

食品饮料行业

报告原因: 年报点评

2010 年 4 月 2 日

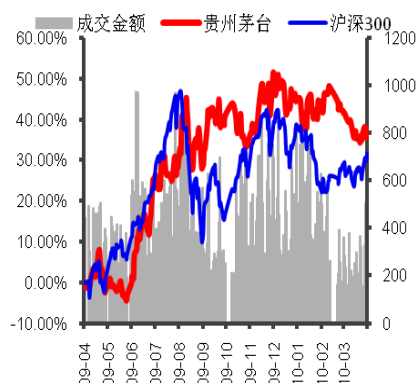
市场数据: 2010 年 4 月 1 日

收盘价(元)	160.06
一年内最高/最低(元)	181.1/112.1
市净率	10.4
市盈率	30.8
流通 A 股市值(百万元)	151,065

基础数据: 2009 年 12 月 31 日

每股收益(元)	4.57
营业收入(百万元)	9,670.0
净利润(百万元)	4,312.4
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

MSN: luo_yin@hotmail.com

研究员: 张旭

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

贵州茅台 (600519)

业绩远低于预期, 期待 2010 年

增持

下调评级

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
2009A	9,670	17.3	4,312	13.5	4.57	47.1	31.1	35.0
2010E	12,424	28.5	5,574	29.3	5.91	47.4	28.7	27.1
2011E	15,029	21.0	6,770	21.5	7.17	47.6	25.8	22.3
2012E	18,255	21.5	8,243	21.8	8.73	47.7	23.9	18.3

注: “市盈率”是指目前股价除以各年业绩

投资要点:

●**业绩远低于预期水平。**2009 年公司共生产茅台酒及系列产品 29,269.18 吨, 同比增长 16.71%; 实现营业收入 966,999.91 万元, 净利润 431,244.61 万元, 同比分别比上年同期增长 17.33%和 13.50%; 每股收益 4.57 元, 业绩远低于预期水平。

●**销售状况良好, 余留大额预收账款未确认。**随着宏观经济的逐步向好, 公司销售状况逐季回暖, 二季度以来销售商品、提供劳务获得现金逐季增加, 各季环比增速均达 100%以上, 增长迅速。不过, 至 2009 年底公司账面仍存有高达 35.16 亿元的预收账款未能确认, 达到了历年预收账款的最高值, 其中四季度新增预收账款 22.24 亿元, 为四季度当季营业收入的 1.9 倍。大额预收账款的余留是公司业绩远低于预期的最主要原因, 这也使得公司未能与五粮液一同迈入百亿白酒企业行列。2010 年此部分余额应将不断得到释放, 从而对 10 年业绩增长形成有力支撑。

●**期间费用率大幅提升阻碍盈利能力。**四季度公司的销售及管理费用率分别为 9.75%和 25.98%, 分别比上年同期上升了 5.36 和 2.9 个百分点, 期间费用率的大幅提升致使公司盈利能力受到阻碍, 当季净利率仅为 30.77%, 比上年同期下降 8.92 个百分点。此外, 消费税调整也对公司形成一定负面影响, 营业税金及附加与营业收入之比为 9.73%, 比上年提高 1.5 个百分点, 10 年在产品提价因素促进下消费税影响或将逐步削弱。

●**投资建议:**2010 年公司将进入提价放量的黄金期, 业绩增长仍可期待, 我们预计公司 2010-2012 年 EPS 分别为 5.91、7.17、8.73 元, 对应动态市盈率分别为 27.1、22.3、18.3 倍, 考虑到当前估值较为合理, 下调评级至“增持”。

●**风险提示:**产能扩张能力; 酒驾影响长期化; 西南旱情影响。

表 1：贵州茅台单季利润表

单位：百万元	07Q4	08Q1	08Q2	08Q3	08Q4	09Q1	09Q2	09Q3	09Q4	同比变化
一、营业总收入	2,779	1,993	2,626	1,867	1,755	2,513	3,033	2,261	1,863	6.13
营业收入	2,779	1,993	2,626	1,867	1,755	2,513	3,033	2,261	1,863	6.13
二、营业总成本	760	772	704	600	776	808	834	860	1,093	40.83
营业成本	209	201	241	173	185	251	280	212	207	12.28
营业税金及附加	192	199	172	163	148	235	183	258	264	78.54
销售费用	121	244	98	113	77	181	135	124	182	135.97
管理费用	247	168	201	166	405	223	241	269	484	19.48
财务费用	-7	-40	-6	-16	-40	-81	-6	-3	-43	7.16
资产减值损失	-2	0	-1	0	2	0	0	0	-1	
三、其他经营收益	1	0	0	0	0	0	0	0	0	3.00
投资净收益	1	0	0	0	0	0	0	0	0	3.00
四、营业利润	2,020	1,222	1,922	1,267	979	1,705	2,200	1,401	770	(21.40)
加：营业外收入	0	1	1	1	4	1	1	-1	6	47.51
减：营业外支出	6	0	10	0	2	1	0	0	0	
五、利润总额	2,014	1,223	1,913	1,268	981	1,705	2,201	1,400	775	(21.01)
减：所得税	717	306	478	316	285	426	551	349	202	(29.06)
六、净利润	1,297	917	1,435	952	697	1,279	1,650	1,051	573	(17.73)
减：少数股东损益	56	44	69	47	42	62	77	54	48	13.77
归属于母公司所有者净利润	1,240	873	1,366	905	655	1,217	1,573	997	525	(19.74)
七、每股收益：	1.31	0.93	1.45	0.96	0.69	1.29	1.67	1.06	0.56	(19.74)
收入增长率(%)	68.33	25.57	152.2	2.05	-36.84	26.04	15.51	21.13	6.13	42.97
毛利率(%)	92.48	89.93	90.81	90.74	89.47	89.99	90.76	90.64	88.86	(0.61)
营业利润率(%)	72.67	61.30	73.19	67.88	55.78	67.85	72.53	61.96	41.31	(14.47)
净利率(%)	46.66	46.00	54.64	51.01	39.69	50.90	54.39	46.48	30.77	(8.92)
销售费用率(%)	4.34	12.22	3.73	6.08	4.39	7.19	4.45	5.49	9.75	5.36
管理费用率(%)	8.90	8.45	7.66	8.91	23.08	8.86	7.96	11.91	25.98	2.90
归属于母公司净利润增长率(%)	131.5	62.92	335.6	22.20	-47.21	39.35	15.16	10.11	-19.74	27.48

资料来源：公司公告 山西证券研究所

➤ 盈利预测

表 2：盈利预测表

单位：百万元	2009	2010E	2011E	2012E
一、营业总收入	9,670.00	12,423.84	15,029.06	18,255.30
营业收入	9,670.00	12,423.84	15,029.06	18,255.30
二、营业总成本	3,595.69	4,576.67	5,498.17	6,651.30
营业成本	950.67	1,184.96	1,395.23	1,667.60
营业税金及附加	940.51	1,205.11	1,457.82	1,770.76
销售费用	621.28	795.13	961.86	1,168.34
管理费用	1,217.16	1,565.40	1,893.66	2,300.17



财务费用	-133.64	-173.93	-210.41	-255.57
资产减值损失	-0.30	0.00	0.00	0.00
三、其他经营收益	1.21	1.00	1.00	1.00
投资净收益	1.21	1.00	1.00	1.00
四、营业利润	6,075.52	7,848.18	9,531.89	11,605.00
加：营业外收入	6.25	4.00	4.00	4.00
减：营业外支出	1.23	6.00	6.00	6.00
五、利润总额	6,080.54	7,846.18	9,529.89	11,603.00
减：所得税	1,527.65	1,961.54	2,382.47	2,900.75
六、净利润	4,552.89	5,884.63	7,147.42	8,702.25
减：少数股东损益	240.44	310.71	377.38	459.48
归属于母公司所有者的净利润	4,312.45	5,573.92	6,770.03	8,242.77
七、每股收益：	4.57	5.91	7.17	8.73
净利润增长率(%)	13.50	29.25	21.46	21.75

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。