



CICC
中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED

业绩回顾

证券研究报告

2011年4月25日

食品饮料

研究部

孙轶佳

分析员, SAC 执业证书编号:
S0080511010026
sunyj@cicc.com.cn

金志耀

分析员, SAC 执业证书编号:
S0080511010037
jinzy@cicc.com.cn

推荐

贵州茅台 (600519.SH)

长期发展与短期发展模式的探讨

主要财务信息

(人民币百万元)	2007A	2008 A	2008A	2010 A	2011 E	2012 E
主营业务收入	7,237	8,242	9,670	11,633	15,551	19,124
(+/-%)	47.8	13.9	17.3	20.3	33.7	23.0
主营业务利润	5,762	6,760	7,779	9,003	11,703	14,531
(+/-%)	63.2	17.3	15.1	15.7	30.0	24.2
净利润	2,831	3,799	4,312	5,051	6,873	8,604
(+/-%)	88.2	34.2	13.5	17.1	36.1	25.2
每股收益 (元)	3.00	4.03	4.57	5.35	7.28	9.12
(+/-%)	88.2	34.2	13.5	17.1	36.1	25.2
每股经营现金流 (元)	1.85	5.56	4.48	6.57	4.39	9.94
市盈率 (倍)	58.7	43.8	38.6	32.9	24.2	19.3
市净率 (倍)	20.2	14.8	11.5	9.0	7.2	5.6
股价/经营现金	95.4	31.7	39.4	26.8	40.1	17.7
EV/EBITDA (倍)	35.2	29.1	25.1	21.1	15.5	11.9
净资产收益率 (%)	34.4	33.8	29.8	27.5	29.8	28.8
投入资本回报率 (%)	35.4	34.8	31.1	28.8	30.6	29.3
股息收益率 (%)	0.5	0.7	0.7	1.3	1.1	1.3

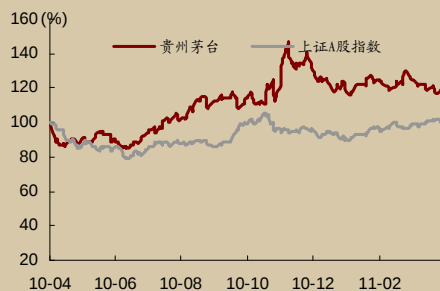
股票信息

股票代码	600519 CH
当前股价	人民币 176.15
日成交量 (百万股)	1.45
52周最高价/最低价	人民币 222/124.56
总市值 (百万元)	166,864
发行股数 (百万股)	944
其中: 流通股 (百万股)	944
主要股东 (持股比例)	中国贵州茅台酒厂有限责任公司 (61.76%)

最近估值走势

	1周内变化	1个月变化	3个月变化	年初至今
贵州茅台	2.2%	-4.0%	0.1%	-4.2%
上证A股指数	-1.3%	2.2%	10.9%	7.2%
中金食品饮料指数	-0.6%	-2.3%	4.4%	-2.8%

最近股价走势



资料来源: 彭博资讯、公司信息、中金公司研究部

2011 一季度业绩超出市场预期:

公司一季度实现销售收入 42.2 亿元, 同比增长 38.8%, 净利润达到 18.8 亿元, 同比增长 48.9%, 对应每股收益 2 元。收入的快速增长和利润率的提升带动净利润同比增长, 超出市场预期。

一季度预收账款环比增加 16 亿元。2010 年一季度预收账款余额达到 63.4 亿元, 再创历史新高, 显示公司长期发展潜力和业绩增长的可持续性。

一季度销售费用率同比下降 0.8 个百分点, 管理费用率同比 1.8 个百分点带动茅台利润率提升。

一季度毛利率提升幅度有限。公司 2011 年一季度毛利率同比提高 0.4 个百分点。我们按照 2011 年年初提价 20% 的水平进行计算, 公司实际毛利率有望达到 91.9% 的水平, 提价效应仍未完全体现。

一季度主营业务税金及附加与销售收入之同比下降 1 个百分点至 16.8%, 但整体水平仍高于消费税从严征收的最高水平。

发展趋势:

短期发展并无担忧。2010 年年末茅台酒已宣布提价 20%, 考虑到公司 10% 的温和放量, 公司 2011 年 30% 收入增长有保证。春节价格回落, 茅台批发价依然维持在 959 元/瓶的水平, 且部分地区提高最高价的限制。而 400 元/瓶的渠道价差带来的持续放量和提价空间, 使得公司短期增长并无担忧。

长期发展稳定增长。我们看好白酒行业中高端白酒的长期发展空间, 但茅台发展仍看高端, 中高端白酒短期难有大的变化, 因为: (1) 公司内部对是否运作中档酒仍存在不同观点; (2) 缺乏核心人才。中档酒不同于高端酒, 渠道推力要求更高。而茅台目前销售人员仅为 288 人, 市场管理人员缺乏。公司计划到 2015 年, 茅台酒生产达到 4 万吨, 销售收入突破 260 亿元 (含税), 年均复合增长率仅为 13.8%, 茅台未来发展主看茅台酒的稳步增长。

估值与建议:

公司 2011 年和 2012 年市盈率分别为 24.2 倍和 19.3 倍, 二季度白酒板块整体反弹, 茅台有望成为板块的“定海神针”, 业绩超预期带动板块持续反弹, 维持“推荐”的投资评级。

图表 1: 2011 年一季度业绩回顾

				中金评论
(人民币: 百万元)	2011年一季度	2010年一季度	同比变化	
销售收入	4221	3040	38.8%	提价放量带动公司收入快速增长
销售收入 - 母公司	1743	1012	72.3%	
销售成本	392	295	32.7%	
销售成本 - 母公司	553	401	37.8%	
毛利率	90.7%	90.3%	0.4%	若按照20%的提价幅度, 2011年一季度茅台毛利率应达到91.9%的水平
毛利率 - 母公司	68.3%	60.3%	7.9%	
主营业务税金	709	541	31.0%	
主营业务税金 - 母公司	654	502	30.2%	
主营业务税金/销售收入	16.8%	17.8%	-1.0%	主营业务税金及附加环比回落, 但整体仍较高
营销费用	167	145	15.5%	
营销费用/销售收入	4.0%	4.8%	-0.8%	
管理费用	354	310	14.3%	
管理费用/销售收入	8.4%	10.2%	-1.8%	
营业利润	2652	1796	47.7%	收入增长和利润率提升带动公司盈利增长
营业利润率	62.8%	59.1%	3.8%	
利润总额	2654	1793	48.0%	收入增长和利润率提升带动公司盈利增长
所得税	663	448	47.8%	
所得税率	15.7%	14.8%	1.0%	
净利润	1884	1266	48.9%	收入增长和利润率提升带动公司盈利增长
净利润率	44.6%	41.6%	3.0%	
每股收益	2.00	1.34	48.9%	
预收账款的增加	1605	-455	-453.0%	预收帐款环比持续增加16亿元
当年销售收入 + 预收账款增加	5826	2585	125.3%	
总股本 (百万股)	943.8	943.8	0.0%	
经营性现金流	3411	825	313.6%	经营性现金流好于利润情况

资料来源: 公司数据, 中金公司研究部

图表 2: 关键假设

(人民币: 百万元)	2007A	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
销售收入	7,237	8,242	9,670	11,633	15,551	19,124
高度茅台	5,652	6,693	7,903	9,838	13,421	16,500
低度茅台	1,050	1,074	1,013	1,011	1,307	1,582
其他系列酒	536	474	753	783	824	1,042
销售成本	872	800	951	1,053	1,119	1,236
毛利率	88%	90%	90%	91%	93%	94%
营业费用	560	532	621	677	866	1,044
营业费用率	7.7%	6.5%	6.4%	5.8%	5.6%	5.5%
管理费用	723	941	1,217	1,346	1,349	1,617
管理费用率	10.0%	11.4%	12.6%	11.6%	8.7%	8.5%
税前利润	4,522	5,385	6,081	7,162	9,626	12,051
税前利润率	62.5%	65.3%	62.9%	61.6%	61.9%	63.0%
所得税率	34.4%	25.7%	25.1%	25.4%	25.4%	25.4%
净利润	2,831	3,799	4,312	5,051	6,873	8,604
净利润率	39.1%	46.1%	44.6%	43.4%	44.2%	45.0%

资料来源: 公司数据, 中金公司研究部

图表 3: 历史财务数据和指标

(单位: 人民币百万元)	2007A	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
损益表						
主营业务收入	7,237	8,242	9,670	11,633	15,551	19,124
主营业务利润	5,762	6,760	7,779	9,003	11,703	14,531
营业费用	(560)	(532)	(621)	(677)	(866)	(1,044)
管理费用	(723)	(941)	(1,217)	(1,346)	(1,349)	(1,617)
营业利润	4,478	5,287	5,940	6,981	9,488	11,870
财务费用	45	103	134	177	138	181
税前利润	4,522	5,385	6,081	7,162	9,626	12,051
净利润	2,831	3,799	4,312	5,051	6,873	8,604
每股盈利 (元)	3.00	4.03	4.57	5.35	7.28	9.12
每股股利 (元)	0.84	1.16	1.19	2.30	1.89	2.36
现金流量表						
经营活动现金流净额	1,743	5,247	4,224	6,201	4,142	9,380
投资活动现金流净额	(789)	(993)	(1,340)	(1,763)	(600)	(600)
融资活动现金流净额	(705)	(884)	(1,235)	(1,293)	(2,171)	(1,783)
货币资金增加额	248	3,371	1,649	3,145	1,371	6,997
资产负债表						
货币资金	4,723	8,094	9,743	12,888	14,260	21,257
应收款项	147	205	402	206	639	786
存货	2,305	3,115	4,192	5,574	5,507	5,397
固定资产合计	1,827	2,190	3,169	4,192	4,158	4,336
无形资产及其他资产	315	632	712	749	737	724
资产合计	10,481	15,754	19,770	25,588	27,194	34,537
应付帐款	60	121	139	232	123	135
预收款项和应付薪酬	1,180	3,297	3,980	5,239	2,099	2,122
应交税金	408	256	141	420	226	278
其他应付款	423	576	711	819	819	819
股本	944	944	944	944	944	944
储备和未分配利润	7,290	10,301	13,522	17,455	22,157	28,979
负债和所有者权益合计	10,481	15,754	19,770	25,588	27,194	34,537

资料来源: 公司数据, 中金公司研究部

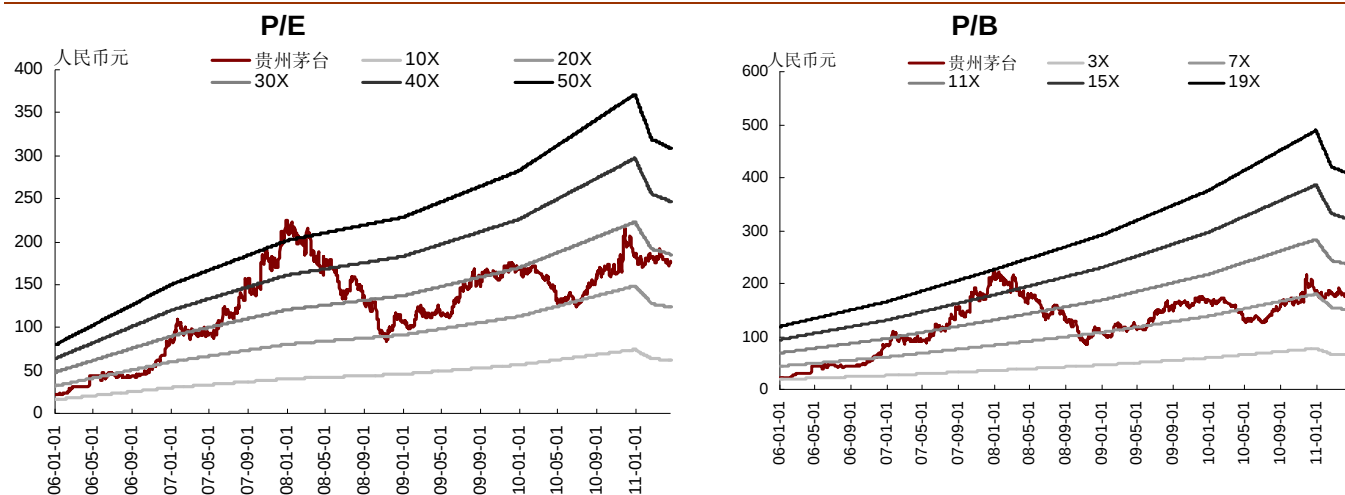
图表 4: A 股覆盖公司估值表

公司	代码	投资评级	当前股价 2011-4-23	市盈率				市净率				净资产收益率(%)				股息收益率(%)				EV/EBITDA			
				2009	2010	2011E	2012E	2009	2010	2011E	2012E	2009	2010	2011E	2012E	2009	2010	2011E	2012E	2009	2010	2011E	2012E
可选消费类																							
贵州茅台	600519.SH	推荐	176.15	38.6	32.9	24.2	19.3	11.5	9.0	7.2	5.6	29.8	27.5	29.8	28.8	0.7	1.3	1.1	1.3	25.1	21.1	15.5	11.9
五粮液	000858.SZ	推荐	31.95	37.4	27.6	21.0	15.6	8.5	6.7	5.3	4.2	22.7	24.3	25.4	26.8	0.5	0.9	1.2	1.7	22.3	16.1	12.2	8.8
泸州老窖	000568.SZ	推荐	45.03	37.5	28.5	20.9	15.9	14.8	11.4	9.8	8.3	39.4	40.0	46.8	52.0	1.7	2.2	3.3	4.4	32.7	23.1	15.6	12.0
水井坊	600779.SH	审慎推荐	22.18	33.8	24.6	17.5	8.8	7.3	6.7	6.0	5.0	21.5	27.1	34.2	56.3	2.4	2.8	4.0	7.9	20.3	15.7	11.1	5.5
洋河股份	002304.SZ	审慎推荐	218.00	78.3	44.5	27.7	20.4	19.3	14.2	9.8	6.9	24.7	31.9	35.4	34.1	0.0	0.5	0.7	1.0	55.7	29.2	17.3	12.1
山西汾酒	600809.SH	推荐	67.14	81.9	58.8	36.3	22.0	17.6	15.1	11.6	8.9	21.5	25.7	31.9	40.4	0.7	0.7	1.9	3.2	40.2	29.5	19.3	13.5
金种子酒	600199.SH	审慎推荐	18.57	67.8	72.0	34.8	24.8	7.4	13.0	9.7	7.3	10.9	18.0	27.9	29.3	0.0	0.6	1.2	1.7	93.1	49.0	24.1	16.8
顺鑫农业	000860.SZ	无评级	18.85	51.5	23.2	9.0	7.1	3.4	1.8	1.5	1.3	6.7	7.9	17.0	17.7	0.0	0.0	0.0	0.0	41.0	15.1	12.0	7.6
张裕A	000869.SZ	审慎推荐	92.15	43.1	33.9	26.4	21.3	16.0	12.7	9.8	7.8	37.1	37.4	37.2	36.9	1.3	1.5	2.1	2.6	30.9	23.5	18.3	14.5
金枫酒业	600616.SH	审慎推荐	12.91	38.9	43.1	25.0	21.4	5.8	5.1	4.6	4.0	15.0	11.9	18.2	18.6	0.0	1.2	1.5	1.5	25.1	23.6	14.9	12.7
古越龙山	600059.SH	中性	12.47	103.5	65.7	64.4	62.4	5.9	5.7	5.4	5.2	5.7	8.6	8.4	8.3	0.4	0.8	0.8	0.8	57.8	35.1	33.7	31.6
ST皇台	000995.SZ	无评级	15.91	401.5	n.m.	132.4	58.3	12.2	14.5	13.1	9.1	3.0	n.m.	9.9	15.7	0.0	0.0	0.2	2.1	n.m.	110.6	62.2	33.6
可选消费类平均				84.5	41.3	36.6	24.8	10.8	9.7	7.8	6.1	19.8	23.7	26.8	30.4	0.6	1.0	1.5	2.4	40.4	32.6	21.4	15.1
可选消费类平均(剔除古越龙山和ST皇台)				52.4	41.9	25.2	18.3	10.8	9.9	7.7	6.0	21.8	24.5	30.1	33.6	0.7	1.1	1.7	2.5	43.6	26.8	16.8	12.0
低价快消类																							
三全食品	002216.SZ	推荐	36.30	76.5	55.0	39.7	28.1	7.3	6.6	5.8	4.8	9.5	11.9	14.6	17.1	0.6	0.6	0.0	0.0	56.8	45.2	24.2	15.4
承德露露	000848.SZ	审慎推荐	21.97	48.2	37.4	27.3	19.8	10.4	9.0	7.9	6.8	21.5	23.9	28.9	34.4	1.8	2.7	2.2	3.0	26.3	22.5	16.2	11.6
青岛啤酒	600600.SH	审慎推荐	32.69	35.2	29.0	24.0	20.0	5.4	4.6	3.9	3.4	15.2	15.8	16.4	16.8	0.5	0.6	0.7	0.8	18.0	14.9	9.8	7.7
燕京啤酒	000729.SZ	推荐	19.37	37.4	30.5	24.2	20.1	3.2	2.9	2.6	2.4	8.5	9.4	10.9	12.0	0.8	1.0	1.3	1.6	16.3	13.2	10.8	8.4
伊利股份	600887.SH	推荐	34.40	42.5	37.1	28.8	24.0	8.0	6.8	5.7	4.8	18.8	18.3	19.9	20.1	0.0	0.5	0.7	0.8	-0.7	-1.7	-2.3	-2.9
光明乳业	600597.SH	回避	10.61	90.3	57.3	67.1	61.9	5.2	4.9	4.7	4.5	5.8	8.6	7.0	7.3	0.0	0.5	0.8	10.2	26.4	18.8	17.2	15.3
ST南方	000716.SZ	无评级	10.53	n.m.	11.6	53.9	22.7	14.2	6.4	5.7	4.6	n.m.	55.1	10.6	20.1	0.0	0.0	0.0	0.0	50.4	54.8	22.5	18.7
低价快消类平均				55.0	36.8	37.9	28.1	7.7	5.9	5.2	4.5	13.2	20.4	15.5	18.2	0.5	0.8	0.8	2.3	27.6	24.0	14.1	10.6
低价快消类平均(剔除光明乳业)				47.9	33.4	33.0	22.4	8.1	6.0	5.3	4.5	14.7	22.4	16.9	20.1	0.6	0.9	0.8	1.0	27.8	24.8	13.5	9.8
A股覆盖总体平均				74.6	39.6	37.1	26.0	9.7	8.3	6.9	5.5	17.6	22.4	22.7	25.9	0.6	1.0	1.2	2.4	35.4	29.4	18.7	13.4
A股覆盖总体平均(剔除龙山、皇台和光明)				51.0	38.9	28.0	19.8	9.9	8.5	6.9	5.5	19.6	23.8	25.5	28.9	0.6	1.0	1.4	2.0	38.0	26.1	15.6	11.2

资料来源: 万德资讯, 中金公司研究部

请仔细阅读本报告尾部的重要法律声明

图表 5: 历史市盈率市净率区间



资料来源：万德资讯，中金公司研究部

法律声明

一般声明

本报告由中国国际金融有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中金公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。中金公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。中金公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告亦可由受香港证券和期货委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。

本报告亦可由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）仅向符合新加坡《证券期货法》及《财务顾问法》定义下的认可投资者及/机构投资者提供。提供本报告于此类投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第 36 条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可向中金新加坡提出。

本报告亦可由受英国金融服务监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）仅向中金英国分类为专业投资者及/或合格对手方的客户提供，本报告并未提供或者打算提供给任何他人使用。

中金公司亦可依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

特别声明

在法律许可的情况下，中金公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到中金公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

研究报告评级分布可从 <http://www.cicc.com.cn/CICC/chinese/operation/page4-4.htm> 获悉。

评级标准：分析员估测 12 个月之内绝对收益 20% 以上为“推荐”、10%~20% 为“审慎推荐”、-10%~-10% 为“中性”、-20%~-10% 为“减持”、-20% 以下为“回避”。

本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

北京

中国国际金融有限公司
北京市建国门外大街1号
国贸写字楼2座28层
邮编: 100004
电话: (86-10) 6505-1166
传真: (86-10) 6505-1156

Singapore

China International Capital
Corporation (Singapore) Pte.
Limited
#39-04, 6 Battery Road
Singapore 049909
Tel: (65) 6572-1999
Fax: (65) 6327-1278

上海

中国国际金融有限公司上海分公司
上海浦东新区陆家嘴环路1233号
汇亚大厦32层
邮编: 200120
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 5888-8976

United Kingdom

China International Capital
Corporation (UK) Limited
Level 25, 125 Old Broad Street
London EC2N 1AR, United Kingdom
Tel: (44-20) 7367-5718
Fax: (44-20) 7367-5719

香港

中国国际金融(香港)有限公司
香港中环港景街1号
国际金融中心第一期29楼
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

北京建国门外大街证券营业部

北京市朝阳区建外大街甲6号
SK大厦1层
邮编: 100022
电话: (86-10) 8567-9238
传真: (86-10) 8567-9235

杭州教工路证券营业部

杭州市教工路18号
世贸丽晶城欧美中心1层
邮编: 310012
电话: (86-571) 8849-8000
传真: (86-571) 8735-7743

成都滨江东路证券营业部

成都市锦江区滨江东路9号
香格里拉办公楼1层、16层
邮编: 610021
电话: (86-28) 8612-8188
传真: (86-28) 8444-7010

武汉解放大道证券营业部

武汉市硚口区解放大道634号
新世界中心写字楼4层
邮编: 430032
电话: (86-27) 8334-3099
传真: (86-27) 8359-0535

上海淮海中路证券营业部

上海市淮海中路398号
邮编: 200020
电话: (86-21) 6386-1195
传真: (86-21) 6386-1180

南京中山北路证券营业部

南京市中山北路1号
绿地广场2层
邮编: 210008
电话: (86-25) 8316-8988
传真: (86-25) 8316-8397

厦门莲岳路证券营业部

厦门市思明区莲岳路1号
磐基中心商务楼4层
邮编: 361012
电话: (86-592) 515-7000
传真: (86-592) 511-5527

重庆洪湖西路证券营业部

重庆市北部新区洪湖西路9号
欧瑞蓝爵商务中心10层及
欧瑞蓝爵公馆1层
邮编: 401120
电话: (86-23) 6307-7088
传真: (86-23) 6739-6636

深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号
免税商务大厦裙楼107、201
邮编: 518048
电话: (86-755) 8832-2388
传真: (86-755) 8254-8243

广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号
粤海天河城大厦40层
邮编: 510620
电话: (86-20) 8396-3968
传真: (86-20) 8516-8198

青岛香港中路证券营业部

青岛市市南区香港中路9号
香格里拉写字楼中心11层
邮编: 266071
电话: (86-532) 6670-6789
传真: (86-532) 6887-7018



中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED