

高质量增长符合预期 预收款折合 EPS1.47 元

——贵州茅台（600519）2008 年年报点评

2009.3.26

主要结论

◆08 年净利润增长达到 34%，远高于销量和收入增速，盈利能力和收益水平继续较大幅度提升，甚至创历史新高，许多指标高居行业榜首，显示出增长的高质量。公司 EPS 和我们的预测仅误差 0.75%，说明公司的成长性比较容易把握

◆08 年预收账款超过 29 亿元，折合 EPS1.47 元，将为 09 年业绩增长做出很大贡献。在外部环境不再继续恶化、行业景气不被逆转、公司强化细化管理若干措施实施到位等情况下，未来成长依然会稳健快速

◆预计 2009-2011 年销售收入会增长 20%、25%和 30%左右，归属母公司净利润增长 17%、23%和 25%左右，EPS 为 4.69 元、5.77 元和 7.24 元，与当前 112.50 元股价对应的市盈率大体为 24 倍、19 倍和 16 倍，绝对股价在弱市境况下显得偏高，其市盈率的高低倒显其次。但从公司作为白酒第一品牌的地位与价值、市场美誉度和影响力等角度考察，公司应该享有很高的估值溢价，其估值水平仍有上升空间，故还予以“增持”评级。

东兴证券研究所分析师 刘家伟

电话：010-66555275

邮箱：liujw@dxzq.net.cn

北京西城区金融大街 5 号新盛大厦

B 座 12 层

邮编：100140

事件：

2009年3月25日贵州茅台公布2008年报：全年共生产茅台酒及系列产品25,077.96 吨，同比增长24.06%；实现主营收入82.42 亿元，同比增长13.88%，实现归属于母公司净利润37.99 亿元，同比增长34.22%，实现每股收益4.03 元。分配预案：每10 股派11.56 元（含税）。

评论：

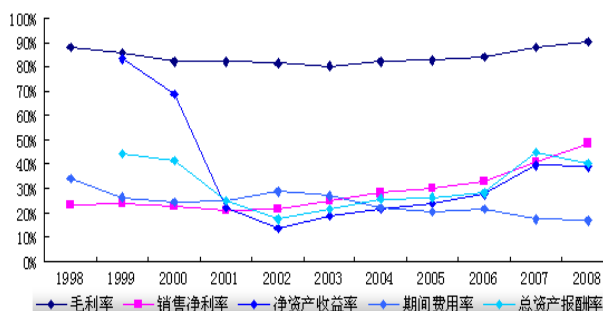
一、业绩高质量增长符合预期 EPS预测误差0.03元或0.75%

（1）公司 2008 年实现了全面而高质量的增长

茅台酒及系列产品产量增长约 24%、主营收入增长 14%，但归属母公司净利润增长 34%，净利润增长超过产量和收入增长 10 个百分点或 42%和 20 个百分点或 143%。

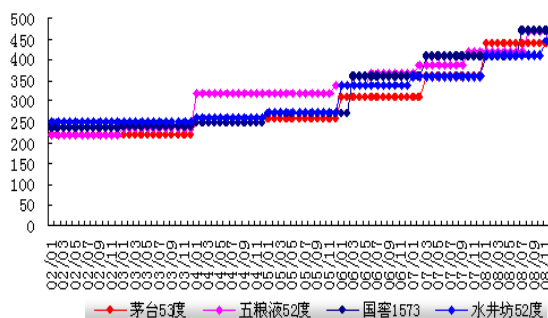
增长的主要因素包括：53 度茅台酒出厂价从 2007 年底的 358 元/瓶提价至 438 元，提价 22.35%；年份酒和低度酒也有所提价；毛利率从 2007 年的 87.96%提升 2.34 个百分点，达到 90.30%，高居白酒行业榜首；三项费用率基本平稳；所得税率下降 8.70 个百分点，达到 25.71%；销售净利率高达 48.54%。

图 1 1998-2008 年贵州茅台盈利能力与收益质量主要指标走势



资料来源：公司年报，东兴证券研究所

图 2 2002.1-2008.11 贵州茅台等国内高端酒出厂价提价情况



（2）公司业绩增长幅度符合我们的预期

我们在 2008 年 5·12 大地震之后很快对茅台进行了调研，对公司未遭遇损失表示高兴和赞赏，并从其产品品质与美誉度、市场营销特色、厂房仓库等资产质量，以及公司的管理架构、企业文化等各方面进行了综合评估，写出了《地震撼不动国酒根基 扩产与提价共助成长》的调研报告，从理性角度预测公司 2008-2010 年销售收入和净利润年均符合增长率可达 30%，每股收益为 4.00 元、5.2 元和 6.7 元左右。

公司 08 年销售收入增速方面似乎低于我们的预期。然而，考虑到全年有 29.26 亿元的预收账款，加上 82.42 亿元的销售收入，合计应该有 111.68 亿元，再扣除 07 年的预收账款 11.25 亿元，也有 100 亿元的销售收入（82.42+29.26-11.25=100.43），与 07 年销售收入 72.37 亿元相比，增速达到 38.77%，高于我们预测值近 9 个百分点。而我们对公司 2008 年的每股收益的预测误差则仅有 0.03 元，或 0.75%，这既可以解释为我们比较理性，也可理解为公司的成长性容易被把握。

二、全球金融危机对茅台影响依然有限

基于对茅台客户群体与众不同、产品的国酒形象为同行无与伦比等的全面把握，我们曾经认为 2008-2010 年茅台均会稳健快速成长。因为她不惧怕全球金融危机的冲击，因为危机冲不跨中国庞大的茅台消费群体，更撼不动中国深厚的白酒文化根基及其消费信心。

我们的上述判断在我们对茅台的震后调研报告中已有所体现，我们在半年之后即 2009 年 1 月份发布、2008 年 12 月完成的《景气趋势未逆转 强势企业会逞强——东兴证券白酒行业 2009 年投资策略》这一报告中再次强调，全球金融危机对中国白酒行业的影响仅仅是使得白酒消费的外部环境趋紧，高端酒会遭遇较大冲击，但中低端消费可能影响较小，根本原因在于：白酒行业具有牢固的消费根基，全行业处于景气上升通道之中，不会轻易逆转。

就具体品种而言，我们根据 2002-2007 年间，茅台、五粮液、国窖 1573 的销量增长与同期 GDP、财政收支三项指标的相关系数的计算结果指出，茅台与三项指标的相关系数分别为-0.14、-0.15 和-0.67，是负相关甚至高度负相关，说明茅台酒和国窖 1573 一般不会随着 GDP 和财政收支的变动而变动，而五粮液则有所不同，其中的根源可能就在于各自的客户群体存在很大差异，如茅台的团购部分占到全部销售收入的 80%左右，国窖 1573 则高端路线和营销特色较为明显，而五粮液的团购比例较小，其与宏观经济“随风起舞”的潮起潮落现象比较明显。

表 1 茅台、五粮液和国窖 1573 销量增幅与 GDP 及财政收支增速的相关系数

	与 GDP 增速	与财政收入增速	与财政支出增速
茅台销量增幅	-0.14	-0.15	-0.67
五粮液高端酒销量增幅	0.73	0.66	0.77
五粮液中低端酒销量增幅	-0.24	-0.36	0.10
五粮液总销量增幅	-0.21	-0.33	0.13
国窖 1573 销量增幅	-0.09	-0.26	-0.69

资料来源：东兴证券研究所

目前，我们依然认为，对白酒行业发展趋势的判断应以理性、慎重和积极为基调，白酒行业会在 2009 年表现出较好的景气状态，高端酒总体销量可能会下滑，但价格会坚挺，强势企业特别是上市公司中的龙头企业会继续保持强势。当然，各个季度会有较大差异。

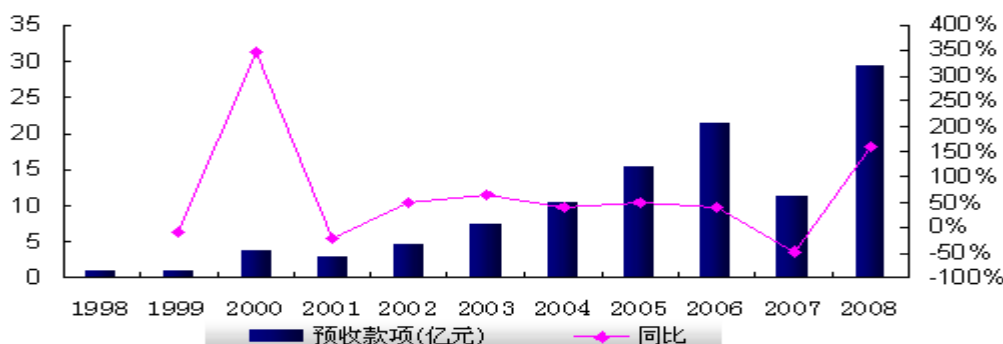
作为国酒的茅台，在其中的表现会依然抢眼。公司董事会在年报中针对今后一段时期国内外经济形势的变化、发展趋势和市场状况，提出了 2009 年实现销售收入等主要经济指标 8% 以上的增长目标，并提出了深化体制机制改革、细化强化企业管理、深度搞好“八个营销”以及加大科技创新力度等五个方面的措施。综合来看，茅台对 2009 年的行业形势和公司生产经营的分析和把握依然是冷静、理性和可行的，我们对此比较认可。

三、预收账款大幅增长为 09 年业绩增长提供支撑

白酒行业财务管理上的一大特色就是预收账款与销售收入之间的处理时点方面存在技巧。由于是先收款后付货，在一定时段上可以将预收款作为销售收入加以确认，但有时候未必。这就给以时间段来衡量的业绩变化提供了空间。于是，许多白酒企业都会或多或少地存在收入调剂问题。

茅台 2008 年预收账款达到 29 亿元之多，是 1998 年以来的最高水平，一方面说明销售形势依然很好，另一方面则说明公司对 09 年的销售会有不少担忧，而按照毛利率 80% 这一基本水平计算，这将给 09 年留下 25 亿元的营业利润，按照净利率 48% 计算，也达到至少 13.9 亿元的净利润，折合 EPS1.47 元，相当于 08 年 EPS 的 36.48%。也就是说，09 年茅台销售收入只要达到 08 年年报所公布的水平即 82 亿元左右，只要价格不降，利润率不下滑，净利率保持大体稳定，就可实现超过 30% 的业绩增长率。

图 3 贵州茅台 1998-2008 预收账款及其变动幅度



资料来源：公司年报，东兴证券研究所

四、业绩预测与投资评级

1. 若干基本假设和判断

我们认为，茅台的基本面比较透明和稳定，09 年开始，以下假设是基本合理的：（1）金融危机不再恶化，白酒行业景气得以延续，茅台高端酒的销量因得益于团购占比很大而不会大幅下滑，中低端酒的销量会稳定增长；（2）公司管理继续加强，财务费用继续保持基本稳定；（3）总股本基本不变等。

2. 09 年的主要看点

2009 年公司董事会计划在打假和新产能建设等方面有新突破。公司下大力气打假，主要是防伪包装升级，会在一定程度上减少假酒销售；新产能建设方面主要是“十一五”万吨茅台酒最后一期 2000 吨技改项目在 2008 年年底就开始建设，2009 年将保持正常进度；另外，公司在循环经济工业园区建设方面也会加大力度。而不确定的提价因素也值得关注，公司高端酒会继续在一定程度上“限量保价”，但中低端酒如占总收入 6% 的茅台王子酒和迎宾酒的价格如何变化值得期待。

3. 业绩预测

我们从理性和谨慎角度出发，对公司 2009-2011 年的业绩预测为：销售收入会增长 20%、25%和 30% 左右，归属母公司净利润增长 17%、23%和 25%左右，EPS 为 4.69 元、5.77 元和 7.24 元。相关主要指标预测如表 2：

表 2 2009-2011 年贵州茅台业绩预测简表

	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入						
高度茅台酒(亿元)	40.52	56.52	66.93	80.32	100.40	130.51
同比	21.10%	39.49%	18.42%	20%	25%	30%
低度茅台酒(亿元)	6.39	10.5	10.74	11.28	12.40	14.27
同比	43.27%	64.32%	2.29%	5%	10%	15%
其他(亿元)	-	5.36	4.74	4.98	5.23	5.49
同比	-	-	-11.57%	5.00%	5.00%	5.00%
合计(亿元)	49.03	72.37	82.42	96.57	118.03	150.27
同比	24.73%	47.60%	13.89%	17.17%	22.22%	27.32%
营业成本						
高度茅台酒(亿元)	6.12	5.61	5.19	5.61	6.28	7.41
同比	10.67%	-8.33%	-7.49%	8%	12%	18%
低度茅台酒(亿元)	1.02	1.15	1.03	1.05	1.09	1.15
同比	22.89%	12.75%	-10.43%	2%	4%	5%
其他(亿元)	-	1.95	1.78	1.82	1.87	1.94
同比	-	-	-8.72%	2%	3%	4%
合计(亿元)	7.14	8.71	8.00	8.47	9.24	10.50
同比	12.26%	21.99%	-8.15%	5%	10%	15%
总成本(亿元)	24.18	27.14	28.53	32.81	38.72	47.23
同比	32.19%	20.18%	12.24%	15%	18%	22%
毛利率						
高度茅台酒	84.89%	90.07%	92.25%	93.02%	93.75%	94.32%
同比	1.69%	6.10%	2.42%	0.84%	0.78%	0.62%
低度茅台酒	84.11%	89.01%	90.41%	90.68%	91.19%	91.96%
同比	3.43%	5.83%	62.45%	63.52%	64.22%	64.56%
其他	-	63.66%	43.80%	43.80%	43.80%	43.80%
综合毛利率	83.96%	87.96%	90.30%	90.31%	91.92%	92.50%
同比	-98.98%	4.76%	2.66%	0.01%	1.78%	0.64%
收入构成						
高度茅台酒	82.76%	78.09%	81.21%	83%	83%	83%
低度茅台酒	13.05%	14.50%	13.03%	13%	13%	13%
销售净利率	32.96%	40.98%	48.54%	49%	50%	50%
销售期间费用率	21.53%	17.12%	16.63%	18%	20%	23%
营业利润(亿元)	24.87	45.25	53.9	63.76	79.31	103.03
同比	29.60%	81.95%	19.12%	18.29%	24.39%	29.91%
利润总额(亿元)	24.88	45.22	53.85	63.56	79.01	102.73
净利润(亿元)	16.16	29.66	40.01	47.32	59.01	75.13
同比	38.23%	83.52%	34.90%	18.28%	24.71%	27.32%
少数股东权益(亿元)	0.72	1.35	2.01	3.02	4.52	6.78
归属母公司净利润(亿元)	15.44	28.31	38.00	44.30	54.49	68.35
同比	38.10%	83.33%	34.23%	16.60%	22.99%	25.43%
总股本(亿元)	9.44	9.44	9.44	9.44	9.44	9.44
EPS(元)	1.64	3.00	4.03	4.69	5.77	7.24
股价(元)	85.48	230	108.64	112.5	112.5	112.5
PE(倍)	52	77	27	24	19	16

资料来源：东兴证券研究所，公司相应年度报告

4. 投资评级：增持

上表表明，以公司 2009-2011 年每股收益与当前 112.50 元股价对应的市盈率大体为 24 倍、19 倍和 16 倍，但目前绝对股价在 100 元以上，在弱市境况下显得偏高，其市盈率的高低倒显其次。从公司作为白酒第一品牌的地位与价值、市场美誉度和影响力等角度考察，公司应该享有很高的估值溢价，其估值水平仍有上升空间，故还予以“增持”评级。

研究员简介:

刘家伟，经济学博士，农林牧渔及食品饮料行业研究员，1993年进入证券行业，2007年加盟东兴证券研究所

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，研究报告中所引用信息均来自公开资料，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。

本研究报告内容及观点仅供参考，不构成任何投资建议。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。

本研究报告版权仅为东兴证券股份有限公司研究所所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用发布，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。东兴证券股份有限公司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。

行业评级体系

行业及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。