 8832-2388
传真: (86755) 8254-8243



本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。我公司及其所属关联机构可能会持有报告中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。本报告亦可由中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。本报告的版权仅为我公司所有，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、发表或引用。