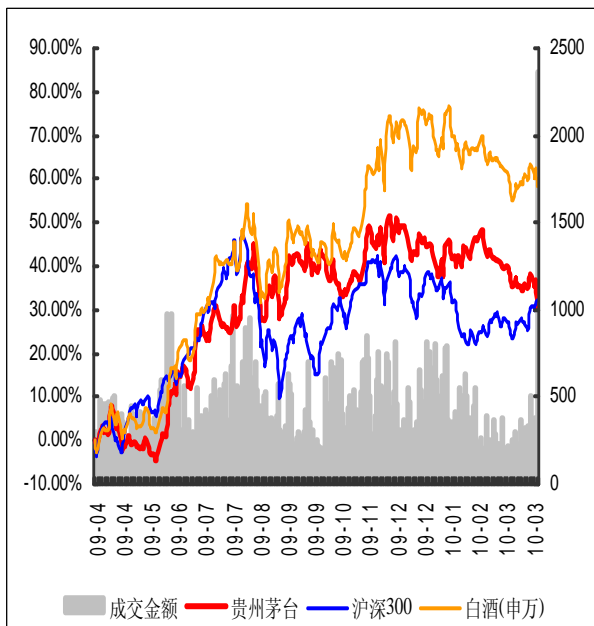


**评级：谨慎推荐**

2010年4月6日

**贵州茅台（600519）**
**盈利能力有所下降**


行业分类：酿酒行业 食品饮料业

基本数据：2010年4月2日

最新收盘价	152.63 元
总股本（百万股）	943.80
流通股	943.80
总市值(亿元)	1440.52
流通市值	1440.52

研究员：郭得存

电话：(0351) 4131415

E mail: guodc@dtsbc.com.cn

地址：山西·太原·青年路8号

邮编：030001

网址：http://www.dtsbc.com.cn

近期报告：

**投资要点：**

- **业绩回顾。**报告期内，公司实现营业收入 96.70 亿元，同比增长 17.33%；实现税后核心营业利润 44.47 亿元，同比增长 13.26%，增速比去年同期放缓 20.46 个百分点；实现税后营业利润 44.52 亿元，同比增长 13.48%；实现归属于母公司股东的综合收益 39.98 亿元，同比增长 7.43%，增速比去年同期放缓 29.10 个百分点；报告中的每股收益为 4.57 元，调整后的每股综合收益为 4.24 元。从销量上来看，09 年公司实现销量 2.93 万吨，同比增长 16.71%，高度酒仍然是公司的主要收入来源。
- **从盈利能力来看：**经营负债杠杆的作用为正，财务杠杆的作用为负，但是其作用力度要大于经营负债杠杆。经营资产收益率较高的水平从本质上支持了公司普通股股权收益率较高的水平。
- **从增长能力来看：**公司的剩余收益和剩余营业收益近几年一直在增长，不过增速明显放缓；股东权益的逐年增长一直推动着剩余收益的增加；股权收益率的贡献力度和方向具有一定的不确定性；剩余营业收益的增加主要是由净经营资产的增加贡献的；净经营资产收益率的作用方向和力度也具有一定的不确定性。
- **盈利预测和估值。**公司董事会对 2010 年度的经营计划是“确保销售收入等主要经营指标实现 8% 力争 13% 以上的增长”，结合对财务状况的分析，本文预期其 2010 年的每股综合收益在 4.81-5.06 元之间，2011 年和 2012 年的每股综合收益分别为 6.37 元和 8.03 元，对应的杠杆远期市盈率分别为 25.39 倍、22.17 倍和 23.32 倍；对应的杠杆市净率分别为 8.42 倍、7.47 倍和 6.62 倍。剩余营业收益（ReOI）模型给出的公司 2010 年末的每股价值约为 155.05-161.66 元，结合敏感性分析，我

们认为公司目前的股价较为合理，给予公司“谨慎推荐”的投资评级。

盈利预测简表

单位：百万元

项目	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	9,670.00	10,443.60	13,054.50	16,318.12
税后核心营业利润	4,447.77	5,012.93	6,266.16	7,832.70
税后营业利润	4,451.76	5,012.93	6,266.16	7,832.70
普通股东综合收益	3,998.74	4,540.32	5,718.38	7,216.71
EPS(basic) adjusted (元)	4.24	4.81	6.06	7.65
EPS(basic) reported (元)	4.57			

目录

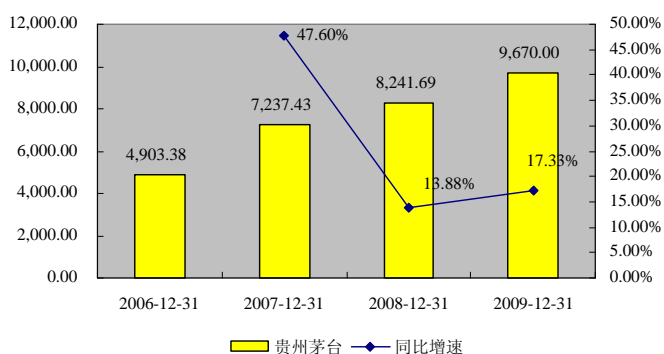
1.业绩回顾及简析.....	4
2.盈利能力分析.....	5
第一层次分解：区分财务杠杆和经营负债杠杆的杠杆作用.....	5
第二层次分解：经营盈利能力的驱动因素分解.....	6
第三层次分解：利润率和周转率的驱动因素.....	6
3.增长能力分析.....	7
第一层次：RE 和 ReOI 的增长分解.....	8
第二层次：RoCE 和 RNOA 的增长分解.....	9
第三层次：普通股东权益的变化分解.....	9
4.公司盈利预测和估值.....	10
图 1 公司的营业收入增速有所提高.....	4
图 2 公司的税后核心营业利润增速下降较快.....	4
图 3 公司税后营业利润增速出现明显下降.....	4
图 4 公司普通股综合收益的增速也出现明显下降.....	4
图 5 公司毛利率和利润率呈现小幅下降的趋势.....	5
图 6 公司的财务杠杆作用为负.....	5
图 7 公司的经营负债杠杆作用为正.....	6
图 8 两种杠杆的作用分解.....	6
图 9 净经营资产收益率的驱动因素分解.....	6
图 10 销售利润率的驱动因素分解.....	6
图 11 应收账款周转率持续上升.....	7
图 12 应付账款周转率总体呈现下降趋势.....	7
图 13 存货周转率近几年呈现下降趋势.....	7
图 14 预收账款周转率近几年也呈现下降趋势.....	7
图 15 当期剩余收益变化趋势.....	8
图 16 当期剩余营业收益变化趋势.....	8
图 17 剩余收益增长的驱动因素分析.....	8
图 18 剩余营业收益增长的驱动因素分析.....	8
图 19 RoCE的变化分解.....	9
图 20 RNOA的变化分解.....	9
图 21 当期普通股东权益的变化分解.....	9
图 22 平均普通股东权益的变化分解.....	9
表 1 预测的利润表简表.....	10
表 2 预测的资产负债表简表.....	11
表 3 预测的现金流量表简表.....	11
表 4 ReOI模型估值输出表.....	11

## 1. 业绩回顾及简析

报告期内，公司实现营业收入 96.70 亿元，同比增长 17.33%；实现税后核心营业利润 44.47 亿元，同比增长 13.26%，增速比去年同期放缓 20.46 个百分点；实现税后营业利润 44.52 亿元，同比增长 13.48%；实现归属于母公司股东的综合收益 39.98 亿元，同比增长 7.43%，增速比去年同期放缓 29.10 个百分点；报告中的每股收益为 4.57 元，调整后的每股综合收益为 4.24 元。从销量上来看，09 年公司实现销量 2.93 万吨，同比增长 16.71%，高度酒仍然是公司的主要收入来源。

图 1 公司的营业收入增速有所提高

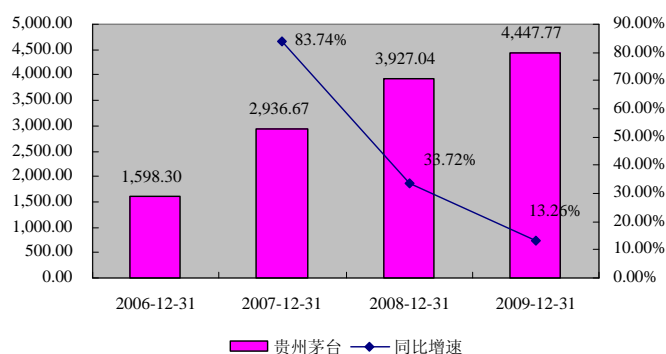
单位：百万元



数据来源：大同证券研究部。

图 2 公司的税后核心营业利润增速下降较快

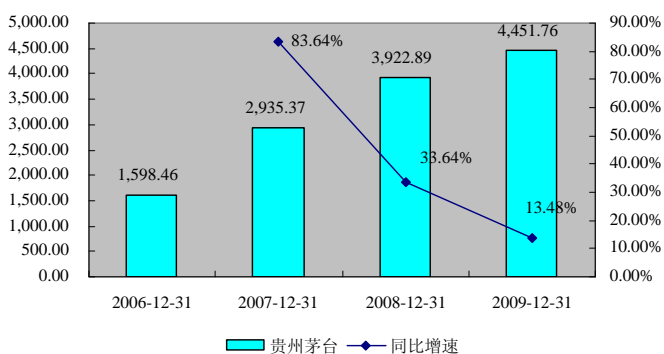
单位：百万元



数据来源：大同证券研究部。

图 3 公司税后营业利润增速出现明显下降

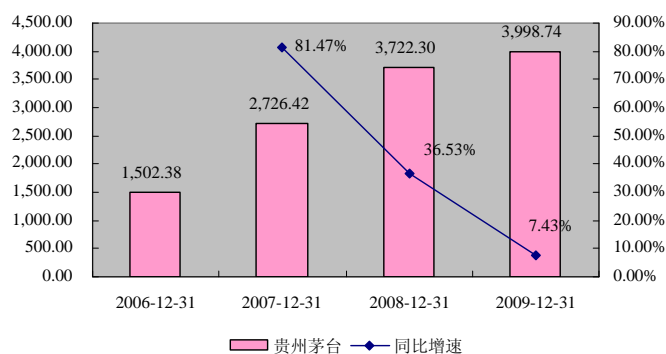
单位：百万元



数据来源：大同证券研究部。

图 4 公司普通股综合收益的增速也出现明显下降

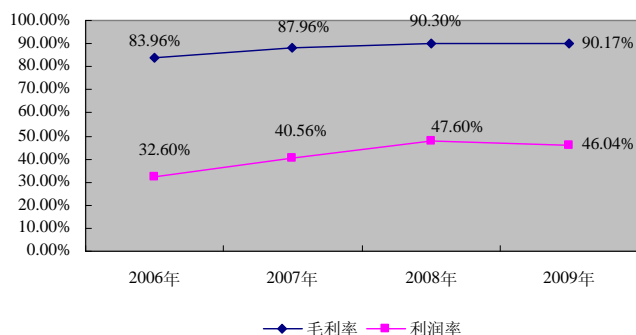
单位：百万元



数据来源：大同证券研究部。

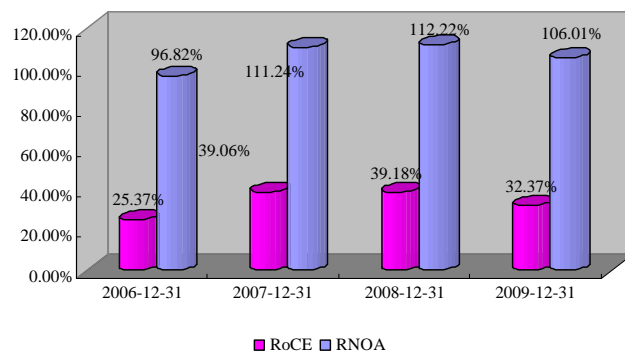
上图显示，除了营业收入以外，其他几个主要项目的同比增速继续呈现出下降的趋势，反映了公司盈利能力的下降。从毛利率和利润率的变化数据也可以看出，公司近几年的盈利能力有所下降。

图 5 公司毛利率和利润率呈现小幅下降的趋势



数据来源：大同证券研究部。

图 6 公司的财务杠杆作用为负



数据来源：大同证券研究部。

## 2. 盈利能力分析

盈利能力分析主要采用层次分析法（3 个大层次），其手段类似于杜邦分析，但是分析的更为细致。分析的主要目的是为了识别公司盈利能力的可持续部分，从而为预测和估值打下基础。所涉及的具体分解公式可以参见作者以前的报告。

### 第一层次分解：区分财务杠杆和经营负债杠杆的杠杆作用

有利的财务杠杆可以直接提高公司的普通股权收益率，经营负债杠杆可以通过作用于净经营资产收益率而间接作用于普通股权收益率。只要利用得当，两者都可以提高股东权益收益率。

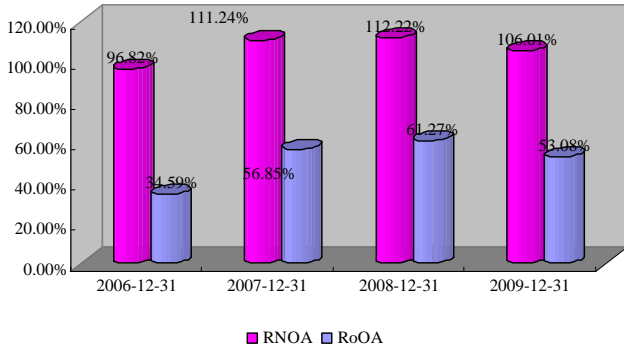
先看财务杠杆的作用。

图 6 显示，公司近几年财务杠杆的作用一直为负，主要原因是公司拥有大量的净金融资产，导致其财务杠杆为负值，再加上数量较大而且正的经营差异率，两者共同使财务杠杆发挥了负面作用，表现为净经营资产收益率大大高于普通股权收益率。从作用力度上讲，这种负面的杠杆作用有进一步加大的趋势。

图 7 显示，公司近几年经营负债杠杆的作用为正（这一点同酿酒行业的其他龙头公司相似），表现为净经营资产收益率高于经营资产收益率，但是从作用力度来讲，近几年总体上表现出下降的趋势。

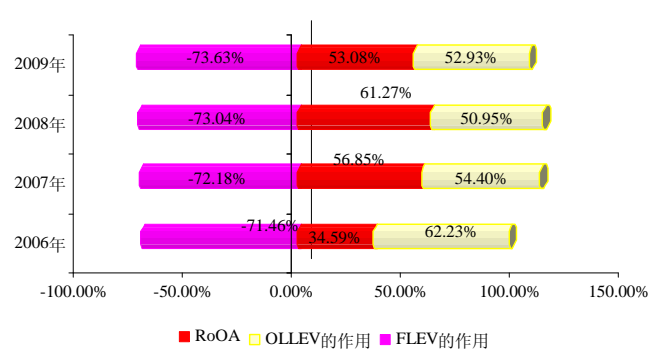
总结这两种杠杆的作用可以发现，经营负债杠杆的作用为正，财务杠杆的作用为负，但是其作用力度要大于经营负债杠杆。经营资产收益率较高的水平从本质上支持了公司普通股权收益率较高的水平。

图 7 公司的经营负债杠杆作用为正



数据来源：大同证券研究部。

图 8 两种杠杆的作用分解



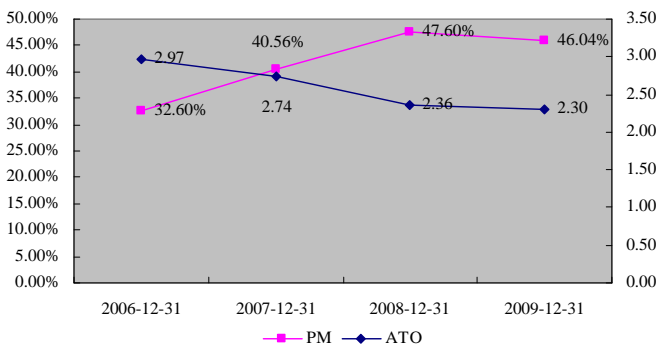
数据来源：大同证券研究部。

### 第二层次分解：经营盈利能力的驱动因素分解

这部分主要是对净经营资产收益率的驱动因素进行分解。其驱动因素是销售利润率（PM）和净经营资产周转率（ATO）。一般来说，PM 和 ATO 呈现出反向变化关系，PM 的典型值为 5.3% 左右，ATO 的典型值为 2.0 左右。

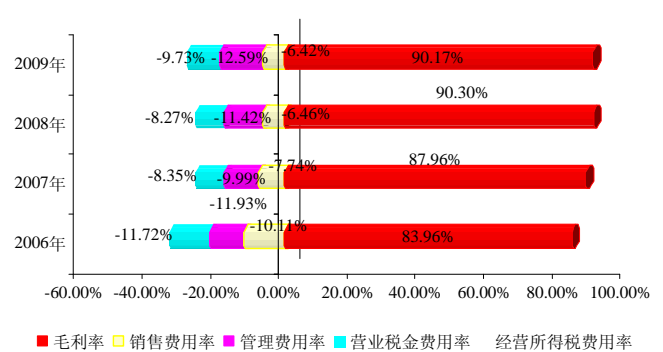
图 9 显示，公司的 PM 和 ATO 也表现出明显的反向变化关系（这一点不同于张裕的两者都表现出上升趋势）。具体来说，PM 较高但在 09 年有小幅的下降，总体上呈现出上升的趋势，主要原因还是其产品的稀缺性；ATO 在近几年呈现出下降趋势，主要原因是其净经营资产的增长速度快于销售收入的增长速度。

图 9 净经营资产收益率的驱动因素分解



数据来源：大同证券研究部。

图 10 销售利润率的驱动因素分解



数据来源：大同证券研究部。

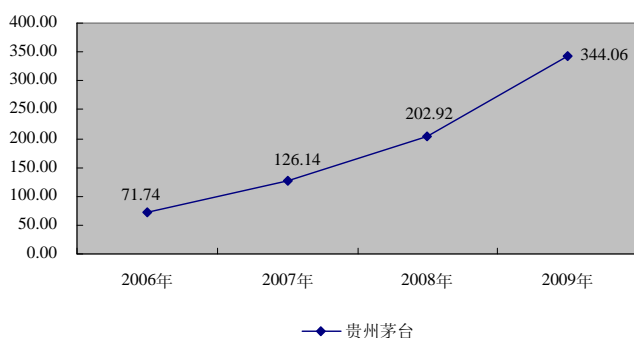
### 第三层次分解：利润率和周转率的驱动因素

这部分是对 PM 和 ATO 背后的驱动因素进行分解，进一步细化盈利能力背后的驱动因素。

图 10 显示，公司高利润率的主要原因是非常高的毛利率水平；经营所得税费用率是主要的负面因素；销售费用率较低且呈现出下降的趋势；管理费用率则呈现出上升的趋势；由于消费税政策调整的影响，营业税金及附加费用率在 09 年有所提高。

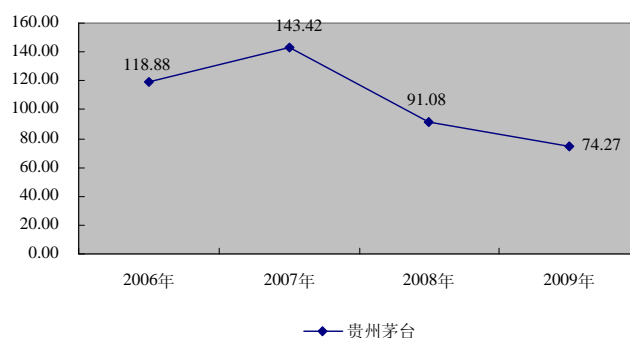
下面几幅图给出了公司主要经营资产和负债的周转率变化趋势。

图 11 应收账款周转率持续上升



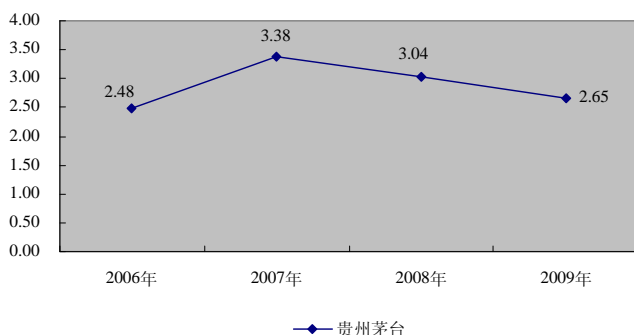
数据来源：大同证券研究部。

图 12 应付账款周转率总体呈现下降趋势



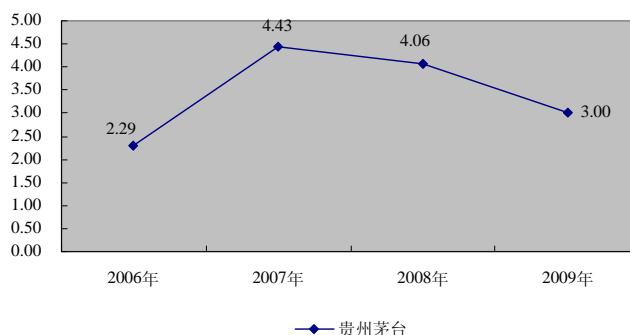
数据来源：大同证券研究部。

图 13 存货周转率近几年呈现下降趋势



数据来源：大同证券研究部。

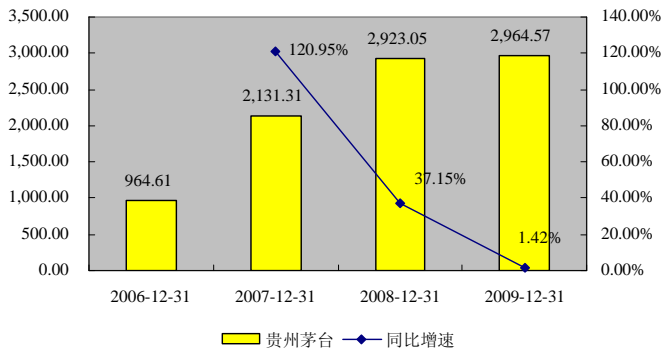
图 14 预收账款周转率近几年也呈现下降趋势



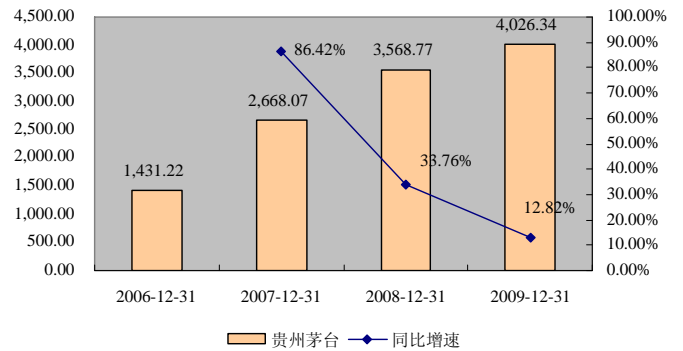
数据来源：大同证券研究部。

### 3.增长能力分析

增长能力的分析依然采用层次分析法。不过此处所说的增长是指剩余收益（Residual Earnings）或者异常收益（Abnormal Earnings Growth）的增长，更进一步说是指剩余营业收益（Residual Operating Incomes）的增长。增长能力的分析也可以分成三个大层次。

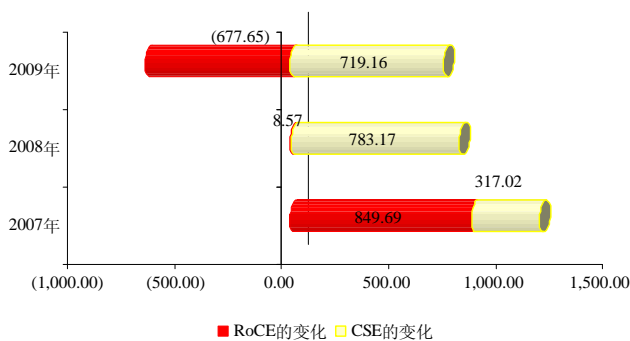
**第一层次：RE和ReOI的增长分解**
**图 15 当期剩余收益变化趋势** 单位：百万元


数据来源：大同证券研究部。

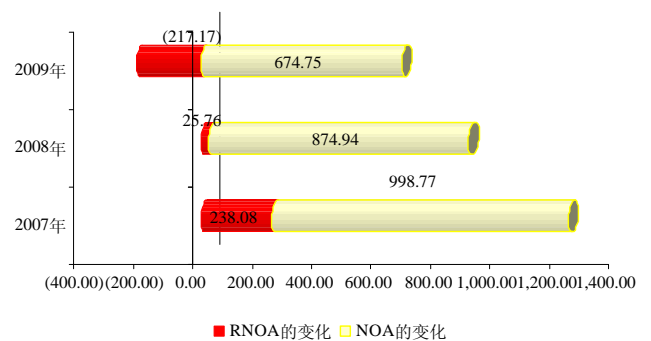
**图 16 当期剩余营业收益变化趋势** 单位：百万元


数据来源：大同证券研究部。

从图 15 和 16 可以看出，公司的剩余收益和剩余营业收益近几年一直在增长，不过增速明显放缓，图 17 和 18 解释了出现这种现象的原因。

**图 17 剩余收益增长的驱动因素分析** 单位：百万元


数据来源：大同证券研究部。

**图 18 剩余营业收益增长的驱动因素分析** 单位：百万元


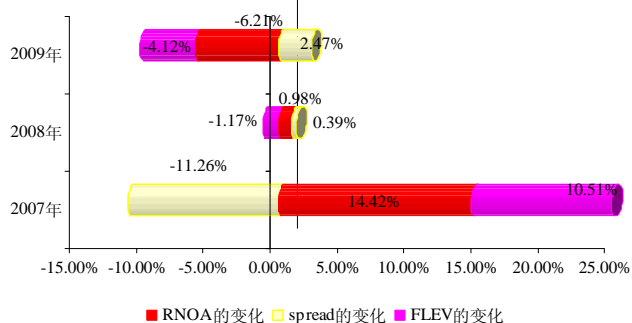
数据来源：大同证券研究部。

图 17 显示，股东权益的逐年增长一直推动着剩余收益的增加；股权收益率的贡献力度和方向具有一定的不确定性，表现在 07 和 08 年的作用方向为正，但力度变化较大，09 年则起了反向的作用。

剩余营业收益的增加主要是由净经营资产的增加贡献的；净经营资产收益率的作用方向和力度具有一定的不确定性。

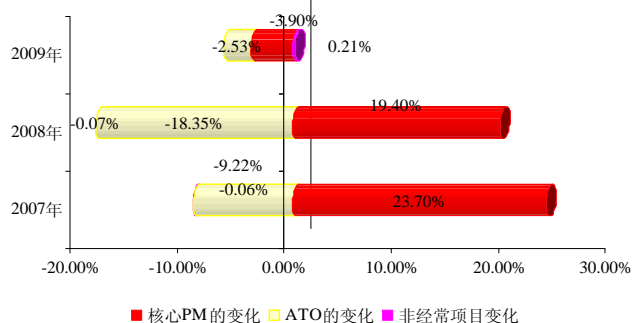
第二层次：RoCE和RNOA的增长分解

图 19 RoCE 的变化分解



数据来源：大同证券研究部。

图 20 RNOA 的变化分解



数据来源：大同证券研究部。

在第一层次分析的基础上，我们继续对 RoCE 和 RNOA 变化的驱动因素进行分解。

先对公司普通股股权收益率的变化进行分解。

图 19 显示，普通股股权收益率的变化主要是由于净经营资产收益率的变化所导致，但是可以看出其作用方向和力度的不连贯性；财务杠杆的变化是负面因素，且负面影响力度越来越大。

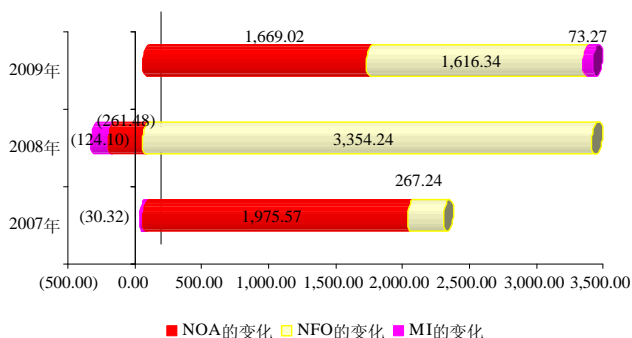
图 20 显示，净经营资产收益率的变化主要是由于核心利润率和 ATO 的变化引起的，非经常项目作用力度很小，这一点比较好。09 年核心利润率和 ATO 都出现了一定幅度的下降，所以导致 RNOA 的下降。

第三层次：普通股东权益的变化分解

普通股东权益（CSE）的变化分解可以从两个角度来看，分析的目的是看普通股东投入的变化。

图 21 当期普通股东权益的变化分解

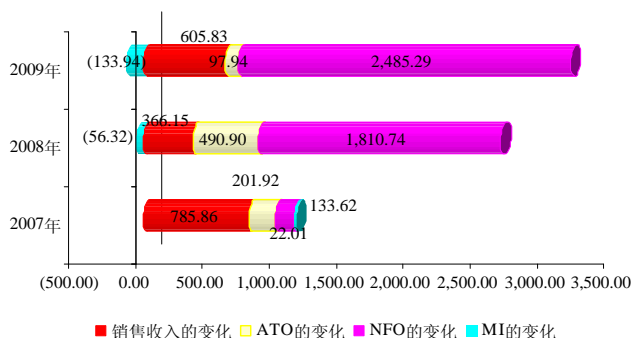
单位：百万元



数据来源：大同证券研究部。

图 22 平均普通股东权益的变化分解

单位：百万元



数据来源：大同证券研究部。

先看当期 CSE 的变化。

图 21 显示，公司的净金融资产的大幅增加是近几年股东权益增加的主要原因，从作用力度上来看，08 年的力度最大；净经营资产的增加在 07 和 09 年提高了股东权益，08 年的下降则同时带来了股东权益的下降。

再看一下平均 CSE 的变化。

图 22 显示，平均净金融资产的大量增加仍然是平均股东权益增加的主要原因；销售收入的增加是公司平均股东权益增加的另一个重要原因。

## 4. 公司盈利预测和估值

公司董事会对 2010 年度的经营计划是“确保销售收入等主要经营指标实现 8% 力争 13% 以上的增长”，结合对财务状况的分析，本文预期其 2010 年的每股综合收益在 4.81-5.06 元之间，2011 年和 2012 年的每股综合收益分别为 6.37 元和 8.03 元，对应的杠杆远期市盈率分别为 25.39 倍、22.17 倍和 23.32 倍；对应的杠杆市净率分别为 8.42 倍、7.47 倍和 6.62 倍。剩余营业收益(ReOI)模型给出的公司 2010 年末的每股价值约为 155.05-161.66 元，结合敏感性分析，我们认为公司目前的股价较为合理，给予公司“谨慎推荐”的投资评级。

附录

表 1 预测的利润表简表

单位：百万元

项目	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	7,237.43	8,241.69	9,670.00	10,443.60	13,054.50	16,318.12
营业成本	871.64	799.71	950.67	1,044.36	1,305.45	1,631.81
毛利润	6,365.79	7,441.97	8,719.33	9,399.24	11,749.05	14,686.31
营业费用	1,887.62	2,154.96	2,778.95	2,715.34	3,394.17	4,242.71
税前核心营业利润	4,478.17	5,287.01	5,940.38	6,683.90	8,354.88	10,443.60
核心营业利润所得税	1,541.50	1,359.97	1,492.61	1,670.98	2,088.72	2,610.90
税后核心营业利润 (OI)	2,936.67	3,927.04	4,447.77	5,012.93	6,266.16	7,832.70
其他税后营业利润	(1.30)	(4.15)	3.99	—	—	—
税后营业利润	2,935.37	3,922.89	4,451.76	5,012.93	6,266.16	7,832.70
税后净金融费用	73.74	(0.69)	212.58	232.16	307.34	375.55
综合收益 (CI)	2,861.64	3,923.58	4,239.18	4,780.77	5,958.82	7,457.15
少数股东收益	135.22	201.28	240.44	240.44	240.44	240.44
普通股股东综合收益	2,726.42	3,722.30	3,998.74	4,540.32	5,718.38	7,216.71
EPS(basic) adjusted	2.89	3.94	4.24	4.81	6.06	7.65
EPS(basic) reported	3.00	4.03	4.57			

表 2 预测的资产负债表简表

单位：百万元

项目	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
净营业资产 (NOA)	3,626.51	3,365.03	5,034.05	5,221.80	6,527.25	8,159.06
净金融负债 (NFO)	(4,784.15)	(8,138.39)	(9,754.72)	(12,913.51)	(15,779.23)	(19,367.42)
股东权益 (CSE+MI)	8,447.82	11,582.38	14,608.88	18,135.31	22,306.48	27,526.49
MI	134.75	258.85	185.58	185.58	185.58	185.58
CSE	8,313.07	11,323.53	14,423.30	17,949.72	22,120.90	27,340.90

表 3 预测的现金流量表简表

单位：百万元

项目	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E	2012E
税后 OI	2,935.37	3,922.89	4,451.76	5,012.93	6,266.16	7,832.70
△NOA	1,975.57	(261.48)	1,669.02	187.75	1,305.45	1,631.81
公司自由现金流 (C-I)	959.80	4,184.38	2,782.73	4,825.18	4,960.71	6,200.89
股利净支付 (d=回购+股利-发行)	660.66	789.02	1,091.03	1,434.23	1,787.65	2,237.15
债务融资流 (F=NFE-△NFO)	340.98	3,353.55	1,828.91	3,390.95	3,173.06	3,963.74
融资现金流总额(d+F)	1,001.64	4,142.56	2,919.94	4,825.18	4,960.71	6,200.89

表 4 ReOI 模型估值输出表

单位：百万元

ReOI 的计算	2009A	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015 and after
核心 RNOA (%)	88.35	99.58	120.00	120.00	101.25	101.25	101.25
ReOI (10.66%)	4,026.34	4,472.27	5,705.34	7,131.67	7,384.77	7,754.01	8,141.71
ReOI 增长率 (%)	12.82	11.08	27.57	25.00	3.55	5.00	5.00
折现因子 (10.66%)		1.10	1.21	1.34	1.47	1.62	
ReOI 现值		4,060.90	4,704.03	5,339.18	5,020.12	4,786.28	
ReOI 总现值	23,910.51						
持续价值 (CV)						158,707.71	
持续价值 (CV) 现值	97,964.75						
股东权益 (CSE+MI)	14,608.88						
总权益价值 (V <sup>E</sup> )	136,484.14						
少数股东权益价值	3,606.63						
普通股权益价值(V <sup>CSE</sup> )	132,877.51	146,338.00					
总股本	943.80	943.80					
每股价值 (元)	140.79	155.05					
杠杆远期 P/E	29.27	25.59	22.33	23.48			
杠杆 P/B	9.21	8.15	7.29	6.49			

$$\text{注：(杠杆远期 } P/E)_t = \frac{V_t^{CSE}}{CI_{t+1}}; (\text{杠杆 } P/B)_t = \frac{V_t^{CSE}}{CSE_t}$$

**大同证券投资评级的类别、级别定义:**

类别	级别	定义
股票评级	强烈推荐	预计未来6~12个月内, 股价表现优于市场基准指数20%以上
	谨慎推荐	预计未来6~12个月内, 股价表现优于市场基准指数10%~20%
	中性	预计未来6~12个月内, 股价波动相对市场基准指数-10%~+10%
	回避	预计未来6~12个月内, 股价表现弱于市场基准指数10%以上
	“+”表示市场表现好于基准, “-”表示市场表现落后基准	

类别	级别	定义
行业评级	看好	预计未来6~12个月内, 行业指数表现强于市场基准指数
	中性	预计未来6~12个月内, 行业指数表现跟随市场基准指数
	看淡	预计未来6~12个月内, 行业指数表现弱于市场基准指数

注1: 公司所处行业以交易所公告信息为准

注2: 行业指数以交易所发布的行业指数为主

注3: 基准指数为沪深300指数

**免责声明:**

- 1、此报告所载资料的来源及观点皆为公开信息, 但大同证券不能保证其准确性和完整性, 因此大同证券不对因使用此报告的所载资料而引致的损失负任何责任。
- 2、此报告仅做参考, 并不能依靠此报告以取代独立判断。
- 3、本报告仅反映研究员的不同设想、见解及分析方法, 并不代表大同证券经纪有限责任公司。
- 4、大同证券可发出其他与本报告所载内容不一致及有不同结论的报告。

**版权声明:**

本报告版权为大同证券经纪有限责任公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用需注明出处为大同证券研究部, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。