

贵州茅台 (600519.sh)

股东大会纪要：直营店计划或使提价节奏放缓

胡鸿 分析师

电话: 0755-82739763

eMail: hh6@gf.com.cn

执业编号: S0260511010017

我们参加了公司 2011 年临时股东大会，结合会上内容，我们的观点如下：

1) 公司计划明年在各省会城市建立直营店，建立直营店的目的是：第一、维护公司产品的市场价格，起到监督终端价格的作用；第二、建立直营店可提高股份公司经济效益，尽管公司未透露明年直营店的价格水平，我们判断，至少高于出厂价 619 元和一批价，且不太可能远低于目前 2000 元左右的终端价格，我们预计直营店的价格在 1600 元以上，即可提高公司的综合价格；第三、公司目前仍以经销商为主，直销占比较低，直营店的建立有利于抗拒单一经销商为主的销售模式的市场风险。因此，从公司设立直营店的目的看，我们认为，公司提价节奏或幅度或将放缓。

2) 根据贵州省对集团公司的规划，集团公司 2012 年销售收入 300 亿元（含税）以上，而今年收入预计为 237 亿元，即明年集团收入同比增长 26.9% 左右，另外，到“十二五”末，集团公司茅台酒基酒产量达 4.2 万吨以上，系列酒 6 万吨以上，销售收入 500 亿元（含税）以上。

3) 公司将用 5 年左右时间退出所有带“茅台”字样的系列酒，如王子酒、迎宾酒和啤酒将在 1-2 年淡化，茅台醇、茅台葡萄酒将在 2-3 年退出。去年 7 月份开始推出的系列酒汉酱酒，半年时间收入约 4.88 亿元，预计 2011 年翻番，其运作模式有别于茅台，80% 以上的经销商不是原茅台经销商，采取扁平化战略，其它的系列酒将参考汉酱酒模式。仁酒将在明年 3 月推出。

4) 集团公司指出，明年增量部分更多的效益将留给股份公司，使得股东效益更大化，且对公司明年销售和股份公司效益充满信心。

5) 盈利预测与估值评级：我们预计 2011-13 年 EPS 为 8.1 元、10.5 元和 13.06 元，按照 2012 年 22-25 倍 PE 估值，一年内合理估值为 230-260 元，给予“买入”评级。

风险提示：社会舆论压力不利于提价

预测及评估

	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	9670.00	11633.28	16988.25	22588.51	28161.52
增长率(%)	17.33%	20.30%	46.03%	32.97%	24.67%
EBITDA(百万元)	6147.94	7266.36	11889.54	15569.93	19445.33
净利润(百万元)	4312.45	5051.19	8296.09	10874.56	13582.41
增长率(%)	13.50%	17.13%	64.24%	31.08%	24.90%
每股收益(元)	4.57	5.35	7.99	10.47	13.08
市盈率	37.17	34.36	21.99	16.78	13.43
市净率	11.08	9.43	6.83	4.86	3.57
EV/EBITDA	24.49	22.11	13.50	9.60	6.96

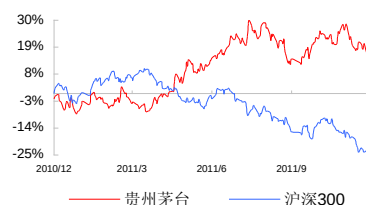
数据来源:贵州茅台酒股份有限公司财务报表,广发证券发展研究中心

公司评级

买入

当前价格	190.23 元
合理价值	250.00 元
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	-11.05	1.66	3.80
沪深 300	-10.31	-11.59	-24.20

股票数据

总股本/流通 A 股(百万股)

1038/1038

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%

流通 A 股比例 100.00%

财务比率

ROE	27.45%
ROA	22.27%
资产负债率	27.51%

2010 年报数据

资产负债表

单位：百万元

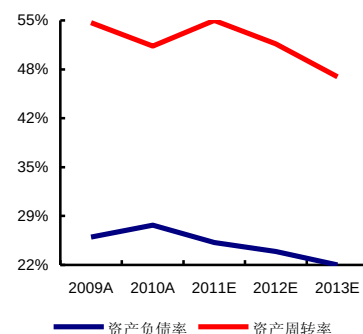
至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
流动资产	15,656	20,300	29,929	43,502	59,964
货币资金	9,743	12,888	21,905	33,019	47,182
应收及预付	1,701	1,795	2,484	3,253	3,978
存货	4,192	5,574	5,539	7,230	8,804
其他流动资产	19	43	0	0	0
非流动资产	4,114	5,287	6,571	7,551	8,423
长期股权投资	4	4	0	0	0
固定资产	3,194	4,210	5,814	6,809	7,695
在建工程	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	36,499	51,053	68,387
流动负债	5,108	7,028	9,180	12,238	15,214
短期借款	0	0	0	0	0
应付及预收	5,108	7,028	9,180	12,238	15,214
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	9,180	12,238	15,214
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	24,376	35,251	48,833
归属母公司股东权益	14,466	18,399	26,695	37,569	51,152
少数股东权益	186	151	625	1,246	2,022
负债和股东权益	19,770	25,588	36,499	51,053	68,387

利润表

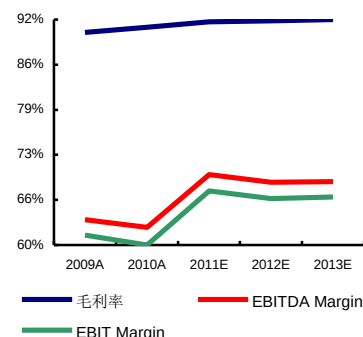
单位：百万元

至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	9670	11633	16988	22589	28162
营业成本	951	1053	1414	1846	2247
营业税金及附加	941	1577	2208	2982	3717
销售费用	621	677	680	1016	1267
管理费用	1217	1346	1189	1694	2112
财务费用	-134	-177	-258	-343	-427
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	4	1	1
营业利润	6076	7161	11759	15395	19246
营业外收入	6	5	6	6	6
营业外支出	1	4	4	4	4
利润总额	6081	7162	11760	15396	19248
所得税	1528	1823	2990	3900	4889
净利润	4553	5340	8770	11496	14358
少数股东损益	240	289	474	621	776
归属母公司净利润	4312	5051	8296	10875	13582
EBITDA	6148	7266	11890	15570	19445
EPS (元)	4.57	5.35	7.99	10.47	13.08

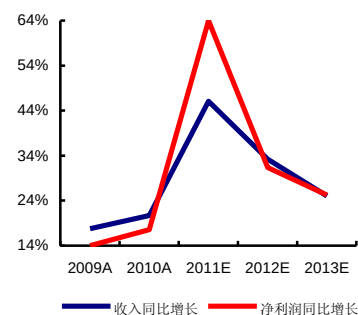
资产负债率趋势



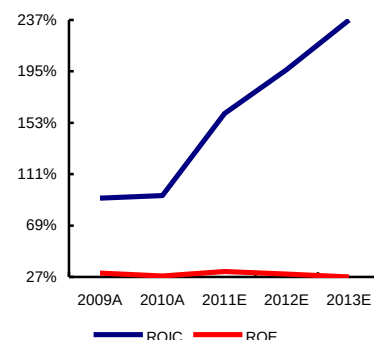
经营利润率趋势



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

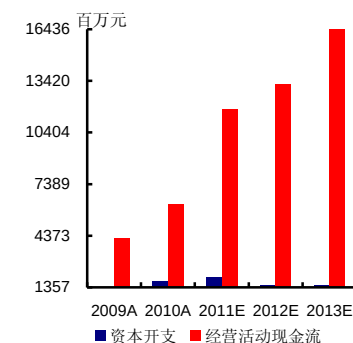
至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	4,224	6,201	11,294	12,611	15,660
净利润	4,553	5,340	8,770	11,496	14,358
折旧摊销	208	286	392	519	628
营运资金变动	-486	632	1,859	599	676
其它	-50	-56	273	-3	-3
投资活动现金流	-1,340	-1,763	-1,949	-1,498	-1,497
资本支出	-1,357	-1,732	-1,956	-1,499	-1,498
投资变动	17	-31	8	1	1
其他	0	0	0	0	0
筹资活动现金流	-1,235	-1,293	-329	0	0
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	0	0
现金净增加额	1,649	3,145	9,017	11,114	14,163
期初现金余额	8,094	9,743	12,888	21,905	33,019
期末现金余额	9,743	12,888	21,905	33,019	47,182

主要财务比率

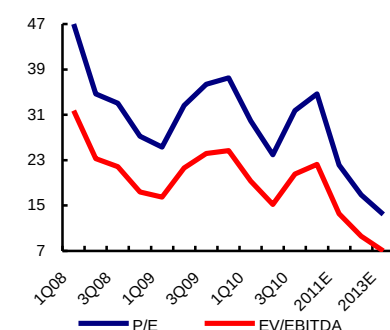
单位：%

至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
成长能力					
营业收入	17.3%	20.3%	46.0%	33.0%	24.7%
营业利润	12.7%	17.9%	64.2%	30.9%	25.0%
归属于母公司净利润	13.5%	17.1%	64.2%	31.1%	24.9%
获利能力					
毛利率	90.2%	90.9%	91.7%	91.8%	92.0%
净利率	47.1%	45.9%	51.6%	50.9%	51.0%
ROE	29.8%	27.5%	31.1%	28.9%	26.6%
ROIC	90.9%	93.0%	160.1%	195.9%	236.6%
偿债能力					
资产负债率	25.9%	27.5%	25.2%	24.0%	22.2%
净负债比率	-66.5%	-69.5%	-80.2%	-85.1%	-88.7%
流动比率	3.06	2.89	3.26	3.55	3.94
速动比率	2.01	1.88	2.43	2.74	3.15
营运能力					
总资产周转率	0.54	0.51	0.55	0.52	0.47
应收账款周转率	344.06	1027.63	957.68	957.68	957.68
存货周转率	0.26	0.22	0.26	0.26	0.26
每股指标 (元)					
每股收益	4.57	5.35	7.99	10.47	13.08
每股经营现金流	4.48	6.57	10.88	12.15	15.08
每股净资产	15.33	19.49	28.28	39.81	54.20
估值比率					
P/E	37.2	34.4	24.2	18.5	14.8
P/B	11.1	9.4	6.8	4.9	3.6
EV/EBITDA	24.5	22.1	13.5	9.6	7.0

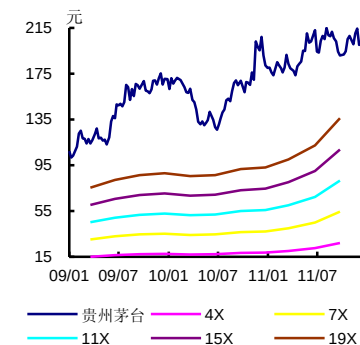
资本支出与经营活动现金流



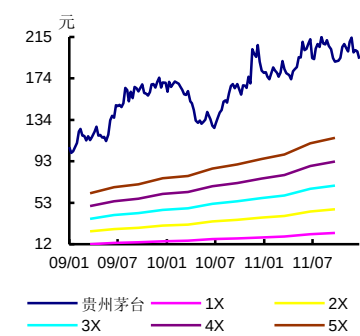
相对估值



PE BAND



PB BAND



广发食品饮料行业研究小组

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): 2011 年收入增长将超预期	汤玮亮、胡鸿	2011-05-25
贵州茅台(600519.sh): 久违的高增长重现，近期重点关注	汤玮亮、胡鸿	2011-04-24
贵州茅台(600519.sh): 现金分红比例提高，释放积极信号	汤玮亮、胡鸿	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。

	广州市	深圳市	北京市	上海市
地址	广州市天河北路 183 号 大都会广场 5 楼	深圳市福田区民田路 178 号华融大厦 9 楼	北京市西城区月坛北街 2 号 月坛大厦 18 层	上海市浦东南路 528 号 上海证券大厦北塔 17 楼
邮政编码	510075	518026	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线	020-87555888-8612			

免责声明

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。

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，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。