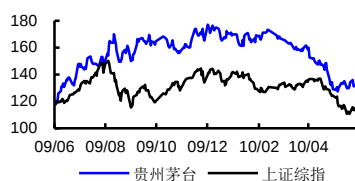


动态报告
食品饮料
饮料
贵州茅台(600519)
推荐
调研报告

(维持评级)

2010年05月31日

一年该股与上证综指走势比较

股票数据

昨收盘(元)	131.94
总股本/流通 A 股(百万股)	943.80/943.80
流通 B 股/H 股(百万股)	0.00/0.00
总市值/流通市值(百万元)	124,524.97/124,524.97
上证综指/深圳成指	2,655.77/10,495.65
12 个月最高/最低(元)	177.24/117.76

财务数据

净资产值(百万元)	15,731.65
每股净资产(元)	16.67
市净率	7.92
资产负债率	21.70%
息率	0.90%

相关研究报告:

《贵州茅台 10 年季报点评: 病树前头万木春》——2010-4-26

《贵州茅台 09 年报点评: 2010, 茅台的转之年》——2010-4-2

《贵州茅台: 提价有限 销量开闸》——2009-12-7

分析师: 黄茂

电话: 0755-82138922

E-mail: huangmao@guosen.com.cn

SAC 执业证书编号: S0980209080407

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。

更新报告

保证利益链和谐 不公平税负有望调整

●贵州主要领导要求茅台保证利益链各方和谐

5 月中下旬贵州省主要领导接连到茅台考察, 管理层专门汇报了“今年一季度的生产经营和茅台股票等情况”。省委书记石宗源要求茅台要保证“利益链各方的和谐”。茅台目前明显不公平的消费税税负, 有望在流通股东和地方政府的共同推动下, 出现转机。

●老酒储藏力度加大 大幅放量可能会出现在 11 年

公司在产能释放的过程中, 加大了老酒的储藏力度, 使得产能释放低于市场早先的预期。不过按照目前的规划, 每年仍可以维持 13% 的销量增长。由于 07、08 年茅台酒的产量都有 20% 的增长, 这会促进 11 年销量的释放。而且季总也表示愿意在放量方面多想办法。

●提价会偏谨慎 搬迁成本会给业绩带来一定压力

公司认为目前偏高的终端价格超过了消费能力的增长, 而目前销量的瓶颈使得出厂价的提升都会被完全转移给消费者。我们判断提价需要等到销售瓶颈缓解的时候。不过茅台镇的整个搬迁和环境整治工程可能会在短期带来业绩压力。

●公司估值见底 业绩向上弹性空间大

即使按照 10 年 5.5 元的谨慎预测计算, 目前的动态市盈率也不过 24 倍。而且, 二季度利润的正常化、消费税征收强度的调整和预收账款的释放都可能成为业绩超预期的促发因素。而且新管理层也会有一定也放业绩的动力。

●风险提示

公司业绩释放进程有较大不确定性。

●维持盈利预测, 和“推荐”的投资评级

鉴于目前形势尚不明确, 我们暂时维持 10-12 年的 5.99、8.00 和 10.69 元的盈利预测, 目前股价对应动态市盈率分别为 22、16 和 12 倍。未来 6 个月合理股价在 180 元, 维持“推荐”的投资评级。

盈利预测和财务指标

	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	8,241.69	9,670.00	13,062.31	17,433.84	22,945.61
(+/-%)	13.88%	17.33%	35.1%	33.5%	31.6%
净利润(百万元)	3,799.48	4,312.45	5,649.47	7,551.19	10,086.43
(+/-%)	34.22%	13.50%	31.0%	33.7%	33.6%
每股收益(元)	4.03	4.57	5.99	8.00	10.69
EBIT Margin			59.81%	59.52%	60.50%
净资产收益率(ROE)	33.79%	29.81%	30.21%	31.48%	33.02%
市盈率(PE)	32.77	28.88	24.03	17.98	13.46
EV/EBITDA			17.73	13.48	10.19
市净率(PB)	11.07	8.61	7.26	5.66	4.44

近期,我们参加了贵州茅台的股东大会,在会上与管理层进行了较深入的交流,以下是一个总结。

普通茅台酒销量年均增长 13%

在生产的酒中,经过 4 年的存储有 8%左右的蒸发,有 5%的不合格酒,另外勾兑、包装过程中还有一定的损耗,估计有 15%的总损耗,另外有 20%的酒被储存起来做老酒,这样最后可以用于销售的普通茅台酒大约相当于产量的 65%。过去,这个比例曾经是 75%,这反映了在产能提升后,管理层出于战略考虑加大了老酒的储藏力度。不过另一方面,也显示公司在短期对市场供应量有一定的调节能力。

茅台有 09 年生产了 23000 吨茅台酒,6000 吨系列酒。这样到了 2013 年就有 15000 吨的普通茅台酒可销售量。而我们估计的 09 年表内确认的普通茅台酒销量大约是 9200 吨左右,这样未来 4 年普通茅台酒的年均销量增速大约是 13%。

今年的销售计划有 1000 吨左右的增长,我们了解的到公司 07 年茅台酒的销量不过 7800 吨左右,过去几年年均增长不过 800 吨左右。未来 4 年会提高到年增 1400-1500 吨的幅度,所以销量会有比较显著的加速。

老酒储藏力度加大 保证年份酒稳定增长

按照上述 20%的比例估计,09 年产量中有大约 5000 吨被用于做老酒/年份酒。如果假设年均蒸发 2%,平均储存年限是 15 年,这简单估计 15 年后就有 3500 吨左右的年份茅台酒可销量(年份茅台酒包含部分普通茅台酒酒基,而部分老酒也会被用于勾兑普通茅台酒,这两部分我们假设基本抵消)。09 年的年份酒销量大约在 500-600 吨,未来的年均增长也在 13%左右。

通过开发品牌实现系列酒的突破

公司表示,茅台目前的各种开发品牌,如水立方酒,都是茅台系列酒,而茅台酒本身的品牌价值已经很高,不需要通过开发品牌的形式来运作。比如,水立方酒的零售价接近 600 元,09 年实现销售收入 2.6 亿,销量 300 多吨,主要在华东、东北。今年要求销售 500 吨。我们认为品牌开发是茅台系列酒过去几年获得快速增长的重要原因。

控价放量 2011 年或是拐点

季总的观点是,把茅台的放量作为未来的主要增长点,而提价则是“双刃剑”,这和我们之前的判断完全一致。公司比较担忧经济增长放缓,提价超过消费者的承受能力,让其他品牌乘虚而入。而且由于销量不足,出厂价的提升会直接转嫁给消费者,而造成消费者的流失。

所以我估计公司希望等销量上来之后,才会考虑压缩经销商的利润空间。一方面,可以保证零售价格的稳定,一方面可以保证经销商的盈利。我们估计如果到 2013 年茅台零售价格能到 1000 元,渠道利润压缩到 300 元/瓶(含税),则出厂

价每年还有 10%以上的提升空间。而总销量增加 40%，单个经销商协议量增加 20%，就可以使渠道利润获得保证。所以我们判断茅台未来 3-5 年的年均提价幅度能保证 10%。值得一提的是，2007 年公司产量比 06 年增加了近 20%，这很有利于茅台 2011 年在销量和压缩经销商利润空间方面会出现双重利好。

消费税实际征收水平有望下调

公司多次表示业绩低于预期的主要原因是消费税，并希望各位股东也能在这方面给与公司帮助，贵州省政府也会出面协调。公司透露茅台目前的计税基础是 283 元，而五粮液仅仅 108 元。我们了解一季度税率偏高确实是由于公司对收入有所调节。消费税问题的解决将会是公司业绩释放的拐点。

工资和搬迁是公司成本费用上升的主要原因

公司表示费用提升主要是由于固定资产和储存酒规模增加带来的挥发损失，以及员工工资提升，以及绿化等方面的原因。09 年成本与销售管理费用共增加了 4 个亿，其中工人工资增加了 2 个多亿，折旧增加了 4000 万，挥发损失多 1000 万。公司表示工人工资增长较快，除了扩产后人数增加之外，企业效益提升后补发过去没有提的工资是主要原因。另一方面，09 年贵州省省长林树森在茅台召开现场办公会，专门解决茅台镇的环境保护和居民搬迁问题。按照上述精神，茅台镇的搬迁工作分为 7 个地块，10 年主要是解决 4 号和 7 号地块，剩下的地块也将在 4-5 年内逐步搬迁。搬迁后的地块主要用于茅台未来的产能扩建和环境绿化。搬迁的补偿标准较高，超过 2000 元/平方米（建筑面积），按照谁使用谁出钱的原则进行分担。去年公司为上述一期工程已经支付了 8 个亿，今年还要支付 5 个亿。上述支出主要将进入资产增加折旧和摊销，部分绿化等将进入当期费用。我们估计上述搬迁完成后将每年增加不超过 1 个亿的成本。

新管理团队强化营销 战略思路明确

目前，公司新的管理团队已经到位，销售体系上由乔洪留下的空缺将由总经理刘自力和销售副总杜光义来填补。而他们分别为习酒和茅台系列酒的成功运作立下汉马功劳。而在交流会上，我们清晰地感觉到季总对茅台的整体战略有着非常清晰的思路。随着季总的留任，未来茅台“控价放量”的大思路也基本定型。

贵州省高度重视茅台 保证利益链条各方的和谐

5 月中下旬，贵州省省长和省委书记接连到茅台来视察，这是近几年唯一的一次。在管理层刚宣布换届和股价出现波动的背景下，这有着非同寻常的意义，而茅台管理层还特别汇报了公司股票的情况。省委书记石宗源指出茅台“领导班子领导有力、经营有方”和要“与利益链条上相关各方的和谐”，并表示会帮助茅台向国税局争取消费税的事宜。从相关领导的言论中，我们看到了政府业绩释放的动力。茅台集团目前已计划在 130-140 元左右增持不超过 1%的股份。

风险提示

公司业绩释放的进程存在较大不确定性。

维持评级和盈利预测 向上弹性空间打开

鉴于目前形势尚不明确，我们暂时维持 10-12 年的 5.99、8.00 和 10.69 元的盈利预测，目前股价对应动态市盈率分别为 22、16、12 倍。按照 10 年 30 倍 PE 估计，未来 6 个月合理股价在 180 元。我们认为茅台短期利空已基本释放，消费税率显著下降的概率较大，业绩向上弹性远远高于向下弹性，维持“推荐”的投资评级。

附表 1: 财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2009	2010E	2011E	2012E		2009	2010E	2011E	2012E
现金及现金等价物	9743	12533	15640	19151	营业收入	9670	13062	17434	22946
应收款项	498	716	955	1257	营业成本	951	1136	1340	1582
存货净额	4192	7041	9335	12343	营业税金及附加	941	1829	2441	3212
其他流动资产	1205	0	0	0	销售费用	621	718	1011	1285
流动资产合计	15656	20306	25947	32768	管理费用	1217	1583	2282	2998
固定资产	3388	4943	6625	8444	财务费用	(134)	(166)	(282)	(348)
无形资产及其他	466	450	435	419	投资收益	1	2	2	2
投资性房地产	257	257	257	257	资产减值及公允价值变动	0	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	19770	25961	33268	41892	营业利润	6076	7963	10644	14217
短期借款及交易性金融负债	0	0	0	0	营业外净收支	5	0	0	0
应付款项	139	246	341	472	利润总额	6081	7963	10644	14217
其他流动负债	4969	6570	8192	9752	所得税费用	1528	1999	2672	3568
流动负债合计	5108	6816	8533	10225	少数股东损益	240	315	421	562
长期借款及应付债券	0	0	0	0	归属于母公司净利润	4312	5649	7551	10086
其他长期负债	10	20	30	40					
长期负债合计	10	20	30	40	现金流量表 (百万元)				
负债合计	5118	6836	8563	10265		2009	2010E	2011E	2012E
少数股东权益	186	422	716	1082	净利润	4312	5649	7551	10086
股东权益	14466	18703	23989	30545	资产减值准备	(1)	0	0	0
负债和股东权益总计	19770	25961	33268	41892	折旧摊销	199	246	344	463
					公允价值变动损失	(0)	0	0	0
					财务费用	(134)	(166)	(282)	(348)
					营运资本变动	(910)	(143)	(807)	(1608)
					其它	172	236	295	365
					经营活动现金流	3773	5988	7383	9307
					资本开支	(739)	(1786)	(2010)	(2266)
					其它投资现金流	(17)	0	0	0
					投资活动现金流	(756)	(1786)	(2010)	(2266)
					权益性融资	0	0	0	0
					负债净变化	0	0	0	0
					支付股利、利息	(1235)	(1412)	(2265)	(3530)
					其它融资现金流	1103	0	0	0
					融资活动现金流	(1367)	(1412)	(2265)	(3530)
					现金净变动	1649	2789	3107	3511
					货币资金的期初余额	8094	9743	12533	15640
					货币资金的期末余额	9743	12533	15640	19151
					企业自由现金流	3912	4156	5287	6976
					权益自由现金流	5016	4281	5498	7237

资料来源: 国信证券经济研究所预测

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

免责声明

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。

国信证券经济研究所研究团队(含联系人)

宏观		策略		交通运输	
周炳林	0755-82130638	赵 谦	021-60933153	郑 武	0755- 82130422
林松立	010-66026312	崔 嵘	021-60933159	陈建生	0755- 82133766
		廖 喆	021-60933162	岳 鑫	0755- 82133766
		黄学军	021-60933142	高 健	0755-82130678
银行		房地产		机械	
邱志承	021- 60875167	方 焱	0755-82130648	余爱斌	0755-82133400
黄 飙	0755-82133476	区瑞明	0755-82130678	黄海培	021-60933150
谈 煊	010- 66025229	黄道立	0755- 82133397	陈 玲	0755-82130646
				杨 森	0755-82133343
				李筱筠	010-66026326
汽车及零配件		钢铁		商业贸易	
李 君	021-60933156	郑 东	010- 66026308	孙菲菲	0755-82133400
左 涛	021-60933164	秦 波	010-66026317	吴美玉	010-66026319
				祝 彬	0755-82131528
基础化工		医药		石油与石化	
张栋梁	0755-82130532	贺平鸽	0755-82133396	李 晨	021-60875160
陈爱华	0755-82133397	丁 丹	0755- 82139908	严蓓娜	021-60933165
邱 斌	0755-82130532	陈 栋	021-60933147		
电力设备与新能源		传媒		有色金属	
皮家银	021-60933160	陈财茂	021-60933163	彭 波	0755-82133909
				谢鸿鹤	0755-82130646
电力与公用事业		非银行金融		通信	
徐颖真	021-60875162	邵子钦	0755- 82130468	严 平	021-60875165
谢达成	021-60933161	田 良	0755-82130513	程 峰	021-60933167
		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	0755-82132098				
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
旅游		食品饮料		建材	
廖绪发	021-60875168	黄 茂	0755-82138922	杨 昕	021-60933168
刘智景	021-60933148				
煤炭		建筑		固定收益	
李 然	010-66026322	邱 波	0755-82133390	李怀定	021-60933152
陈 健	010-66022025	李遵庆	0755-82130532	高 宇	0755- 82130876
苏绍许	021-60933144			侯慧娣	021-60875161
				张 旭	010-66026340
				蔺晓熠	021-60933146
				刘子宁	021-60933145
指数与产品设计		投资基金		量化投资	
焦 健	0755-82133928	杨 涛	0755-82133339	葛新元	0755-82133332
王军清	0755-82133297	彭怡萍	0755-82133528	董艺婷	021-60933155
彭甘霖	0755-82133259	刘舒宇	0755-82133568	戴 军	0755-82133129
阳 瑾	0755-82133538	康 亢	010-66026337	黄志文	0755-82133928
周 琦	0755-82133568			秦国文	0755-82133528
赵学昂	0755-66025232			林晓明	021-60933154
				赵斯尘	021-60875174
				程景佳	021-60933166
				徐左乾	0755-82133090

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		万成水	0755-82133147 13923406013 wancs@guosen.com.cn	
王晓建	010-66026342 13701099132 wangxj@guosen.com.cn		马小丹	021-60875172 13801832154 maxd@guosen.com.cn		魏 宁	0755-82133492 13823515980 weining@guosen.com.cn	
焦 戢	010-66026343 13601094018 jiaojian@guosen.com.cn		郑 毅	021-60875171 13795229060 zhengyi@guosen.com.cn		邵燕芳	0755-82133148 13480668226 shaoyf@guosen.com.cn	
李 锐	010-66025249 13691229417 lirui2@guosen.com.cn		黄胜蓝	021-60875166 13761873797 huangsl@guosen.com.cn		林 莉	0755-82133197 13824397011 linli2@guosen.com.cn	
徐文琪	010-66026341 13811271758 xuwq@guosen.com.cn		刘 塑	021-60875177 13817906789 liusu@guosen.com.cn		王昊文	0755-82130818 18925287888 wanghaow@guosen.com.cn	
			叶琳菲	021-60875178 13817758288 yelf@guosen.com.cn		甘 墨	0755-82133456 15013851021 ganmo@guosen.com.cn	
			孔华强	021-60875170 13681669123 konghq@guosen.com.cn		段莉娟	0755-82130509 18675575010 duanlj@guosen.com.cn	
						黎 敏	0755-82130681 13902482885 limin1@guosen.com.cn	
						徐 冉	13632580795 xuran1@guosen.com.cn	