

食品饮料行业

报告原因: 季报点评

2009 年 10 月 24 日

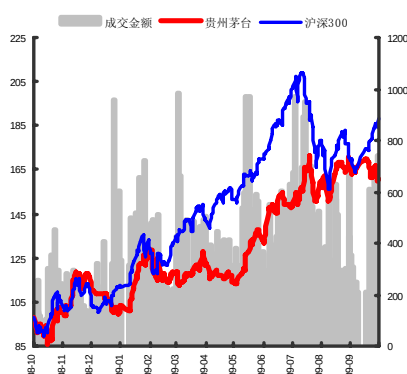
市场数据: 2009 年 10 月 23 日

收盘价(元)	159.31
一年内最高/最低(元)	175.5/84.2
市净率	10.8
市盈率(2009E)	30.8
流通 A 股市值(百万元)	150,357

基础数据: 2009 年 9 月 30 日

每股收益(元)	4.01
营业收入(百万元)	7,807.2
净利润(百万元)	3,979.8
总股本/流通 A 股(百万)	944/944

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

0351-8686990

sxzqyjfb@i618.com.cn

地址: 太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层

电话: 0351-8686990

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)

业绩靓丽, 提价可期

买入

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	4,001	34.2	4.03	48.5	34.8	39.5
2009E	10,809	31.1	4,889	28.7	5.18	47.6	30.9	30.8
2010E	13,156	21.7	6,109	24.9	6.47	48.9	27.9	24.6
2011E	16,030	21.8	7,588	24.2	8.04	49.8	25.7	19.8

注: “市盈率”是指目前股价除以各年业绩

投资要点:

● **业绩远超预期。**2009 年 1-9 月, 公司共实现营业收入 780,720.24 万元, 净利润 397,979.56 万元, 同比分别增长 26.04% 和 39.51%; 每股收益 4.01 元。业绩远超预期。

● **销售状况快速向好。**如我们所预期的, 依赖于茅台强大的品牌力与控制力, 在经济逐步触底回暖的过程中, 公司再次显示出白酒龙头的绝对实力, 最先实现销售的快速向好, 三季度销售增速比上年同期提高 19.08 个百分点。若说此前市场还对公司部分依赖预收账款确认实现的业绩增长存有疑虑的话, 那么, 三季度公司已经让我们看到了实实在在的销售增长。7-9 月份公司销售商品提供劳务共取得现金 326,107.07 万元, 其中增加预收账款 63,570.11 万元。未来随着经济的进一步复苏, 以及白酒消费旺季的到来, 公司销售有望继续向好, 在四季度交出更加靓丽的答卷。

● **消费税影响 5.29%, 旺季提价可期。**受消费税调整影响, 公司营业税金及附加明显增加, 出现超过收入增长近四成以上的税金增长, 7-9 月份营业税金及附加/营业收入之比高达 11.42%, 比 08 年提高了 3.12 个百分点, 营业利润率与净利率分别下降 5.92 和 4.53 个百分点。粗略计算, 消费税调整可使公司三季度业绩减少 5.29%。与五粮液等产品相比, 茅台出厂价与终端零售价的差距最大, 高达约 200 元/瓶, 因此, 公司下一步很有可能把握旺季实施提价。

● **投资建议:** 由于公司销售渠道中团购比重较大, 受“限酒令”延期影响相应较低, 旺季到来、经济向好将对公司销售形成进一步促进。我们上调了公司的盈利预测, 预计 09-11 年 EPS 分别为 5.18、6.47、8.04 元, 对应动态市盈率分别为 30.8、24.6、19.8 倍, 维持“买入”评级。

● **风险提示:** 产能扩张能力; A 股市场波动。

表 1：贵州茅台单季利润表

单位：百万元	07Q3	07Q4	08Q1	08Q2	08Q3	08Q4	09Q1	09Q2	09Q3	同比变化
一、营业总收入	1,829	2,779	1,993	2,626	1,867	1,755	2,513	3,033	2,261	21.13
营业收入	1,829	2,779	1,993	2,626	1,867	1,755	2,513	3,033	2,261	21.13
二、营业总成本	682	760	772	704	600	776	808	834	860	43.43
营业成本	273	209	201	241	173	185	251	280	212	22.39
营业税金及附加	120	192	199	172	163	148	235	183	258	58.14
销售费用	96	121	244	98	113	77	181	135	124	9.37
管理费用	198	247	168	201	166	405	223	241	269	61.84
财务费用	-5	-7	-40	-6	-16	-40	-81	-6	-3	(83.53)
资产减值损失	0	-2	0	-1	0	2	0	0	0	
三、其他经营收益	0	1	0	0	0	0	0	0	0	
投资净收益	0	1	0	0	0	0	0	0	0	
四、营业利润	1,147	2,020	1,222	1,922	1,267	979	1,705	2,200	1,401	
加：营业外收入	0	0	1	1	1	4	1	1	-1	
减：营业外支出	0	6	0	10	0	2	1	0	0	
五、利润总额	1,147	2,014	1,223	1,913	1,268	981	1,705	2,201	1,400	10.34
减：所得税	372	717	306	478	316	285	426	551	349	10.28
六、净利润	775	1,297	917	1,435	952	697	1,279	1,650	1,051	10.36
减：少数股东损益	35	56	44	69	47	42	62	77	54	15.33
归属于母公司所有者净利润	741	1,240	873	1,366	905	655	1,217	1,573	997	10.11
七、每股收益：	0.78	1.31	0.93	1.45	0.96	0.69	1.29	1.67	1.06	10.42
收入增长率(%)	47.66	68.33	25.57	152.2	2.05	-36.84	26.04	15.51	21.13	19.08
毛利率(%)	85.05	92.48	89.93	90.81	90.74	89.47	89.99	90.76	90.64	(0.10)
营业利润率(%)	62.69	72.67	61.30	73.19	67.88	55.78	67.85	72.53	61.96	(5.92)
净利率(%)	42.38	46.66	46.00	54.64	51.01	39.69	50.90	54.39	46.48	(4.53)
销售费用率(%)	5.25	4.34	12.22	3.73	6.08	4.39	7.19	4.45	5.49	(0.59)
管理费用率(%)	10.82	8.90	8.45	7.66	8.91	23.08	8.86	7.96	11.91	3.00
归属于母公司净利润增长率(%)	70.32	131.5	62.92	335.6	22.20	-47.21	39.35	15.16	10.11	(12.09)

资料来源：公司公告 山西证券研究所

➤ 调高盈利预测

表 2：盈利预测表

单位：百万元	2008	2009E	2010E	2011E
一、营业总收入	8,241.69	10,808.89	13,155.63	16,030.01
营业收入	8,241.69	10,808.89	13,155.63	16,030.01
二、营业总成本	2,852.62	3,943.31	4,578.50	5,375.93
营业成本	799.71	1,154.61	1,276.43	1,384.45
营业税金及附加	681.76	1,005.23	1,157.70	1,410.64
销售费用	532.02	702.58	828.80	977.83
管理费用	941.17	1,188.98	1,447.12	1,763.30



财务费用	-102.50	-108.09	-131.56	-160.30
资产减值损失	0.45	0.00	0.00	0.00
三、其他经营收益	1.32	1.00	1.00	1.00
投资净收益	1.32	1.00	1.00	1.00
四、营业利润	5,390.38	6,866.58	8,578.13	10,655.09
加：营业外收入	6.28	4.00	4.00	4.00
减：营业外支出	11.37	6.00	6.00	6.00
五、利润总额	5,385.30	6,864.58	8,576.13	10,653.09
减：所得税	1,384.54	1,716.15	2,144.03	2,663.27
六、净利润	4,000.76	5,148.44	6,432.10	7,989.82
减：少数股东损益	201.28	258.97	323.53	401.89
归属于母公司所有者的净利润	3,799.48	4,889.47	6,108.57	7,587.93
七、每股收益：	4.03	5.18	6.47	8.04
净利润增长率(%)	34.22	28.69	24.93	24.22

资料来源：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。