



食品饮料/必需消费

贵州茅台 (600519)

预收款再创新高 继续提价预期强烈

——贵州茅台 2010 年年报点评

胡春霞
021-38676186
huchunxia@gtjas.com
S0880511010015

本报告导读:

消费税金上升侵蚀利润,预收款再创新高;茅台出厂、零售价差达 1 倍,未来继续大幅提价预期明确,预计未来两年大幅提价+适当放量将合力驱动收入快速增长。

投资要点:

- 贵州茅台 2010 年实现营业收入、净利润 116.3 亿, 50.5 亿元, 分别同比增长 20%, 17%, EPS5.35, 拟 10 股送红股 1 股、派现 23 元。
- 预收款较三季度末增 15 亿, 账面余额 47 亿: 预收款再创新高, 预计将来将其确认收入可增厚业绩 2.6 元左右。公司 10 年预收账款/营业收入 41%, 为历史第二高点, 高于 08、09 年的 36%, 历史峰值为 06 年 44%。预收账款的变化成为影响当期账面收入、利润的主要不确定因素之一, 不过我们仍乐观预测未来预收款占比下降概率较大。
- 期间费用率下降, 营业税金率上升侵蚀利润: 公司 10 年销售、管理费用率分别下降 0.6%、1.0%; 但主营业务税金率 13.6%, 上升 3.8%, 其中四季度税金率为 7.3%, 低于三季度单季 20.1% 的税金率水平, 单季度税金率波动与税收和收入确认时间差有关, 但全年已接近 14% 的最严格执行标准, 未来继续大幅上升的可能性不大。
- 提价推升毛利率, 未来提价仍有空间: 公司于 10 年初对产品平均提价 13%, 推升毛利率上升 0.8 个百分点至 90.95%; 公司于 10 年底宣布再次提价, 平均提价幅度 20%, 其中 53 度飞天茅台出厂价提价 24% 至 619 元/瓶, 目前终端价维持在 1380-1400, 一批价在公司规定的零售上限 959 元或者更高, 渠道利润依然丰厚, 未来提价空间仍然很大。
- 贵州茅台目前仍处于供不应求的局面, 产品出厂与零售价差高达 1 倍, 公司高档酒销售在未来几年都拥有无可比拟的优势, 预计 11 年公司产品销量增加有望过千吨, 大幅提价预期明确, 上调 11、12 年 Eps 分别至 7.50、9.77 元, 维持增持评级, 调高目标价格至 260 元。

财务摘要 (百万元)	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	9,670	11,633	15,438	19,496	23,418
(+/-)%	17%	20%	33%	26%	20%
经营利润 (EBIT)	5,940	6,981	9,759	12,729	15,821
(+/-)%	12%	18%	40%	30%	24%
净利润	4,312	5,051	7,082	9,219	11,447
(+/-)%	14%	17%	40%	30%	24%
每股净收益 (元)	4.57	5.35	7.50	9.77	12.13
每股股利 (元)	1.19	2.30	3.00	4.59	6.67

利润率和估值指标	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
经营利润率 (%)	61.4%	60.0%	63.2%	65.3%	67.6%
净资产收益率 (%)	29.8%	27.5%	31.3%	33.5%	35.0%
投入资本回报率 (%)	30.4%	28.2%	31.4%	33.2%	34.3%
EV/EBITDA	27.8	23.1	16.3	12.2	9.6
市盈率	41.8	35.7	25.5	19.6	15.8
股息率 (%)	0.6%	1.2%	1.6%	2.4%	3.5%

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: 260.00

上次预测: 230.00

当前价格: 191.15

2011.03.21

交易数据

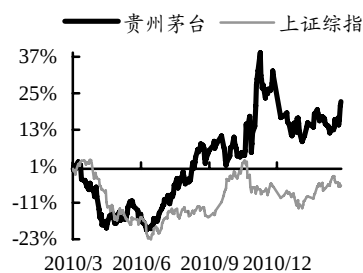
52 周内股价区间 (元)	124.56-222.
总市值 (百万元)	180,407
总股本/流通 A 股 (百万股)	944/944
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/0
流通股比例	100%
日均成交量 (百万股)	4
日均成交值 (百万元)	662

资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	18,399
每股净资产	19.49
市净率	9.8
净负债率	0%

EPS (元)	2010A	2011E
Q1	1.34	1.88
Q2	1.94	2.63
Q3	1.14	1.73
Q4	0.93	1.28
全年	5.35	7.50

52周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	5%	-6%	22%
相对指数	5%	-7%	27%

相关报告

- 《预期内的提价幅度与预期外的提价时...》
2010.12.15
- 《销售情况非常好, 但利润释放不尽人意》
2010.10.29
- 《消费税率回归正常水平, 提价预期强烈》
2010.08.11
- 《销量稳步增长, 税费有可能降低》
2010.06.01
- 《贵州茅台公司 2010-05-27 调研提纲》
2010.05.24

模型更新时间: 2011.03.21

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: 260.00

上次预测: 230.00

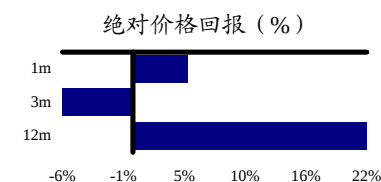
当前价格: 191.15

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,备受广大消费者



52 周价格范围

124.56-222.00

市值 (百万)

180,407

财务预测 (单位: 百万元)

损益表	2006A	2007A	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E
营业总收入	4,903	7,237	8,242	9,670	11,633	15,438	19,496	23,418	27,470	32,050
营业成本	787	872	800	951	1,053	1,279	1,523	1,789	2,077	2,402
税金及附加	575	604	682	941	1,577	1,976	2,398	2,646	2,829	2,981
销售费用	585	560	532	621	677	803	916	984	1,016	1,026
管理费用	496	723	941	1,217	1,346	1,621	1,930	2,178	2,390	2,596
EBIT	2,461	4,478	5,287	5,940	6,981	9,759	12,729	15,821	19,158	23,045
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
投资收益	2	2	1	1	0	1	1	1	1	1
财务费用	-25	-45	-103	-134	-177	-282	-341	-407	-488	-582
营业利润	2,487	4,525	5,390	6,076	7,161	10,040	13,070	16,230	19,646	23,628
所得税	872	1,556	1,385	1,528	1,823	2,556	3,327	4,131	5,000	6,014
少数股东损益	72	135	201	240	289	405	527	654	792	952
净利润	1,545	2,831	3,799	4,312	5,051	7,082	9,219	11,447	13,856	16,664
资产负债表										
货币资金、交易性金融资产	4,474	4,723	8,094	9,743	12,888	15,278	18,766	21,942	26,777	31,347
其他流动资产	0	4	3	19	43	40	40	40	40	40
长期投资	47	62	46	14	64	64	64	64	64	64
固定资产合计	2,259	2,833	2,835	3,388	4,474	5,844	7,402	9,215	11,345	13,943
无形及其他资产	326	262	455	487	471	502	531	558	585	610
资产合计	9,571	10,481	15,754	19,770	25,588	31,470	38,724	46,290	54,944	65,202
流动负债	3,403	2,113	4,251	5,108	7,028	8,260	10,103	11,866	13,496	15,305
非流动负债	0	0	0	10	10	8	5	3	0	-3
股东权益	6,063	8,234	11,245	14,466	18,399	22,648	27,534	32,685	38,920	46,419
投入资本(IC)	6,121	8,307	11,457	14,638	18,485	23,137	28,547	34,350	41,374	49,823
现金流量表										
NOPLAT	1,599	2,937	3,928	4,448	5,204	7,275	9,489	11,795	14,282	17,180
折旧与摊销	97	178	165	208	286	374	487	632	817	1,050
流动资金增量	378	-1,583	581	-1,029	263	-524	-335	-786	-35	-1,255
资本支出	-737	-772	-1,011	-1,357	-1,732	-1,774	-2,071	-2,471	-2,971	-3,671
自由现金流	1,336	760	3,663	2,270	4,021	5,351	7,570	9,170	12,094	13,304
经营现金流	2,113	1,743	5,247	4,224	6,201	7,316	9,894	11,944	15,427	17,407
投资现金流	-778	-789	-993	-1,340	-1,763	-1,773	-2,070	-2,470	-2,970	-3,670
融资现金流	-756	-705	-884	-1,235	-1,293	-3,154	-4,335	-6,298	-7,623	-9,167
现金流净增加额	578	248	3,371	1,649	3,145	2,389	3,489	3,176	4,834	4,570
财务指标										
成长性										
收入增长率	24.8%	47.6%	13.9%	17.3%	20.3%	32.7%	26.3%	20.1%	17.3%	16.7%
EBIT 增长率	30.5%	82.0%	18.1%	12.4%	17.5%	39.8%	30.4%	24.3%	21.1%	20.3%
净利润增长率	38.1%	83.2%	34.2%	13.5%	17.1%	40.2%	30.2%	24.2%	21.0%	20.3%
利润率										
毛利率	84.0%	88.0%	90.3%	90.2%	90.9%	91.7%	92.2%	92.4%	92.4%	92.5%
EBIT 率	50.2%	61.9%	64.1%	61.4%	60.0%	63.2%	65.3%	67.6%	69.7%	71.9%
净利润率	31.5%	39.1%	46.1%	44.6%	43.4%	45.9%	47.3%	48.9%	50.4%	52.0%
收益率										
净资产收益率(ROE)	25.5%	34.4%	33.8%	29.8%	27.5%	31.3%	33.5%	35.0%	35.6%	35.9%
总资产收益率(ROA)	16.1%	27.0%	24.1%	21.8%	19.7%	22.5%	23.8%	24.7%	25.2%	25.6%
投入资本回报率(ROIC)	26.1%	35.4%	34.3%	30.4%	28.2%	31.4%	33.2%	34.3%	34.5%	34.5%
运营能力										
存货周转天数	891	897	1237	1403	1693	1800	1900	2000	2000	2000
应收账款周转天数	4	3	2	1	0	1	2	2	2	2
总资产周转天数	656	506	581	670	712	674	68	59	57	58
净利润现金含量	1.37	0.62	1.38	0.98	1.23	1.03	1.07	1.04	1.11	1.04
资本支出/收入	15%	11%	12%	14%	15%	11%	11%	11%	11%	11%
偿债能力										
资产负债率	35.6%	20.2%	27.0%	25.9%	27.5%	26.3%	26.1%	25.6%	24.6%	23.5%
净负债率	-73.8%	-57.4%	-72.0%	-67.4%	-70.1%	-67.5%	-68.2%	-67.2%	-68.8%	-67.6%
估值比率										
PE	116.8	63.7	47.5	41.8	35.7	25.5	19.6	15.8	13.0	10.8
PB	29.8	21.9	16.0	12.5	9.8	8.0	6.6	5.5	4.6	3.9
EV/EBITDA	68.8	37.7	31.6	27.8	23.1	16.3	12.2	9.6	7.7	6.2
P/S	36.8	24.9	21.9	18.7	15.5	11.7	9.3	7.7	6.6	5.6
股息率	0.4%	0.4%	0.6%	0.6%	1.2%	1.6%	2.4%	3.5%	4.2%	5.1%

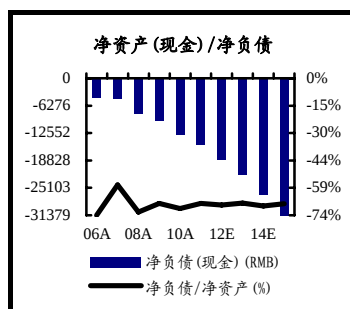
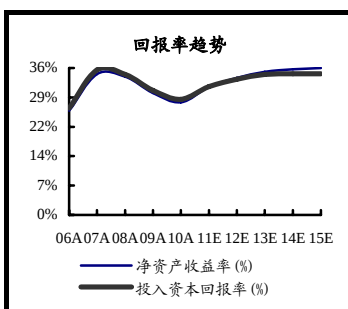
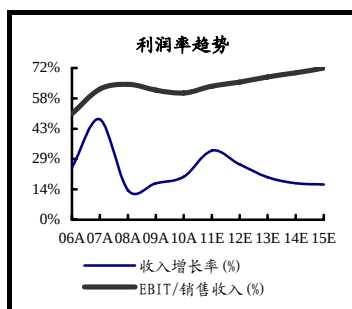
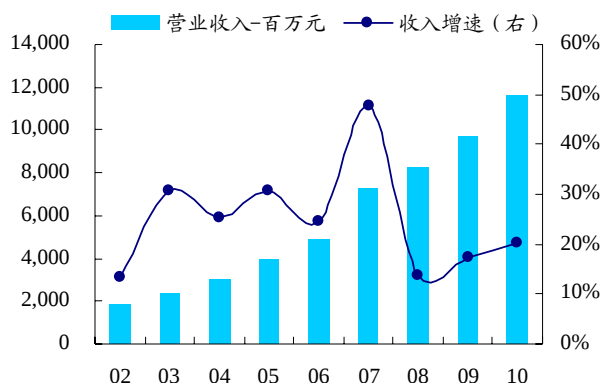
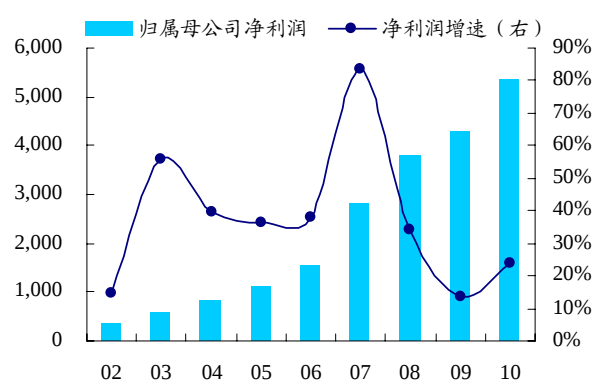


图 1：营业收入及增速（年度）



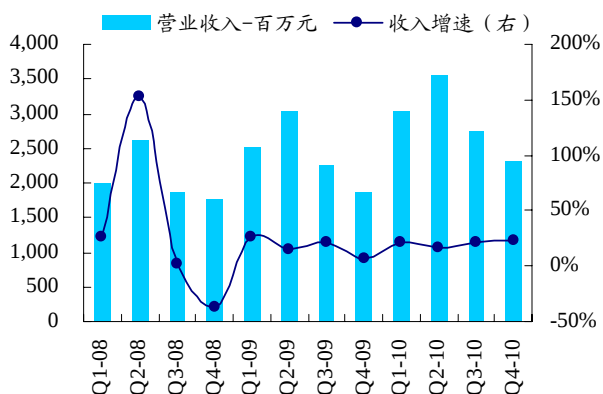
数据来源：WIND，国泰君安证券研究

图 2：归属母公司股东净利润及增速（年度）



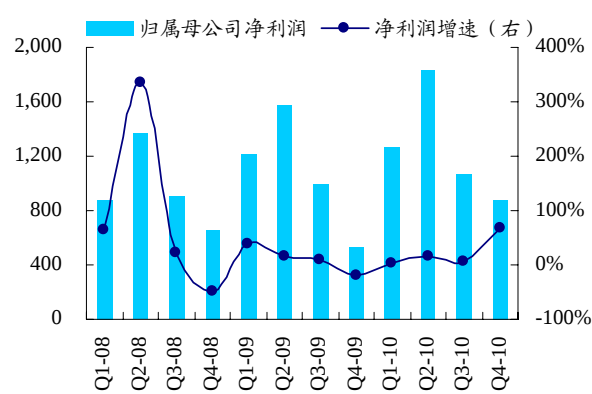
数据来源：WIND，国泰君安证券研究

图 3：营业收入及增速（季度）



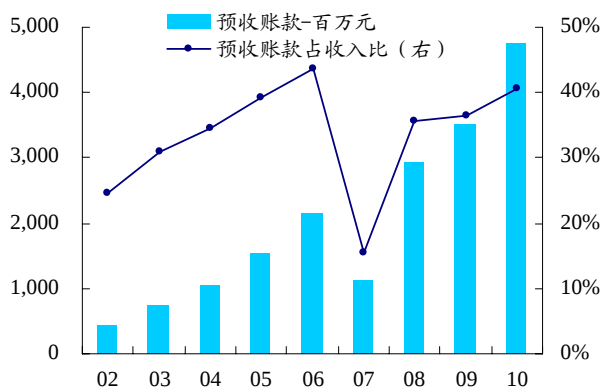
数据来源：WIND，国泰君安证券研究

图 4：归属母公司股东净利润及增速（季度）



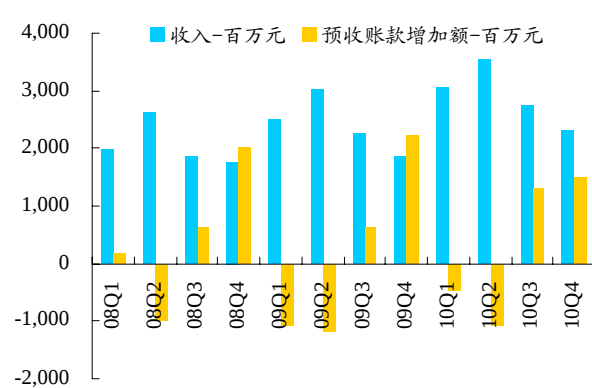
数据来源：WIND，国泰君安证券研究

图 5：预收账款占收入比（年度）



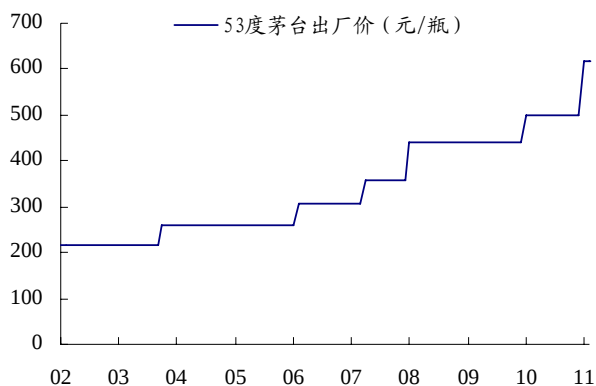
数据来源：WIND，国泰君安证券研究

图 6：季度预收账款增加额



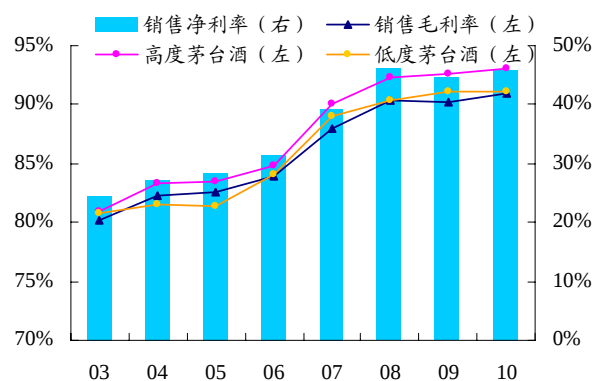
数据来源：WIND，国泰君安证券研究

图 7: 茅台历年出厂价



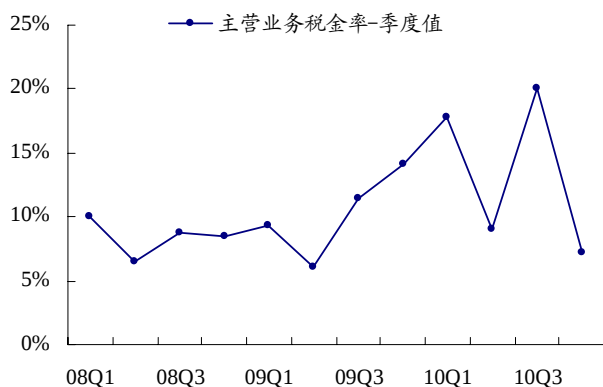
数据来源: 国泰君安证券研究

图 8: 毛利率、净利率逐年上升



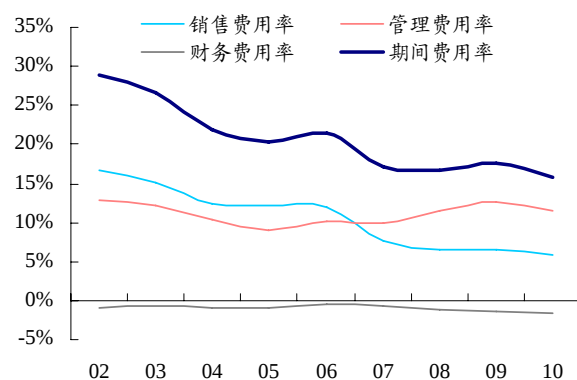
数据来源: WIND, 国泰君安证券研究

图 9: 主营业务税金率季度变化



数据来源: WIND, 国泰君安证券研究

图 10: 期间费用率下降



数据来源: WIND, 国泰君安证券研究

作者简介:**胡春霞:**

S0880511010015

021-38676186

huchunxia@gtjas.com

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,2010 年新财富食品饮料行业最佳分析师第五名。

张楷湔（贡献作者）:

S0880110090037

021-38674752

zhangkaixi008735@gtjas.com

武汉大学金融学硕士，2010 年进入国泰君安，现从事食品饮料行业研究。

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		