

食品饮料行业

报告原因：中报点评

2011 年 8 月 31 日

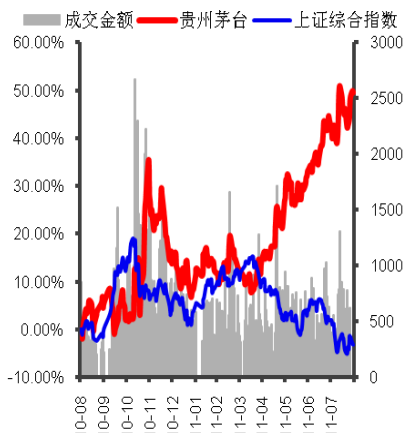
市场数据：2011 年 8 月 30 日

收盘价（元）	214.82
一年内最高/最低（元）	222.0/151.7
市净率	11.0
市盈率	27.7
流通 A 股市值（百万元）	223,022

基础数据：2011 年 6 月 30 日

每股收益（元）	5.20
营业收入（百万元）	9,825.82
净利润（百万元）	4,907.18
总股本/流通 A 股（百万）	944/944

公司近期市场表现（最近一年）：



分析师：

罗胤

执业证书编号：S0760511010012

Tel: 010-82190301

Email: luoyin@sxzq.com

MSN: luo_yin@hotmail.com

联系人：

张小玲

Tel: 0351-8686990

010-82190365

Email: zhangxiaoling@sxzq.com

孟军

Tel: 010-82190365

Email: mengjun@sxzq.com

贵州茅台 (600519)

预收确认贡献收入，放量助力锁定增长

增持

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
2010A	11,633	20.3	5,051	17.1	5.35	45.9	28.8	40.2
2011E	17,132	47.3	8,039	59.2	7.74	49.7	31.4	27.7
2012E	23,040	34.5	11,128	38.4	10.72	51.1	30.3	20.0
2013E	29,767	29.2	14,805	33.0	14.26	52.6	28.7	15.1

注：“市盈率”是指目前股价除以各年业绩

投资要点：

● **业绩超预期。**2011 年上半年公司共生产茅台酒及系列产品 29,325 吨，与上年同一生产轮次相比增长 10.14%；实现营业收入 982,582.34 万元，同比增长 49.16%；净利润 490,717.71 万元，同比增长 58.31%；每股收益 5.20 元，业绩超预期。

● **预收确认贡献收入，现金流充裕确保增长。**二季度公司确认了部分预收账款，约为 14.09 亿元，占当期收入的 25%，为二季度销售增长再上新台阶贡献了部分收入。同时，二季度当季销售商品提供劳务收到现金 50 亿元，现金流仍极为充裕。至上半年末公司账面账款预收余额达 49.35 亿元，仍高于上年底水平，将为公司持续增长奠定坚实基础。

● **高度、系列平分秋色，销售增速大幅提升。**上半年，在提价放量因素推动下，高度茅台酒实现收入 84.88 亿元，比上年同期增长了 52.27%，同时系列酒实现收入 6.5 亿元，增速亦达 52.02%，二者增速均比上年同期大幅提升。同时，销售、管理费用率均比上年同期明显下降，促使公司营业利润率上升 3.62 个百分点，盈利能力显著增强。

● **价格仍存上行空间，放量有助锁定增长。**随着节日临近，53 度茅台终端价回升至 1400 元左右，渠道价差高达近 700 元，未来仍存进一步提价空间。另外，自“十五”期间开始，公司持续以年增 2000 吨水平加大产能建设，至 2010 年底产能已达 2 万吨，按公司产品 5 年存放周期推算，“十一五”期间新增产能将自 2011 年起逐步释放，有助锁定增长。近期，公司进一步启动十二五二期产能建设，年增产能 2500 吨。

● **投资建议：**目前公司进入提价放量的黄金期，我们上调了盈利预测，预计公司 2011-2013 年 EPS 分别为 7.74、10.72、14.26 元，对应动态市盈率分别为 27.7、20.0、15.1 倍，维持“增持”评级。

表 1：贵州茅台单季利润表

单位：百万元	09Q2	09Q3	09Q4	10Q1	10Q2	10Q3	10Q4	11Q1	11Q2	同比变化
一、营业总收入	3,033	2,261	1,863	3,040	3,547	2,740	2,306	4,221	5,605	58.01
营业收入	3,033	2,261	1,863	3,040	3,547	2,740	2,306	4,221	5,605	58.01
二、营业总成本	834	860	1,093	1,244	962	1,224	1,042	1,568	1,371	42.45
营业成本	280	212	207	295	274	252	232	392	453	65.45
营业税金及附加	183	258	264	541	318	551	167	709	569	78.71
销售费用	135	124	182	145	170	168	194	167	157	(7.44)
管理费用	241	269	484	310	251	290	495	354	289	15.03
财务费用	-6	-3	-43	-46	-54	-38	-39	-53	-95	78.26
资产减值损失	0	0	-1	0	3	0	-6	0	-2	
三、其他经营收益	0	0	0	0	0	0	0	0	3	7.00
投资净收益	0	0	0	0	0	0	0	0	3	7.00
四、营业利润	2,200	1,401	770	1,796	2,585	1,517	1,263	2,652	4,237	63.91
加：营业外收入	1	-1	6	0	0	2	3	2	1	161.01
减：营业外支出	0	0	0	3	1	0	0	0	5	
五、利润总额	2,201	1,400	775	1,793	2,585	1,518	1,267	2,654	4,233	63.78
减：所得税	551	349	202	448	655	382	338	663	1,058	61.67
六、净利润	1,650	1,051	573	1,344	1,930	1,137	929	1,991	3,175	64.49
减：少数股东损益	77	54	48	79	96	62	52	107	152	58.02
归属于母公司所有者净利润	1,573	997	525	1,266	1,834	1,074	877	1,884	3,023	64.83
七、每股收益：	1.67	1.06	0.56	1.34	1.94	1.14	0.93	2.00	3.20	64.83
收入增长率(%)	15.51	21.13	6.13	20.99	16.94	21.19	23.78	38.84	58.01	41.07
毛利率(%)	90.76	90.64	88.86	90.28	92.28	90.80	89.95	90.71	91.92	(0.36)
营业利润率(%)	72.53	61.96	41.31	59.07	72.88	55.35	54.79	62.84	75.60	2.72
净利率(%)	54.39	46.48	30.77	44.22	54.41	41.47	40.28	47.18	56.64	2.23
销售费用率(%)	4.45	5.49	9.75	4.76	4.79	6.12	8.41	3.96	2.81	(1.99)
管理费用率(%)	7.96	11.91	25.98	10.19	7.08	10.60	21.46	8.39	5.15	(1.93)
归属于母公司净利润增长率(%)	15.16	10.11	-19.74	4.00	16.58	7.80	66.89	48.85	64.83	48.25

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	2010	2011E	2012E	2013E
一、营业总收入	11,633.28	17,131.91	23,039.91	29,767.29
营业收入	11,633.28	17,131.91	23,039.91	29,767.29
二、营业总成本	4,472.85	5,788.00	7,337.96	8,877.08
营业成本	1,052.93	1,491.32	1,905.15	2,364.00
营业税金及附加	1,577.01	2,055.83	2,649.59	3,274.40
销售费用	676.53	822.33	1,059.84	1,309.76
管理费用	1,346.01	1,678.93	2,073.59	2,381.38
财务费用	-176.58	-260.41	-350.21	-452.46
资产减值损失	-3.07	0.00	0.00	0.00
三、其他经营收益	0.47	1.00	1.00	1.00
投资净收益	0.47	1.00	1.00	1.00
四、营业利润	7,160.91	11,344.91	15,702.95	20,891.21
加：营业外收入	5.31	4.00	4.00	4.00
减：营业外支出	3.80	6.00	6.00	6.00
五、利润总额	7,162.42	11,342.91	15,700.95	20,889.21
减：所得税	1,822.66	2,835.73	3,925.24	5,222.30
六、净利润	5,339.76	8,507.18	11,775.71	15,666.90
减：少数股东损益	288.57	467.90	647.66	861.68
归属于母公司所有者的净利润	5,051.19	8,039.29	11,128.04	14,805.22
七、每股收益：	5.35	7.74	10.72	14.26
净利润增长率(%)	17.13	59.16	38.42	33.04

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：

山西证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。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。