

贵州茅台 (600519)

控货力度大致3Q11略低于预期，12—13净利能年增35%

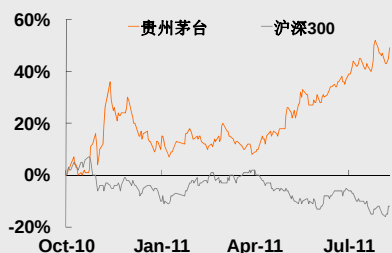
强烈推荐 (维持)

现价：197.14 元

主要数据

行业	食品、饮料
公司网址	www.moutaichina.com
大股东/持股	贵州茅台酒厂 /61.76%
实际控制人/持股	贵州省国资委 /61.76%
总股本(百万股)	1,038
流通 A 股(百万股)	1,038
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值(亿元)	2046.67
流通 A 股市值(亿元)	2046.67
每股净资产(元)	20.36
资产负债率(%)	30.3

行情走势图



相关研究报告

《贵州茅台 (600519) 半年报点评——释放业绩推动2Q11超预期，预计12-13净利年均增长30%，维持强烈推荐》2011年8月31日

《贵州茅台 (600519) 一季报点评——量价齐升加业绩释放可保11—13年净利年增35%，维持强烈推荐》2011年4月23日

证券分析师

文献 S1060209040123
0755-22627143
wenxian001@pingan.com.cn

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

投资要点

■ 3Q11 净利同比增 55%，略低于市场和我们的预期

1—3Q11，茅台营收、净利分别增 46%、57%至 136 亿、65.7 亿，EPS6.33 元，略低于我们同比增 60%的预期。3Q11 茅台营收、净利分别增 39%、55%至 38.2 亿、16.6 亿，EPS1.6 元。

■ 3Q11 业绩基本真实，但控货力度大于预期

3Q11，茅台主要产品平均提价约 24%，据收入测算当季报表确认销量同比增约 12.3%，同时，虽然 3Q11 末预收款余额创新高至 68 亿元，季环比升 19 亿元，但扣除价格上涨影响，3Q11 收到预收款对应货物量同比增约 13.8%，仅略高于 3Q11 报表确认销量增速，表明茅台当季业绩基本真实。但是，我们观察到销售公司存货大幅增长，3Q11 销售公司存酒以出厂价（不含税）计算价值约 46 亿元，较 2Q11 的 27 亿增约 16 亿，这很可能表明，茅台在 3Q11 有意识地加大了控货力度，也导致当季确认的 12%的销量增速低于 18%的全年预期增速。

■ 4Q11 茅台很可能增 80%以上：高预收款和 4Q10 低基数

我们测算，4Q10 茅台收入 23.1 亿元，占全年的 19.8%，相当于 1—3Q11 的 17%；4Q10 净利 8.78 亿元，占全年的 17.4%，仅相当于 1—3Q11 的 13.4%。同时，3Q11 末茅台预收款已达 68.2，预计占 2011 全年的 40.5%。考虑到 2012 年春节是 1 月 23 日，较 2011 年春节早 11 天，经销商将更早备货，故我们综合测算，茅台 4Q11 净利增速能达到 80%以上。

■ 预计 12-13 年净利可年均增长 35%，维持“强烈推荐”

当前茅台一批价较出厂价高一倍以上，且供不应求，公司也计划通过直营等方式缩减出厂与一批价差。我们认为，12年高度茅台出厂价涨25%，销量增10%是合理估计，13年仍能价量齐升，综合12—13年净利有能力年均增35%。同时 68.2亿的预收款以50%净利率算，可增厚EPS约2.5元，安全边际足够。我们预计11—13年EPS分别为7.63、10.72和13.81元，同比分别增57%、40%和29%。以10月17日197.14元的收盘价计算，3年动态PE分别为26、18和14倍。维持“强烈推荐”。预计12个月目标价可达214-268元，相当于2012年EPS的20-25倍。

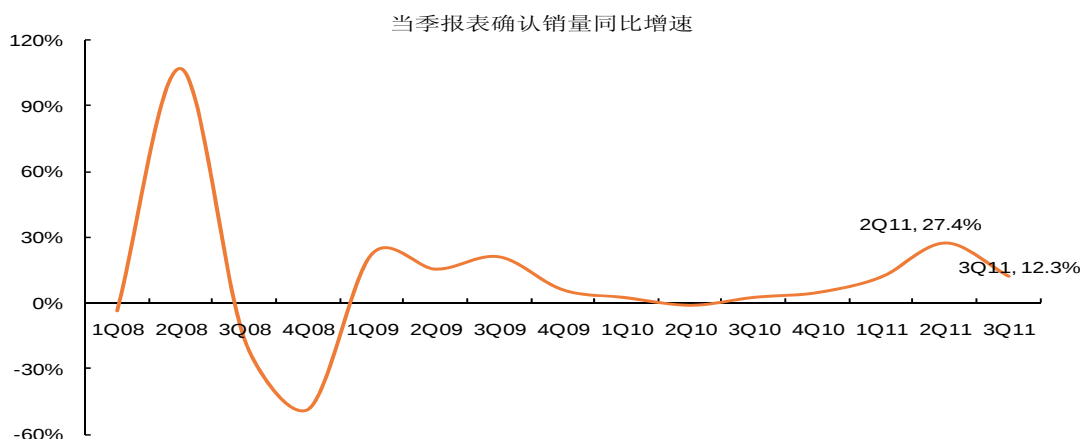
	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
主营收入(百万元)	9,670	11,633	16,834	22,539	28,322
YoY(%)	17.3	20.3	44.7	33.9	25.7
净利润(百万元)	4,312	5,051	7,921	11,124	14,332
YoY(%)	13.5	17.1	56.8	40.4	28.8
毛利率(%)	90.2	90.9	91.3	91.8	91.9
净利率(%)	44.6	43.4	49.7	52.2	53.5
ROE(%)	29.8	27.5	40.2	45.7	44.9
EPS(摊薄/元)	4.15	4.87	7.63	10.72	13.81
P/E(倍)	51.7	44.2	25.8	18.4	14.3
P/B(倍)	15.4	12.1	9.8	7.4	5.6

图表 1 季报快读：净利增速略低于预期缘自控货力度大于预期

	3Q10	3Q11	QoQ	1-3Q10	1-3Q11	YoY	
营业收入	2,740	3,816	39.3%	9,328	13,642	46.3%	3Q11确认销量同比增12%，涨价约24%；预收款余额同比增36亿，环比增19亿
营业成本	252	311	23.3%	821	1,156	40.7%	
毛利率	90.8%	91.9%	1.1%	91.2%	91.5%	0.3%	毛利率上升幅度低值关注：可能缘于成本上升，简单测算升幅能达到20%以上
毛利	2,488	3,505	40.9%	8,506	12,486	46.8%	
营业税金及附加	551	654	18.7%	1,410	1,931	37.0%	3Q11税率17%，3Q10为20%，1H11为14%
销售费用	168	169	0.8%	483	494	2.3%	3Q11销售费用率4.4%，3Q10为6.1%
管理费用	290	358	23.4%	851	1,001	17.6%	3Q11管理费用率9.4%，3Q10为10.6%
财务费用	-38	-69	-83.5%	-137	-218	-58.6%	账上现金183亿，扣预收款仍有约115亿
资产减值损失	0	-0	-235.8%	3	-2	-157.1%	
公允价值变动收益	0	0	0.0%	0		0.0%	
投资收益	0	0	0.3%	0	3	775.5%	
营业利润	1,517	2,393	57.8%	5,898	9,282	57.4%	
营业利润率	55.3%	62.7%	7.4%	63.2%	68.0%	4.8%	
营业外收入	2	2	24.7%	2	5	151.3%	
营业外支出	0	3	4397.0%	4	8	110.9%	
利润总额	1,518	2,392	57.6%	5,896	9,280	57.4%	
所得税	382	628	64.5%	1,485	2,349	58.2%	
所得税率	25.2%	26.2%	1.1%	25.2%	25.3%	0.1%	
少数股东权益	62	103	65.0%	237	362	52.6%	集团持有销售公司少量股权
归属于母公司净利润	1,074	1,662	54.7%	4,174	6,569	57.4%	收入增长，毛利、费用杠杆
净利率	41.5%	46.2%	4.8%	47.3%	50.8%	3.5%	略低于我们前瞻时的1-3Q11净利增60%
EPS	1.03	1.60	54.7%	4.02	6.33	57.4%	51%的销售净利率值得关注

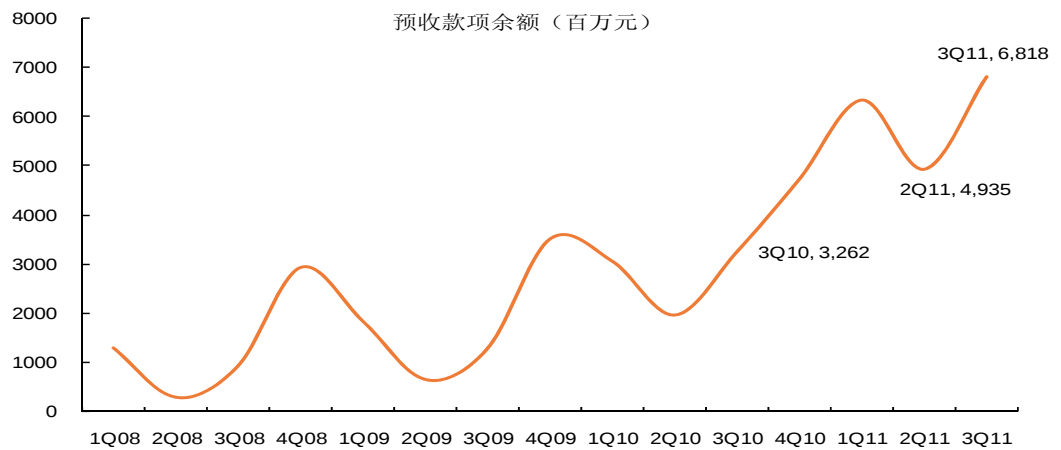
资料来源：公司公告、平安证券研究所、Wind

图表 2 3Q11报表确认销量增幅回落至12.3%，仅略低于当季“收到预收款”对应量的增幅



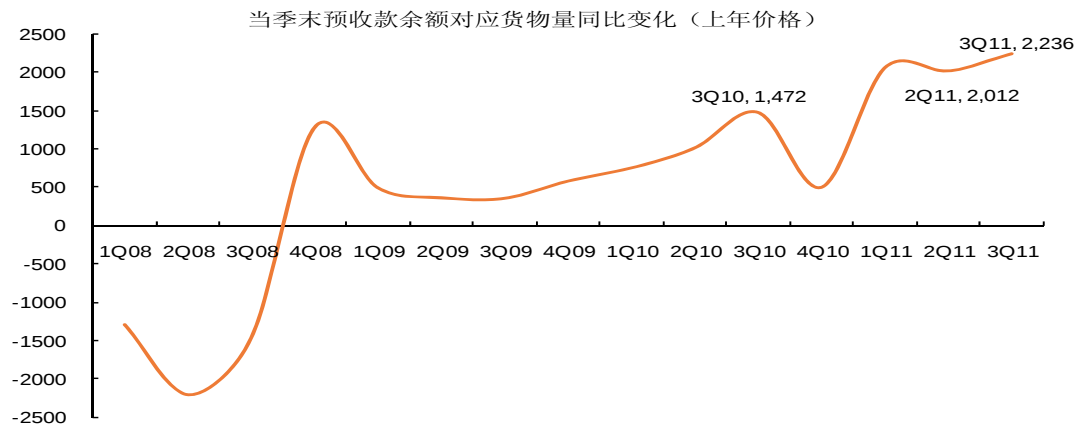
资料来源：公司公告、平安证券研究所

图表 3 3Q11预收款余额较2Q11升约19亿至68.2亿，同比3Q10高约36亿 单位：百万元



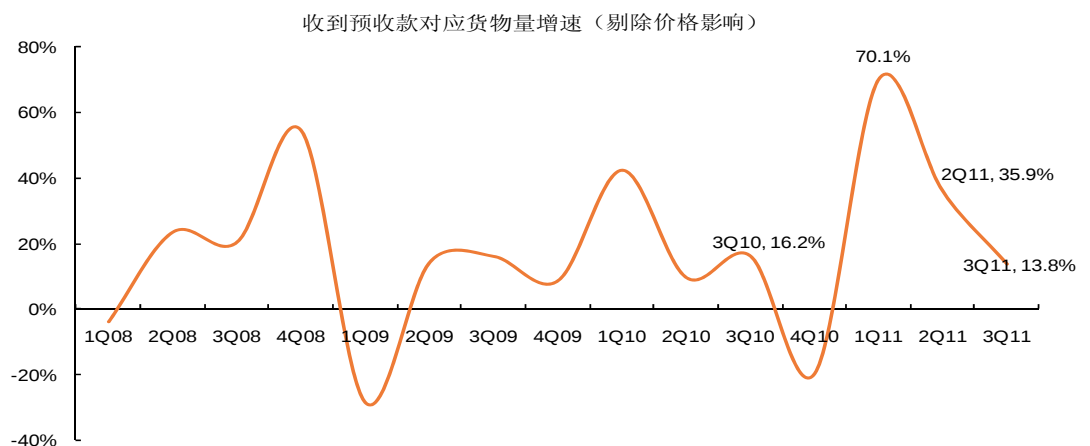
资料来源：公司公告、平安证券研究所

图表 4 3Q11末预收款余额对应货物量同比增约8亿元，环比增约2亿元 单位：百万元



资料来源：公司公告、平安证券研究所

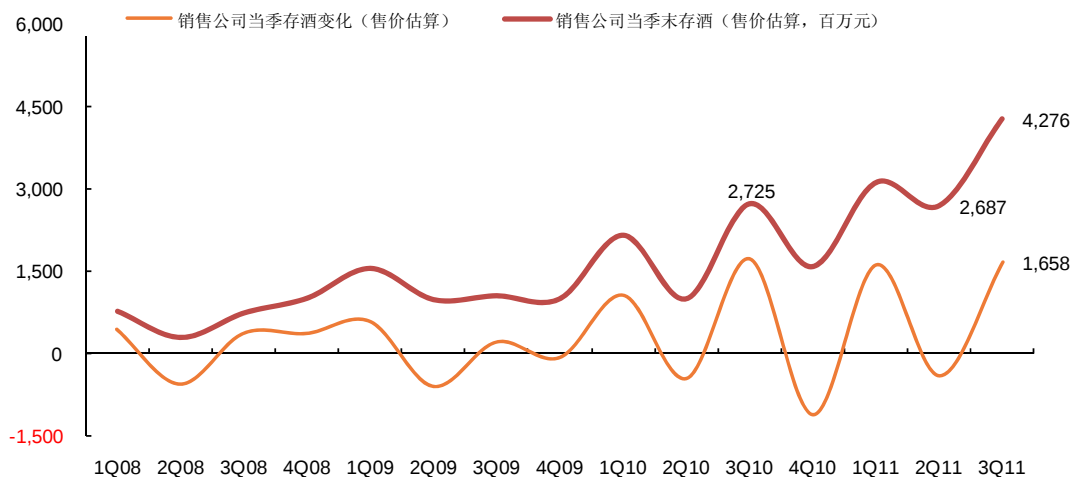
图表 5 3Q11收到预收款对应货物量同比涨13.8%，仅略高于当季收入对应的销量增幅



资料来源：公司公告、平安证券研究所

图表 6 3Q11末销售公司库存茅台酒估算价值约43亿元（不含税）

单位：百万元



资料来源：公司公告、平安证券研究所

图表 7 食品饮料重点公司估值对比

股票代码	股票名称	股票价格（元）	EPS（元/股）			PE（倍）			评级
		10月17日	11E	12E	13E	11E	12E	13E	
000568.SZ	泸州老窖	40.27	1.96	2.57	3.24	20.6	15.7	12.4	强烈推荐
000858.SZ	五粮液	36.95	1.68	2.19	2.70	22.0	16.9	13.7	强烈推荐
600519.SH	贵州茅台	197.14	7.63	10.72	13.81	25.8	18.4	14.3	强烈推荐
600809.SH	山西汾酒	66.68	2.02	3.27	4.50	33.0	20.4	14.8	强烈推荐
000869.SZ	张裕A	106.15	3.68	4.60	5.74	28.9	23.1	18.5	强烈推荐
000895.SZ	双汇发展	69.00	1.86	3.56	-	37.1	19.4	-	强烈推荐
002385.SZ	大北农	34.23	1.25	1.65	2.21	27.4	20.7	15.5	强烈推荐
600600.SH	青岛啤酒	33.50	1.35	1.63	1.96	24.8	20.5	17.1	推荐
600887.SH	伊利股份	19.45	0.92	1.12	1.38	21.1	17.4	14.1	推荐
			2.48	3.48	3.95	26.7	19.2	15.0	

资料来源：平安证券研究所、WIND

附注：财务报表

损益表（百万元，元/股）	2010A	2011E	2012E	2013E	现金流量表（百万元）	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	11,633	16,834	22,539	28,322	净利润	5,340	8,374	11,760	15,151
YoY	20.3%	44.7%	33.9%	25.7%	折旧摊销	286	372	368	373
营业成本	1,053	1,462	1,838	2,284	营运资金投资	323	-368	187	-313
毛利率	90.9%	91.3%	91.8%	91.9%	经营活动现金净流量	6,201	8,409	12,263	15,022
营业税金及附加	1,577	2,180	2,913	3,660	资本开支	-1,360	-329	-429	-427
股权激励费用	0	0	0	0	投资活动现金净流量	-1,763	-335	-429	-427
销售费用	677	710	746	783	债务融资	0	0	0	0
管理费用	1,346	1,548	1,703	1,873	股权融资	0	0	0	0
财务费用	-177	-229	-337	-478	支付红利	-1,118	-2,171	-3,169	-4,450
投资净收益	0	0	0	0	融资活动现金净流量	-1,235	-1,293	-1,942	-2,831
营业利润	7,161	11,164	15,678	20,200	当年现金净流量	3,145	6,131	9,003	10,624
加：营业外收入	5	5	5	5					
减：营业外支出	4	4	4	4					
利润总额	7,162	11,165	15,680	20,202					
减：所得税	1,823	2,791	3,920	5,050					
净利润	5,340	8,374	11,760	15,151					
减：少数股东损益	289	453	636	819					
归属母公司所有者净利	5,051	7,921	11,124	14,332					
YoY	17.1%	56.8%	40.4%	28.8%					
销售净利率	45.9%	49.7%	52.2%	53.5%					
EPS（当年股本）	5.35	7.63	10.72	13.81					
EPS（最新股本摊薄）	4.87	7.63	10.72	13.81					

资产负债表（百万元）	2010A	2011E	2012E	2013E
货币资金	12,888	19,020	28,023	38,647
应收款项	206	499	534	755
预付款项	1,530	1,987	2,584	3,159
存货	5,574	7,091	9,323	11,336
其他流动资产	102	174	215	281
流动资产合计	20,300	28,771	40,679	54,178
长期股权投资	4	4	4	4
固定资产	4,455	4,409	4,467	4,518
无形资产	452	455	457	459
其他非流动资产	376	383	383	384
非流动资产合计	5,287	5,251	5,311	5,365
资产总计	25,588	34,022	45,990	59,543
短期借款	0	0	0	0
应付款项	232	268	371	440
预收款项	4,739	6,489	8,935	11,072
应付股利	0	3,169	4,450	5,733
其他流动负债	2,058	2,502	3,330	3,975
流动负债合计	7,028	12,428	17,086	21,221
长期借款	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0
其他非流动负债	10	10	10	10
非流动负债合计	10	10	10	10
负债合计	7,038	12,438	17,096	21,231
归属母公司所有者权益	18,399	20,981	27,655	36,255
其中：实收资本	944	1,038	1,038	1,038
少数股东权益	151	603	1,239	2,058
股东权益合计	18,549	21,584	28,894	38,312
负债及股东权益总计	25,588	34,022	45,990	59,543

重要指标速览	2010A	2011E	2012E	2013E
估值				
PE	36.8	25.8	18.4	14.3
PEG	0.9	0.8	0.6	0.7
PB	10.1	9.8	7.4	5.6
PS	16.0	12.2	9.1	7.2
EV/EBITDA	24.6	17.5	12.6	9.9
股息收益率	1.2%	1.5%	2.2%	2.8%
经营回报率				
ROE	30.7%	40.2%	45.7%	44.9%
ROA	23.0%	27.5%	28.8%	28.0%
资本结构及偿债能力				
资产负债率	27.5%	36.6%	37.2%	35.7%
速动比率	2.1	1.7	1.8	2.0
运营效率				
存货周转率	0.2	0.2	0.2	0.2
流动资产周转率	0.6	0.7	0.6	0.6
固定资产周转率	3.0	3.8	5.1	6.3

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在 $\pm 10\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 10%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%至 10%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在 $\pm 5\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能尽依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司 2011 版权所有。保留一切权利。

中国平安 PINGAN

平安证券综合研究所

地址：深圳市福田区金田路大中华国际交易广场 8 层

邮编：518048

电话：4008866338

传真：(0755) 8244 9257