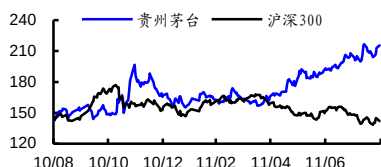


证券研究报告—动态报告
食品饮料
饮料
贵州茅台(600519)
推荐
11 年半年报点评

(维持评级)

2011 年 9 月 5 日

一年该股与沪深 300 走势比较

股票数据

总股本 (百万股)	1,038.2/1,038.2
总市值 (百万元)	223,022/223,022
沪深 300/深圳成指	2,566.60/11,344.45
12 个月最高/最低 (元)	216.77/156.88

相关研究报告:

《贵州茅台-600519-贵州振兴, 茅台给力》——2011-5-26

《贵州茅台-600519-“十二五”开门红 提价放量业绩猛》——2011-4-25

《贵州茅台-600519-管理层态度转变, 业绩释放进行时》——2011-3-21

《贵州茅台-600519-大幅提价印证 11 年业绩加速释放判断》——2010-12-16

证券分析师: 黄茂

电话: 0755-82138922

E-mail: huangmao@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码: S0980510120030

半年报点评

二线增速一线估值 茅台再超预期

●净利润增长 58% 超越市场预期

公司上半年实现收入 98 亿, 同比增长 49%, 实现净利润 49 亿, 同比增长 58%, 合 EPS4.73 元。其中二季度收入和利润分别增长 58%和 65%。这是公司 08 年以来首次增长超过 50%, 超越市场预期, 主要是主品牌销量超预期。

●实际销量远超预期 下半年增速还有提升空间

公司高度酒收入增长 53%, 而公司实际现金回款增长 82%, 扣除提价, 估计实际销量增长在 30-50%, 符合贵州省希望茅台放量的逻辑。上半年预收款基本持平, 如果公司下半年维持这种策略, 业绩增速还有进一步提升空间。

●关键人事调整 公司提价和业绩将继续给力

袁仁国先生将接任集团董事长, 其他关键职位也将有相应调整。这是公司上市以来最重要的人事调整。新一届管理层将会积极影响贵州省的号召, 启动茅台的新一轮高速增长期。目前茅台终端价格超过 1600 元, 春节突破 2000 元概率很大。五粮液大幅提价后, 茅台明年很可能提价 150-200 元, 相当于 25-30%。

●收购习酒和直营专卖店即将破冰 推动 12 年业绩高速增长

公司计划收购集团习酒厂, 按照省委要求以做大中档酒。上半年系列酒增长 52%, 有明显改善。公司中报披露装修专卖店支付 123 万, 显示公司设立直营专卖店的计划有破冰的迹象。如果实现, 上述计划有望提升 12 年业绩 10%。

●风险提示

政府公务消费控制, 盈余管理。

●目标价 252-277 元 维持“推荐”

考虑收购和建立直营专卖店, 我们预计 11-13 年 EPS 摊薄后分别为 7.92/12.6/17.8 元, 分别上调 6%/20%/23%, 目前股价对应动态市盈率分别 27/17/12 倍。未来 6 个月目标价 252-277 元, 对应 12 年 PE20-22 倍, 相对目前股价还有 17-29%空间, 维持“推荐”评级。

盈利预测和财务指标

	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	9,670.00	11,633.28	18,082.75	27,420.00	37,721.73
(+/-%)	17.33%	20.30%	55.40%	51.60%	37.60%
净利润(百万元)	4,312.45	5,051.19	8,223.44	13,089.64	18,425.95
(+/-%)	13.50%	17.13%	62.80%	59.20%	40.80%
每股收益 (元)	4.57	5.35	7.92	12.61	17.75
EBIT Margin	62.88%	61.57%	63.21%	66.27%	67.82%
净资产收益率 (ROE)	29.81%	27.45%	35.24%	41.97%	43.62%
市盈率 (PE)	47.01	40.14	27.12	17.04	12.10
EV/EBITDA	32.24	27.22	18.07	11.60	8.41
市净率 (PB)	14.02	11.02	8.69	6.50	4.80

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

附表 1：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2010	2011E	2012E	2013E		2010	2011E	2012E	2013E
现金及现金等价物	12888	14443	19173	27139	营业收入	11633	18083	27420	37722
应收款项	265	595	901	1240	营业成本	1053	1518	2037	2595
存货净额	5574	8965	12975	17284	营业税金及附加	1577	2441	3674	5017
其他流动资产	1573	2351	3565	4904	销售费用	677	904	1206	1509
流动资产合计	20300	26353	36614	50567	管理费用	1346	1805	2346	3033
固定资产	4474	6262	8188	10259	财务费用	(177)	(204)	(336)	(463)
无形资产及其他	452	437	422	407	投资收益	0	1	1	1
投资性房地产	357	357	357	357	资产减值及公允价值变动	3	0	0	0
长期股权投资	4	4	4	4	其他收入	0	(1)	0	0
资产总计	25588	33413	45586	61595	营业利润	7161	11618	18493	26033
短期借款及交易性金融负债	0	0	0	0	营业外净收支	2	0	0	0
应付款项	232	319	461	615	利润总额	7162	11618	18493	26033
其他流动负债	6796	9242	12847	16843	所得税费用	1823	2916	4642	6534
流动负债合计	7028	9561	13308	17457	少数股东损益	289	479	762	1072
长期借款及应付债券	0	0	0	0	归属于母公司净利润	5051	8223	13090	18426
其他长期负债	10	10	10	10					
长期负债合计	10	10	10	10	现金流量表 (百万元)				
负债合计	7038	9571	13318	17467		2010	2011E	2012E	2013E
少数股东权益	151	510	1081	1885	净利润	5051	8223	13090	18426
股东权益	18399	23333	31187	42242	资产减值准备	(3)	3	0	0
负债和股东权益总计	25588	33413	45586	61595	折旧摊销	283	339	465	617
					公允价值变动损失	(3)	0	0	0
					财务费用	(177)	(204)	(336)	(463)
					营运资本变动	301	(1963)	(1783)	(1838)
					其它	217	356	571	804
					经营活动现金流	5846	6958	12342	18009
					资本开支	(1354)	(2115)	(2376)	(2673)
					其它投资现金流	17	0	0	0
					投资活动现金流	(1337)	(2115)	(2376)	(2673)
					权益性融资	0	0	0	0
					负债净变化	0	0	0	0
					支付股利、利息	(1293)	(3289)	(5236)	(7370)
					其它融资现金流	1222	0	0	0
					融资活动现金流	(1363)	(3289)	(5236)	(7370)
					现金净变动	3145	1554	4731	7966
					货币资金的期初余额	9743	12888	14443	19173
					货币资金的期末余额	12888	14443	19173	27139
					企业自由现金流	5263	4811	9904	15257
					权益自由现金流	6486	4964	10156	15604

资料来源：国信证券经济研究所预测

关键财务与估值指标	2010	2011E	2012E	2013E
每股收益	5.35	7.92	12.61	17.75
每股红利	1.37	3.17	5.04	7.10
每股净资产	19.49	22.47	30.04	40.69
ROS	43%	45%	48%	49%
ROE	27%	35%	42%	44%
毛利率	91%	92%	93%	93%
EBIT Margin	60%	63%	66%	68%
EBITDA Margin	62%	65%	68%	69%
收入增长	20%	55%	52%	38%
净利润增长率	17%	63%	59%	41%
资产负债率	28%	30%	32%	31%
息率	0.6%	1.6%	2.6%	3.6%
P/E	40.1	27.1	17.0	12.1
P/B	11.0	8.7	6.5	4.8
EV/EBITDA	28.9	18.1	11.6	8.4

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10% 之间
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

风险提示

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的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业务服务。本报告版权归国信证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。

证券投资咨询业务的说明

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所团队成员

宏观		固定收益		策略	
周炳林	0755-82130638	李怀定	021-60933152	黄学军	021-60933142
林松立	010-66026312	侯慧娣	021-60875161	林丽梅	021-60933157
崔 嵘	021-60933159	张 旭	010-66026340		
				技术分析	
				闫 莉	010-88005316
交通运输		银行		房地产	
郑 武	0755- 82130422	邱志承	021- 60875167	方 焱	0755-82130648
陈建生	0755- 82133766	黄 飙	0755-82133476	区瑞明	0755-82130678
岳 鑫	0755- 82130432	谈 煊	010- 66025229	黄道立	0755- 82133397
周 俊	0755-82130833-6215				
糜怀清	021-60933167				
商业贸易		汽车及零配件		钢铁及新材料	
孙菲菲	0755-82130722	左 涛	021-60933164	郑 东	010- 66025270
祝 彬	021-60933156			秦 波	010-66026317
常 伟				郭 莹	010-88005303
机械		基础化工		医药	
郑 武	0755- 82130422	刘旭明	010-66025272	贺平鸽	0755-82133396
陈 玲	0755-82130646	张栋梁	0755-82130532	丁 丹	0755- 82139908
杨 森	0755-82133343	罗 洋	0755-82150633	杜佐远	0755-82130473
后立尧	010-88005327	吴琳琳	0755-82130833-1867	胡博新	0755-82133263
		梁 丹	0755- 82134323	刘 勃	0755-82130833-1845
电力设备与新能源		传媒		有色金属	
杨敬梅	021-60933160	陈财茂	010-88005322	彭 波	0755-82133909
张 弢	010-88005311	刘 明	010-88005319	龙 飞	
电力与公用事业		非银行金融		通信	
谢达成	021-60933161	邵子钦	0755- 82130468	严 平	021-60875165
		田 良	0755-82130513	唐俊杰	021-60875160
		童成敦	0755-82130513		
造纸		家电		计算机	
李世新	0755-82130565	王念春	0755-82130407	段迎晟	0755- 82130761
邵 达	0755-82130706			欧阳仕华	0755-82151833
电子元器件		纺织服装		农业	
段迎晟	0755- 82130761	方军平	021-60933158	张 如	021-60933151
高耀华	0755-82130771				
熊 丹	0755-82133528				
建材		旅游		食品饮料	
郑 东	010- 66025270	曾 光	0755-82150809	黄 茂	0755-82138922
马 彦	010-88005304				
建筑		新兴产业		研究支持	
邱 波	0755-82133390	陈 健	010-66022025	沈 瑞	0755-82132998
刘 萍	0755-82130678	李筱筠	010-66026326	雷 达	0755-82132098
		孙 伟	010- 66026320	余 辉	0755-82130741
				王越明	0755-82130478
量化投资产品		基金评价与研究		量化投资策略	
焦 健	0755-82133928	杨 涛	0755-82133339	葛新元	0755-82133332
阳 瑾	0755-82133538	康 亢	010-66026337	董艺婷	021-60933155
周 琦	0755-82133568	刘舒宇	0755-82133568	郑 云	021-60875163
邓 岳	0755- 82150533	李 腾	0755-82130833-6223	毛 甜	021-60933154
		刘 洋	0755-82150566	李荣兴	021-60933165
		潘小果	0755-82130843	郑亚斌	
		蔡乐祥	0755-82130833-1368		
		钱 晶	0755-82130833-1367		
量化交易策略与技术		数据与系统支持			
戴 军	0755-82133129	赵斯尘	021-60875174		
黄志文	0755-82133928	徐左乾	0755-82133090		

彭甘霖	0755-82133259	李扬之	0755-82136165
秦国文	0755-82133528	陈爱华	0755-82133397
韦 敏	0755-82130833-3772	袁 剑	0755-82139918
张璐楠	0755-82130833- 1379		

国信证券机构销售团队

华北区（机构销售一部）		华东区（机构销售二部）		华南区（机构销售三部）	
王立法	010-66026352 13910524551 wanglf@guosen.com.cn	盛建平	021-60875169 15821778133 shengjp@guosen.com.cn	魏 宁	0755-82133492 13823515980 weinling@guosen.com.cn
王晓建	010-66026342 13701099132 wangxj@guosen.com.cn	马小丹	021-60875172 13801832154 maxd@guosen.com.cn	邵燕芳	0755-82133148 13480668226 shaoyf@guosen.com.cn
焦 骞	010-66026343 13601094018 jiaojian@guosen.com.cn	郑 毅	021-60875171 13795229060 zhengyi@guosen.com.cn	林 莉	0755-82133197 13824397011 linli2@guosen.com.cn
李文英	010-88005334 13910793700 liwying@guosen.com.cn	黄胜蓝	021-60875166 13761873797 huangsl@guosen.com.cn	王昊文	0755-82130818 18925287888 wanghaow@guosen.com.cn
赵海英	010-66025249 13810917275 zhaohy@guosen.com.cn	刘 塑	021-60875177 13817906789 liusu@guosen.com.cn	甘 墨	0755-82133456 15013851021 ganmo@guosen.com.cn
原 祎	010-88005332 15910551936 yuanyi@guosen.com.cn	叶琳菲	021-60875178 13817758288 yelf@guosen.com.cn	段莉娟	0755-82130509 18675575010 duanlj@guosen.com.cn
		孔华强	021-60875170 13681669123 konghq@guosen.com.cn	徐 冉	0755-82130655 13632580795 xuran1@guosen.com.cn
				颜小燕	0755-82133147 13590436977 yanxy@guosen.com.cn
				赵晓曦	0755-82134356 15999667170 zhaoxxi@guosen.com.cn
				郑 灿	0755-82133043 13421837630 zhengcan@guosen.com.cn