

贵州茅台 (600519.sh)

现金分红比例提高，释放积极信号

汤玮亮 分析师

电话: 020-87555888-634

eMail: twl@gf.com.cn

SAC执业证书编号: S0260511020009

胡鸿 分析师

电话: 0755-82739763

eMail: hh6@gf.com.cn

SAC执业证书编号: S0260511010017

投资分析要点

(1) 业绩增长符合市场预期。2010 年贵州茅台实现销售收入 116 亿元，同比增长 20.3%，实现归属上市公司所有者的净利润 50.5 亿元，同比增长 17.1%，业绩增长基本符合市场预期。经营活动产生的现金流量净额增幅高达 46.8%。(2) 预收账款继续高速增长，实际销售情况应好于报表。预收账款增速同比增长 35%，高于营业收入 20% 的增长，显示公司实际业绩增长好于报表。根据预收账款增幅推断，茅台 2010 年实际营业收入增幅应为 24% 左右。(3) 产品提价、毛利率小幅提升，销售费用率和管理费用率继续降低。但受消费税政策调整的影响，2010 年销售净利率小幅下滑。2011 年利润增长将恢复正常。(4) 2010 年存货继续保持快速增长，2010 年末存货金额高达 55.7 亿，同比增长 33%，茅台及系列酒产量增长 11.4%，其中习酒酱香型基酒产量 09 年基本持平。(5) 茅台 2010 年现金分红比重提高。现金分红数额占净利润的比重高达 43%。

盈利预测和投资评级

预计 11-13 年实现每股收益 7.31、9.00、11.02 元，分别同比增长 37%、23%、22%，2011-2013PE 分别为 25、21、17 倍。产品进销差价巨大，继续给予公司“买入”的投资评级。

风险提示

1 季报业绩低于市场预期的风险。

预测及评估

	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	9670.00	11633.28	15785.04	19099.90	22972.05
增长率(%)	17.33%	20.30%	35.69%	21.00%	20.27%
EBITDA(百万元)	6147.94	7266.36	10134.34	12440.93	15196.19
净利润(百万元)	4312.45	5051.19	6899.74	8495.16	10402.77
增长率(%)	13.50%	17.13%	36.60%	23.12%	22.46%
每股收益(元)	4.57	5.35	7.31	9.00	11.02
市盈率	37.17	34.36	26.15	21.24	17.34
市净率	11.08	9.43	7.13	5.34	4.08
EV/EBITDA	24.49	22.11	15.75	12.12	9.20

数据来源: 贵州茅台酒股份有限公司财务报表, 广发证券发展研究中心

公司评级

买入

当前价格(元)	191.15
目标价格(元)	221.00
前次评级	买入

股价走势



市场表现	1 个月	3 个月	12 个月
股价涨幅	5.04%	-6.49%	21.52%
沪深 300	0.12%	-0.31%	-2.37%

股票数据

总股本/流通 A 股(百万股)

943.80/943.80

主要股东:

中国贵州茅台酒厂有限责任公司

主要股东持股比例

61.76%

财务比率

ROE	29.81%
ROA	33.48%
资产负债率	25.89%
每股净资产(元)	15.33

2009 年报数据

2010年业绩回顾-业绩符合预期，现金分红比例提高

2010 年贵州茅台实现销售收入116亿元，同比增长20.3%，实现归属上市公司所有者的净利润50.5亿元，同比增长17.1%，业绩增长基本符合市场预期。经营活动产生的现金流量净额增幅高达46.8%。

表 1：贵州茅台2010年业绩情况 单位：百万元

	09 年	10 年	同比	点评
利润表				
营业收入	9670	11633	20.3%	预收账款增速同比增长 35%，高于营业收入 20%的增长，显示公司实际业绩增长好于报表。根据预收账款增幅推断，茅台 2010 年实际营业收入增幅应为 24%左右。
营业税金及附加	941	1577	67.7%	
营业利润	6076	7161	17.9%	
归属于母公司所有者净利润	4312	5051	17.1%	实际消费税率提升幅度较大，因此利润增幅大幅低于销售收入增幅。2011 年利润增长将恢复正常。
分产品销售收入				
高度茅台	7903	9838	24.5%	分产品看，高度茅台增速较快，低度茅台酒和其它酒销售停滞不前。
低度茅台	1013	1011	-0.2%	
其它	753	783	4.0%	

数据来源：广发证券发展研究中心

表 2：贵州茅台4季度业绩情况 单位：百万元

	09 年 4 季	10 年 4 季	同比	点评
利润表				
营业收入	1863	2306	23.8%	由于年末预收账款波动对业绩影响较大，茅台 4 季度单季度业绩参考意义不大，需结合全年来分析。
营业税金及附加	264	167	-36.8%	
营业利润	770	1263	64.2%	
归属于母公司所有者净利润	526	877	66.9%	

数据来源：广发证券发展研究中心

表 3：贵州茅台2010年财务指标

	09 年	10 年	点评
同比增长率			
营业收入	17.3%	20.3%	
营业利润	12.7%	17.9%	
归属母公司股东的净利润	13.5%	17.1%	
经营活动产生的现金流量净额	-19.5%	46.8%	

盈利能力

销售净利率	44.6%	43.4%
销售毛利率	90.2%	90.9%
销售费用 / 营业收入	6.4%	5.8%
管理费用 / 营业收入	12.6%	11.6%

产品提价、毛利率小幅提升，销售费用率和管理费用率继续降低。但受消费税政策调整的影响，2010 年销售净利率小幅下滑。

数据来源：广发证券发展研究中心

图 1：2009 年分产品收入构成

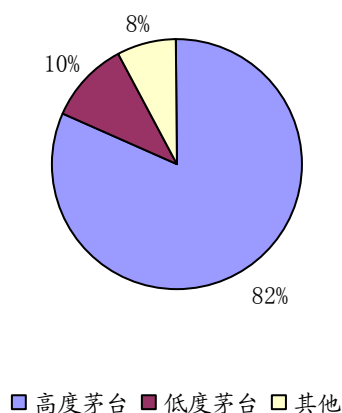
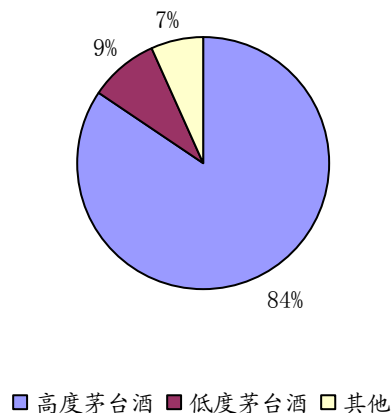


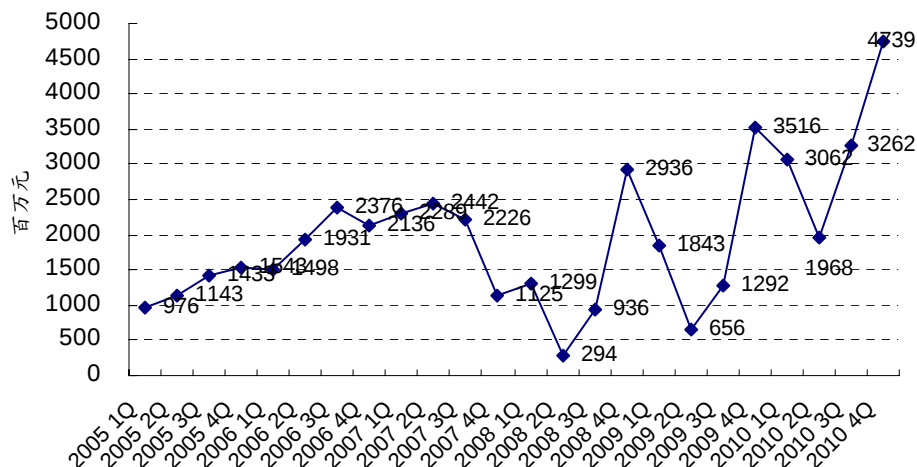
图 2：2010 年分产品收入构成



数据来源：广发证券发展研究中心

与 09 年同期相比，2010 年预收账款继续大幅增加，同比增长 35%，高于营业收入 20% 的增长，显示公司实际业绩增长好于报表。根据预收账款增幅推断，茅台 2010 年实际营业收入增幅应为 24% 左右。

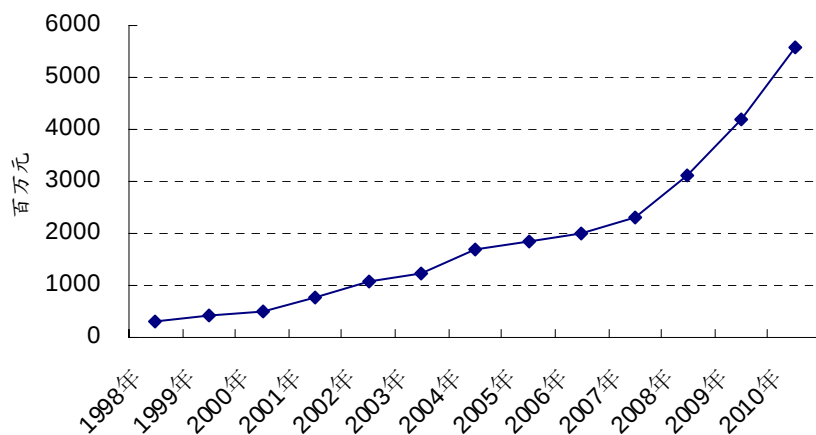
图 3：茅台预收账款变化情况



数据来源：广发证券发展研究中心

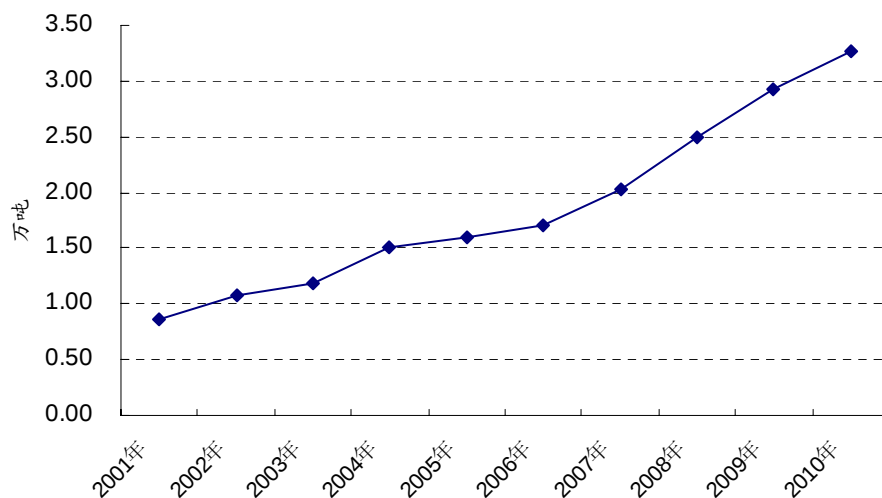
2010年存货继续保持快速增长，2010年末存货金额高达55.7亿，同比增长33%，茅台及系列酒产量增长11.4%，其中习酒酱香型基酒产量09年基本持平。

图 4：存货上升幅度较大



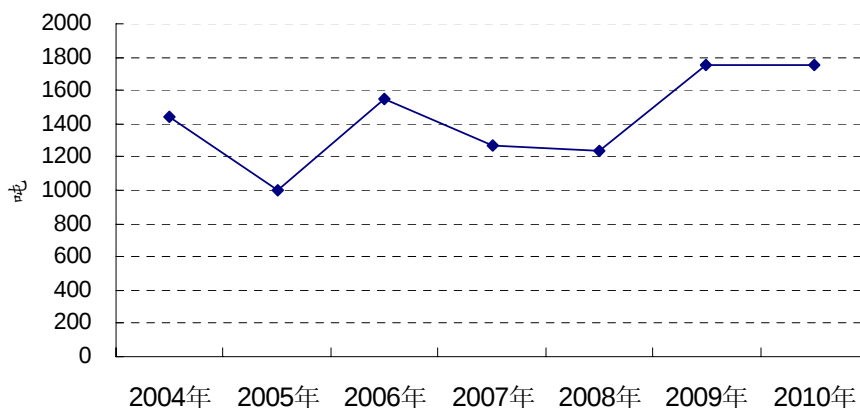
数据来源：广发证券发展研究中心

图 5：茅台及系列酒历年产量变化情况



数据来源：广发证券发展研究中心

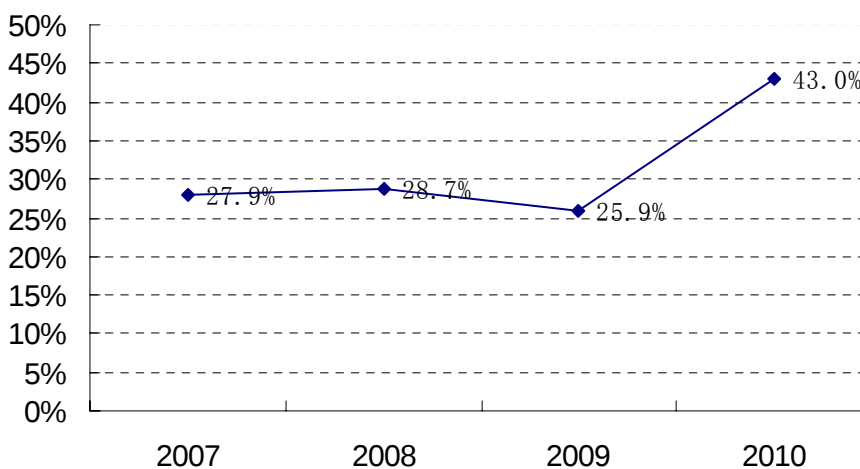
图 6：习酒酱香型基酒产量



数据来源：广发证券发展研究中心

茅台2010年现金分红比重提高。现金分红数额占净利润的比重高达43%。分配预案：以2010年年末总股本94380万股为基数，对公司全体股东每10股派送红股1股、每10股派发现金红利23元（含税），共分配利润22.65亿元。07-09年现金分红数额占净利润的比重平均为27.5%。

图 7：现金分红占净利润的比例



数据来源：广发证券发展研究中心

盈利预测与投资评级

预计11-13年实现每股收益7.31、9.00、11.02元，分别同比增长37%、23%、22%，2011-2013PE分别为26、21、17倍。产品进销差价巨大，继续给予公司“买入”的投资评级。

风险提示

1季报业绩低于市场预期的风险。

广发食品饮料行业研究小组

汤伟亮，分析师，华南理工大学管理学硕士，2007 年进入广发证券发展研究中心。

胡鸿，分析师，中山大学金融学硕士，2009 年进入广发证券发展研究中心。

相关研究报告

贵州茅台(600519.sh)_中报点评

汤伟亮

2010-08-12

广发证券—公司投资评级说明

买入（Buy）	预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10% 以上。
持有（Hold）	预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10% ~ +10%。
卖出（Sell）	预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10% 以上。

	广州	深圳	北京	上海
地址	广州市天河北路 183 号 大都会广场 36 楼	深圳市民田路华融大厦 2501 室	北京市月坛北街 2 号月坛大 厦 18 层 1808 室	上海市浦东南路 528 号 证券大厦北塔 17 楼
邮政编码	510075	518026	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线	020-87555888-612			

注：广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

免责声明

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，不得更改或以任何方式传送、复印或印刷本报告。