

贵州茅台 (600519)

买入 / 维持评级

股价: RMB167.04

分析师

洪婷

SAC 执业证书编号:S1000210080001

021-68498639 hongting@lhqz.com

分析师

蒋小东

SAC 执业证书编号:S0930208020141

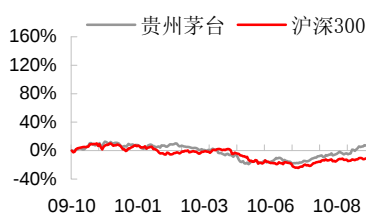
021-68498615 jiangxiaodong@lhqz.com

相关研究

基础数据

总股本(百万股)	943.8
流通 A 股(百万股)	943.8
流通 B 股(百万股)	0.00
可转债(百万元)	N/A
流通 A 股市值(百万元)	157652.35

最近 52 周与沪深 300 对比股份走势图



资料来源: 华泰联合证券

收入稳定增长, 消费税上升拖累业绩

—贵州茅台 2010 年 3 季报点评

- 贵州茅台今年前三季度实现营业收入 93.28 亿元, 同比增长 19.47%, 归属于母公司净利润 41.74 亿元, 同比增长 10.23%。其中三季度单季度营业收入为 27.4 亿元, 同比增长 21.19%, 归属于母公司净利润为 10.74 亿元, 同比增长 7.80%, 每股收益 1.14 元, 略低于我们的预期。
- 销量保持稳定增长, 期待提价推升明年收入增速。公司三季度单季度收入同比增速为 21.19%, 与去年同期基本持平, 较 2 季度提升 4 个百分点, 该收入增速的提升主要来自于销量的提升, 鉴于目前白酒行业较高的景气度, 预计未来茅台的销量将继续保持稳定增长。53 度茅台目前的市场终端零售价接近 1000 元, 而出厂价仍为 499 元, 出厂价与零售价之间的差距达到了历史最大, 提价空间和可能都较大, 我们预计公司可能会于今年底明年初提价继续推升明年收入增速。
- 消费税的提升拖累 3 季度业绩, 预计全年将下降到 14-15%左右的正常水平。3 季度单季度消费税率上升到 20.10%, 较 2 季度上升 11 个百分点, 是三季度业绩低于预期的主因。跟我们测算按照最高的消费税征收标准, 茅台的正常消费税率水平在 14-15%之间, 我们预计全年的消费税率将回落到 14-15%左右, 全年的业绩增速将回升。
- 新增产能逐步释放, 为公司未来销售稳定增长提供保障。公司 2006 年开始建设的“十一五”万吨茅台酒工程 1 期 2000 吨茅台酒明年将可以上市销售, 未来茅台酒产能每年将增加 2000 吨, 为公司销售的持续增长提供保障, 推升业绩增长。
- 盈利预测和投资建议。我们维持对公司未来业绩稳定增长的判断, 维持 2010-2012 年 5.58、6.87 和 8.29 元的盈利预测, 相对于目前的股价, 2010 年的 PE 在 27 倍, 处于历史较低水平, 仍具有长期投资价值, 维持买入评级。
- 风险提示: 白酒行业景气下滑导致茅台酒销量增速低于预期。

经营预测与估值	2009A	2010H1	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	9670.0	6587.3	11803.7	14230.5	17159.1
(+/-%)	17.3	18.8	22.1	20.6	20.6
归属母公司净利润(百万元)	4312.4	3099.8	5264.9	6396.9	7827.6
(+/-%)	13.5	11.1	22.1	21.5	22.4
EPS(元)	4.57	3.28	5.58	6.78	8.29
P/E(倍)	36.6	50.9	26.5	21.8	17.8

资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

盈利预测

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	15656	18988	26222	36129	营业收入	9670	11804	14230	17159
现金	9743	14019	20022	28641	营业成本	951	982	1142	1264
应收账款	21	98	89	100	营业税金及附加	941	1653	1992	2402
其他应收款	96	132	157	185	营业费用	621	755	897	1064
预付账款	1203	542	786	1084	管理费用	1217	1180	1423	1716
存货	4192	3301	4086	4815	财务费用	-134	-75	-103	-152
其他流动资产	400	897	1081	1303	资产减值损失	-0	0	0	0
非流动资产	4114	3889	3907	3834	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	4	0	0	0	投资净收益	1	0	0	0
固定资产	3169	3167	3105	2953	营业利润	6076	7308	8880	10866
无形资产	466	556	670	769	营业外收入	6	4	4	5
其他非流动资产	476	166	132	112	营业外支出	1	4	5	5
资产总计	19770	22877	30129	39963	利润总额	6081	7308	8879	10865
流动负债	5108	4670	5174	6751	所得税	1528	1754	2131	2608
短期借款	0	188	201	211	净利润	4553	5554	6748	8257
应付账款	139	103	134	164	少数股东损益	240	289	351	430
其他流动负债	4969	4380	4839	6376	归属母公司净利润	4312	5265	6397	7828
非流动负债	10	0	0	0	EBITDA	6149	7509	9071	11023
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	4.57	5.58	6.78	8.29
其他非流动负债	10	0	0	0					
负债合计	5118	4670	5174	6751	主要财务比率				
少数股东权益	186	475	826	1255	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
股本	944	944	944	944	成长能力				
资本公积	1375	494	494	494	营业收入	17.3%	22.1%	20.6%	20.6%
留存收益	12147	16294	22691	30518	营业利润	12.7%	20.3%	21.5%	22.4%
归属母公司股东权益	14466	17732	24129	31956	归属于母公司净利润	13.5%	22.1%	21.5%	22.4%
负债和股东权益	19770	22877	30129	39963	获利能力				
					毛利率 (%)	90.2%	91.7%	92.0%	92.6%
					净利率 (%)	44.6%	44.6%	45.0%	45.6%
					ROE (%)	29.8%	29.7%	26.5%	24.5%
					ROIC (%)	92.5%	125.0%	129.4%	169.5%
					偿债能力				
					资产负债率 (%)	25.9%	20.4%	17.2%	16.9%
					净负债比率 (%)	0.00%	4.03%	3.89%	3.12%
					流动比率	3.06	4.07	5.07	5.35
					速动比率	2.24	3.36	4.28	4.64
					营运能力				
					总资产周转率	0.54	0.55	0.54	0.49
					应收账款周转率	252	183	152	182
					应付账款周转率	7.30	8.12	9.63	8.46
					每股指标 (元)				
					每股收益 (最新摊薄)	4.57	5.58	6.78	8.29
					每股经营现金流 (最新摊薄)	4.48	6.79	6.57	9.21
					每股净资产 (最新摊薄)	15.33	18.79	25.57	33.86
					估值比率				
					P/E	32.38	26.53	21.83	17.84
					P/B	9.65	7.88	5.79	4.37
					EV/EBITDA	21	17	14	12

数据来源: 华泰联合证券研究所。

华泰联合证券评级标准:

时间段 报告发布之日起 6 个月内

基准市场指数 沪深 300 (以下简称基准)

股票评级

买 入 股价超越基准 20%以上
增 持 股价超越基准 10%-20%
中 性 股价相对基准波动在 $\pm 10\%$ 之间
减 持 股价弱于基准 10%-20%
卖 出 股价弱于基准 20%以上

行业评级

增 持 行业股票指数超越基准
中 性 行业股票指数基本与基准持平
减 持 行业股票指数明显弱于基准

免责声明

本研究报告仅供华泰联合证券有限责任公司(以下简称“华泰联合证券”)客户内部交流使用。本报告是基于我们认为可靠且已公开的信息,我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更。我们会适时更新我们的研究,但可能会因某些规定而无法做到。

本报告所载信息均为个人观点,并不构成所涉及证券的个人投资建议,也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。某些交易,包括牵涉期货、期权及其它衍生工具的交易,有很大的风险,可能并不适合所有投资者。

华泰联合证券是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。我公司可能会持有报告中提及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、财务顾问或金融产品等相关服务。

我们的研究报告主要以电子版形式分发,间或也会辅以印刷品形式分发。我们向所有客户同时分发电子版研究报告。

©版权所有 2010 年 华泰联合证券有限责任公司研究所

未经书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何形式复制、转发或公开传播。如欲引用或转载本文内容,务必联络华泰联合证券研究所客户服务部,并需注明出处为华泰联合证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

深 圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 25 层
邮政编码: 518048
电 话: 86 755 8249 3932
传 真: 86 755 8249 2062
电子邮件: lzrd@lhzq.com

上 海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 45 层
邮政编码: 200120
电 话: 86 21 5010 6028
传 真: 86 21 6849 8501
电子邮件: lzrd@lhzq.com