

业绩增五成，符合预期

事件：

公司公布一季报：2011 年 1-3 月，公司实现营业收入 42.21 亿元，同比增长 38.84%，营业利润 26.52 亿元，同比增长 47.71%，实现归属母公司净利润 18.84 亿元，同比增长 48.85%，实现每股收益 2 元。

研究结论：

- **年度业绩基本符合预期，对预期的确认是最关键的。**2011 年公司的一季报实现了开门红。报告期内，公司净利润增速明显快于收入增长，这是业绩正常的一种表现，我们判断公司全年业绩增长可以在 40%以上（考虑到销量增长和提价事实），一季报的业绩确认对确保全年业绩实现预期增长起到关键性作用。
- **公司严格执行改革后的消费税从价征收政策，对今年公司业绩增速影响明显减弱。**报告期内，公司营业税金及附加同比增长 31%，增速慢于收入增长水平。营业税金及附加率同比下降了 1 个百分点，达到 16.79%。
- **毛利率继续稳步提升，预收款继续创新高。**报告期内，公司综合毛利率达到 90.71%，同比增加 0.43 个百分点，毛利率提升的原因：一是年初的提价因素；二是预计高度茅台酒销售增速仍然快于其他产品。报告期内，公司的预收账款余额继续快速攀升，达到 63.43 亿元，比年初余额增长 34%，比去年同期增长了 107%。我们认为这可以很好的解释公司产品供不应求以及 2010 年茅台酒终端价格不断上涨的局面，应对目前市场对公司产品高需求和产品供给相对不足的矛盾，提价是必要的，而且我们认为公司产品出厂价仍然有较大的提升空间。
- **盈利预测和评级：**我们维持年报点评所给出的盈利预测略不变，预计 2011-2013 年 EPS 分别为 7.57、9.72 和 11.88 元。公司“十二五”时期公司发展的战略目标和规划是：到 2015 年，茅台酒生产达到 4 万吨以上；销售收入突破 260 亿元（含税）。2011 年开始公司计划投入约 25 亿元实施“十二五”万吨茅台酒规划发展的征地工作和二期技改项目、实施循环经济第二期项目的建设、土地资源储备、公司生态环境的整治及其他相关项目。目前股价相对 2011 年 EPS 的市盈率仅为 23 倍，鉴于 2011 年 40%以上的业绩增速的预期，目前估值便宜，维持公司“增持”评级。
- **风险提示：**行政和社会舆论对公司产品相关事项的影响；食品安全事件的发生。



东方证券
ORIENT SECURITIES

施剑刚

食品饮料、农业高级分析师

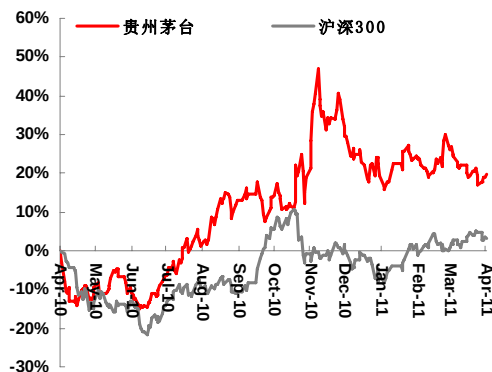
8621-63325888 × 6075

shijiangang@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860210020003

投资评级	买入 增持 中性 减持 (维持)
股价 (2011 年 4 月 22 日)	176.15 元
目标价格	231.00 元
总股本/A 股 (亿股)	9.44/9.44
A 股市值 (亿元)	1663
国家/地区	中国
行业	食品饮料
报告发布日期	2011 年 4 月 25 日

股价表现



资料来源：WIND

财务预测		单位：百万元			
主要财务指标	2010A	2011E	2012E	2013E	
营业收入	11633	15479	19033	23033	
同比%	20.3%	33.1%	23.0%	21.0%	
归属母公司净利润	5051	7149	9170	11215	
同比%	17.1%	41.5%	28.3%	22.3%	
毛利率(%)	90.9%	91.9%	92.3%	92.7%	
ROE(%)	27.5%	28.7%	27.4%	25.4%	
EPS (元)	5.35	7.57	9.72	11.88	
P/E (倍)	33	23	18	15	

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

表 1：公司分季度经营数据

项目	2011 年一季度			2010 年全年			2010 年一季度		
	2010-3-31	2011-3-31	增速	2009-12-31	2010-12-31	增速	2009-3-31	2010-3-31	增速
一、营业总收入	30.40	42.21	38.84%	96.70	116.33	20.30%	25.13	30.40	20.99%
其中：营业收入	30.40	42.21	38.84%	96.70	116.33	20.30%	25.13	30.40	20.99%
二、营业总成本	12.44	15.68	26.04%	35.97	44.73	24.37%	8.08	12.44	53.94%
其中：营业成本	2.95	3.92	32.73%	9.51	10.53	10.76%	2.51	2.95	17.47%
毛利率	0.90	0.91	0.43	0.90	0.91	0.78	0.90	0.90	0.29
营业税金及附加	5.41	7.09	31.03%	9.41	15.77	67.68%	2.35	5.41	130.40%
销售费用	1.45	1.67	15.54%	6.21	6.77	8.89%	1.81	1.45	-19.89%
管理费用	3.10	3.54	14.32%	12.17	13.46	10.59%	2.23	3.10	39.17%
财务费用	-0.46	-0.53	15.62%	-1.34	-1.77	32.13%	-0.81	-0.46	-43.12%
三项费用	4.08	4.68	14.60%	17.05	18.46	8.28%	3.22	4.08	26.81%
三项费用率	0.13	0.11	-2.34	0.18	0.16	-1.76	0.13	0.13	0.62
资产减值损失	0.00	0.00	-100.00%	0.00	-0.03	922.04%	0.00	0.00	#DIV/0!
投资收益	0.00	0.00	#DIV/0!	0.01	0.00	-61.22%	0.00	0.00	-100.00%
三、营业利润	17.96	26.52	47.71%	60.76	71.61	17.86%	17.05	17.96	5.32%
加：营业外收入	0.00	0.02	19066.29%	0.06	0.05	-15.06%	0.01	0.00	-99.16%
减：营业外支出	0.03	0.00	-94.59%	0.01	0.04	209.02%	0.01	0.03	180.00%
四、利润总额	17.93	26.54	48.04%	60.81	71.62	17.79%	17.05	17.93	5.15%
减：所得税费用	4.48	6.63	47.82%	15.28	18.23	19.31%	4.26	4.48	5.21%
所得税率	0.25	0.25	-0.04	0.25	0.25	0.32	0.25	0.25	0.01
五、净利润	13.44	19.91	48.12%	45.53	53.40	17.28%	12.79	13.44	5.13%
归属于母公司所有者的净利润	12.66	18.84	48.85%	43.12	50.51	17.13%	12.17	12.66	4.00%
少数股东损益	0.79	1.07	36.30%	2.40	2.89	20.01%	0.62	0.79	27.31%
六、每股收益：									
基本每股收益	1.34	2.00	48.85%	4.57	5.35	17.13%	1.29	1.34	4.00%

资料来源：东方证券研究所

附表：财务报表预测与比率分析
资产负债表

单位: 百万元

	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	20300	27404	37505	50700
现金	12888	18575	27213	38746
应收账款	0	0	0	0
其他应收款	59	79	97	117
预付账款	1530	1816	2113	2451
存货	5574	6622	7707	8940
其他流动资产	249	313	375	445
非流动资产	5287	6559	6984	6669
长期投资	4	4	4	4
固定资产	4192	5213	5901	5717
无形资产	452	465	478	491
其他非流动资产	639	876	602	457
资产总计	25588	33963	44489	57370
流动负债	7028	8485	9952	11603
短期借款	0	0	0	0
应付账款	232	275	321	372
其他流动负债	6796	8210	9631	11231
非流动负债	10	10	0	0
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	10	10	0	0
负债合计	7038	8495	9952	11603
少数股东权益	151	553	1066	1694
股本	944	944	944	944
资本公积	1375	1375	1375	1375
留存收益	16080	22615	31172	41774
归属母公司股东权益	18399	24934	33491	44092
负债和股东权益	25588	33982	44509	57389

现金流量表

单位: 百万元

	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	6201	7696	9840	12005
净利润	5340	7551	9683	11843
折旧摊销	286	325	401	442
财务费用	-177	-231	-251	-281
投资损失	-0	-1	-1	-1
营运资金变动	632	48	8	2
其他经营现金流	121	4	1	0
投资活动现金流	-1763	-1627	-840	-140
资本支出	1732	1600	810	110
长期投资	-33	0	0	0
其他投资现金流	-64	-27	-30	-30
筹资活动现金流	-1293	-383	-362	-332
短期借款	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0
其他筹资现金流	-1293	-383	-362	-332
现金净增加额	3145	5686	8638	11533

利润表

单位: 百万元

	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	11633	15479	19033	23033
营业成本	1053	1252	1457	1691
营业税金及附加	1577	1858	2094	2534
营业费用	677	836	1009	1221
管理费用	1346	1703	1903	2188
财务费用	-177	-231	-251	-281
资产减值损失	-3	-3	-3	-3
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	0	1	1	1
营业利润	7161	10066	12826	15686
营业外收入	5	5	3	3
营业外支出	4	3	3	3
利润总额	7162	10068	12826	15686
所得税	1823	2517	3142	3843
净利润	5340	7551	9683	11843
少数股东损益	289	403	513	627
归属母公司净利润	5051	7149	9170	11215
EBITDA	7270	10160	12975	15847
EPS (元)	5.35	7.57	9.72	11.88

主要财务比率

	2010	2011E	2012E	2013E
成长能力				
营业收入	20.3%	33.1%	23.0%	21.0%
营业利润	17.9%	40.6%	27.4%	22.3%
归属于母公司净利润	17.1%	41.5%	28.3%	22.3%
获利能力				
毛利率(%)	90.9%	91.9%	92.3%	92.7%
净利率(%)	43.4%	46.2%	48.2%	48.7%
ROE(%)	27.5%	28.7%	27.4%	25.4%
ROIC(%)	93.1%	108.0%	131.0%	167.9%
偿债能力				
资产负债率(%)	27.5%	25.0%	22.4%	20.2%
净负债比率(%)	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
流动比率	2.89	3.23	3.77	4.37
速动比率	2.10	2.45	2.99	3.60
营运能力				
总资产周转率	0.51	0.52	0.49	0.45
应收账款周转率	1088	-	-	-
应付账款周转率	5.67	4.93	4.89	4.88
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	5.35	7.57	9.72	11.88
每股经营现金流(最新摊薄)	6.57	8.15	10.43	12.72
每股净资产(最新摊薄)	19.49	26.42	35.48	46.72
估值比率				
P/E	32.91	23.26	18.13	14.82
P/B	9.04	6.67	4.96	3.77
EV/EBITDA	21	15	12	10

资料来源：东方证券研究所

附图：相关上市公司近期资金流向



注： 超级资金(>50 万股或 100 万元)：体现了超大户或者机构当日的净买卖方向；
 散户资金(<1 万股或 5 万元)：体现了散户当日的净买卖方向；
 当日净量：红柱为净买入，绿柱为净卖出，数值为当日净量占流通盘的百分比；
 60 日累计：当日净量的 60 日累计值；
 10 日均值：60 日累计线的 10 日平滑。

资料来源：益盟，东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本报告由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有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，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告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。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者需自行承担风险。

本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，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn