



2009年3月25日

食品饮料

观点聚焦

袁霏阳

分析员

yuanfy@cicc.com.cn

(021)5879 6226

评级下调至中性

贵州茅台(600519.CH)

增长压力凸显：08年业绩回顾

主要财务信息

(人民币百万元)	2006 A	2007A	2008 A	2009 E	2010 E
主营业务收入	4,896	7,237	8,242	9,202	9,883
(+/-%)	24.6	47.8	13.9	11.6	7.4
主营业务利润	3,530	5,762	6,760	7,648	8,223
(+/-%)	30.1	63.2	17.3	13.1	7.5
净利润	1,504	2,831	3,799	4,415	4,792
(+/-%)	34.5	88.2	34.2	16.2	8.5
每股收益(元)	1.59	3.00	4.03	4.68	5.08
(+/-%)	34.5	88.2	34.2	16.2	8.5
每股经营现金流(元)	2.23	1.85	5.56	4.23	5.69
市盈率(倍)	74.5	39.6	29.5	25.4	23.4
市净率(倍)	18.7	13.4	9.7	7.4	6.0
股价/经营现金	53.2	64.3	21.3	28.0	20.8
EV/EBITDA(倍)	42.0	23.4	19.7	16.8	15.5
净资产收益率(%)	25.5	34.4	33.8	30.3	26.5
投入资本回报率(%)	26.3	35.4	34.8	30.8	26.8
股息收益率(%)	0.3	0.6	0.7	1.0	1.1

股票信息

A股	
股票代码	600519 CH
当前股价	人民币 118.69
日成交量(百万股)	3.53
52周最高价/最低价	人民币196.36/84.2
总市值(百万元)	112,020
发行股数(百万股)	944
其中：流通股(百万股)	455
主要股东(持股比例)	中国贵州茅台酒厂有限责任公司 (61.71%)

最近估值走势

	1周内变化	1个月变化	3个月变化	年初至今
贵州茅台	0.7%	-7.8%	6.6%	9.2%
上证A股指数	2.5%	6.3%	25.4%	28.4%
中金食品饮料指数	1.6%	-5.6%	13.5%	19.3%

52周估值走势



资料来源：彭博资讯、公司信息、中金公司研究部

交易提示：

我们下调公司投资评级至“中性”，因 08 年盈利大幅低于预期，且业绩持续增长压力仍在，令估值吸引力大减。

理由：

08 年盈利大幅低于预期：公司实现销售收入 82.4 亿元，同比增长 14%，若剔除年初近 20% 出厂价提升，销量同比下降 5%，大幅低于预期。公司全年实现盈利 38 亿元，折合每股收益 4.03 元，同比增长 34%，亦大大低于我们早先预期，同时也明显低于 4.74 元市场一致预期。

三、四季度销量同比跌幅呈扩大趋势：四季度公司销售收入同比下降 34%，折合销量同比下滑 45%，这也是自三季度以来茅台酒销量连续第二个季度出现同比下滑，而且下滑幅度呈扩大趋势。出于业绩平滑考虑，自去年 11 月下旬起公司出货已转开次年发票。但我们估计，即便拨回年末 30-40 天销售收入，四季度茅台酒销量仍不能扭转同比大幅下滑态势，增长压力凸显。

面临持续增长压力：公司将于 3-7 月对月供货指标 0.5 吨以上经销商实行发货量临时减半措施，目的在于控量保价。出台这一政策一方面将大幅减少近期产品提价可能（因出厂价提高可限制经销商降价出货意愿，同样起到保价目的），另一方面也将明显削弱短期销售增长预期。

盈利预测大幅下调：下调公司盈利预测主要因为 08 年入账销售收入大幅低于早先预期，但我们保留今明两年茅台酒销量持续小幅增长假设不变，因此调整过后的盈利预测仍可能因为一、二季度业绩不达预期而面临再次下调压力。经验估计，若 09 年一季度销售同比增幅未达 40%，那么上半年公司销售收入同比将难见增长。

估值：

盈利预测大幅下调后，公司今明两年预测市盈率分别升至 25.4 倍和 23.4 倍，与 A 股食品饮料龙头企业平均估值相比已无吸引力。同时，调整过后的盈利预测仍可能因为一、二季度业绩不达预期而面临再次下调压力。茅台酒理论上虽存在大幅提价空间，但 50 元/瓶提价幅度预计仅可一次性增厚每股收益不到 0.60 元。

风险：

我们提示一季度销售增幅仍有不达预期风险，而且二季度业绩也会因为产品控量与提价预期减弱而难有作为，公司股价因此面临明显回调压力。

公司股价面临短期回调压力

一季度葡萄酒消费率先触壁，三大巨头葡萄酒销量同比跌幅呈逐月扩大趋势，而且中高档酒首当其冲。尽管高价白酒企业未雨绸缪，纷纷于去年四季度起即开始控量，甚至不惜于季度间平滑业绩，从而使得今年一季度销售环比落差不象葡萄酒那般明显，但我们相信发生在葡萄酒龙头企业身上的一幕终将会波及高价白酒企业。

茅台酒销量自去年三、四季度持续同比下滑后有望于今年一季度同比大幅回升，这主要得益于 08 年一季度低基数以及公司业绩平滑努力。但我们相信若一季度销售同比增幅未达 40%，上半年公司销售收入同比将难见增长。

在放量遭遇渠道存货上升与批零价格降低压力下，公司宣布将于 3-7 月对月供货指标 0.5 吨以上经销商实行发货量临时减半措施，目的在于控量保价。出台这一政策将大幅减少近期产品提价可能，这是因为出厂价提高可限制经销商降价出货意愿，同样起到保价目的。因此公司不太可能同时采取这两种目的相同的手段。

产品控量同时也会削弱公司短期销售增长预期，所以我们相信若一季度销售同比增幅未达 40%，那么上半年公司销售收入同比将难见增长。

白酒企业面临的另一个短期风险在于消费税回归消费环节征收的可能，这将会使白酒企业通过由生产环节低价向附设销售公司出售产品以大幅降低消费税基的伎俩失效，从而大幅提高其应纳税金额。

由此看来，公司一季度虽可能取得上佳表现，但短期风险仍明显大于机遇，股价面临回调压力。

盈利预测大幅下调令估值吸引力下降

面对危机，茅台回归控量保价的安全营销手段，将希望留给未来，但我们相信短期内增长压力难以消除，这也是我们下调公司投资评级的原因所在。同时：

1. 茅台酒理论上虽有大幅提价空间，但 50 元/瓶提价幅度仅可一次性增厚每股收益不到 0.60 元，作用有限。

2. 盈利预测大幅下调后，公司今明两年预测市盈率分别升至 25.4 倍和 23.4 倍，与 A 股食品饮料龙头企业平均估值平均相比已无吸引力。同时，调整过后的盈利预测仍可能因为一、二季度业绩不达预期而面临再次下调压力。

图表 1：08 年业绩及同比变化

(人民币：百万元)	数据同比									中金评论
	2008年	2007年	同比变化	08年四季度	07年四季度	同比变化	08年三季度	07年三季度	同比变化	
销售收入	8242	7237	13.9%	1755	2779	-36.8%	1867	1829	2.1%	估计三季度茅台酒销量同比下降15%，四季度同比下降45%
高度茅台	6693	5652	18.4%							
低度茅台	1074	1050	2.3%							
其它	474	536	-11.5%							
毛利率	90.3%	88.0%	2.3%	89.5%	92.5%	-3.0%	90.7%	85.1%	5.7%	
高度茅台	92.3%	90.1%	2.2%							
低度茅台	90.4%	89.0%	1.4%							
其它	62.5%	63.7%	-1.2%							
主营业务税金	682	604	12.9%	148	192	-22.8%	163	120	35.6%	大幅增加主要因为工资性支出、环保支出和新增固定资产折旧增加所致
营销费用	532	560	-5.1%	77	121	-36.2%	113	96	18.2%	
营销费用/销售收入	6.5%	7.7%	-1.3%	4.4%	4.3%	0.0%	6.1%	5.2%	0.8%	
管理费用	941	723	30.1%	405	247	63.8%	166	198	-15.9%	
管理费用/销售收入	11.4%	10.0%	1.4%	23.1%	8.9%	14.2%	8.9%	10.8%	-1.9%	
营业利润	5390	4525	19.1%	979	2020	-51.5%	1267	1147	10.5%	
营业利润率	65.4%	62.5%	2.9%	55.8%	72.7%	-16.9%	67.9%	62.7%	5.2%	
所得税率	25.7%	34.4%	-8.7%	29.0%	35.6%	-6.6%	24.9%	32.4%	-7.5%	
净利润	3799	2831	34.2%	655	1240	-47.2%	905	741	22.2%	
净利润率	46.1%	39.1%	7.0%	37.3%	44.6%	-7.3%	48.5%	40.5%	8.0%	
每股收益	4.03	3.00	34.2%	0.69	1.31	-47.2%	0.96	0.78	22.2%	

资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 2: 去年四季度和今年 1-2 月酒类产量同比增幅比较

(%)	白酒	啤酒	葡萄酒	黄酒
2009年1-2月 产量同比	20.2	12.9	-5.2	12.0
2008年四季度 产量同比	13.3	2.9	-19.6	3.3

资料来源：国家统计局

图表 3: 09 年 1-2 月部分酒类个股销售同比变化情况

行业	公司	1月份销售信息	2月份销售信息
白酒	贵州茅台	销量同比大幅增长，增幅未予透露	销量同比增长，增幅未予透露
	五粮液	五粮液销量同比持平，系列酒销量同比增长	五粮液销量同比持平，系列酒销量同比下滑
	泸州老窖	收入个位数增长，主要来自中低端酒	1573销量同比下滑，特曲销售同比略增
	水井坊	销量同比下滑20%	销量同比下滑30%
	山西汾酒	收入2.3亿元，同比增幅10%以上	收入2.1亿元，同比大增
葡萄酒	张裕	收入同比持平	收入同比下滑10%以上
	长城	销量同比下滑4%	收入同比下滑20%以上
	王朝	收入同比微降2%	收入同比下滑近20%
黄酒	金枫酒业	销量同比增长10%	石库门销量下滑，金色年华系列同比增长
	古越龙山	瓶装酒销量同比增长10%，原酒销售未启动	瓶装酒销售同比下滑，原酒销售仍未启动
啤酒	青岛啤酒	销量同比增长12%	销量同比增长17%
	燕京啤酒	销量同比增长11%	销量同比增长10%以上

资料来源：公司信息

图表 4: 盈利预测调整

(人民币：百万元)	调整前	2009E		调整前	2010E	
		调整后	同比变化		调整后	同比变化
销售收入	11441	9202	-19.6%	12533	9883	-21.1%
毛利率	93.6%	91.5%	-2.1%	93.7%	91.5%	-2.2%
主营业务税金	953	767	-19.5%	1044	824	-21.0%
营销费用	889	594	-33.2%	965	661	-31.5%
营销费用/销售收入	7.8%	6.5%	-1.3%	7.7%	6.7%	-1.0%
管理费用	869	965	11.0%	935	973	4.1%
管理费用/销售收入	7.6%	10.5%	2.9%	7.5%	9.8%	2.4%
息税前利润	7996	6089	-23.8%	8805	6588	-25.2%
息税前利润率	69.9%	66.2%	-3.7%	70.3%	66.7%	-3.6%
所得税率	25.0%	25.0%	0.0%	25.0%	25.0%	0.0%
净利润	5795	4415	-23.8%	6407	4792	-25.2%
净利润率	50.6%	48.0%	-2.7%	51.1%	48.5%	-2.6%
每股收益 (人民币元)	6.140	4.678	-23.8%	6.788	5.078	-25.2%

资料来源：中金公司研究部

图表 5: 调整后的盈利预测及关键假设

(人民币: 百万元)	2007A	2008A	2009E	2010E
销售收入	7,237	8,242	9,202	9,883
高度茅台	5,652	6,693	7,580	8,209
低度茅台	1,050	1,074	1,093	1,093
销量(吨)	n.a.	n.a.	15,389	16,341
高度茅台			7,489	7,891
低度茅台			2,400	2,400
平均单价(元/吨)	n.a.	n.a.	5,979	6,048
高度茅台			10,122	10,403
低度茅台			4,555	4,555
销售成本	872	800	786	836
高度茅台			408	433
低度茅台			130	131
毛利率	88.0%	90.3%	91.5%	91.5%
高度茅台	90.1%	92.3%	94.6%	94.7%
低度茅台	89.0%	90.4%	88.1%	88.0%
营业费用	560	532	594	661
营业费用率	7.7%	6.5%	6.5%	6.7%
管理费用	723	941	965	973
管理费用率	10.0%	11.4%	10.5%	9.8%
税前利润	4,522	5,385	6,184	6,712
税前利润率	62.5%	65.3%	67.2%	67.9%
所得税率	34.4%	25.7%	25.0%	25.0%
净利润	2,831	3,799	4,415	4,792
净利润率	39.1%	46.1%	48.0%	48.5%

资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 6: 调整后的盈利预测及主要财务指标

(单位: 人民币百万元)	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E
损益表					
主营业务收入	4,896	7,237	8,242	9,202	9,883
主营业务利润	3,530	5,762	6,760	7,648	8,223
营业费用	(579)	(560)	(532)	(594)	(661)
管理费用	(493)	(723)	(941)	(965)	(973)
营业利润	2,459	4,478	5,287	6,089	6,588
财务费用	25	45	103	94	124
税前利润	2,488	4,522	5,385	6,184	6,712
净利润	1,504	2,831	3,799	4,415	4,792
每股盈利(元)	1.59	3.00	4.03	4.68	5.08
每股股利(元)	0.70	0.84	1.16	1.34	1.46
现金流量表					
经营活动现金流净额	2,105	1,743	5,247	3,996	5,373
投资活动现金流净额	(778)	(789)	(993)	(600)	(600)
融资活动现金流净额	(756)	(705)	(884)	(1,091)	(1,268)
货币资金增加额	571	248	3,371	2,305	3,505
资产负债表					
货币资金	4,463	4,723	8,094	10,398	13,903
应收款项	253	147	205	378	406
存货	1,975	2,305	3,115	3,133	3,126
固定资产合计	1,222	1,827	2,190	2,578	2,861
无形资产及其他资产	135	315	632	619	607
资产合计	9,389	10,481	15,754	18,051	21,937
应付帐款	41	60	121	86	92
预收款项和应付薪酬	2,553	1,180	3,297	2,053	2,146
应交税金	800	408	256	286	307
其他应付款	0	423	576	576	576
股本	944	944	944	944	944
储备和未分配利润	4,953	7,290	10,301	13,625	17,149
负债和所有者权益合计	9,389	10,481	15,754	18,051	21,937

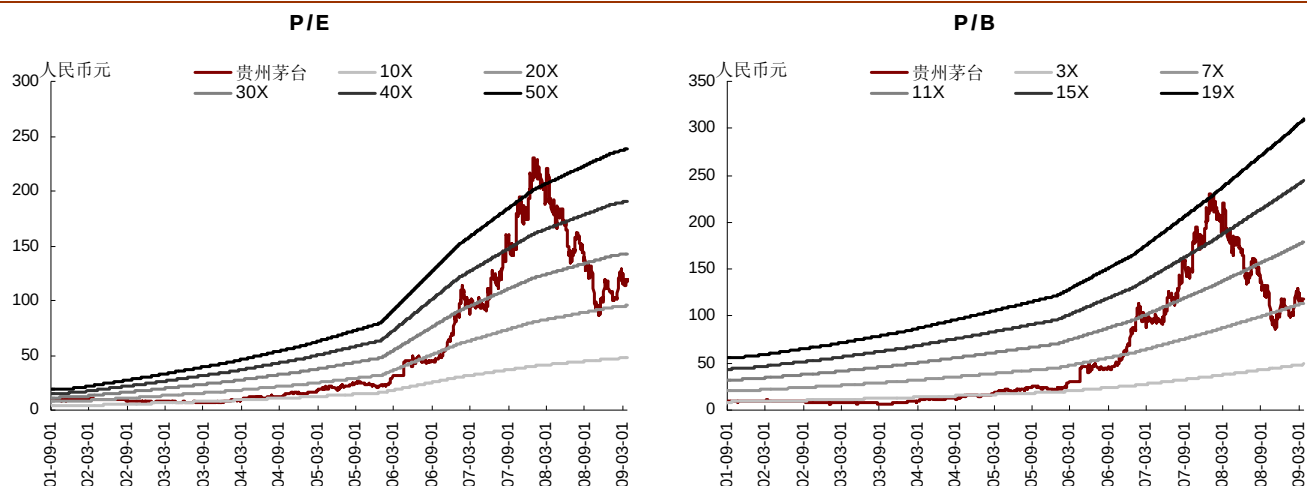
资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 7: 同业估值比较

公司 (收盘于2009-3-24)	代码	投资评级	收入 复合增长率 (08-10 %)	每股收益 复合增长率 (08-10 %)	PEG 2008 PER/08-10 CAGR	市盈率			市净率			净资产收益率			股息收益率			EV/EBITDA		
						2008E	2009E	2010E	2008E	2009E	2010E	2008E (%)	2009E (%)	2010E (%)	2008E (%)	2009E (%)	2010E (%)	2008E	2009E	2010E
A股																				
可选消费类																				
贵州茅台	600519.SH	中性	9.5%	12.3%	2.40	29.5	25.4	23.4	9.7	7.4	6.0	33.8	30.3	26.5	0.7	1.0	1.1	19.7	16.8	15.5
五粮液	000858.SZ	审慎推荐	11.1%	35.4%	0.94	33.4	21.7	18.2	5.3	4.3	3.5	15.9	19.9	19.5	0.3	0.5	0.6	15.5	9.9	8.3
张裕A	000869.SZ	中性	9.7%	12.2%	2.22	27.0	23.6	21.4	9.4	8.7	8.2	35.0	37.0	38.1	3.4	3.9	4.3	18.8	16.3	14.8
金枫酒业	600616.SH	中性	n.m.	1.6%	n.m.	21.1	22.0	20.5	4.9	4.3	3.7	23.0	19.4	18.3	1.7	1.7	1.7	15.7	15.8	14.5
古越龙山	600059.SH	中性	10.6%	2.7%	13.51	35.0	31.8	34.1	2.7	2.6	2.5	7.8	8.5	7.6	0.0	2.5	2.3	21.1	18.6	19.2
可选消费类平均			10.2%	12.8%	2.29	29.4	24.9	23.5	6.4	5.5	4.8	23.1	23.0	22.0	1.2	1.9	2.0	18.2	15.5	14.5
低价快消类																				
三全食品	002216.SZ	中性	16.2%	18.8%	1.76	33.0	28.3	23.4	3.2	2.9	2.5	9.7	10.2	11.0	0.0	0.0	0.0	18.4	14.2	11.2
承德露露	000848.SZ	审慎推荐	7.8%	43.6%	0.62	26.9	17.3	13.0	4.9	4.4	3.8	18.9	26.3	30.5	2.4	3.5	4.6	13.5	9.8	7.8
青岛啤酒	600600.SH	中性	12.3%	28.3%	1.54	43.6	33.4	26.5	4.7	4.3	3.9	10.7	12.9	14.8	1.2	1.5	1.9	13.6	11.3	9.8
燕京啤酒	000729.SZ	中性	13.7%	18.7%	1.68	31.4	26.7	22.3	2.6	1.9	1.7	6.0	6.5	7.4	1.3	1.5	1.8	11.7	9.8	8.7
双汇发展	000895.SZ	中性	10.1%	18.5%	1.57	29.1	22.3	20.7	8.5	6.9	5.9	29.2	31.0	28.5	1.8	2.3	2.5	16.3	12.8	11.6
伊利股份	600887.SH	审慎推荐	7.5%	n.m.	n.m.	n.m.	27.2	21.3	4.0	3.6	3.2	n.m.	13.2	15.0	0.0	0.8	1.2	n.m.	9.4	7.8
光明乳业	600597.SH	回避	0.1%	n.m.	n.m.	n.m.	74.1	48.9	3.1	3.0	2.9	n.m.	4.1	5.9	0.0	0.3	0.8	n.m.	13.4	11.2
低价快消类平均			9.7%	25.6%	1.28	32.8	32.7	25.2	4.4	3.8	3.4	14.9	14.9	16.2	1.0	1.4	1.8	14.7	11.5	9.7
低价快消类平均 (剔除光明乳业)			11.3%	25.6%	1.28	32.8	25.9	21.2	4.6	4.0	3.5	14.9	16.7	17.9	1.1	1.6	2.0	14.7	11.2	9.5
A股覆盖总体平均			9.9%	19.2%	1.62	31.1	29.5	24.5	5.2	4.5	4.0	19.0	18.3	18.6	1.1	1.6	1.9	16.4	13.2	11.7

资料来源：彭博资讯，中金公司研究部

图表 8: 公司历史市盈率和市净率区间



资料来源：彭博资讯，中金公司研究部

北京

中国国际金融有限公司
中国 北京 100004
建国门外大街 1 号
国贸大厦 2 座 28 层
电话: (8610) 6505-1166
传真: (8610) 6505-1156

中国国际金融有限公司
北京建国门外大街证券营业部
中国 北京 100022
北京市朝阳区建国门外大街甲 6 号
SK 大厦 1 层
电话: (8610) 8567-9238
传真: (8610) 8567-9169

上海

中国国际金融有限公司
上海分公司
中国 上海 200120
陆家嘴环路 1233 号
汇亚大厦 32 层
电话: (8621) 5879-6226
传真: (8621) 5879-7827

中国国际金融有限公司
上海淮海中路证券营业部
中国 上海 200020
淮海中路 398 号
世纪巴士大厦裙楼 1-B、2-B
电话: (8621) 6386-1195
传真: (8621) 6386-1196

香港

中国国际金融香港证券有限公司
国际金融中心第一期 29 楼
中环港景街 1 号
香港
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

中国国际金融香港资产管理有限公司
国际金融中心第一期 29 楼
中环港景街 1 号
香港
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

深圳

中国国际金融有限公司
深圳福华一路证券营业部
中国 深圳 518048
福田区福华一路 6 号
免税商务大厦裙楼 107、201
电话: (86755) 8832-2388
传真: (86755) 8254-8243



本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。我公司及其所属关联机构可能会持有报告中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。本报告亦可由中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。本报告的版权仅为我公司所有，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、发表或引用。