

消费品及服务 - 食品

2010 年 6 月 4 日

市场数据	2010 年 6 月 3 日
当前价格 (元)	135.03
52 周价格区间 (元)	119.26-177.24
总市值 (百万)	127441.31
流通市值 (百万)	127441.31
总股本 (百万股)	943.80
流通股 (百万股)	943.80
日均成交额 (百万)	455.20
近一月换手 (%)	6.68%
Beta (2 年)	0.57
第一大股东	中国贵州茅台酒厂有限责任公司
公司网址	http://www.moutaichina.com

一年期行情走势比较



表现	1m	3m	12m
贵州茅台	4.65%	-18.49%	12.79%
沪深 300	-10.80%	-17.96%	-6.92%

执业证号: S1030209090564

梁希民

0755-83199427
liangxm@csc.com.cn

分析师申明

本人, 梁希民, 在此申明, 本报告所表述的所有观点准确反映了本人对上述行业、公司或其证券的看法。此外, 本人薪酬的任何部分不曾与, 不与, 也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

利空出尽、增长放缓

— 贵州茅台 (600519) 调研报告

评级: 买入

预测指标	2009A	2010E	2011E	2012E	
营业收入 (百万元)	9670	12468	15448	19395	25213
净利润 (百万元)	4312	5170	6640	8386	11009
每股收益 (元)	4.57	5.48	7.04	8.89	11.67
净利润增长率%	13.50%	19.9%	28.4%	26.3%	31.3%
每股净资产 (元)	15.33	19.61	25.24	32.35	41.68
市盈率	29.55	24.64	19.19	15.19	11.57
市净率	8.81	6.89	5.35	4.17	3.24
PEG	2.19	1.24	0.67	0.58	0.37

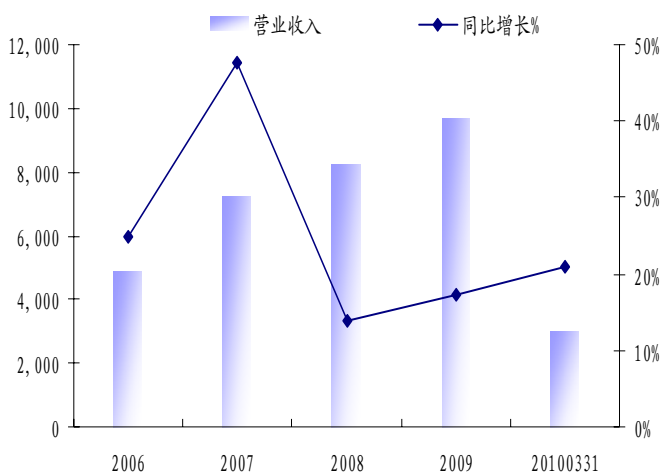
资料来源: 世纪证券研究所

- **为何连续两个季度经营业绩低于市场预期?** 公司 2009 年第 4 季度和 2010 年一季度净利润增幅为 -19.7% 和 4%, 明显低于市场预期。消费税和费用的提高造成净利润增幅明显低于收入增幅。
- **2010 年经营业绩是否有释放的可能?** 预收账款兑现即可大幅提高经营业绩。我们推算, 公司一季度的 30.6 亿的预收账款中最少有 9.5 亿元可兑现为销售收入, 对应贡献每股收益 0.42 元。同时, 在管理层的人员更替已经完成以及股票价格下跌对管理层已造成心理压力的背景下, 公司有维持赢利和股价稳定的动力。另外, 公司在努力与国税部门沟通调低消费税。消费税问题的解决将可能是公司业绩释放的拐点。
- **未来经营业绩是否转入低增长?** 我们认为, 近年茅台将以小幅放量和提高出厂价格缩小与终端价格的差价为主, 大幅涨价的可能性减小。预计公司近三年的年均增速仍可达到 20% 以上, 低于 06-08 年的增速。但市场表现已充分体现了经营业绩放缓的预期。
- **盈利预测与投资评级。** 预计贵州茅台 10-12 年实现每股收益 5.48 元、7.04 元和 8.89 元, 同比增长 19.9%、24.4% 和 26.3%。如果考虑到超额预收账款的兑现释放, 保守估计公司 2010 年的每股收益可由 5.48 元提高至 5.90 元。
- **给予公司“买入”的投资评级。** 目前不利因素已被市场消化, 而公司未来有释放业绩的动力和压力。公司对应的 10 年和 11 年市盈率为 24.6 倍和 19.2 倍, 与同行业可比公司的股值水平相当 (10 年 24.12 倍、11 年 19.9 倍)。从公司近两年的 PE 水平以及与沪深 300 指数的对比来看, 目前估值也处于中低水平。
- **风险提示:** 茅台酒产量和价格低于预期。

为何连续两个季度经营业绩低于市场预期？

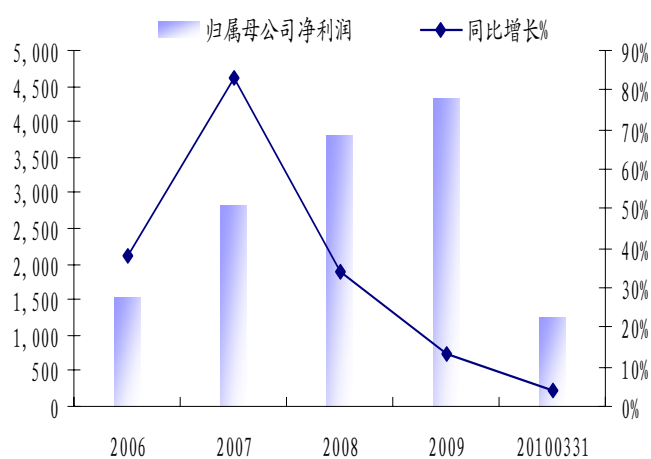
连续两个季度净利润低于市场预期。2009年公司实现营业收入96.7亿元，同比上涨17.33%；归属于母公司股东净利润为43.13亿元，同比上涨12.91%；基本每股收益4.57元。其中，第4季度公司实现营业收入18.63亿元，同比增长6.13%，归属母公司净利润5.25亿元，同比下降19.74%。业绩增长表现与销售终端反馈情况非常不一致。2010年一季报，公司实现收入30.40亿元，同比增长20.99%；实现营业利润17.96亿元，同比增长5.32%；实现归属于母公司净利润12.66亿元，同比增长4.00%，实现EPS 1.34元，净利润增长率下滑到新低。公司收入增速21%尚可，但净利润增速大跌眼镜。

Figure 1 近年收入增长情况



资料来源：WIND 资讯

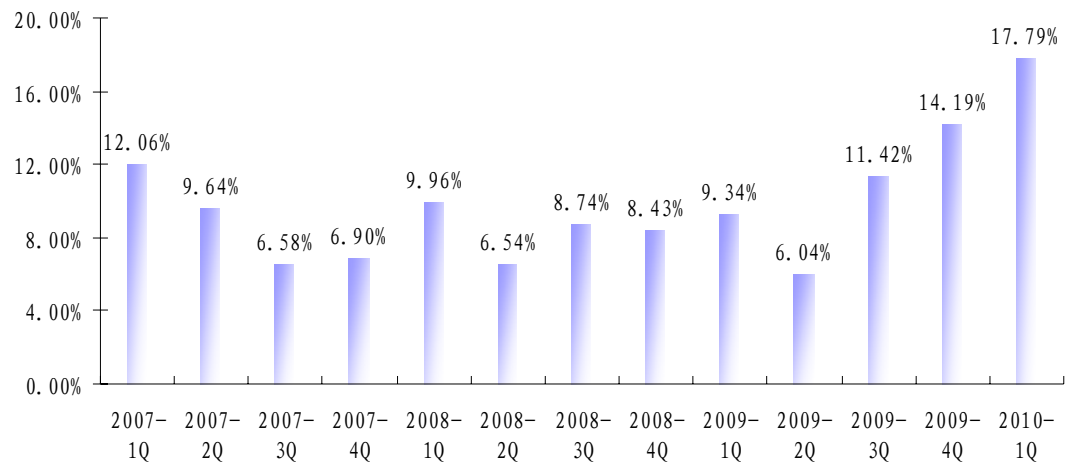
Figure 2 净利润增长率持续下滑



资料来源：WIND 资讯

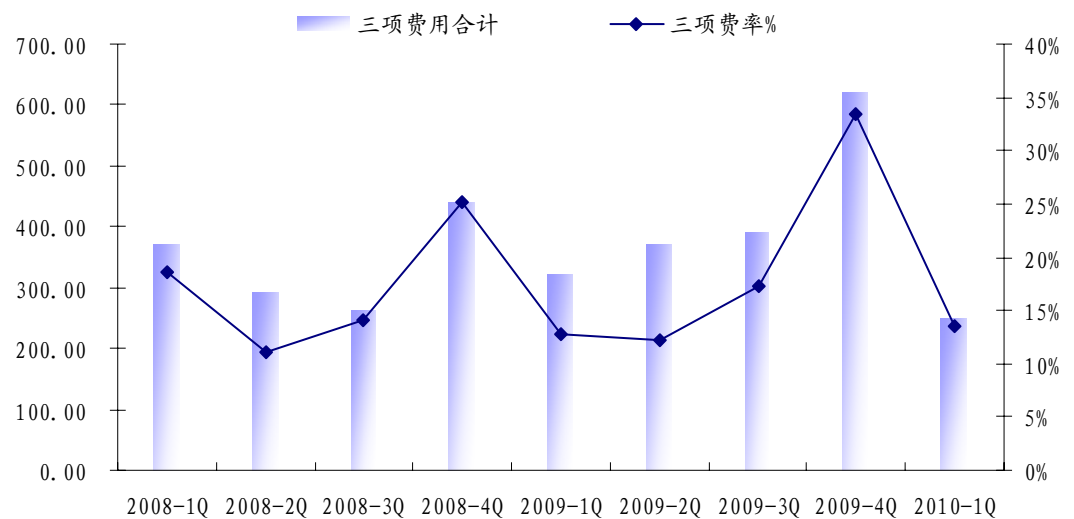
消费税和费用提高造成净利润增幅明显低于收入增幅。2010年1季度，公司营业税金及附加同比增长了130%，税金的大幅增长主要是严格征收消费税造成的结果，公司一季度的营业税金及附加为17.79%，环比上升3.6个百分点，同比上升8.45个百分点，严重拖累了公司的业绩。公司销售费用同比下降20%，管理费用增长39%，三项费用率同比提高0.62个百分点，达到13.43%，公司费用提升主要是由于固定资产和储存酒规模增加带来的挥发损失，员工工资提升以及绿化等方面的原因。09年成本与销售管理费用共增加了4个亿，其中工人工资增加了2个多亿，折旧增加了4000万，挥发损失多1000万。公司表示工人工资增长较快，除了扩产后人数增加之外，企业效益提升后补发过去没有提的工资是主要原因。

Figure 3 主营业务税金及附加/营业收入大幅增加



资料来源：WIND 资讯

Figure 4 三项费率 09 年大幅提高



资料来源：WIND 资讯

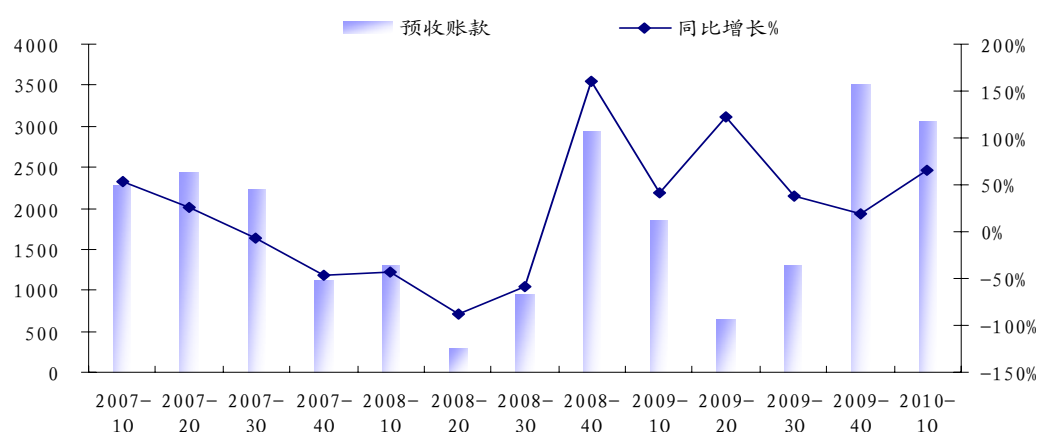
管理层更换，或股权激励等方面的主观原因造成？ 市场猜测，业绩做低与季总退休或新总经理到任有关、或是股权激励、或是今年的春节因素。现在是袁总掌舵的时代，集团习酒总经理刘自力担任股份总经理不会影响公司业绩收放，股权激励之事也没有说法。

公司将进入业绩的低速增长期？ 理由是消费税的严格征收大大影响了公司的盈利，而在产量无法大幅提高的情况下，公司控量提价的增长模式已接近于增长极限，公司对 2010 年的业绩增长目标——销售收入等主要经营指标确保增长 8%，力争 13% 以上，也直接说明期望公司经营业绩继续较快增长已不现实。

2010年经营业绩是否有释放的可能？

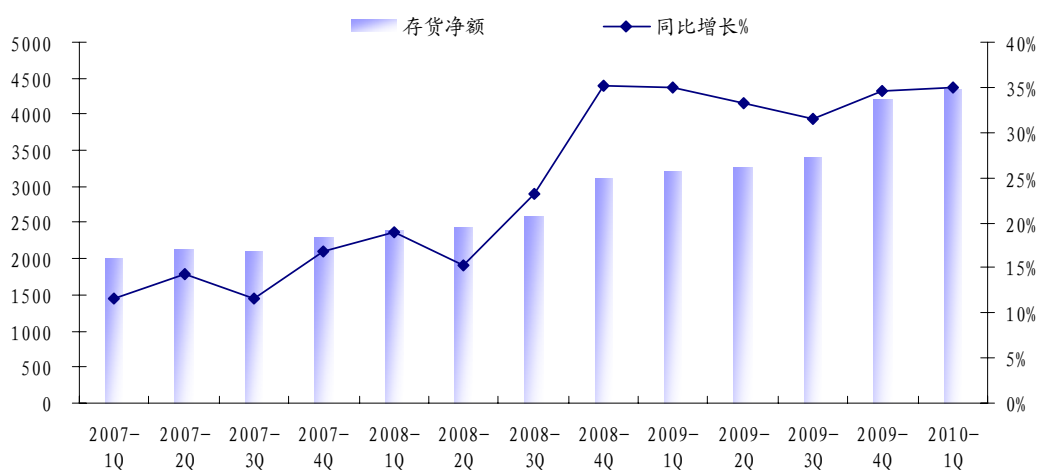
预收账款兑现即可大幅提高经营业绩。与经营业绩低于市场预期相伴，公司的预收账款和存货创历史新高。预收帐款余额从3季度末的12.9亿元大幅攀升到35.2亿元，同期存货增加7.87亿元。预收帐款余额的暴增与收入较慢的增长形成巨大反差。10年一季度末的预收账款余额仍然达到30.62亿，为销售收入的100.72%，明显高于09年（73.4%）和08年（65.2%）的同期水平。公司近两年的一季度预收账款与销售收入的平均比值为69.3%，以此推算公司一季度的合理预收账款为21.1亿元，即公司有9.5亿元的超额预收账款可兑现为销售收入。按照一季度销售利润率41.9%的水平计算，可提高净利润3.98亿元，对应贡献每股收益0.42元。

Figure 5 预收账款创历史新高



资料来源：WIND 资讯

Figure 6 存货净额创历史新高



资料来源：WIND 资讯

管理层的人员更替已经完成。股东大会上，董事会、经营层人员做了部分新老换班，新一届董事会人数由 15 人减到 11 人，而独立董事由 2 人增至 4 人。董事会袁仁国总继续掌舵，季克良总作为仍然留任，增加了党委副书记赵书跃、新任总经理刘自力。总经理刘自力和销售副总杜光义主管销售，他们分别成功运作过习酒和茅台系列酒。如果说由于换届而人为调节利润，那么随着管理层换届的完成，公司 2010 年应该走上正常的盈利轨道。管理层的相对稳定有利于公司经营的持续稳健，减少波动，公司低度酒市场影响力偏弱的局面有望逐步改善。

股票价格下跌已对管理层已造成心理压力。2010 年 4 月 29 日，公司管理层在上海召开了投资者见面会，对公司的基本情况进行沟通。5 月 7 日集团增持了 4.16 万股股票，并且集团计划一年内继续择机增持不超过 1% 的股权（即 943.8 万股）。5 月中下旬，贵州省省长和省委书记接连到茅台来视察，这是近几年唯一的一次。在管理层刚宣布换届和股价出现波动的背景下，这有着非同寻常的意义，茅台管理层还特别汇报了公司股票的情况。省委书记石宗源指出茅台“领导班子领导有力、经营有方”和要“与利益链条上相关各方的和谐”，并表示会帮助茅台向国税局争取消费税的事宜。从相关领导的言论中，我们看到了政府业绩释放的动力。5 月 27 日茅台股东大会，公司一再表示要对管理层有信心。这些事实表明管理层和大股东甚至地方政府都期望股价走稳，调控经营业绩致其低于市场预期可能性进一步减小。

公司在努力与国税部门沟通调低消费税问题。茅台目前的计税基础是 283 元，而五粮液仅仅 108 元。公司多次表示业绩低于预期的主要原因是消费税，并希望各位股东也能在这方面给与公司帮助，贵州省政府也会出面协调。消费税问题的解决将会是公司业绩释放的拐点。

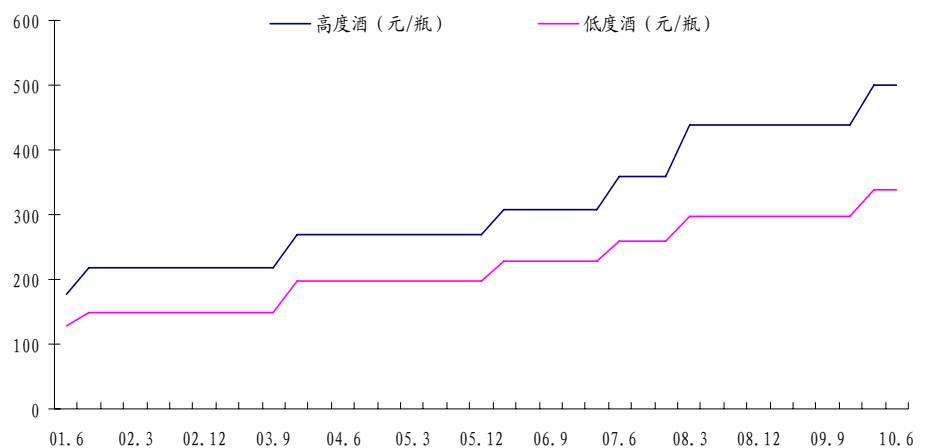
未来经营业绩是否转入低增长？

未来茅台的经营业绩主要取决于三个因素：1) 加强管理，降低成本；2) 增加销量，提高市场份额；3) 直接提高出厂价格。公司领导表示加强管理和降低成本将是公司今后一直坚持走的道路，即精细化管理和流程管理将持续推进；但增加销量是最安全、最稳健的方式，即要增加消费群体，扩大消费量；提高产品价格将是一把双刃剑。

1、价格还有多少提高的空间？

市场销售价格——短期提价非最佳选择。目前人头马、轩尼斯等同档次的洋酒品牌零售价已达到1100-1200元，茅台酒的能否突破1000元呢？公司管理层表示，未来茅台酒的价格一定会超过洋酒，但提高价格是一把双刃剑，零售价过高消费者买不起，太低经销商又没有利润空间，所以需要确定一个合理的价格水平，确保各方利益平衡，并再三强调一定要在保障质量的前提下考虑价格问题。因此，长期来看，茅台酒的终端价格仍有较大的提升空间，但短期来看，管理层的意愿是稳定终端价格，依靠产量增长实现业绩的改善。

Figure 7 茅台酒的涨价历程



资料来源：世纪证券

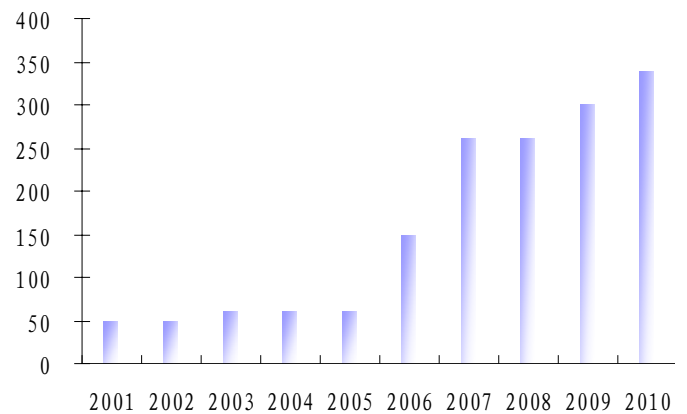
出厂价格——短期有提高的可能。与其他高端白酒相比，茅台的出厂价和终端价格相差339元，终端价超过出厂价67%，远高于五粮液、国窖1573等20-30%的水平，为茅台出厂价提升预留了提价的空间。管理层表示，不缩小两者差价主要原因是：一、在供不应求的情况下，担心出厂价涨，必然导致终端价上涨，从而造成销量的下降。这是公司不愿意看到的；二、茅台的经销商与公司同甘共苦，也曾非常艰苦，公司应该在时机好的时候也让利于经销商。管理层同时表示，公司正在研究如何缩小价差的问题。我们认为，尽管茅台的终端价差远高于竞争对手是其对渠道掌控力强的根本原因，但目前一批指导价与出厂价价差已经达到历史高位，未来在终端价小涨或不涨，出厂价大幅提高是很有可能的。

Figure 8 高端酒终端价与出厂价价差 单位: 元

	出厂价	终端价	差价幅度%
53度茅台	499.00	838.00	67.94
52度五粮液	509.00	658.00	29.27
52度国窖1573	519.00	638.00	22.93
52度水井坊	470.00	608.00	29.36

资料来源: 世纪证券

Figure 9 茅台历史终端价与出厂价价差 单位: 元



资料来源: 世纪证券

2、增加销量被认为是最安全、最稳健的经营策略

根据公司十一万吨建设规划, 即 2006 年-2010 年, 公司每年投资建设 2000 吨酒的生产能力, 即茅台酒一期——五期工程。从 2007 年——2011 年每年新增 2000 吨产能, 预计第一批新增产能在 2011 年开始销售。

Figure 10 茅台酒“十一五”万吨建设项目规划

项目名称	建设期	投资额 (亿)	工程项目	预计新增 收入(亿)	预计新增利润 总额(亿)	预计销售 年份
茅台酒一期 工程	2006.1-12	10.50	新增年制酒产能 2000 吨、酒库 15 栋等	10.20	3.41	2011
茅台酒二期 工程	2007.2-12	8.45	新增年制酒产能 2000 吨、制曲能 力 2200 吨、酒库 15 栋等	10.10	3.30	2012
茅台酒三期 工程	2008.1-12	7.00	新增年制酒产能 2000 吨、制曲能 力 16500 吨等	11.06	4.34	2013
茅台酒四期 工程	2009.1-12	14.60	新增年制酒产能 2000 吨	12.72	5.85	2014
茅台酒五期 工程	2010.1-12	10.06	新增年制酒产能 2000 吨及酒糟 生态处理技改项目	8.57	2.67	2015

资料来源: WIND 资讯; 世纪证券

考虑留存基酒供年份酒的生产以及挥发损耗等, 按照留存 20%, 损耗 5% 的比例来计算, 也即年增 2000 吨酒 5 年后实际增产量大概在 1500 吨左右用作盘勾, 并进一步勾兑成品。预计 10 年茅台酒总出厂量在 1 万吨, 2012 年之后每年将递增 1500 吨左右。同时, 考虑提价、陈年酒结构提升等因素, 预计 2011-2013 年茅台的销售收入年均增长率可达到 25%。

3、加强管理，降低成本——难

产品销售与生产的不同步导致成本费用率增加。公司近年管理费率增长主要有几个方面：1、员工工资性支出，2、公司环境治理、3、投资增加带来的管理费支出。与当年投入当年销售的酒不同，公司的产品要储存五年才能卖，而费用却因生产和存储而提前于销售发生。这些费用具有刚性，短期内难以下降，但费用的发生有利于公司未来经营业绩的提高。预计随着2011年十一五工程项目的投产，费用率过高的现状将得到缓解。

搬迁完成后将每年增加不超过1个亿的成本。09年贵州省省长林树森在茅台召开现场办公会，专门解决茅台镇的环境保护和居民搬迁问题。按照上述精神，茅台镇的搬迁工作分为7个地块，10年主要是解决4号和7号地块，剩下的地块也将在4-5年内逐步搬迁。搬迁后的地块主要用于茅台未来的产能扩建和环境绿化。搬迁的补偿标准较高，超过2000元/平方米（建筑面积），按照谁使用谁出钱的原则进行分担。09年公司上述一期工程已经支付了8个亿，10年还要支付5个亿。上述支出主要将进入资产增加折旧和摊销，部分绿化等将进入当期费用。预计上述搬迁完成后将每年增加不超过1个亿的成本。

我们认为，近年茅台将以小幅放量和以提高出厂价格缩小与终端价格的差价为主，大幅涨价的可能性减小。预计公司近三年的年均增速仍可达到20%以上，但低于06-08年的增速。市场表现已充分体现了公司近年经营业绩放缓的预期。

盈利预测

假设条件：

- 1、2010年茅台实现1万吨茅台酒的销量，11年新建生产线部分产品投产，之后十一五规划建设项目陆续达产，每年新增茅台酒1500吨。
- 2、茅台酒价格稳中有升。
- 3、营业税金及附加/营业收入为14.5%。

预计贵州茅台2010年、2011年和2012年实现每股收益5.48元、7.04元和8.89元，同比增长19.9%、24.4%和26.3%。如果考虑到公司超额预收账款的兑现释放问题，按照近两年的一季度预收账款与销售收入的平均比值69.3%推算，保守估计公司一季度预收账款为30.6亿元中9.5亿元可兑现为销售收入。净利润因此可提高3.98亿元，每股收益可由

5.48元提高至5.90元。

Figure 11 主要产品及价格预测

	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
53度茅台酒					
销量(吨)	6200	6500	7000	7800	8800
销售均价(万元/吨)	75	80	90	99	109
销售收入(百万元)	4650	5200	6328	7756	9626
毛利率(%)	90.80	91.00	92.00	92.00	92.00
年份酒					
销量(吨)	450	550.00	616.00	689.92	758.91
销售均价(万元/吨)	400	480	600	690	828
销售收入(百万元)	1800	2640	3696	4760	6284
毛利率(%)	94.50	94.50	96.00	96.00	96.00
低度茅台					
销量(吨)	2000	2000	2400	2880	3168
销售均价(万元/吨)	53.60	56.50	62.2	68.4	75.2
销售收入(百万元)	1072	1130	1492	1969	2382
毛利率(%)	90.40	91.05	91.50	91.50	91.50
茅台系列酒					
销量(吨)	5300	7000	7000	8000	9000
销售均价(万元/吨)	9.00	10.80	11.88	12.24	12.60
销售收入(百万元)	477.00	756.00	831.60	978.91	1134.31
毛利率(%)	62.44	63.94	64.00	64.00	64.00
总销量(吨)	13950.00	16050.00	17016.00	19369.92	21726.91
销售总收入(百万元)	7999	9726	12347	15465	19426
均毛利率(%)	799.66	950.57	1271.11	1574.52	1917.98

资料来源: WIND 资讯、世纪证券

Figure 12 盈利预测

项目(单位: 百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
一、营业利润					
营业收入	8242	9670	12468	15448	19395
减: 营业成本	800	951	1286	1286	1585
减: 营业税金及附加	682	941	1808	2240	2812
减: 营业费用	532	621	802	994	1248
减: 管理费用	941	1217	1521	1904	2383

减：财务费用	-103	-134	-237	-336	-454
加：投资净收益	0	0	0	0	0
加：其他	0	0	0	0	0
营业利润	5390	6076	7289	9360	11821
二、利润总额					
加：营业外收入	6	6	6	6	6
减：营业外支出	11	1	5	3	4
加：其他	0	0	0	0	0
利润总额	5385	6081	7290	9363	11824
三、净利润					
减：所得税	1385	1528	1832	2352	2971
加：未确认的投资损失	0	0	0	0	0
加：其他	0	0	0	0	0
净利润	4001	4553	5459	7011	8853
四、归属于母公司所有者净利润					
减：少数股东损益	201	240	288	370	468
加：其他	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	3799	4312	5170	6640	8386
五、股利分配					
总股本	944	944	944	944	944
EPS(摊薄、元)	4.03	4.57	5.48	7.04	8.89

资料来源：WIND 资讯、世纪证券

风险因素分析

- 1、公司的产量低于预期。
- 2、茅台酒的价格涨幅低于预期。

估值及投资评级

公司目前的估值水平处于合理范围。预计贵州茅台 2010 年和 2011 年的每股收益为 5.48 元和 7.04 元，对应的市盈率为 24.6 倍和 19.2 倍，与同行业可比公司的股值水平相当（10 年 24.12 倍、11 年 19.9 倍）。公司近两年的 PE 水平在 19.08 倍和 38.16 倍之间，目前估值水平也处于中低水平。从与沪深 300 指数的对比来看，目前贵州茅台 PE/沪深 300PE 的比值高于 09 年下半年，与 09 年上半年相当，但明显低于 07 年、08 年的水平，显示贵州茅台目前的市盈率水平并不算高。

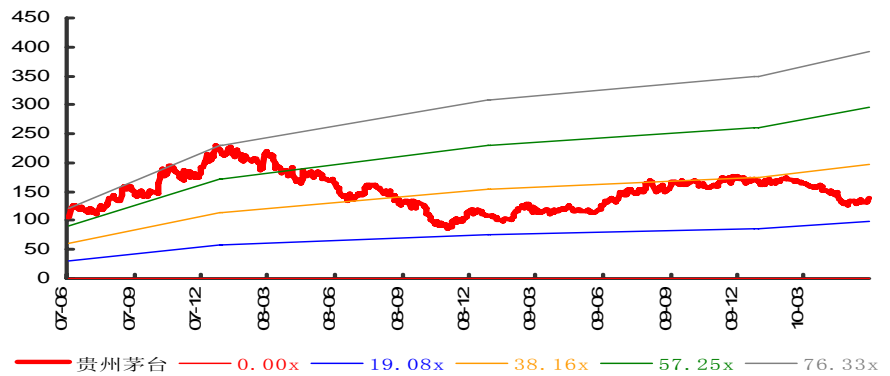
给予公司“买入”的投资评级。尽管公司难以维持 06-08 年 30-50% 的高增长，但这些不利因素已被市场消化，且今年有释放业绩的动力和压力。公司目前在为未来的长期发展打基础，从长期来看，经营业绩仍可维持 20% 的增长。

Figure 13 可比公司估值比较

代码	公司	EPS (元)		PE (倍)		股价 (元)
		2010 年	2011 年	2010 年	2011 年	
000858	五粮液	1.25	1.56	20.10	16.10	25.12
000568	泸州老窖	1.43	1.75	20.43	16.69	29.21
600779	水井坊	0.83	0.88	25.60	24.15	21.25
600809	山西汾酒	1.41	1.90	30.35	22.53	42.80
平均		1.23	1.52	24.12	19.87	29.60
600519	贵州茅台	5.48	7.04			

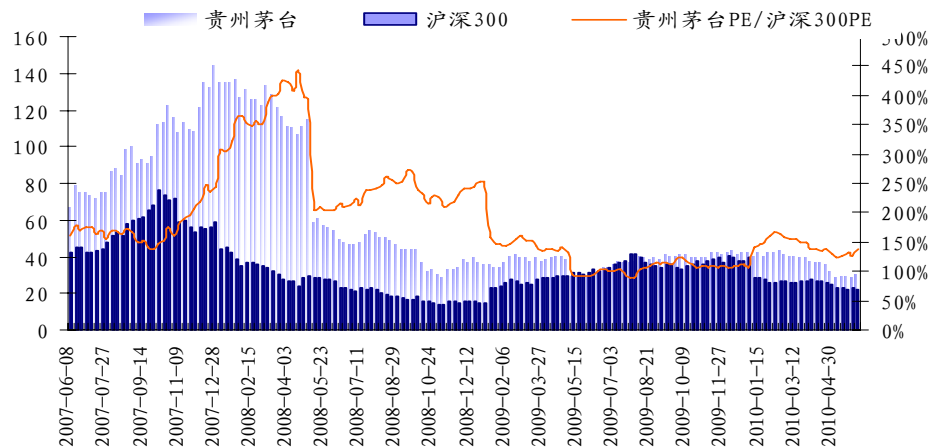
资料来源：WIND 资讯、世纪证券

Figure 14 贵州茅台近三年 PE-Bands



资料来源：WIND 资讯、世纪证券

Figure 15 贵州茅台与沪深 300 的估值比较



资料来源：WIND 资讯、世纪证券

世纪证券投资评级标准:

股票投资评级

买入: 相对沪深 300 指数涨幅 20%以上;

增持: 相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间;

中性: 相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间;

卖出: 相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

行业投资评级

强于大市: 相对沪深 300 指数涨幅 10%以上;

中性: 相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间;

弱于大市: 相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

本报告中的信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归世纪证券所有。

The report is based on public information. Whilst every effort has been made to ensure the accuracy of the information in this report, neither the CSCO nor the authors can guarantee such accuracy and completeness or reliability of the information contained herein. Furthermore, it is published solely for reference purposes and is not to be construed as a solicitation or an offer to buy or sell securities or related financial instruments. The CSCO and its employees do not accept responsibility for any losses or damages arising directly, or indirectly, from the use of this report. CSCO or its correlated institutions may hold and trade securities issued by the corporations mentioned in this report, and provide or try to provide investment banking services for those corporations as well. All rights reserved by CSCO.