

2011年10月18日

贵州茅台

增长, 无可阻挡

A **买入**
 600519.SS - 人民币 197.14
 目标价格: 人民币 246.00

刘都*

(8621) 2032 8510

du.liu@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300207110254

1-9月份, 贵州茅台实现主营业务收入 136.42 亿元, 同比增长 46.26%; 实现营业利润 92.82 亿元, 同比增长 57.40%; 实现利润总额 92.80 亿元, 同比增长 57.39%; 实现归属上市公司股东净利润 65.69 亿元, 同比增长 57.37%。摊薄每股收益 6.33 元, 单季每股收益 1.60 元。收入快速增长主要得益于 1 月份提价以来的量价齐升。公司将以高质量的增长给“十二五”开局之年划上句号。消费升级、政府推动、顺利换届, 茅台今明两年的快速增长已经无可阻挡。维持 246.00 元目标价和买入评级, 弱市背景下的消费品投资优选品种。

支撑评级的要点

- 量价齐升, 主营收入快速增长, 增速超过 45%。
- 销售费用率和管理费用率均明显下降。
- 预收账款余额较半年报继续大幅增长, 是收入和利润高增的实质性保证。
- 公司盈利能力强, 增长确定性高, 以进取的态度实现“十二五”目标。

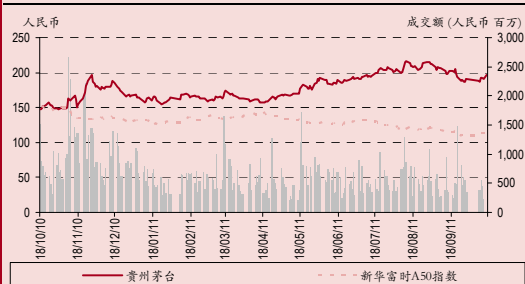
评级面临的的风险

- 明后年产能释放节奏不及预期的风险。
- 同高端白酒消费有关的政策风险。

估值

- 我们维持 2011-2012 年每股收益预测 7.60 元、10.24 元, 维持目标价 246.00 元, 相当于 2012 年 24 倍市盈率, 维持买入评级。

股价相对指数表现



资料来源: 彭博及中银国际研究

股价表现

	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对(%)	18	(3)	1	-
相对新华富时A50指数(%)	30	(1)	13	-

资料来源: 彭博及中银国际研究

重要数据

发行股数(百万)	1,03	8
流通股(%)		36
流通股市值(人民币 百万)	73,	667
3个月日均交易额(人民币 百万)	560	
净负债率(%) (2011E)		净现金
主要股东(%)		
贵州茅台酒厂有限责任公司		61.76

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究

*苏斌为本报告重要贡献者

中银国际证券有限责任公司
 具备证券投资咨询业务资格

图表 1. 投资摘要

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
销售收入(人民币 百万)	9,67	11,633	17,003	22,460	28,314
变动(%)	17.3	20.3	46.2	32.1	26.1
净利润(人民币 百万)	4,31	5,051	7,889	10,630	13,585
全面摊薄每股收益(币)	4.15	4.87	7.60	10.24	13.09
变动(%)	13.5	17.1	56.2	34.7	27.8
市盈率(倍)	47.5	40.5	28.3	21.0	16.4
每股现金流量(人民币)	4.48	6.57	10.75	12.08	15.73
价格/每股现金流量(倍)	44.0	30.0	20.0	17.8	13.7
企业价值/息税折旧前利润(倍)	28.7	23.8	18.4	13.3	9.9
每股股息(人民币)	1.19	2.30	3.17	4.26	5.42
股息率(%)	0.60	1.17	1.48	1.98	2.52

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

1-9 月业绩概述

1-9 月份，贵州茅台实现主营业务收入 136.42 亿元，同比增长 46.26%；实现营业利润 92.82 亿元，同比增长 57.40%；实现利润总额 92.80 亿元，同比增长 57.39%；实现归属上市公司股东净利润 65.69 亿元，同比增长 57.37%。摊薄每股收益 6.33 元，单季每股收益 1.60 元。

收入快速增长主要得益于高度茅台酒的旺销，公司顺利提价，从 1 月 1 日开始，53 度茅台出厂价提高 24% 左右，终端售价从年初的 1,100 元左右上涨至目前的 1,500 元以上，需求旺盛，供不应求。

毛利率继续提升

1-6 月份综合毛利率 91.40%，同比增长 0.04 个百分点，在提价的背景下，毛利率提升不明显，主要原因有二：期间原材料成本和人工成本上涨较快，销售成本平均上涨幅度也在 20% 一线；毛利率较低的系列酒收入增速较快，超过 50%。

1-9 月份综合毛利率 91.53%，同比增长 0.33 个百分点。

期间费用率下降 3.46 个百分点

1-6 月份期间费用率 8.33%，同比下降 3.45 个百分点，其中销售费用率 3.30%，下降 1.47 个百分点；管理费用率 6.54%，下降 1.97 个百分点；财务费用率 -1.52%，同比持平。

1-9 月份期间费用率 9.36%，同比下降 3.46 个百分点。其中销售费用率同比下降 1.55 个百分点。占销售费用近 80% 的广告宣传费用同比下降 1.31%，导致销售费用整体增长幅度大幅落后于收入增长，反映出公司销售增长仍主要依靠超强的品牌力拉动。

预收账款较半年报数据继续高增长

截至 6 月底，公司账面预收账款余额 49.35 亿元，较年初增加约 2 亿元，上半年收入不依靠年初预收账款的收入确认，反映公司产品需求旺盛，经销商打款积极。

截至 9 月底，公司账面预收款（绝大部分是货款）余额 68.18 亿元，较半年报余额继续增长 18.83 亿元。

高额的预收账款是收入和业绩释放的保证，亦对判断公司产能释放和消化具有重要方向标意义。

估值：维持 246.00 元目标价

我们维持 2011-2013 年盈利预测，为 7.60 元、10.24 元和 13.09 元，维持 246.00 元目标价，对应 2012 年 24 倍市盈率，维持买入评级。

图表 2. 公司 2011 年 1-9 利润表分析

(人民币, 百万)	2010 年 1-9 月	2011 年 1-9 月	同比变动(%)
营业总收入	9,327.58	13,642.08	46.26
营业收入	9,327.58	13,642.08	46.2
营业总成本	3,430.45	4,362.97	27.18
营业成本	821.30	1,155.85	40.7
营业税金及附加	1,409.89	1,931.44	36.99
销售费用	482.57	493.78	2.32
管理费用	851.22	1,001.32	17.63
财务费用	(137.33)	(217.81)	58.6
资产减值损失	2.80	(1.60)	(157.10)
其他经营收益			
公允价值变动净收益	0.00	0.00	
投资净收益	0.38	3.29	775.40
汇兑净收益	0.00	0.00	
营业利润	5,897.51	9,282.39	57.40
加：营业外收入	1.97	4.95	151.32
减：营业外支出	3.69	7.79	110.93
利润总额	5,895.78	9,279.55	57.39
减：所得税	1,484.68	2,348.84	58.21
加：未确认的投资损失	0.00	0.00	
净利润	4,411.10	6,930.71	57.12
减：少数股东损益	236.93	361.63	52.63
归属于母公司股东的净利润	4,174.17	6,569.08	57.37
每股收益(元)	4.02	6.33	
盈利能力(%)			
毛利率	91.2	91.5	
经营利润率	63.2	68.0	
税前利润率	63.2	68.0	
净利率	47.3	50.8	

资料来源：公司资料，中银国际研究

损益表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
销售收入	9,670	11,633	17,003	22,460	28,314
销售成本	(951)	(1,053)	(1,406)	(1,640)	(1,919)
经营费用	(2,778)	(3,596)	(4,773)	(6,317)	(7,920)
息税折旧前利润	6,149	7,270	11,100	14,850	18,910
折旧及摊销	(208)	(286)	(276)	(347)	(434)
经营利润(息税前利润)	5,941	6,984	10,824	14,503	18,475
净利息收入(费用) 134		177	157	225	276
其他收益/(损失) 0		0	0	0	0
税前利润	6,080	7,162	10,981	14,727	18,751
所得税	(1,528)	(1,823)	(2,745)	(3,682)	(4,688)
少数股东权益	(240)	(289)	(346)	(416)	(478)
净利润	4,312	5,051	7,889	10,630	13,585
核心净利润	4,317	5,053	7,889	10,630	13,585
每股收益(人民币) 4.15		4.87	7.60	10.24	13.09
核心每股收益(人民币) 4.16		4.87	7.60	10.24	13.09
每股股息(人民币) 1.19		2.30	3.17	4.26	5.42
收入增长(%) 17.3	3	20.30	46.16	32.10	26.07
息税前利润增长(%) 12.3	6	17.55	54.98	33.99	27.39
息税折旧前利润增长(%) 12.7	7	18.23	52.68	33.78	27.34
每股收益增长(%) 13.50		17.13	56.19	34.74	27.80
核心每股收益增长(%) 13.5	0	17.13	56.14	34.74	27.80

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

资产负债表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
现金及现金等价物 9,74	3	12,888	19,114	25,662	35,029
应收帐款 402		206	374	494	623
库存 4,19	2	5,574	7,731	9,513	11,513
其他流动资产 1,31	8	1,632	2,275	3,064	3,655
流动资产总计	15,656	20,300	29,494	38,734	50,819
固定资产 3,16	9	4,192	4,979	6,538	7,843
无形资产 466		452	437	422	407
其他长期资产 480		643	1,398	1,310	1,210
长期资产总计	4,114	5,287	6,814	8,271	9,460
总资产	19,770	25,588	36,308	47,004	60,279
应付帐款 139		232	351	410	480
短期债务	0	0	0	0	0
其他流动负债 4,96	9	6,796	12,455	16,466	21,233
流动负债总计	5,108	7,028	12,807	16,876	21,713
长期借款	0	0	0	0	0
其他长期负债 10		10	10	10	10
股本 944		944	1,038	1,038	1,038
储备 13,5	22	17,455	21,956	28,167	36,128
股东权益	14,466	18,399	22,994	29,206	37,166
少数股东权益 186		151	497	912	1,390
总负债及权益	19,770	25,588	36,308	47,004	60,279
每股帐面价值(人民币) 15.3	3	19.49	22.15	28.13	35.80
每股有形资产(人民币) 14.8	3	19.02	21.73	27.72	35.41
每股净负债/(现金)(人民币) (10.32)	(13.66)	(18.41)	(24.72)	(33.74)	

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

现金流量表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
税前利润 6,08	0	7,162	10,981	14,727	18,751
折旧与摊销 208		286	276	347	434
净利息费用	(134)	(177)	(157)	(225)	(276)
运营资本变动	(536)	579	(360)	33	639
税金	(1,528)	(1,823)	(2,745)	(3,682)	(4,688)
其他经营现金流 134		174	3,169	1,341	1,475
经营活动产生的现金流	4,224	6,201	11,163	12,542	16,336
购买固定资产净值	(1,357)	(1,732)	(1,800)	(1,800)	(1,620)
投资减少/增加 17		25	0	0	0
其他投资现金流	0	(57)	0	0	0
投资活动产生的现金流	(1,340)	(1,763)	(1,800)	(1,800)	(1,620)
净增资产	0	0	0	0	0
净增债务	0	0	0	0	0
支付股息	(1,118)	(2,171)	(3,294)	(4,418)	(5,625)
其他融资现金流	(117)	878	157	225	276
融资活动产生的现金流	(1,235)	(1,293)	(3,137)	(4,194)	(5,350)
现金变动 1,64	9	3,145	6,226	6,548	9,366
期初现金 8,09	4	9,743	12,888	19,114	25,662
公司自由现金流 2,88	4	4,438	9,363	10,742	14,716
权益自由现金流 2,88	4	4,438	9,363	10,742	14,716

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

主要比率

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	63.59	62.49	65.28	66.12	66.79
息税前利润率(%)	61.4	60.04	63.66	64.57	65.25
税前利润率(%)	62.8	61.57	64.58	65.57	66.22
净利率(%)	44.5	43.42	46.40	47.33	47.98
流动性					
流动比率(倍)	3.06	2.89	2.30	2.30	2.34
利息覆盖率(倍)	(44.5)	(39.6)	(69.0)	(64.6)	(67.0)
净权益负债率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
速动比率(倍) 2.24		2.10	1.70	1.73	1.81
估值					
市盈率(倍) 47.4	6	40.52	28.27	20.98	16.42
核心业务市盈率(倍)	47.41	40.51	28.27	20.98	16.42
目标价对应核心业务					
市盈率(倍) 59.2	2	50.56	32.37	24.03	18.80
市净率(倍) 12.7	0	10.03	9.49	7.40	5.78
价格/现金流(倍) 44.0	5	30.00	19.98	17.78	13.65
企业价值/息税折旧前					
利润(倍) 28.6	7	23.82	18.37	13.29	9.94
周转率					
存货周转天数 158.	24	174.89	165.95	154.60	148.41
应收帐款周转天数 0.81		0.04	0.73	0.73	0.73
应付帐款周转天数 53.4	1	80.43	91.25	91.25	91.25
回报率					
股息支付率(%) 25.9	3	42.97	41.76	41.56	41.41
净资产收益率(%)	29.43	27.23	33.59	35.29	35.24
资产收益率(%)	21.81	19.74	21.73	22.61	22.54
已运用资本收益率(%)	30.41	28.24	34.56	36.11	35.94

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，其本人或其关联人士都没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向其本人或其关联人士提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司声明，其员工均没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；在本报告发布前的十二个月内，与本报告评论的上市公司不存在投资银行业务关系；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向中银国际证券有限责任公司提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自转载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话:(8621) 6860 4866
传真:(8621) 5888 3554

相关关联机构：

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852) 3988 6333
致电香港免费电话：
中国网通 10 省市客户请拨打：10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打：10800 1521065
新加坡客户请拨打：800 852 3392
传真:(852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852) 3988 6333
传真:(852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
金融大街 28 号
盈泰中心 2 号楼 15 层
邮编:100032
电话:(8610) 6622 9000
传真:(8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

英国伦敦嘉嘉街 90 号
EC4N 6HA
电话:(4420) 7022 8888
传真:(4420) 7022 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话:(1) 212 259 0888
传真:(1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话:(65) 6412 8856 / 6412 8630
传真:(65) 6534 3996 / 6532 3371