贵州茅台(600519):提价将继续带动业绩增长

增持（维持）

食品饮料行业/白酒

当前股价：185.75 元

报告日期：2011 年 3 月 22 日

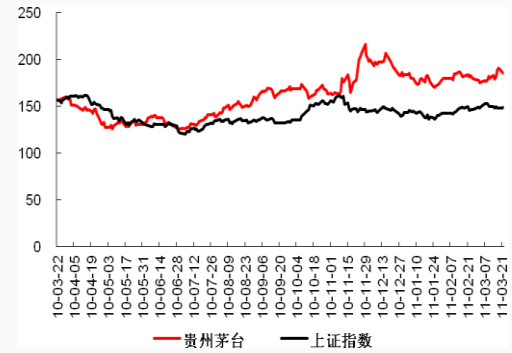
主要财务指标（单位：百万元）

	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	11633	15927	20489	24587
（+/-）	20.30%	36.90%	28.65%	20.00%
营业利润	7161	9727	12507	14971
（+/-）	17.86%	35.83%	28.59%	19.70%
归属于母公司的净利润	5051	6892	8862	10607
（+/-）	17.13%	36.44%	28.58%	19.69%
每股收益（元）	5.35	7.30	9.39	11.24
市盈率（倍）	33	25	20	17

公司基本情况（2011 年 3 月 22 日止）

总股本/已流通股（万股）	94,380/94,380
流通市值（亿元）	1753.1085
每股净资产（元）	19.49
资产负债率（%）	27.51

股价表现（最近一年）



天相农业食品组
联系人—天相食品组
010-66045408 wangsy@txsec.com
服务热线 010-66045555
服务邮箱 service@txsec.com

- 2010 年，公司实现营业收入 116.33 亿元，同比增长 20.3%；营业利润 716,091 万元，同比增长 17.86%；归属母公司所有者净利润 505,119 万元，同比增长 17.13%；基本每股收益 5.35 元/股。利润分配预案为：每 10 股送 1 股、派现 23 元（含税）。公司业绩略高于我们之前预期，派现力度较大。

- **产品供不应求，预收账款显著增加。**报告期末，公司预收账款账面余额为47.39亿元，相比年初余额增长34.76%。公司曾于2010年初起提高酒类产品出厂价，平均提价幅度在13%以上，年内产品终端价格也随之不断上涨。但消费者热情仍然高涨，需求持续旺盛，公司产品常处于供不应求状态。为保证货物供应，经销商积极支付预付货款，使得公司预收账款显著增加。

- **高度茅台酒增速较快，综合毛利率继续提高。**报告期内，高度茅台酒销售收入达到983813.05万元，同比增长24.49%，为各类型酒类中增速最快的部分，且毛利率同比增长0.50个百分点，达到93.06%；低度茅台酒销售收入同比下降0.25%，毛利率同比下降0.01个百分点；其他系列酒销售收入同比增长3.98%，毛利率同比增长0.33个百分点。整体来看，高度茅台酒销售贡献最大，使得公司综合毛利率上升至90.95%，这主要得益于公司2010年初起提价，且带动销量上涨所致。

- **消费税从价计征，税收负担增大。**报告期内，公司营业税金及附加达到15.77亿元，同比增长67.68%。从价计征消费税对于公司的业绩影响程度较大。

- **茅台酒价格仍有进一步上涨空间。**公司从2011年1月1日起已经开始将53度飞天茅台的出厂价上调至619元，从市场终端我们观察到，零售价已经突破千元，最高达到1400元附近。近年来公司积极打造茅台品牌，市面上投资茅台酒、囤积茅台酒和收藏茅台酒的行为也愈加激烈，茅台酒的金融品属性逐步增强。我们认为，在通胀逐步抬头、股市楼市投资不确定性增加的背景下，部分投资者积极介入可选投资品的趋势将会增加，茅台酒产品作为中国高端酒类的卓越代表，将有可能获得更多投资者、收藏者的青睐。随着消费、投资、收藏等诸多需求的逐步增加，茅台酒价格还有进一步上涨的空间。

- **公司有意加强中低端市场开拓，该部分业务表现有待观察。**长期以来，高度茅台酒作为政务消费、商务消费以及馈赠亲友的选择，其高端形象已经深入人心。作为一种高端品牌，广泛的品牌认可度，高品质的基酒储备，是其成功的关键因素。由于中低端市场的目标消费群体与高端市场有明显的不同，若要成功开拓中低端市场，最重要的是渠道管控和拓展能力，公司未来还需要在渠道建设上投入更多的精力。这部分业务表现有待于进一步观察。

- **“永福酱酒”上市，未来将对茅台构成威胁。**2011年1月起，五粮液公司推出了酝酿达十年之久的“永福酱酒”，单瓶定价在1280元，定价已超茅台酒，对于茅台霸主地位形成挑战。我们认为，短期内该产品的销量有限，难以对茅台酒构成实质性影响。但从长远来看，“永福酱酒”的上市，将有可能改变茅台酒一家独大的局面，蚕食公司部分市场份额，对公司发展构成一定威胁。

- **盈利预测与评级。**我们预测公司2011-2012年的EPS至7.30元、9.39元和11.24元，以公司当前185.75元的股价计算，对应的动态PE分别为25X、20X和17X，维持“增持”的投资评级。

- **风险提示。**（1）、宏观经济波动对高端白酒消费的影响；（2）、“永福酱酒”上市，抢占公司市场份额所带来的竞争风险；（3）、中低端市场开拓不达预期的风险；（4）、大盘波动对公司股价的影响。

贵州茅台盈利预测：

单位：万元	2009	2010	2011	2012	2013
一、营业收入	967000	1163328	1592653	2048917	2458700
同比增长	17.33%	20.30%	36.90%	28.65%	20.00%
减：营业成本	95067	105293	141175	180179	217569
综合毛利率	90.17%	90.95%	91.14%	91.21%	91.15%
营业税金及附加	94051	157701	215964	277833	333400
资产减值损失	-30.01	-306.70	45	45	45
减：期间费用	170481	184597	262788	340120	410603
期间费用率	17.63%	15.87%	16.50%	16.60%	16.70%
其中：销售费用	62128	67653	93967	122935	149981
管理费用	121716	134601	191118	245870	295044
财务费用	-13364	-17658	-22297	-28685	-34422
加：公允价值变动净收益	0	0	0	0	0
投资净收益	121	47	100	100	100
影响营业利润的其他科目	0	0	0	0	0
二、营业利润	607552	716091	972681	1250739	1497084
同比增长	12.71%	17.86%	35.83%	28.59%	19.70%
营业利润率	62.83%	61.56%	61.07%	61.04%	60.89%
加：营业外收支净额	502	151	450	500	550
三、利润总额	608054	716242	973131	1251239	1497634
减：所得税	152765	182266	247662	318440	381148
实际所得税率	25.12%	25.45%	25.45%	25.45%	25.45%
四、净利润	455289	533976	725469	932799	1116486
归属于母公司所有者净利润	431245	505119	689196	886159	1060662
同比增长	13.50%	17.13%	36.44%	28.58%	19.69%
净利润率	44.60%	43.42%	43.27%	43.25%	43.14%

少数股东损益	24044	28857	36273	46640	55824
少数股东损益比例	5%	5%	5%	5%	5%
股本（单位：万股）	94380	94380	94380	94380	94380
五、每股收益（单位：元）	4.57	5.35	7.30	9.39	11.24

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的客观与公正，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：深圳市福田区深南大道 6033 号金运世纪大厦 22A
电话：0755-83234800 传真：0755-83234800 邮编：518040