

贵州茅台 (600519)

销量稳步增长，税费有可能降低

——贵州茅台股东大会纪要及调研报告

	胡春霞	洪婷
	021-38676186	021-38676550
	huchunxia@gtjas.com	hongting@gtjas.com
	S0880208060347	S0880108103684

本报告导读：

公司今年销量将稳步增长，但增速较小。管理费用和消费税率可能会有所下降，预计全年业绩增速逐步恢复。

投资要点：

- 公司 09 及 10 年 1 季度业绩差强人意，2 季度增速将有所恢复。09 年和 10 年 1 季度的业绩分别同比增长 13.8% 和 4%，低于预期，主因是茅台酒销量增速较慢，公司预收账款维持高位，消费税率增长较快。据了解，2 季度预收账款和消费税率可能下降，公司业绩增速将高于 1 季度。
- 新一届领导已产生，将带领公司进入新的发展阶段。公司在 2010 年的第一届临时股东大会上选举产生新一届领导。新任董事长袁仁国提出 2012 年 130 亿元，2015 年 260 亿元，2025 年 500 个亿的集团收入计划；2015 年 3 万吨，2020 年 4 万吨的茅台酒产量计划。新任总经理刘自力为原习酒公司总经理，曾帮助习酒实现扭亏为盈，我们期待公司在新领导的带领下实现新的发展。
- 茅台酒未来将主要通过提高销量和降低费用推升业绩，提价将考虑市场需求变化。公司目前正在通过十一五和十二五万吨茅台酒工程实现生产能力的提升，预计未来销量将逐年提升；公司将继续坚持节能增效的原则控制费用的增长；公司将充分考虑市场需求制定提价计划，提价不是公司未来业绩增长的主要来源。
- 公司消费税率有望降低，股权激励方案在商讨之中。公司 1 季度的消费税率高达 17.9%，高于同类白酒企业，预计全年消费税率将下降到 14% 左右。股权激励方案正在与国资委商讨，短期较难实现。
- 盈利预测和投资建议。我们预计公司 2010-2012 年的 EPS 为 5.55, 6.91 和 8.63 元，给予 2011 年 23 倍 PE，目标价 159 元，增持。

财务摘要 (百万元)	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	8,242	9,670	11,804	14,230	17,159
(+/-)%	13.9%	17.3%	22.1%	20.6%	20.6%
经营利润 (EBIT)	5,390	6,076	7,374	9,173	11,457
(+/-)%	19%	13%	21%	24%	25%
净利润	3,799	4,312	5,242	6,520	8,142
(+/-)%	34%	14%	22%	24%	25%
每股净收益 (元)	4.03	4.57	5.55	6.91	8.63
每股股利 (元)	1.16	1.31	1.59	1.98	2.48

利润率和估值指标	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
经营利润率 (%)	64%	61%	61%	62%	65%
净资产收益率 (%)	34%	30%	29%	29%	28%
投入资本回报率 (%)	117%	91%	96%	99%	102%
EV/EBITDA	28	25	20	17	13
市盈率	40	35	29	23	19
股息率 (%)	0.7%	0.8%	1.0%	1.2%	1.5%

请务必阅读正文之后的免责条款部分

评级：**增持**

上次评级：**增持**

目标价格：**159.00**

上次预测：**200.00**

当前价格：**132.63**

2010.06.01

交易数据

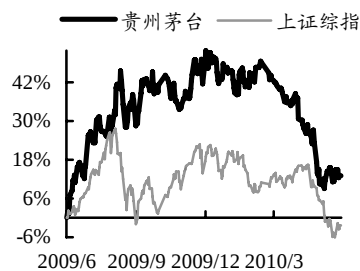
52 周内股价区间 (元)	114.71-181.
总市值 (百万元)	124,525
总股本/流通 A 股 (百万股)	944/944
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/0
流通股比例	100%
日均成交量 (百万股)	3
日均成交值 (百万元)	440

资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	15,732
每股净资产	16.67
市净率	7.9
净负债率	0%

EPS (元)	2009A	2010E
Q1	1.29	1.34
Q2	1.67	2.02
Q3	1.06	1.28
Q4	0.56	0.68
全年	4.57	5.55

52 周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	0%	-21%	16%
相对指数	8%	-8%	15%

相关报告

《贵州茅台公司 2010-05-27 调研提纲》	2010.05.24
《预收款管理导致茅台业绩再次低于预期》	2010.04.02
《提价预期实现，推动股价上涨》	2009.12.07
《收入增速逐步回升，期待明年提价》	2009.10.26
《中期业绩超预期 提价可能性加大》	2009.08.07

模型更新时间: 2010.06.01

股票研究

必需消费
食品饮料

贵州茅台 (600519)

评级: 增持

上次评级: 增持

目标价格: 159.00

上次预测: 200.00

当前价格: 132.63

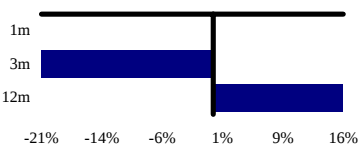
公司网址

www.moutaichina.com

公司简介

公司是国内白酒行业的标志性企业,主要生产销售世界三大名酒之一的茅台酒,同时进行饮料、食品、包装材料的生产和销售,防伪技术开发,信息产业相关产品的研制开发。茅台酒历史悠久,源远流长,是酱香型白酒的典型代表,享有“国酒”的美称。目前,公司茅台酒年生产量已突破一万吨,43°、38°、33°茅台酒拓展了茅台酒家族低度酒的发展空间,茅台王子酒、茅台迎宾酒满足了中低档消费者的需求,15年、30年、50年、80年陈年茅台酒填补了我国极品酒、年份酒、陈年老窖的空白,在国内市场上独树一帜,深受消费者喜爱。

绝对价格回报 (%)



52 周价格范围

114.71-181.06

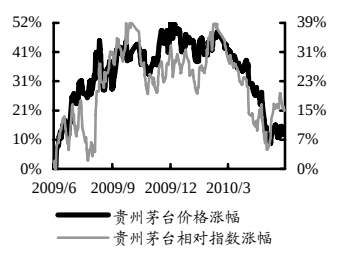
市值 (百万)

124,525

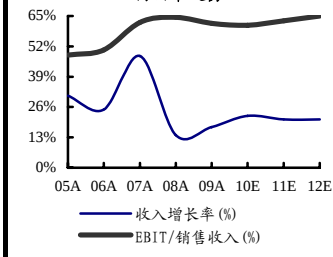
财务预测 (单位: 百万元)

损益表	2005A	2006A	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	3,930.52	4,903.38	7,237.43	8,241.69	9,670.00	11,804	14,230	17,159
营业成本	687.11	786.54	871.64	799.71	950.67	982	1,142	1,264
税金及附加	530.25	574.89	604.08	681.76	940.51	1,653	1,992	2,402
营业费用	475.94	584.91	560.39	532.02	621.28	708.22	782.68	857.95
管理费用	350.69	495.95	723.16	941.17	1,217.16	1,298.41	1,423.05	1,544.32
EBIT	1,886.54	2,461.09	4,478.17	5,287.01	5,940.37	7,162.52	8,890.25	11,091.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资收益	0.43	1.77	1.81	1.32	1.21	1.21	1.21	1.21
财务费用	(32.26)	(25.31)	(44.74)	(102.50)	(133.64)	(209)	(281)	(364)
营业利润	1,919.28	2,487.12	4,525.34	5,390.38	6,075.52	7,374	9,173	11,457
所得税	751.12	871.69	1,555.97	1,384.54	1,527.65	1,845	2,295	2,865
少数股东损益	50.58	71.56	135.22	201.28	240.44	292	364	454
净利润	1,118.54	1,544.81	2,830.83	3,799.48	4,312.45	5,242	6,520	8,142
资产负债表	2005A	2006A	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
货币资金、交易性金融资产	3,892	4,474	4,723	8,094	9,743	13,086	16,936	21,773
其他流动资产	2,128	2,295	2,549	4,147	5,912	7,230	8,717	10,511
长期投资	10	47	62	46	14	15	16	18
固定资产合计	1,910	2,259	2,833	2,835	3,388	3,685	4,577	5,652
无形资产及其他资产	117	496	315	632	712	725	747	784
资产合计	8,058	9,571	10,481	15,754	19,770	24,741	30,993	38,737
流动负债	2,895	3,403	2,113	4,251	5,108	6,047	7,284	8,765
长期负债	0	0	0	0	10	0	0	0
股东权益	5,163	6,168	8,369	11,503	14,652	18,680	23,692	29,950
投入资本(IC)	2005A	2006A	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
NOPLAT	1,149	1,599	2,937	3,928	4,448	5,372	6,668	8,318
折旧与摊销	(6)	0	21	20	36	37	34	32
流动资金增量	491	342	(1,544)	540	(908)	(379)	(250)	(312)
资本支出	(430)	(727)	(413)	(339)	(668)	(347)	(948)	(1,144)
自由现金流	1,203	1,213	1,000	4,148	2,907	4,683	5,504	6,893
经营现金流	1,622	1,933	1,397	4,458	3,547	4,983	6,387	7,951
投资现金流	(541)	(778)	(789)	(307)	(603)	(347)	(948)	(1,144)
融资现金流	(159)	(756)	(739)	(989)	(1,095)	(1,293)	(1,588)	(1,971)
现金流净增加额	922	398	(131)	3,163	1,849	3,343	3,850	4,837
财务指标	2005A	2006A	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
成长性								
收入增长率	30.6%	24.8%	47.6%	13.9%	17.3%	22.1%	20.6%	20.6%
EBIT 增长率	29.1%	30.5%	82.0%	18.1%	12.4%	20.6%	24.1%	24.8%
净利润增长率	36.9%	38.3%	83.5%	34.9%	13.8%	21.5%	24.4%	24.9%
利润率								
毛利率	82.5%	84.0%	88.0%	90.3%	90.2%	91.7%	92.0%	92.6%
息税前利润率	48.0%	50.2%	61.9%	64.1%	61.4%	60.7%	62.5%	64.6%
净利润率	28.5%	31.5%	39.1%	46.1%	44.6%	44.4%	45.8%	47.5%
收益率								
净资产收益率(ROE)	22.0%	25.5%	34.4%	33.8%	29.8%	28.8%	28.5%	28.4%
总资产收益率(ROA)	13.9%	16.1%	27.0%	24.1%	21.8%	21.2%	21.0%	21.0%
投入资本回报率(ROIC)	91.1%	97.1%	82.0%	116.8%	90.7%	96.0%	98.7%	101.7%
运营能力								
存货周转天数	944	891	897	1,237	1,403	1,730	1,803	1,966
应收账款周转天数	7	8	6	6	4	5	5	5
总资产周转天数	670	656	506	581	670	688	715	742
净利润现金含量	1.5	1.3	0.5	1.2	0.8	1.0	1.0	1.0
资本支出/收入	11%	15%	6%	4%	7%	3%	7%	7%
偿债能力								
资产负债率	35.9%	35.6%	20.2%	27.0%	25.9%	24.5%	23.5%	22.6%
净负债率	-76.4%	-73.8%	-57.4%	-72.0%	-67.4%	-71.9%	-74.1%	-76.0%
估值比率								
PE	135.8	98.4	53.7	40.0	35.2	29.0	23.3	18.7
PB	6.4	5.4	4.0	3.0	2.3	1.8	1.4	1.1
EV/EBITDA	78.3	59.9	32.7	27.8	24.6	20.5	16.5	13.2
P/S	19.33	30.99	21.00	18.44	15.71	12.87	10.68	8.86
股息率	0.2%	0.4%	0.5%	0.7%	0.8%	1.0%	1.2%	1.5%

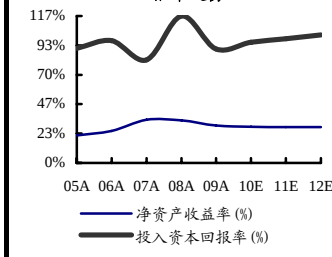
股票绝对涨幅和相对涨幅



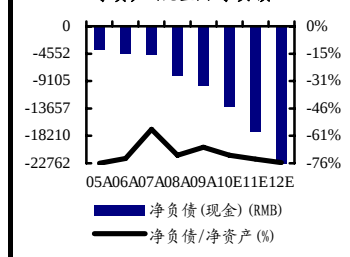
利润率趋势



回报率趋势



净资产(现金)/净负债



5月27日我们参加了贵州茅台2009年度股东大会，与公司的新一届领导就公司近期的经营情况和公司未来的发展战略等进行了交流。

- **2009年和2010年1季度业绩差强人意，2季度业绩增速将有所恢复，今年预计实现平稳增长。**公司2009年的收入和净利润分别为96.7亿元和43.1亿元，分别同比增长17.33%和13.80%，低于市场预期，主要原因是茅台酒销量增长较慢，公司预收账款达到35亿元，消费税率上升1.5个百分点。而今年1季度净利润增速仅为4%，预收账款和消费税的继续高企导致1季度业绩继续低于预期。据我们了解公司近期并没有提高给经销商的计划量，全年茅台酒销量增速不会很高，而2季度公司有可能减少预收账款的量，消费税率较1季度将有所下降，2季度净利润增速将高于1季度。
- **新一届领导选举产生，将带领公司进入新的发展阶段。**本次股东大会之后的董事会议选举产生了公司新的一届领导，新一届领导包括董事长袁仁国，总经理刘自力以及各位副总经理。其中接任公司总经理的刘自力是原贵州习酒销售公司总经理，它帮助习酒公司从刚被茅台收购时的债台高筑扭亏为盈，去年销售收入突破10个亿，经济效益大幅提高。新一届的领导上任之后表达了推动公司实现新一轮增长的信心和决心，提出茅台集团未来的收入计划：2012年130亿元，2015年260亿元，2025年500个亿；茅台酒的产量计划：2015年3万吨，2020年4万吨。我们认为随着公司茅台酒生产量的不断增长，市场销量也会持续增长，为公司未来收入和业绩增长提供保证。
- **茅台酒未来将主要通过提高销量和降低成本费用推动利润提高，提价将考虑市场需求变化。**公司认为提高公司利润有3个途径：提高产品价格，增加产品销量和降低成本费用。公司目前正在通过正在建设的十一五万吨茅台酒工程以及即将建设的十二五万吨茅台酒工程都将逐步解决公司目前市场供不应求的局面，实现销售量的稳步增长以推动公司收入和业绩的提高。另一方面公司未来将继续节能增效的原则，提高成本和费用的利用效率实现费用率的进一步下降。

公司认为提价对于公司来说是一把双刃剑，提价一方面能够推动公司业绩增长，但另一方面如果提价时机掌握得不好也可能使公司失去部分消费者的支持。所以公司未来会寻找适当的时机充分考虑市场消费者的需求进行提价行为。
- **茅台镇拆迁计划正在继续，厂区综合治理为公司未来发展提供良好环境。**由于历史原因茅台酒的厂区都存在于居民区中，厂区长期存在人居混杂的现象。为保护茅台酒的水源质量，公司每年需要投入较高的环境非费用。为了保持厂区的良好环境以及公司未来厂区扩张的空间，在贵州省政府的支持下公司将对厂区附近的居民区进行拆迁，目前待拆迁的居民区被分为7个区块，其中4号和7号地块将于今年完成搬迁，而其他的地块计划在3-5年的时间全部搬走，解决人居混杂局面。

- **近5年管理费用率上升，未来将降低可控费用的增长。**由于公司产品生产之后需要通过至少5年的时间才能进行销售，所以公司当年的费用投入和销售收入是不匹配的，同时公司当年生产的产品中的20%将储存作为年份酒，当年的费用投入增速有可能超过收入的增长。另一方面近年来人员成本、固定资产的折旧费用、环评费用等都有一定幅度的提升导致公司管理费用居高不下。公司表示未来将降低可控范围内管理费用的增长，实现管理费用率的逐步下降。
- **消费税率的提高是公司业绩增速大幅下降主因，公司目前正在积极争取减少消费税率。**去年8月开始政府对白酒公司执行新的白酒产品消费税政策，新规要求各白酒公司重新核定消费税计税价格，对于大型白酒企业的计税价格不得低于公司出厂价的50%。依照新税法公司目前瓶酒的计税价格为238元，由于1季度公司高价酒销售比例较大，1季度公司的主营业务税金率高达17.9%，公司预计全年该比率在14%左右。目前公司的消费税金率相较于其他白酒公司较高，公司近期正在积极争取将自己的消费税率下降到行业平均水平。
- **股权激励正在商讨之中，短期实现的可能性较小。**在各家酒类企业纷纷实现股权激励的同时，作为行业的龙头企业，公司也提出了股权激励方案，目前该方案正在与地方国资委进行讨论，但预计短期实现的可能性较小。
- **盈利预测和投资建议。**我们依据以下假设对公司进行盈利预测：
 - 随着茅台酒产量的逐年提高，我们预计未来几年茅台酒销量将保持稳定增长，年均在增长1000吨-1500吨。
 - 随着公司年份酒占比的提高和部分产品的提价，茅台酒的吨酒价格年均提升10%左右。
 - 管理费用率和销售费用率随着销售收入规模的扩大而下降。消费税率在14%左右，所得税率在25%左右。

我们将茅台2010-2012年的EPS调整为**5.55、6.91和8.63**元，给予公司2011年23倍的PE，目标价**159元**，之前由于大盘的调整和公司业绩低于预期，股价下调较多，目前的股价有一定的投资价值，我们给予增持评级。

作者简介:**胡春霞:**

武汉大学金融学硕士，国泰君安证券食品饮料行业研究员，从业六年。2007 年进入国泰君安，2008 年新财富食品饮料行业最佳分析师第五名。

洪婷:

浙江大学金融学硕士，2007 年 7 月加入国泰君安研究所，目前从事食品饮料行业的研究工作。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		