

贵州茅台（600519）

买入/维持评级

股价：RMB191.44

分析师

洪婷

SAC 执业证书编号:S1000510120012

(021)6849 8639

hongting@mail.htlsc.com.cn

蒋小东

SAC 执业证书编号:S1000510120031

(021)6849 8615

jiangxiaodong@mail.htlsc.com.cn

逯海燕

SAC 执业证书编号:S1000510120030

(021)6849 8615

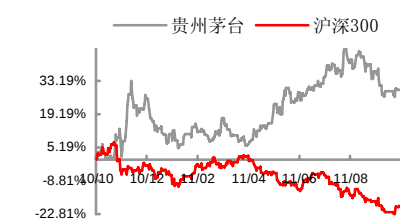
luhy@mail.htlsc.com.cn

相关研究

基础数据

总股本（百万股）	1,038
流通 A 股（百万股）	1,038
流通 B 股（百万股）	0
可转债（百万元）	
流通 A 股市值（百万元）	198,749

最近 52 周股价走势图



资料来源：公司数据，华泰联合证券预测

业绩增长符合预期，预收账款保持高位

——贵州茅台 2011 年 3 季报点评

- 贵州茅台 2011 年 1-3 季度分别实现营业收入 136.42 亿元，同比增长 46%，实现利润总额 92.79 亿元，同比增长 57%，实现归属于母公司净利润 65.69 亿元，同比增长 57%，其中 3 季度单季度营业收入为 38.16 亿元，同比增长 39%，利润总额 23.92 亿元，同比增长 57%，归属于母公司净利润 16.61 亿元，同比增长 55%，实现每股收益 1.60 元，3 季度公司业绩继续实现稳定持续增长，符合市场预期。
- 量价齐升继续助推公司收入和利润增长。3 季度是公司产品的销售旺季，销售量的增长以及今年 1 月的提价效应持续发酵推动公司收入同比增长 39%，同时公司 3 季度单季度毛利率达到 91.86%，较中报的毛利率提升约 0.5 个百分点，我们分析 3 季度年份酒等高价位产品占比的提升对公司毛利率有一定的推升作用。我们认为虽然 9 月发改委下发的限价令可能对公司短期的提价动作形成一定压力，但是公司目前零售价格已达 1800 元，大幅高于出厂价，公司未来继续提升出厂价的确定性仍然较大，可能时间有所推迟，公司收入和盈利能力将有望继续受益于出厂价的提升。
- 预收账款保持高位，销售供不应求，奢侈品特性明显。公司 3 季度末的预收账款达到 68.18 亿元，较 3 季度初增加 44%，为 07 年的最高值。预收账款高企表明公司飞天茅台销售继续处于供不应求的状态，其已经较大程度上表现出了奢侈品的部分特性；产品价格高企但消费需求也持续高涨。我们预计这种景气将持续推动公司未来业绩的持续快速增长。
- 管理层更替提升公司释放业绩动力，业绩快速增长确定性强。近期贵州茅台集团管理层刚完成更替，集团总经理袁仁国接替李克良担任集团董事长，上市公司总经理刘自力被提名为总经理人选。我们认为管理层更替提升公司业绩释放动力，同时新任董事长上任之后也会有较大动力继续实现较好业绩表现，公司未来 2-3 年持续实现快速增长的确定性较强。我们维持公司 2011-2012 年每股收益分别为 7.50、10.19 和 13.01 元的盈利预测，业绩增长的确定性带来投资价值，我们维持对公司的买入评级。
- 风险提示：经济下滑导致公司销售增速低于预期。

经营预测与估值	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	11633.3	16811.0	22285.0	27823.0
(+/-%)	20.3	44.5	32.6	24.9
归属母公司净利润(百万元)	5051.2	7782.0	10579.0	13512.0
(+/-%)	17.1	54.1	35.9	27.7
EPS(元)	4.87	7.50	10.19	13.01
P/E(倍)	39.3	26.3	19.3	15.1

资料来源：公司数据，华泰联合证券预测

盈利预测

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	20300	25154	39257	55890	营业收入	11633	16811	22285	27823
现金	12888	17297	28673	42917	营业成本	1053	1276	1551	1837
应收账款	1	72	75	79	营业税金及附加	1577	2185	2786	3339
其他应收款	59	163	201	242	营业费用	677	807	1070	1336
预付账款	1530	1165	1768	2191	管理费用	1346	1681	2117	2504
存货	5574	5180	6847	8348	财务费用	-177	-97	-144	-230
其他流动资产	248	1277	1693	2113	资产减值损失	-3	0	0	0
非流动资产	5287	4876	4764	4545	公允价值变动收	0	0	0	0
长期投资	4	0	0	0	投资净收益	0	0	0	0
固定资产	4192	4150	4029	3809	营业利润	7161	10958	14906	19038
无形资产	452	534	594	624	营业外收入	5	8	5	5
其他非流动资产	639	192	141	111	营业外支出	4	1	5	5
资产总计	25588	30030	44021	60435	利润总额	7162	10965	14905	19038
流动负债	7028	6402	9214	11350	所得税	1823	2741	3726	4760
短期借款	0	188	201	211	净利润	5340	8224	11179	14279
应付账款	232	187	258	312	少数股东损益	289	442	601	767
其他流动负债	6796	6027	8755	10827	归属母公司净利	5051	7782	10579	13512
非流动负债	10	0	0	0	EBITDA	7270	11215	15136	19197
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	4.87	7.50	10.19	13.01
其他非流动负	10	0	0	0	主要财务比率				
负债合计	7038	6402	9214	11350	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
少数股东权益	151	592	1193	1960	成长能力				
股本	944	944	944	944	营业收入	20.3%	44.5%	32.6%	24.8%
资本公积	1375	494	494	494	营业利润	17.9%	53.0%	36.0%	27.7%
留存收益	16080	21597	32176	45687	归属母公司净利	17.1%	54.1%	35.9%	27.7%
归属母公司股	18399	23035	33614	47125	获利能力				
负债和股东权	25588	30030	44021	60435	毛利率(%)	90.9%	92.4%	93.0%	93.4%
现金流量表					净利率(%)	43.4%	46.3%	47.5%	48.6%
单位: 百万元					ROE(%)	27.5%	33.8%	31.5%	28.7%
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	ROIC(%)	92.8%	124.6	174.2	220.4
经营活动现金	6201	7765	11482	14174	偿债能力				
净利润	5340	8224	11179	14279	资产负债率(%)	27.5%	21.3%	20.9%	18.8%
折旧摊销	286	353	374	389	净负债比率(%)	0.00%	2.94%	2.18%	1.86%
财务费用	-177	-97	-144	-230	流动比率	2.89	3.93	4.26	4.92
投资损失	0	0	0	0	速动比率	2.10	3.12	3.52	4.19
营运资金变动	632	-983	72	-264	营运能力				
其他经营现金	121	267	0	0	总资产周转率	0.51	0.60	0.60	0.53
投资活动现金	-1763	-177	-262	-170	应收账款周转率	634	431	302	360
资本支出	1732	188	188	125	应付账款周转率	5.67	6.09	6.97	6.45
长期投资	-33	-64	0	0	每股指标 (元)				
其他投资现金	-64	-54	-75	-45	每股收益(最新	4.87	7.50	10.19	13.01
筹资活动现金	-1293	-3179	157	240	每股经营现金流	6.57	8.23	12.17	15.02
短期借款	0	188	13	10	每股净资产(最	19.49	24.41	35.62	49.93
长期借款	0	0	0	0	估值比率				
普通股增加	0	0	0	0	P/E	36.83	26.29	19.34	15.14
资本公积增加	0	-881	0	0	P/B	10.11	8.08	5.53	3.95
其他筹资现金	-1293	-2486	144	230	EV/EBITDA	26	17	13	10
现金净增加额	3145	4409	11376	14244					

数据来源: 华泰联合证券研究所



华泰联合证券评级标准:

时间段 报告发布之日起 6 个月内
基准市场指数 沪深 300 (以下简称基准)

股票评级

买入 股价超越基准 20%以上
增持 股价超越基准 10%-20%
中性 股价相对基准波动在 $\pm 10\%$ 之间
减持 股价弱于基准 10%-20%
卖出 股价弱于基准 20%以上

行业评级

增持 行业股票指数超越基准
中性 行业股票指数基本与基准持平
减持 行业股票指数明显弱于基准

深圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 25 层
邮政编码: 518048
电话: 86 755 8249 3932
传真: 86 755 8249 2062
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn

上海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 45 层
邮政编码: 200120
电话: 86 21 5010 6028
传真: 86 21 6849 8501
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn

免责声明

本报告仅供华泰联合证券有限责任公司 (以下简称“华泰联合”) 签约客户使用。华泰联合不因接收到本报告而视其为华泰联合的客户。客户应当认识到有关本报告的短信、邮件提示及电话推荐仅为研究观点的简要沟通, 对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于华泰联合认为可靠的、已公开的信息编制, 但华泰联合不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断, 本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动, 涉及证券或投资标的的以往表现不应作为日后表现的保证。在不同时期, 或因使用不同假设和标准, 采用不同观点和分析方法, 致使华泰联合发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告, 对此华泰联合可不发出特别通知。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给华泰联合客户作参考之用, 在任何情况下并不构成私人咨询建议, 也没有考虑到个别客户的目标或财务状况; 同时并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的广告、要约或向人作出的要约邀请。

市场有风险, 投资需谨慎。本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售, 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顾问的意见。在任何情况下, 华泰联合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。

华泰联合是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资咨询、投资管理等多项业务的全国性综合类证券公司。在法律许可的情况下, 华泰联合投资业务部门可能会持有报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易, 可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务, 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。华泰联合的投资顾问、销售人员、交易人员以及其他类别专业人士可能会依据不同的信息来源、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。华泰联合没有将此意见及建议向本报告所有接收者进行更新的义务。华泰联合利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门、集团或关联机构间的信息流动。撰写本报告的证券分析师的薪酬由研究部门管理层和公司高级管理层全权决定, 分析师的薪酬不是基于华泰联合投资银行收入而定, 但是分析师的薪酬可能与投行整体收入有关, 其中包括投行、销售与交易业务。

华泰联合的研究报告主要以电子版形式分发, 间或也会辅以印刷品形式分发。华泰联合向所有客户同时分发电子版研究报告。华泰联合对本报告具有完全知识产权, 未经华泰联合事先书面授权, 本研究报告的任何部分均不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。若华泰联合以外的机构向其客户发放本报告, 则由该机构独自为此发送行为负责, 华泰联合对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华泰联合向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。