

贵州茅台 (600519)

火红的业务，扭曲的业绩

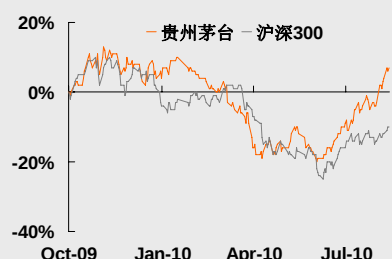
强烈推荐 (维持)

现价：167.04 元

主要数据

行业	食品、饮料
公司网址	www.moutaichina.com
大股东/持股	中国贵州茅台酒厂有限公司/61.76%
实际控制人/持股	贵州省人民政府国有资产监督管理委员会/61.71%
总股本(百万股)	944
流通 A 股(百万股)	944
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值(亿元)	1576.52
流通 A 股市值(亿元)	1576.52
每股净资产(元)	17.43
资产负债率(%)	21.5

行情走势图



相关研究报告

《贵州茅台 (600519) 中报点评 - 稳定增长新阶段，持续回报好品种，维持“强烈推荐”评级》 2010年8月12日

《食品饮料行业季报 (2010Q3) - 遥遥领先，近忧成本升》 2010年7月9日

研究员

文献 CFA 食品饮料高级研究员
S1060209040123
0755-22627143
wenxian@pasc.com.cn

丁芸洁 联络人
S1060110040054
0755-22625697
dingyunjie640@pingan.com.cn

投资要点

■ 1-3Q10 净利同比增长 10.2%，远低于市场预期

1-3Q10，茅台营收、净利分别增长 20%、10%，EPS4.42 元；3Q10 营收、净利分别增长 21%和 8%，EPS1.14 元，远低于市场预期。

■ 三方法扭曲了真实业绩

第一、收钱但开票时间延后。3Q10 茅台收到预收款对应货物量同比增长 16%，但报表数据显示公司实际开出票的货物量同比仅增长 3%，考虑时滞，也不正常；**第二**、销售公司与管生产的母公司出货不同步，导致消费税不对称。3Q10 茅台母公司出货比销售公司多约 70%，形成消费税但未形成收入。扣除该因素，3Q10 净利至少增长 26%；**第三**、销售公司有酒不卖，造成市场极度饥渴。我们测算，3Q10 茅台销售公司存酒价值约 27 亿市值（不含税），50%销售净利率计算，净利润有 13.5 亿，可增厚 EPS1.43 元，提高前三季度净利增速 32 个百分点。

■ 茅台会给五粮液等对手提供价量齐升的战略性机会？

若茅台继续严控出货量，其价格肯定将上升，再加上高档白酒新增需求，这将是五粮液、1573、梦之蓝等量价齐升的好机会。由于业绩调控意图非常明显，我们不排除 2011 年茅台执行上述策略，甚至极端一点，公司 2011 年初放弃提价都有可能（还记得我们 09 年“业绩压力将倒逼提价”的判断吗？），这是当前最大的风险。

■ 审计压力会保证全年净利增速？维持“强烈推荐”评级

考虑审计的重要性原则，我们愿意相信茅台 2010 年度报表业绩会有改观，故维持 10 年 5.75 元的业绩预测。同时，我们假设管理层决策时不会损害实际业务，从而假设 2011 年价格上升 15%，销量上升 5%，分别上调 2011 和 2012 年 EPS 至 7.21 和 8.58 元，3 年同比分别增长 25.8%、25.5%和 18.9%。以 10 月 28 日 167.04 元的收盘价计算，3 年动态 PE 分别为 29、23 和 20 倍。在有实际业务支持的前提下，我们认为，当前业绩压得越低，意味着未来业绩增速会越高，短线若调整，应会是良机，我们维持对茅台“强烈推荐”的评级。

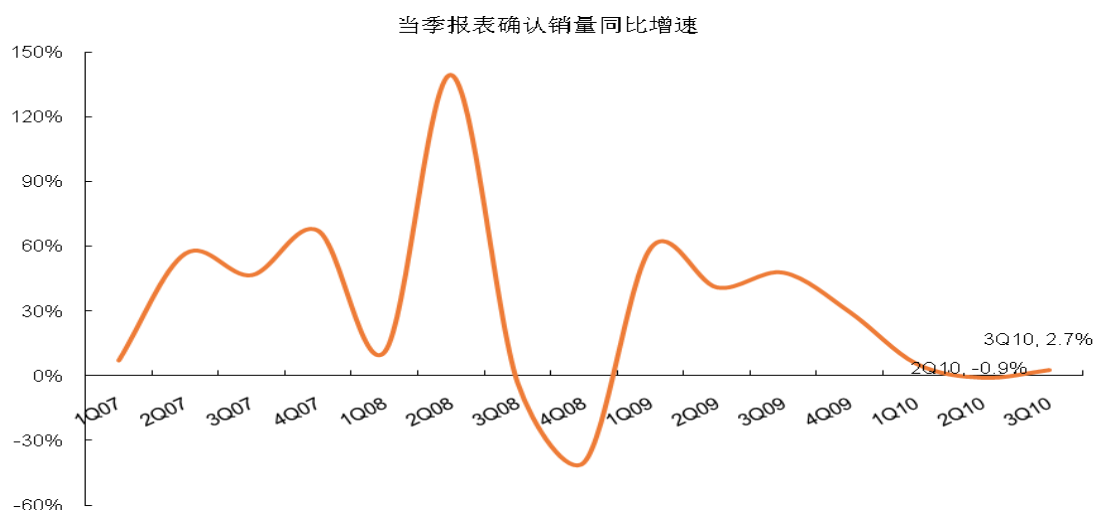
	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
主营收入(百万元)	8,241.7	9,670.0	12,026.4	14,393.1	16,604.2
YoY(%)	13.9	17.3	24.4	19.7	15.4
净利润(百万元)	3,799.5	4,312.4	5,425.3	6,808.5	8,094.8
YoY(%)	34.2	13.5	25.8	25.5	18.9
毛利率(%)	90.3	90.2	91.4	92.2	92.6
净利率(%)	46.1	44.6	47.6	49.9	51.5
ROE(%)	33.8	29.8	34.09	34.48	32.42
EPS(摊薄/元)	4.0	4.6	5.75	7.21	8.58
P/E(倍)	41.5	36.6	29.1	23.2	19.5
P/B(倍)	14.0	10.9	9.1	7.1	5.7

图表 1 三季报快读

	3Q09	3Q10	QoQ	1-3Q09	1-3Q10	YoY	
营业收入	2,261	2,740	21.2%	7,807	9,328	19.5%	我们测算，3Q10 报表确认销量同比仅上升约 3%，2Q10 下降约 1%。 难怪茅台价格如此疯涨
营业成本	212	252	19.1%	743	821	10.5%	
毛利率	90.6%	90.8%	0.2%	90.5%	91.2%	0.7%	提价继续推高毛利率
毛利	2,050	2,488	21.4%	7,064	8,506	20.4%	
营业税金及附加	258	551	113.4%	676	1,410	108.5%	生产企业出货量较销售公司高约70% 若同步增长，3Q10净利增速应高出18%
销售费用	124	168	35.3%	440	483	9.8%	
管理费用	269	290	7.8%	733	851	16.1%	
财务费用	-3	-38	-1320.0%	-90	-137	-51.9%	
资产减值损失	0	0	0.0%	0	3	532.2%	
公允价值变动收益	0	0	0.0%	0		0.0%	
投资收益	0	0	-60.6%	1	0	-61.3%	
营业利润	1,401	1,517	8.3%	5,306	5,898	11.1%	
营业利润率	62.0%	55.3%	-6.6%	68.0%	63.2%	-4.7%	
营业外收入	-1	2	215.0%	0	2	298.7%	
营业外支出	0	0	-27.4%	1	4	240.0%	
利润总额	1,400	1,518	8.5%	5,305	5,896	11.1%	
所得税	349	382	9.5%	1,326	1,485	12.0%	
所得税率	24.9%	25.2%	0.3%	25.0%	25.2%	0.2%	
少数股东损益	54	62	14.5%	193	237	22.9%	
归属于母公司净利润	997	1,074	7.8%	3,787	4,174	10.2%	
净利率	46.5%	41.5%	-5.0%	51.0%	47.3%	-3.7%	
EPS	1.06	1.14	7.8%	4.01	4.42	10.2%	我们预计全年增长25%至5.75元

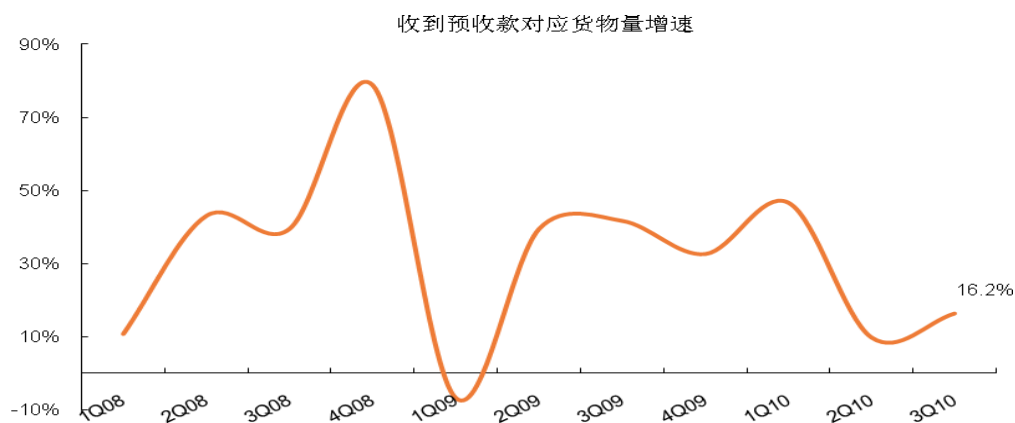
资料来源：公司公告、平安证券研究所、Wind

图表 2 3Q10报表确认销量增长仅2.7%



资料来源：公司公告、平安证券研究所

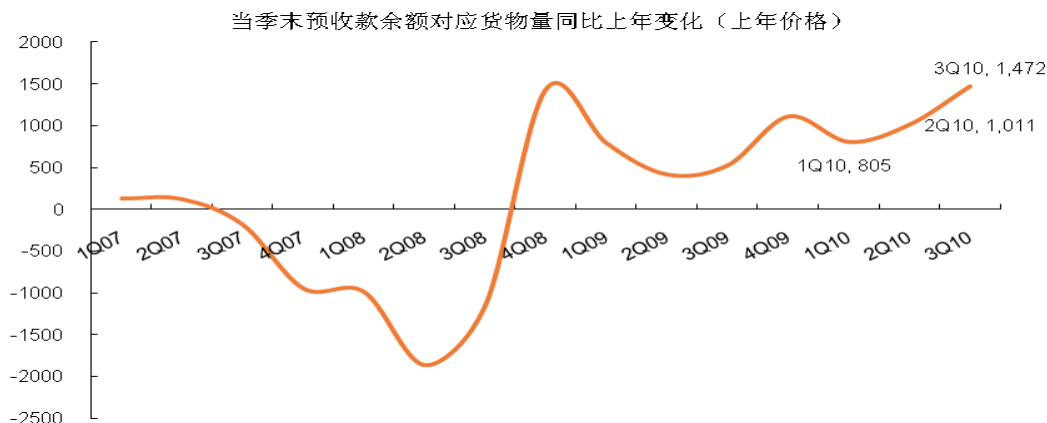
图表 3 3Q10收到预收款对应货物量同比上升16%



资料来源：公司公告、平安证券研究所

图表 4 预收款余额显示2010年以来公司每个季节都在隐藏利润

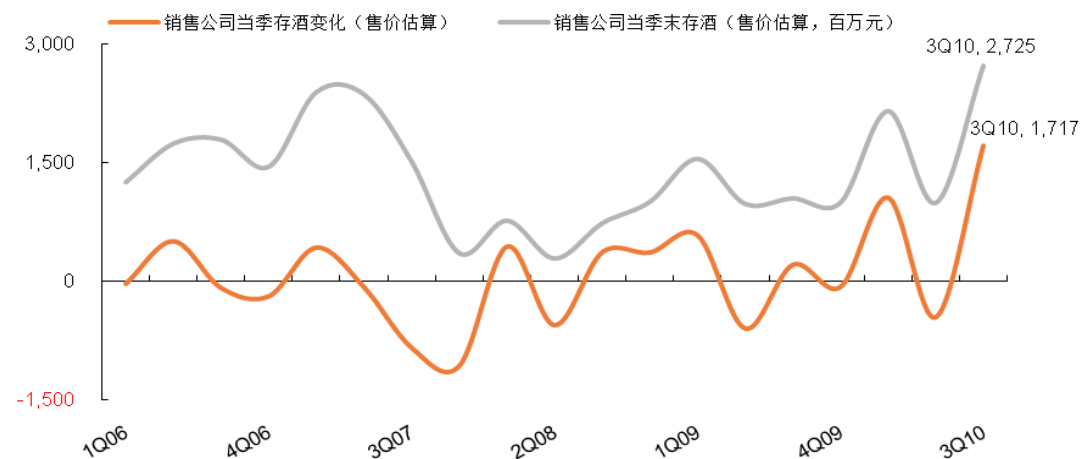
单位：百万元



资料来源：公司公告、平安证券研究所

图表 5 3Q10末销售公司库存茅台酒估算价值27亿元（不含税）

单位：百万元



资料来源：公司公告、平安证券研究所

图表 6 食品饮料重点公司估值对比

股票名称	股票代码	股票价格 (元) 10 月 27 日	EPS (元/股)			PE (倍)			评级
			2009	10E	11E	2009	10E	11E	
双汇发展	000895	49.48	1.50	1.83	2.19	32.9	27.0	22.6	强烈推荐
山西汾酒	600809	65.14	0.82	1.25	1.85	79.4	52.3	35.2	强烈推荐
张裕 A	000869	105.70	2.14	2.60	3.26	49.4	40.6	32.4	强烈推荐
张裕 B	200869	86.10	2.14	2.60	3.26	40.3	33.1	26.4	
贵州茅台	600519	167.04	4.57	5.75	7.21	36.6	29.1	23.2	强烈推荐
五粮液	000858	36.35	0.85	1.20	1.54	42.5	30.2	23.5	推荐
泸州老窖	000568	40.00	1.20	1.45	1.65	33.3	27.6	24.3	推荐
青岛啤酒	600600	35.77	0.93	1.20	1.43	38.6	29.8	25.0	推荐
燕京啤酒	000729	19.74	0.52	0.60	0.68	38.1	32.7	29.0	中性
伊利股份	600887	38.00	0.81	0.94	1.13	46.9	40.6	33.7	推荐
均值						43.8	34.3	27.5	

资料来源：平安证券研究所、WIND

附注：财务报表

损益表（百万元，元/股）					现金流量表（百万元）				
	2009A	2010E	2011E	2012E		2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	9,670	12,026	14,393	16,604	净利润	4,553	5,728	7,188	8,546
YoY	17.3%	24.4%	19.7%	15.4%	折旧摊销	208	229	310	307
营业成本	951	1,038	1,126	1,237	营运资金投资	-1,117	888	7	355
毛利率	90.2%	91.4%	92.2%	92.6%	经营活动现金净流量	4,224	6,792	7,378	8,980
营业税金及附加	941	1,563	1,870	2,151	资本开支	-777	-1,532	-199	-280
股权激励费用	0	0	0	0	投资活动现金净流量	-1,340	-1,532	-199	-280
销售费用	621	621	652	685	债务融资	10	0	0	0
管理费用	1,217	1,339	1,406	1,476	股权融资	0	0	0	0
财务费用	-134	-171	-245	-338	支付红利	-1,091	-1,118	-1,407	-2,043
投资净收益	1	1	1	1	融资活动现金净流量	-884	-1,235	-947	-1,162
营业利润	6,076	7,637	9,584	11,395	当年现金净流量	1,649	4,312	6,018	6,995
加：营业外收入	6	0	0	0					
减：营业外支出	1	0	0	0	资产负债表（百万元）	2009A	2010E	2011E	2012E
利润总额	6,081	7,637	9,584	11,395	货币资金	9,743	14,055	20,073	27,069
减：所得税	1,528	1,909	2,396	2,849	应收款项	402	400	539	587
净利润	4,553	5,728	7,188	8,546	预付款项	1,203	1,138	1,330	1,409
减：少数股东损益	240	303	380	451	存货	4,192	4,311	4,822	5,216
归属母公司所有者净利	4,312	5,425	6,809	8,095	其他流动资产	115	134	166	188
YoY	13.5%	25.8%	25.5%	18.9%	流动资产合计	15,656	20,038	26,930	34,467
销售净利率	47.1%	47.6%	49.9%	51.5%	长期股权投资	4	4	4	4
EPS（当年股本）	4.57	5.75	7.21	8.58	固定资产	3,363	4,675	4,560	4,540
EPS（最新股本摊薄）	4.57	5.75	7.21	8.58	无形资产	466	466	464	463
					其他非流动资产	282	273	278	272
重要指标速览	2009A	2010E	2011E	2010E	非流动资产合计	4,114	5,417	5,306	5,279
估值					资产总计	19,770	25,456	32,236	39,747
PE	36.6	29.1	23.2	19.5	短期借款	0	0	0	0
PEG	1.6	1.6	1.7	1.7	应付款项	139	155	166	183
PB	10.9	9.1	7.1	5.7	预收款项	3,516	4,329	5,207	5,992
PS	16.3	13.1	11.0	9.5	应付股利	137	1,544	2,180	2,566
EV/EBITDA	24.4	19.5	15.6	13.3	其他流动负债	1,315	1,564	1,673	1,878
股息收益率	0.7%	0.9%	1.3%	1.5%	流动负债合计	5,108	7,592	9,226	10,619
经营回报率					长期借款	0	0	0	0
ROE	33.5%	34.1%	34.5%	32.4%	应付债券	0	0	0	0
ROA	25.0%	24.8%	24.3%	23.0%	其他非流动负债	10	10	10	10
资本结构及偿债能力					非流动负债合计	10	10	10	10
资产负债率	25.9%	29.9%	28.7%	26.7%	负债合计	5,118	7,602	9,236	10,629
速动比率	2.2	2.1	2.4	2.8	归属母公司所有者权益	14,466	17,366	22,132	27,798
运营效率					其中：实收资本	944	944	944	944
存货周转率	0.3	0.2	0.2	0.2	少数股东权益	186	488	868	1,319
流动资产周转率	0.7	0.7	0.6	0.5	股东权益合计	14,652	17,854	23,000	29,117
固定资产周转率	3.2	3.0	3.1	3.6	负债及股东权益总计	19,770	25,456	32,236	39,747

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在 $\pm 10\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 10%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%至 10%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在 $\pm 5\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

风险提示：

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨为发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能尽依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司 2010 版权所有。保留一切权利。

中国平安 PINGAN

平安证券综合研究所

地址：深圳市福田区金田路大中华国际交易广场 8 层

邮编：518048

电话：4008866338

传真：(0755) 8244 9257