

贵州茅台 (600519.SH)

白酒行业

评级：买入 维持评级

业绩点评

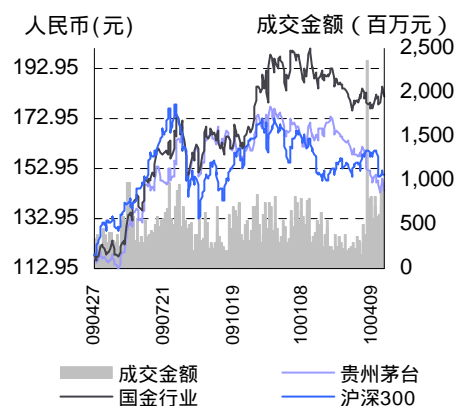
市价(人民币)：143.83元

目标(人民币)：200.00元

长期竞争力评级：高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	943.80
总市值(百万元)	135,746.75
年内股价最高最低(元)	177.24/112.95
沪深 300 指数	3190.00
上证指数	2983.54



相关报告

- 1.《品牌地位无人撼动 投资价值再次显现》，2010.4.2
- 2.《提价预期终于兑现》，2009.12.7
- 3.《季报业绩平稳增长 长期价值仍可期待》，2009.10.26

陈钢

分析师 SAC 执业编号：S1130209030281
(8621)61038215
cheng@gjzq.com.cn

业绩再次低预期 季报业绩疑点重重

公司基本情况(人民币)

项目	2008	2009	2010E	2011E	2012E
摊薄每股收益(元)	4.026	4.569	6.005	7.269	8.650
每股净资产(元)	11.91	15.33	19.83	25.28	31.77
每股经营性现金流(元)	5.56	4.48	7.10	9.54	10.72
市盈率(倍)	27.00	37.17	24.56	20.29	17.05
行业优化市盈率(倍)	33.64	65.85	65.85	65.85	65.85
净利润增长率(%)	34.22%	13.50%	31.42%	21.05%	19.00%
净资产收益率(%)	33.79%	29.81%	30.28%	28.75%	27.23%
总股本(百万股)	943.80	943.80	943.80	943.80	943.80

来源：公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 公司一季报再次低于市场预期：营业收入同比仅增长 20.99%，为 30.40 亿；净利润同比增长只有 4%，为 12.66 亿，对应 EPS 为 1.34 元。

经营分析

- 业绩最大影响因素是主营业务税金：由于消费税征收从严，致使消费税大幅上升。该因素致消费税较上年同期多 2.44 亿元；主营业务税金及附加同比增加 130.40%，为 5.41 亿元。
- 去年 8 月 1 日始消费税严格征收，09 年四季度主营业务税金率已攀升至 14.2%，今年一季度税金率再次上升到 17.79%，创历史新高。
- 茅台集团数据印证税金上升：今年 2 月，贵州茅台酒缴纳“两税”超过 4 亿元，其中增值税达到 1.6 亿元，消费税达到 2.64 亿元，创出茅台酒单月入库“两税”历史新高。
- 预收帐款仍高居不下，创出历年一季报新高。一季度报出 30.62 亿预收帐款，为一季度销售的 100.72%，明显高于去年及前年同期水平。09 年和 08 年预收账款占销售收入比率为 73.36%和 65.17%。

盈利调整

- 鉴于股价催化剂不确定的情况下，我们谨慎估计 10-12 年销售收入分别达到 132.15、158.75 和 187.34 亿，同比增长 36.7%、20.1%和 18.10%。10-12 年归属于母公司净利润分别为 56.68、68.60 和 81.4 亿，EPS 为 6.005、7.269 和 8.650 元/股。

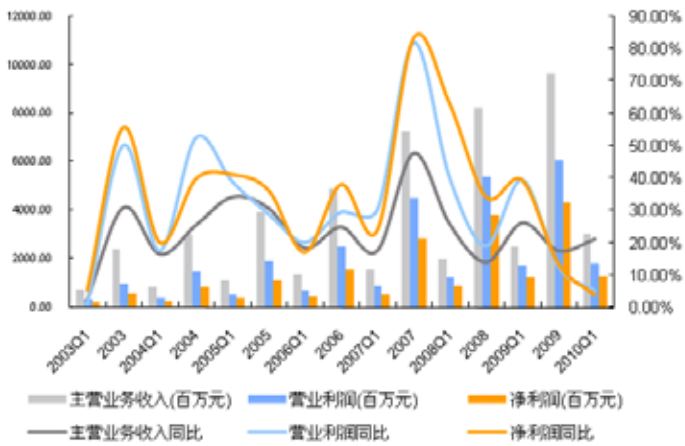
投资建议

- 我们认为公司真实业绩最终将释放出来，考虑这个因素，我们继续维持买入评级，结合绝对估值和相对估值，我们维持 200 元目标价格不变。

一季度报表依然疑点重重

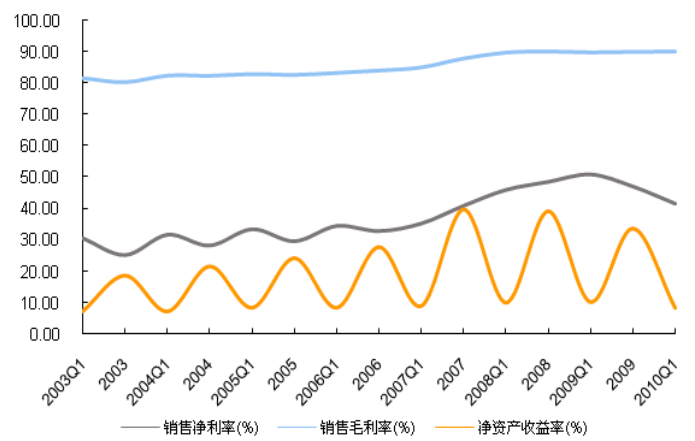
- 其一，提价和产量释放应带来“量价齐升”的局面，但一季报业绩似乎完全与设想中的局面相异。提价应带来收入提升 18.98%：贵州茅台在今年元旦正式提价，53 度普茅提价 60 元，同比增加 13.4%；15 年陈年份酒提价 630 元，同比增加 32%。若按年份酒占销售 30%来计算，光提价就能提升收入约 $18.98\% = 70\% \times 13.4\% + 30\% \times 32\%$ 。产能释放，新增产能足以让总销量提升 10%。综合量价齐升的因素，销售收入应该提升 31%左右。然而一季报销售业绩仅提升 20.99%，甚至低于没有提价的 09 年一季报增速（26%）。
- 我们认为造成业绩低于预期主要是两个原因造成，一是公司控制发货量，有意采取饥饿疗法，二是销售不确认，计为预收账款。
- 其二，主营业务税金率攀升至历史最高水平 17.79%。我们认为 14%-15% 应该是税金率的正常区间，理论上在最严格的征收条件下，消费税率应该在 14%左右。即便考虑主营业务税金除消费税的部分，17.79%也已是非常严格的征收水平。
- 其三，业绩面与市场面有较大出入。从我们与经销商沟通的情况来看，现在的茅台酒已经无所谓淡旺季，由于供不应求全年都比较好卖，销售已经越来越进入“淡季不淡”的状况。同时茅台市场零售价也依然坚挺。面对良好的市场基本面，若公司真的采取严格控货措施，则实在让人费解。
- 我们认为年报和一季报有较大的调控色彩，然而市场先生是检验一切的标准，这个标准适用于业绩，也适用于股价。在确定的增长预期下，股价催化剂取决于公司释放业绩的意愿。今年正值公司董事会换届关键时点，对于领导层来说“稳定压倒一切”：领导团队能否顺利实现平稳过渡或许是业绩释放的关键。

图表1：公司近几年主营业务数据

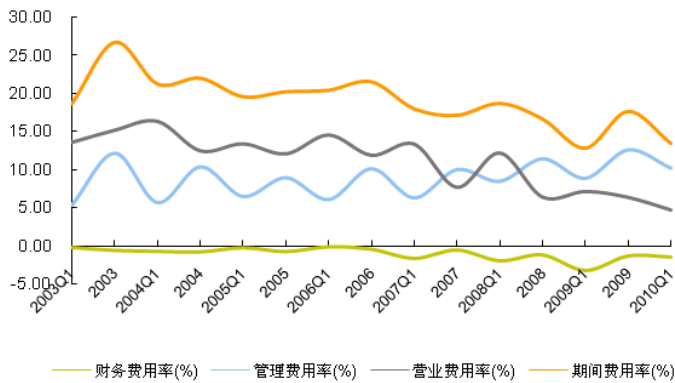


来源：国金证券研究所

图表2：公司主要盈利指标

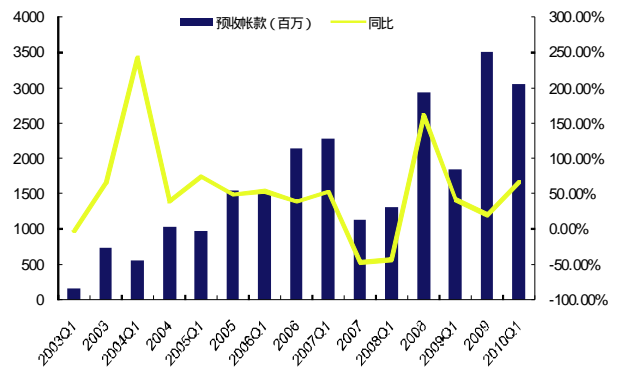


图表3：各项费用指标



来源：国金证券研究所

图表4：预收账款逐年创出一季度新高

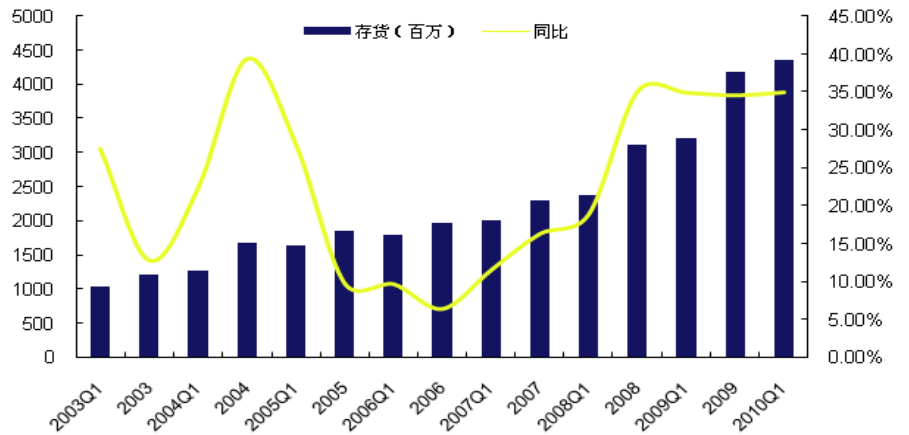


图表5：财务分析

单位:百万元	2009Q1	2010Q1	同比变化	变动分析
销售收入	2512.54	3039.91	20.99%	依然延续 09 年趋势，增速放缓。
毛利率	89.99%	90.28%	0.32%	
毛利	2261.09	2744.52	21.38%	
主营业务税金及附加	234.71	540.77	130.40%	消费税从严致使消费税大幅上升。该因素致消费税较上年同期多 24,363 万元。
税金及附加占比	9.34%	17.79%	90.43%	
营业费用	180.65	144.72	-19.89%	
营业费用率	7.19%	4.76%	-33.79%	
管理费用	222.53	309.69	39.17%	
管理费用率	8.86%	10.19%	15.03%	
财务费用	(81.31)	(46.25)	43.12%	
财务费用率	(0.03)	(0.02)	52.99%	
营业利润	1704.81	1795.57	5.32%	
营业利润率	67.85%	59.07%	-12.95%	
税前利润	1705.04	1792.78	5.15%	
税前利润率	67.86%	58.97%	-13.10%	
所得税率	25.00%	25.01%	0.06%	
净利润	1217.01	1265.66	4.00%	受消费税拖累，净利润几乎没有增长。
净利率	50.90%	41.63%	-18.20%	
EPS	1.34	1.34	0.00%	

来源：国金证券研究所

图表6：公司存货情况



来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
强买	0	11	12	14	37
买入	0	7	7	8	17
持有	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	0	1.39	1.38	1.37	1.35

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

日期	评级	市价	目标价
1 2008-07-22	买入	157.40	177.40 ~ 204.02
2 2008-08-28	买入	135.70	N/A
3 2008-10-28	买入	94.91	N/A
4 2009-08-07	买入	163.88	N/A
5 2009-10-26	买入	156.59	N/A
6 2009-12-07	买入	176.53	200.00 ~ 204.00
7 2010-04-02	买入	152.63	N/A

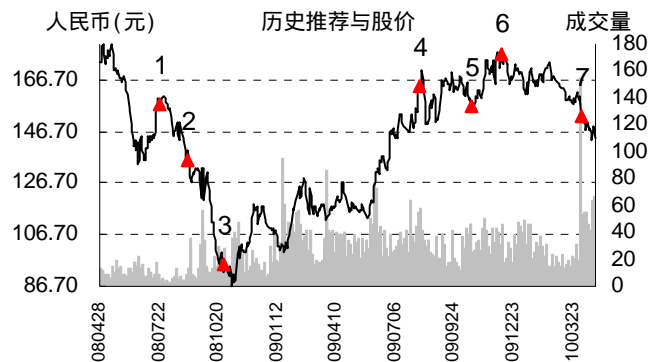
来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“强买”得1分，为“买入”得2分，为“持有”得3分，为“减持”得4分，为“卖出”得5分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =强买； 1.01~2.0=买入； 2.01~3.0=持有
3.01~4.0=减持； 4.01~5.0=卖出



长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

- 强买：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 20%以上；
- 买入：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 10% - 20%；
- 持有：预期未来 6 - 12 个月内变动幅度在 -10% - 10%；
- 减持：预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 10% - 20%；
- 卖出：预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 20%以上。

特别声明：

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向任何人作出邀请。国金证券未有采取行动以确保于此报告中所指的证券适合个别的投资者。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。国金证券及其关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息、所载资料或意见。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载的观点并不代表国金证券的立场，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

上海

电话：(8621)-61038311

传真：(8621)-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：200011

地址：中国上海黄浦区中山南路 969 号
谷泰滨江大厦 15A 层**北京**

电话：(8610)-66215599-8832

传真：(8610)-61038200

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100032

地址：中国北京西城区金融街 27 号
投资广场 B 座 4 层**深圳**

电话：(86755)-82805115

传真：(86755)-61038200

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区金田路 3037 号
金中环商务大厦 2805 室