

贵州茅台：大幅增长，略超预期

贵州茅台 2011 年中报点评

报告关键点：

- 大幅增长，略超预期；
- 高度茅台酒增长迅猛；
- 供不应求，量价齐升

报告摘要：

- 大幅增长，略超预期：** 贵州茅台发布中报，2011年上半年公司共生产茅台及系列酒基酒29,325吨，同比增长10.14%，实现营业收入84.88亿元，同比增长49.16%，净利润68.90亿元，每股收益5.20元，同比增长58.31%，略超市场预期。由于自2009年8月开始实施消费税新政后，公司营业税附加率上升至13%，销售和管理费用率分别同比降低了1.48和1.99个百分点。我们注意到公司的预收账款比年初增加了1.96亿元，但比1季度减少了约15亿元。
- 高度茅台酒增长迅猛：** 2011年1-6月高度茅台酒销售额为84.88亿元，占白酒销售总额的86%，同比增长52.27%；低度茅台酒销售6.82亿元，同比增长了17.42%；系列酒6.55亿元，同比增长了52.02%。由此看来公司收入和利润的贡献主要源自高度茅台酒。我们注意到：尽管公司近几年也在想办法解决低度茅台酒特别是系列酒与高度茅台酒发展不平衡的问题，但似乎差距还是太大。
- 供不应求，量价齐升：** 2010年底公司宣布对茅台产品提价20%，即普通53度茅台的出厂价提高到619元，此次提价引起了舆论和媒体的口诛笔伐，但从市场终端反映的情况来看，茅台酒缺货的现象仍很普遍。有些地区的终端价格高达1500-1700元。一批价甚至已经涨到1300元左右，与出厂价的价差约600元，渠道价格健康顺畅。尽管茅台经过近几年的扩产和技改已经进入产能释放期。按照产能计算，2011年公司的销量可以达到约15000吨，但考虑到公司2011年仍将坚持其“饥饿营销”的价格策略，预计公司继续实行控量政策。年底提价预期强烈。
- 调高公司的盈利预测和投资评级：** 我们预计公司2011年茅台酒销量约为1.3万吨，增加近2000吨，由于去年底公司提价24%使全年受益，因此公司实现2011年的全年销售收入增长45%的目标基本无悬念。另外，根据公司“十二五”发展规划的新目标，未来几年的复合增长率将达到25%左右，因此我们预计公司2011-2013年的销售收入分别为179亿元、243亿元和309亿元，增速分别为53%、35%和28%，对应当年的EPS分别为8.24元、10.95元和14.13元（摊薄后），动态市盈率分别为24、18和14倍，考虑到公司强大的品牌地位、以及未来几年的成长性，给予公司2012年28倍PE，6个月的目标价为274元，提升至买入-A的投资评级。
- 风险提示：** 除白酒行业激烈的市场竞争外，国家对于高端公务消费的管制以及社会舆论对茅台酒的销售以及提价或将形成一定的压力。

财务和估值数据摘要

(百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	9,670.0	11,633.3	17,865.9	24,249.9	30,949.2
Growth(%)	17.3%	20.3%	53.6%	35.7%	27.6%
净利润	4,552.9	5,339.8	8,752.4	11,627.0	15,007.8
Growth(%)	13.5%	17.1%	69.4%	32.8%	29.1%
毛利率(%)	90.2%	90.9%	90.3%	90.6%	90.8%
净利润率(%)	44.6%	43.4%	47.9%	46.9%	47.4%
每股收益(元)	4.57	5.35	8.24	10.95	14.13
每股净资产(元)	15.52	19.65	24.68	33.60	45.12
市盈率	42.4	36.2	23.5	17.7	13.7
市净率	12.5	9.9	7.9	5.8	4.3
净资产收益率(%)	31.1%	28.8%	34.2%	33.3%	32.0%

敬请阅读本报告正文后各项声明

评级：

买入-A

上次评级： 买入-B

目标价格：

274.00 元

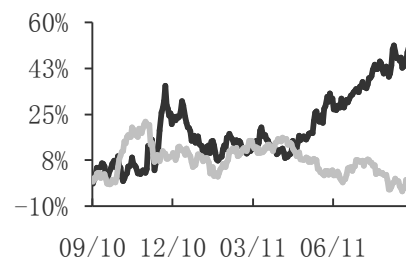
期限： 6 个月 上次预测：240.00 元

现价（2011 年 08 月 30 日）：214.82 元

报告日期： 2011-08-31

总市值(百万元)	223,021.83
流通市值(百万元)	223,021.83
总股本(百万股)	1,038.18
流通股本(百万股)	1,038.18
12 个月最低/最高	154.80/222.00 元
十大流通股东(%)	63.45%
股东户数	40,174

12 个月股价表现



—— 贵州茅台 —— 沪深300

%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	8.32	22.54	52.15
绝对收益	3.93	17.22	50.03

李铁

010-66581633
执业证书编号

行业分析师

litie2@essence.com.cn
S1450511020014

报告联系人

徐昊

010-66581748
xuhao1@essence.com.cn

前期研究成果

贵州茅台：“十二五”规划再提速	2011-05-30
贵州茅台：业绩符合预期，年报送大礼	2011-03-21
贵州茅台：提价大幕已经拉开	2010-12-17

财务报表预测和估值数据汇总

						单位	百万元	模型更新时间		2011-5-28		
								2009	2010	2011E	2012E	2013E
利润表						财务指标						
营业收入	9,670.0	11,633.3	17,865.9	24,249.9	30,949.2	成长性						
减: 营业成本	950.7	1,052.9	1,739.0	2,278.4	2,836.7	营业收入增长率	17.3%	20.3%	53.6%	35.7%	27.6%	
营业税费	940.5	1,577.0	2,422.6	3,288.3	4,196.7	营业利润增长率	12.7%	17.9%	63.0%	32.9%	29.1%	
销售费用	621.3	676.5	714.6	1,212.5	1,547.5	净利润增长率	13.5%	17.1%	69.4%	32.8%	29.1%	
管理费用	1,217.2	1,346.0	1,786.6	2,667.5	3,404.4	EBITDA 增长率	12.8%	18.3%	57.7%	31.6%	27.7%	
财务费用	-133.6	-176.6	-469.6	-701.1	-1,045.9	EBIT 增长率	12.4%	17.5%	60.3%	32.2%	28.1%	
资产减值损失	-0.3	-3.1	4.3	1.0	1.0	NOPLAT 增长率	13.5%	17.0%	61.3%	32.2%	28.1%	
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	40.2%	15.6%	28.9%	-1.4%	-7.2%	
投资和汇兑收益	1.2	0.5	0.5	0.5	0.5	净资产增长率	27.4%	26.6%	38.1%	36.2%	34.3%	
营业利润	6,075.5	7,160.9	11,668.8	15,503.7	20,009.4	利润率						
加: 营业外净收支	5.0	1.5	1.0	-1.0	1.0	毛利率	90.2%	90.9%	90.3%	90.6%	90.8%	
利润总额	6,080.5	7,162.4	11,669.8	15,502.7	20,010.4	营业利润率	62.8%	61.6%	65.3%	63.9%	64.7%	
减: 所得税	1,527.7	1,822.7	2,917.5	3,875.7	5,002.6	净利润率	44.6%	43.4%	47.9%	46.9%	47.4%	
净利润	4,552.9	5,339.8	8,752.4	11,627.0	15,007.8	EBITDA/营业收入	63.4%	62.3%	64.0%	62.1%	62.1%	
资产负债表						EBIT/营业收入	61.4%	60.0%	62.7%	61.0%	61.3%	
货币资金	9,743.2	12,888.4	18,921.4	28,816.8	41,912.8	运营效率						
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	100	114	84	60	46	
应收账款	117.4	60.4	92.5	125.6	160.3	流动营业资本周转天数	39	44	48	52	39	
应收票据	380.8	204.8	314.7	427.2	545.2	流动资产周转天数	519	556	515	559	618	
预付账款	1,203.1	1,529.9	2,069.5	2,776.5	3,656.7	应收帐款周转天数	1	0	0	0	0	
存货	4,192.2	5,574.1	9,201.0	12,055.2	15,008.8	存货周转天数	136	151	149	158	157	
其他流动资产	18.9	42.7	171.1	303.9	443.2	总资产周转天数	661	702	618	631	673	
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资资本周转天数	180	188	150	124	93	
持有至到期投资	10.0	60.0	10.0	10.0	10.0	投资回报率						
长期股权投资	4.0	4.0	4.0	4.0	4.0	ROE	31.1%	28.8%	34.2%	33.3%	32.0%	
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROA	23.0%	20.9%	24.5%	23.6%	22.6%	
固定资产	3,168.7	4,191.9	4,120.2	4,004.7	3,857.9	ROIC	110.9%	92.4%	129.0%	132.2%	171.8%	
在建工程	194.0	263.5	158.7	95.8	58.1	费用率						
无形资产	465.6	452.3	452.4	452.5	452.6	销售费用率	6.4%	5.8%	4.0%	5.0%	5.0%	
其他非流动资产	271.8	315.7	236.7	232.6	230.2	管理费用率	12.6%	11.6%	10.0%	11.0%	11.0%	
资产总额	19,769.6	25,587.6	35,752.2	49,304.7	66,339.8	财务费用率	-1.4%	-1.5%	-2.6%	-2.9%	-3.4%	
短期债务	-	-	300.0	300.0	300.0	三费/营业收入	17.6%	15.9%	11.4%	13.1%	12.6%	
应付账款	850.0	1,050.9	390.0	510.9	636.1	偿债能力						
应付票据	-	-	-	-	-	资产负债率	25.9%	27.5%	28.3%	29.2%	29.4%	
其他流动负债	4,258.1	5,977.3	9,433.1	13,598.2	18,547.2	负债权益比	34.9%	37.9%	39.6%	41.3%	41.6%	
长期借款	-	-	-	-	-	流动比率	3.06	2.89	3.04	3.09	3.17	
其他非流动负债	10.0	10.0	10.0	10.0	10.0	速动比率	2.24	2.10	2.13	2.25	2.40	
负债总额	5,118.1	7,038.2	10,133.0	14,419.1	19,493.3	利息保障倍数	-44.46	-39.55	-23.85	-21.11	-18.13	
少数股东权益	185.6	150.6	347.5	609.2	946.8	分红指标						
股本	943.8	943.8	1,038.2	1,038.2	1,038.2	DPS(元)	1.16	1.19	1.71	2.27	2.93	
留存收益	13,522.2	17,455.0	24,233.5	33,238.3	44,861.4	分红比率	25.3%	22.1%	20.8%	20.8%	20.8%	
股东权益	14,651.6	18,549.4	25,619.2	34,885.6	46,846.4	股息收益率	0.6%	0.6%	0.9%	1.2%	1.5%	
现金流量表						业绩和估值指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E	
净利润	4,552.9	5,339.8	8,752.4	11,627.0	15,007.8	EPS(元)	4.57	5.35	8.24	10.95	14.13	
加: 折旧和摊销	207.6	285.6	238.5	244.7	249.3	BVPS(元)	15.52	19.65	24.68	33.60	45.12	
资产减值准备	-0.3	-3.1	4.3	1.0	1.0	PE(X)	42.4	36.2	23.5	17.7	13.7	
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	12.5	9.9	7.9	5.8	4.3	
财务费用	-0.8	-0.2	-0.1	-469.6	-701.1	P/FCF	-	43.8	28.9	17.5	13.2	
投资收益	-1.2	-0.5	-0.5	-0.5	-0.5	P/S	18.9	15.7	11.3	8.3	6.5	
少数股东损益	240.4	288.6	196.9	261.6	337.7	EV/EBITDA	28.4	23.6	16.1	11.6	8.5	
营运资金的变动	-399.8	1,035.4	-1,568.6	445.5	947.1	CAGR(%)	36.7%	41.1%	30.3%	-100.0%	-100.0%	
经营活动产生现金流量	4,223.9	6,201.5	7,153.3	11,878.4	15,496.5	PEG	1.2	0.9	0.8	-0.2	-0.1	
投资活动产生现金流量	-1,339.5	-1,763.4	18.4	-31.6	-31.6	ROIC/WACC	11.3	9.4	13.2	13.5	17.5	
融资活动产生现金流量	-1,235.0	-1,292.8	-912.9	-1,659.5	-2,001.0	REP	2.7	2.8	1.7	1.6	1.2	

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

分析师简介

李铁，食品饮料行业分析师。经济学学士，格拉斯哥大学（Glasgow University）会计和财务管理硕士，中国注册会计师、中国注册税务师。曾就职于德勤华永会计师事务所，2008年1月加盟安信证券研究中心。

分析师声明

李铁声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。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，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。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“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

销售联系人

凌洁	上海联系人	朱贤	上海联系人
021-68765237	lingjie@essence.com.cn	021-68765293	zhuxian@essence.com.cn
黄方禅	上海联系人	张勤	上海联系人
021-68765913	huangfc@essence.com.cn	021-68763879	zhangqin@essence.com.cn
梁涛	上海联系人	潘冬亮	北京联系人
021-68766067	liangtao@essence.com.cn	010-59113590	pandl@essence.com.cn
马正南	北京联系人	李昕	北京联系人
010-59113593	mazn@essence.com.cn	010-59113565	lixin@essence.com.cn
周蓉	北京联系人	胡珍	深圳联系人
010-59113563	zhourong@essence.com.cn	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
李国瑞	深圳联系人		
0755-82558084	ligr@essence.com.cn		

安信证券研究中心

深圳

深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层
邮编: 518026

上海

上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层
邮编: 200123

北京

北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层
邮编: 100034