

贵州茅台 (600519.sh)

2011 年收入增长将超预期

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

2011 年预算方案很给力

根据茅台 2011 年的财务预算方案, 2011 年收入将增长 45%、而成本、费用的增长速度则低于收入增幅, 若据此方案推算茅台 2011 年 EPS 有望达到 8.2-8.3 元, 大幅超越市场预期。

我们认为 2011 年实际收入增幅超越茅台盈利预测的可能性较大: (1) 我们对比了 07-10 年茅台所做的收入预测, 可以看出收入的实际增幅均高于预算方案中的预测值, 因此公司的盈利预测往往偏保守。(2) 2011 年基酒放量、产品大幅提价, 都支持茅台 2011 年收入的高速增长。

看好茅台的理由

1. 茅台酒 2011、2012 年进入放量期。(1) 根据历史基酒产量推算, 06 年茅台基酒产能增加, 为 2011 年的放量奠定了基础。(2) 1 季度预收账款环比增长 34%, 体现了公司对未来产品放量的信心。(3) 专卖店数量继续大幅增加。2. 提价效应 2 季度开始体现。3. 公司正在释放积极的信号。

盈利预测和投资评级

预计 11-13 年实现每股收益 8.13、10.83、13.06 元, 分别同比增长 52%、33%、21%, 2011-2013PE 分别为 24、18、15 倍。我们认为贵州茅台进销差价巨大, 这是一笔巨大的隐蔽资产。随着产品的提价和放量, 这个隐蔽资产正在不断兑现为现实利润。继续给予公司“买入”的投资评级。

风险提示

社会舆论不利于茅台酒提价。

预测及评估

	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	9670.00	11633.2	16688.3	22189.0	26709.9
增长率(%)	17.33%	20.30%	43.45%	32.96%	20.37%
EBITDA(百万元)	6147.94	7266.36	11029.3	14709.4	17737.7
净利润(百万元)	4312.45	5051.19	7668.47	10219.3	12327.7
增长率(%)	13.50%	17.13%	51.81%	33.26%	20.63%
每股收益(元)	4.57	5.35	8.13	10.83	13.06
市盈率	37.17	34.36	23.53	17.65	14.63
市净率	11.08	9.43	6.92	4.97	3.71
EV/EBITDA	24.49	22.11	14.56	10.23	7.78

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)	194.61
目标价格(元)	249.00
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	10.48%	6.84%	44.46%
沪深 300	-8.29%	-5.16%	5.32%

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	27.45%
ROA	30.80%
资产负债率	27.51%
每股净资产(元)	19.49

2010 年报数据

2011年预算方案很给力

根据茅台2011年的财务预算方案，2011年收入大幅增长45%，而成本、费用的增长速度则低于收入增幅，据此方案推算茅台2011年EPS有望达到8.2-8.3元，大幅超越市场预期。

我们认为2011年实际收入增幅超越茅台盈利预测的可能性较大：（1）对比07-10年茅台所做的收入预测，可以看出收入的实际增幅均高于财务预算方案中的预测值，因此公司的收入预测往往偏保守。（2）2011年基酒放量、产品大幅提价，都支持茅台2011年收入的高速增长。

表 1: 茅台财务预算方案与实际增速对比

财务预算方案					
增长率	2007 年	2008 年	2009 年	2010 年	2011 年
营业收入	15%	11%	8%	8%	45%
营业成本	5.00%	5.00%	13.00%	0.89%	35%
营业税金及附加	4.00%	11.00%	7.00%	62.03%	35%
期间费用	10.0%				
销售费用		-5.00%	10.00%	12.15%	25%
管理费用		15.0%	3.00%	10.16%	25%
实际增长					
	2007 年	2008 年	2009 年	2010 年	
营业收入	47.6%	13.9%	17.3%	20.3%	
营业成本	10.8%	-8.3%	18.9%	10.8%	
营业税金及附加	5.1%	12.9%	38.0%	67.7%	
期间费用	17.4%				
销售费用	-4.2%	-5.1%	16.8%	8.9%	
管理费用		30.1%	29.3%	10.6%	

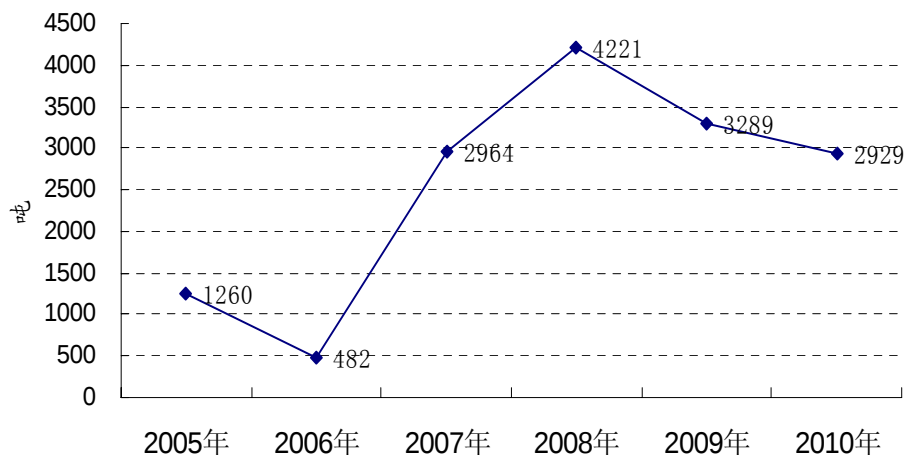
数据来源：公司资料，广发证券发展研究中心

看好茅台的理由

1. 茅台酒2011、2012年进入放量期

（1）根据历史基酒产量推算，06年茅台基酒产能增加，为2011年的放量奠定了基础。茅台可以视为白酒行业中唯一一家以产定销的企业。根据我们的测算，2007年茅台基酒产量增幅较大，增量达到3000吨左右，2008年茅台基酒增量超过4000吨，因此对应2011年、2012年可供销售的茅台酒将大幅增加。09、10年销量和对应05、06年基酒增幅情况也验证了这个逻辑。

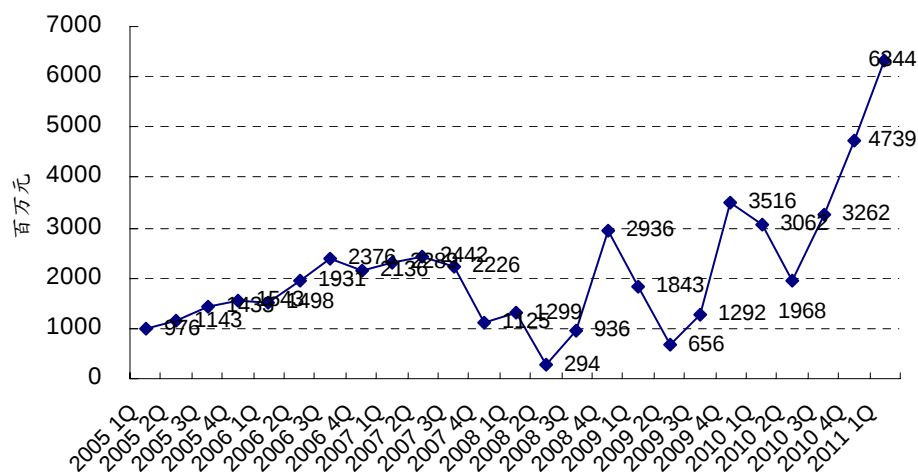
图 1：茅台基酒产量增量



数据来源：广发证券发展研究中心

(2) 1季度预收账款环比增长34%，体现了公司对未来产品放量的信心。

图 2：茅台2011年1季度预收账款再创新高

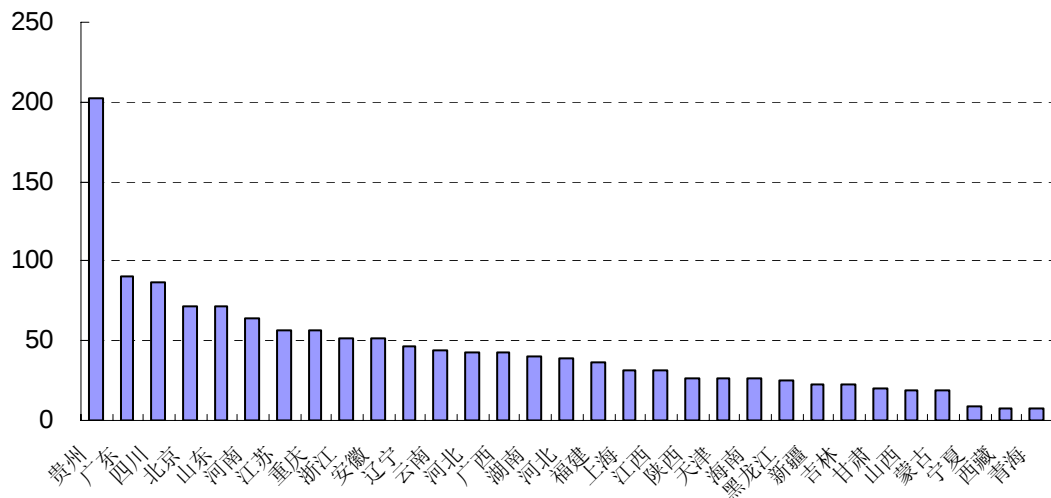


数据来源：广发证券发展研究中心

(3) 专卖店数量大幅增加为产品的放量奠定了渠道基础

公司专卖店数量现阶段已达1390家，而09年末专卖店数量仅为1028家，增长35%。快速增长的专卖店为公司产品的快速放量奠定了渠道基础。

图 3：茅台各地专卖店数量分布 2011年5月

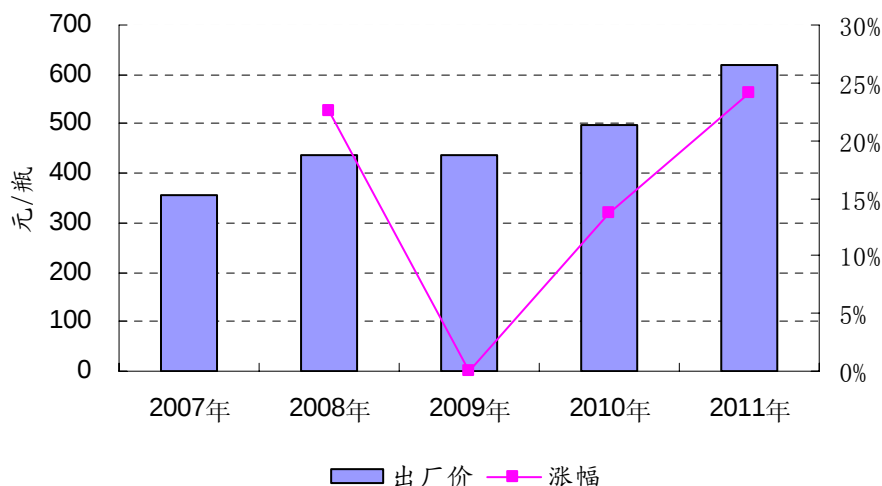


数据来源：广发证券发展研究中心

2. 提价效应2季度开始体现

考虑到2011年2季度开始年初的产品提价的效果显现，2011年全年收入增幅有望超越1季度。

图 4：普通高度茅台出厂价及涨幅



数据来源：广发证券发展研究中心

3. 公司正在释放积极的信号

从近期的种种动作表明公司也有意重新建立较好的市场形象，正在释放积极信号：2010年末提价幅度超预期、茅台2010年现金分红比重提高、2011年1季度业绩高速增长。

盈利预测和投资评级

预计11-13年实现每股收益8.13、10.83、13.06元，分别同比增长52%、33%、21%，2011-2013PE分别为24、18、15倍。我们认为贵州茅台进销差价巨大，这是一笔巨大的隐蔽资产。随着产品的提价和放量，这个隐蔽资产正在不断兑现为现实利润。继续给予公司“买入”的投资评级。

风险提示

社会舆论不利于茅台酒提价。

表 2: 贵州省工业销售产值 4 月份保持较快增速，高于 1 季度

	工业销售产值	同比
2009.1-5	5429	20.1%
2009.6-8	3599	14.5%
2009.9-11	3215	1.2%
2010.1-2	3685	23.5%
2010.3-5	3348	53.3%
2010.6-11	8255	14.9%
2011.1-3	5902	24.5%
2011/04	1517	33.4%

数据来源：国家统计局

资产负债表

单位：百万元

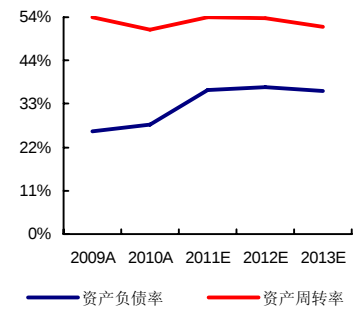
至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
流动资产	15,656	20,300	28,785	37,866	47,796
货币资金	9,743	12,888	19,813	26,150	33,910
应收及预付	1,701	1,795	2,482	3,250	3,860
存货	4,192	5,574	6,490	8,467	10,026
其他流动资产	19	43	0	0	0
非流动资产	4,114	5,287	7,052	7,997	8,832
长期股权投资	4	4	0	0	0
固定资产	3,194	4,210	6,296	7,254	8,104
在建工程	194	263	263	263	263
无形资产	487	471	433	419	405
其他长期资产	235	338	60	60	60
资产总计	19,770	25,588	35,838	45,863	56,628
流动负债	5,108	7,028	12,957	16,898	20,294
短期借款	0	0	0	0	0
应付及预收	5,108	7,028	12,957	16,898	20,294
其他流动负债	0	0	0	0	0
非流动负债	10	10	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	10	10	0	0	0
负债合计	5,118	7,038	12,957	16,898	20,294
股本	944	944	944	944	944
资本公积	1,375	1,375	1,375	1,375	1,375
留存收益	12,147	16,080	19,973	25,474	32,139
归属母公司股东权益	14,466	18,399	22,292	27,792	34,457
少数股东权益	186	151	589	1,173	1,877
负债和股东权益	19,770	25,588	35,838	45,863	56,628

利润表

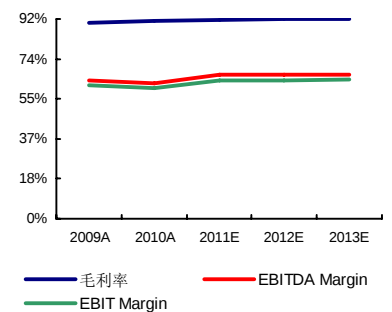
单位：百万元

至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	9670	11633	16688	22189	26710
营业成本	951	1053	1397	1822	2158
营业税金及附加	941	1577	2336	3106	3739
销售费用	621	677	834	1109	1335
管理费用	1217	1346	1502	1997	2404
财务费用	-134	-177	-253	-337	-405
资产减值损失	0	-3	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	1	0	0	0	0
营业利润	6076	7161	10872	14491	17479
营业外收入	6	5	5	0	5
营业外支出	1	4	4	0	4
利润总额	6081	7162	10874	14491	17480
所得税	1528	1823	2767	3687	4448
净利润	4553	5340	8107	10803	13032
少数股东损益	240	289	438	584	704
归属母公司净利润	4312	5051	7668	10219	12328
EBITDA	6148	7266	11029	14709	17738
EPS (元)	4.57	5.35	8.13	10.83	13.06

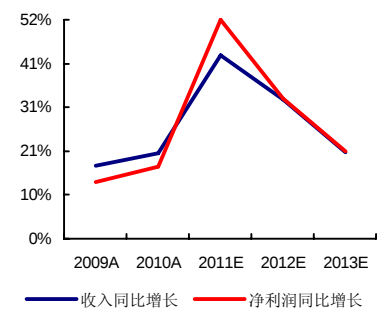
资产负债率趋势



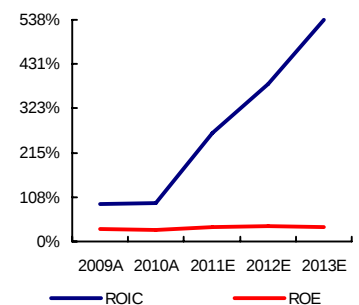
经营利润率趋势



收入与利润增长趋势



投资回报率趋势



现金流量表

单位：百万元

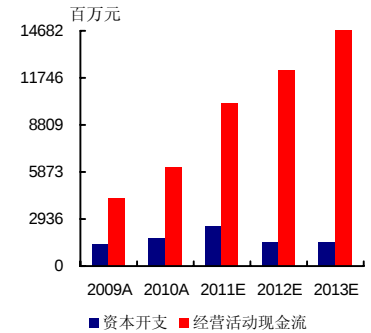
至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	4,224	6,201	9,706	11,612	13,978
净利润	4,553	5,340	8,107	10,803	13,032
折旧摊销	208	286	411	556	664
营运资金变动	-486	632	912	253	283
其它	-50	-56	277	0	-2
投资活动现金流	-1,340	-1,763	-2,453	-1,500	-1,498
资本支出	-1,357	-1,732	-2,457	-1,500	-1,498
投资变动	17	-31	4	0	0
其他	0	0	0	0	0
筹资活动现金流	-1,235	-1,293	-329	-3,775	-4,719
银行借款	0	0	0	0	0
债券融资	0	0	-10	0	0
股权融资	0	0	0	0	0
其他	-1,235	-1,293	-319	-3,775	-4,719
现金净增加额	1,649	3,145	6,925	6,337	7,760
期初现金余额	8,094	9,743	12,888	19,813	26,150
期末现金余额	9,743	12,888	19,813	26,150	33,910

主要财务比率

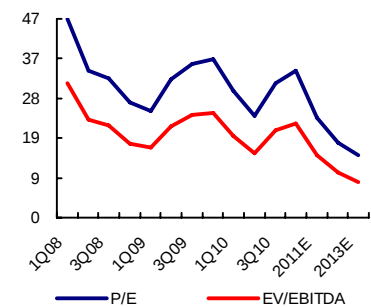
单位：%

至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
成长能力					
营业收入	17.3%	20.3%	43.5%	33.0%	20.4%
营业利润	12.7%	17.9%	51.8%	33.3%	20.6%
归属于母公司净利润	13.5%	17.1%	51.8%	33.3%	20.6%
获利能力					
毛利率	90.2%	90.9%	91.6%	91.8%	91.9%
净利率	47.1%	45.9%	48.6%	48.7%	48.8%
ROE	29.8%	27.5%	34.4%	36.8%	35.8%
ROIC	90.9%	93.0%	263.2%	383.0%	538.4%
偿债能力					
资产负债率	25.9%	27.5%	36.2%	36.8%	35.8%
净负债比率	-66.5%	-69.5%	-86.6%	-90.3%	-93.3%
流动比率	3.06	2.89	2.22	2.24	2.36
速动比率	2.01	1.88	1.56	1.58	1.71
营运能力					
总资产周转率	0.54	0.51	0.54	0.54	0.52
应收账款周转率	344.06	1027.63	350.91	350.91	350.91
存货周转率	0.26	0.22	0.22	0.22	0.22
每股指标 (元)					
每股收益	4.57	5.35	8.13	10.83	13.06
每股经营现金流	4.48	6.57	10.28	12.30	14.81
每股净资产	15.33	19.49	23.62	29.45	36.51
估值比率					
P/E	37.2	34.4	23.5	17.7	14.6
P/B	11.1	9.4	8.1	6.5	5.2
EV/EBITDA	24.5	22.1	14.6	10.5	8.3

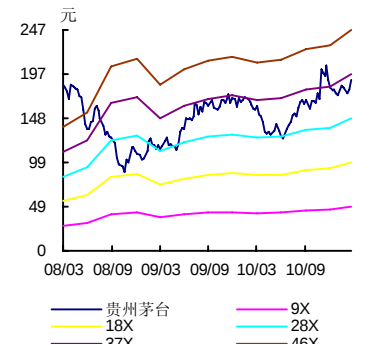
资本支出与经营活动现金流



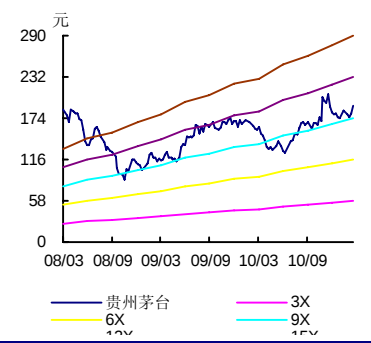
相对估值



PE BAND



PB BAND



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)_季报点评	汤伟亮	2011-04-24
贵州茅台(600519.sh)_年报点评	汤伟亮	2011-03-21

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。