

白酒

署名人: 张镭

S0960209060260

0755-82026705

zhanglei@cjis.cn

参与人: 柯海东

S0960110080062

kehaidong@cjis.cn

0755-82026712

12个月目标价: 300.00元

当前股价: 191.15元

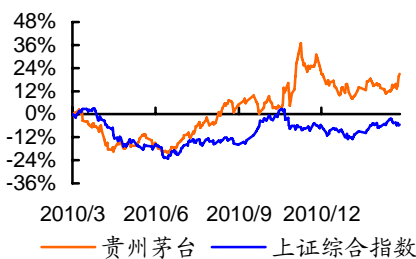
评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	2906.89
总股本(百万)	944
流通股本(百万)	944
流通市值(亿)	1804
EPS (TTM)	4.98
每股净资产(元)	19.65
资产负债率	27.5%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
贵州茅台	5.04	-6.49	18.13
上证综合指数	0.24	0.45	11.86



相关报告

《贵州茅台-量价齐升助力茅台市值看至3000亿元》2011-3-10

贵州茅台

600519

强烈推荐

期待“十二五”的开局之年

——2010年年报点评

3月20日, 贵州茅台公布2010年年报: 2010年营业收入116.33亿元, 增长20.30%; 净利润为50.51亿元, 增长17.13%, 实现EPS 5.35元, 略低于市场5.55元的一致预期3.60%, 也略低于我们5.58元的预期。但在贵州省政府“更快更好”地发展的要求下, 2011年作为“十二五”的开局之年将有望成为茅台量价齐升发展的新起点, 结合茅台酒终端价自2009年中期以来在投资性需求(经销商、消费者囤酒行为)推动下飙涨, 公司有放量、进一步提高出厂价(提高经销商囤货成本)来平抑终端价过快增速的考虑, 公司业绩有望重归高增长的路径, 我们维持“强烈推荐”的评级。

投资要点:

- **营业收入增速低, 预收帐款创新高, 为公司今年实现“十二五”良好开局作了铺垫。** 2010年公司主营收入为116.33亿元, 同比增长20.30%, 考虑到贡献收入比重在84.58%的高度茅台酒在2010年年初出厂价提高14%+, 可见报表上几乎没有体现出销量的增长, 与茅台酒在终端的紧俏程度形成强烈反差。公司预收帐款增至47.39亿元, 同比增速达34.76%, 为史上最高, 预收帐款/营业收入(2010年第4季度)达2.06, 远高于过去6年0.69的平均水平, 公司再通过预收帐款“储蓄”业绩的动力在减少。在贵州省政府“更快更好”地发展的要求下, 2010年的低基数为公司实现“十二五”良好开局作了铺垫。
- **随着大幅提价, 毛利率仍将持续提升。** 2010年公司主营成本为10.53亿元, 同比增长10.76%, 低于营业收入增长, 使得全年毛利率为90.95%, 比2009年提高了0.78%, 预计随着今年1月1日出厂价的大幅提高, 公司毛利率仍将持续提升。
- **消费税税制改革影响了公司的净利润增速, 但该影响将不会持续。** 2010年营业税金及附加达15.77亿元, 同比增长67.68%, 营业税金及附加/营业收入达13.56%, 远高于2009年9.73%的水平, 说明了2009年8月份起消费税改革是使公司净利润增速低于收入增速的主要原因, 随着政策的稳定, 该影响效应将不会持续。
- **费用控制能力明显提高。** 公司三项费用率为15.87%, 创下了近5年来的新低。其中, 营业费用率从5年前的11.93%降至2010年的5.82%, 显示了公司品牌力在不断提升, 但随着今后整个行业竞争趋烈, 预计再下降的空间不大; 管理费用为13.46亿元, 同比增长10.59%, 管理费用率为11.57%, 较2009年有所下降, 但仍仍有下降空间。占管理费用达47%的公司经费(含工资性支出、差旅费、办公费)增幅为0, 扭转了上年大幅攀升的不利局面, 反映了公司费用控制能力明显提高。

主要财务指标

单位: 百万元	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	11633	16551	20405	24511
同比(%)	20%	42%	23%	20%
归属母公司净利润(百万元)	5340	7730	9621	11636
同比(%)	17%	45%	24%	21%
毛利率(%)	90.9%	92.4%	92.8%	93.2%
ROE(%)	27.5%	28.4%	28.7%	28.1%
每股收益(元)	5.35	7.05	8.77	10.61
P/E	32.63	22.52	18.10	14.96
P/B	8.96	6.39	5.19	4.21
EV/EBITDA	19	13	10	9

资料来源: 中投证券研究所

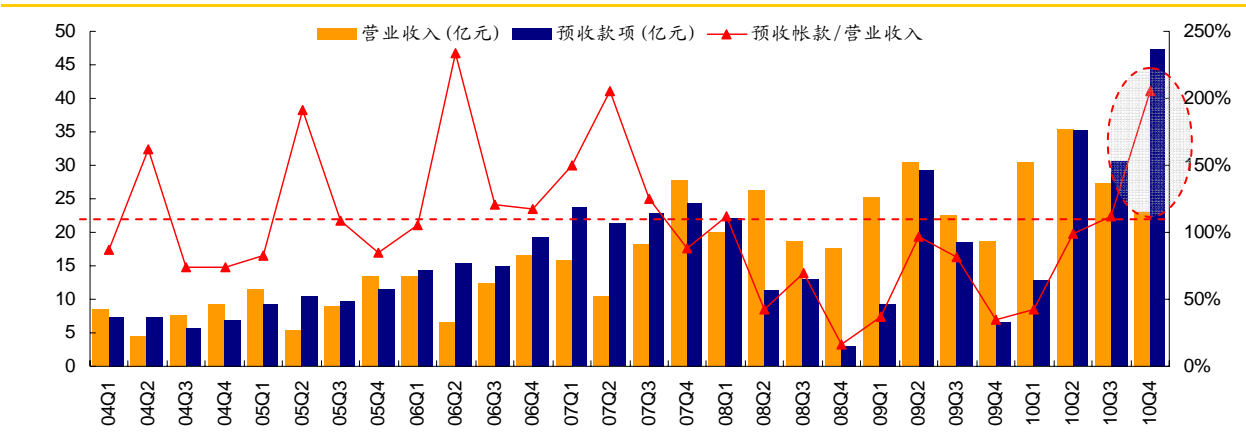
- **整体经营质量良好。**公司每股经营活动产生的现金流量净额达 6.57 元，增速达 46.82%，远高于净利润增速，也比 5.35 元的 EPS 高出 22.77%。反映了公司整体经营质量良好。
- **分红额大为提高，体现出公司作为“现金牛”的强大吸引力。**2010 年度公司拟分配 22.65 亿元，每 10 股派红利 23.00 元，送 1 股红股。公司分红比例从过去的 30%-提高到了 43%，体现出了“现金牛”的强大吸引力。即便分红之后，公司还有近百亿现金，不影响公司产能的持续扩张。
- **自今年起的“十二五”将成为茅台量价齐升发展的新阶段。**在贵州省政府提出“更好更快”地发展产业经济的大背景下，随着 2010 年新管理层上任，公司有强烈的恢复到高成长路径的动机，制定了今后五年收入复合增速 17.4%，产量复合增速 12.5%的发展目标，有望进入量价齐升发展的新阶段。
- **投资性需求推动茅台酒终端价飙涨，通过放量、提高出厂价平抑终端价过快增速是公司最佳的战略措施。**2009 年中期起在新增投资性需求（包括经销商、消费者囤酒行为）的推动下，茅台酒终端价增速一改过去 10 年与城镇居民月均可支配收入增速基本同步的规律，达 60%+，目前终端价与出厂价价差比例已达 123%，为史上最高，公司已通过限购限价来平抑消费者投资性需求，未来通过放量、提高出厂价（提高经销商囤货成本）来平抑经销商投资性需求是公司最佳的战略措施。
- **“十一五”产能扩张为明后 5 年放量打下基础，“十二五”产能继续扩张将保障公司持续发展。**由于 5 年的生产周期，公司在“十一五”期间每年新增的 2000 吨产量将在 2012 年左右释放，2010 年公司存货为 55.74 亿元，同比增长 32.96%，延续了从 2008 年起的高增长，我们估算在 2012 年—2016 年间，普通高度茅台酒销量增速有望提高到 12%+，为量价齐升打下坚实的基础。公司制定的“十二五”产能规划到 2015 年达到 40000 吨，较当前产能几近翻番增长，将保障长期持续发展。
- **团购+专卖店发展空间仍很大，为放量打下坚实基础。**截至 2011 年 2 月份，公司在全国共有专卖店 929 家，特约经销商 296 家，分别比 2009 年末增长了 10%、35%，合计共 1225 家，领先于五粮液的 872 家。若按照公司每个县级行政区至少有一家专卖店的规划，我国目前有 2860 个县级行政区，则茅台专卖店及特约经销商数量仍有翻两番的空间。
- **维持强烈推荐的投资评级。**根据公司分配方案，我们微调了公司的盈利预测，预测公司 11、12、13 年实现 EPS7.05、8.77、10.61 元，维持未来 12 个月 3000 亿的目标市值，给予“强烈推荐”的投资评级。
- **风险提示：**政务消费受限制、经济下行、业绩释放进程

表 1 贵州茅台的季度关键财务数据

单位(百万元)	2008-1Q	2008-2Q	2008-3Q	2008-4Q	2009-1Q	2009-2Q	2009-3Q	2009-4Q	2010-1Q	2010-2Q	2010-3Q	2010-4Q
预收账款	1299	294	936	2936	1843	656	1292	3516	3062	1968	3262	4739
预收款 yoy(%)	-43%	-88%	-58%	161%	42%	123%	38%	20%	66%	200%	152%	35%
营业收入	1993.50	2626.22	1866.80	1755.17	2512.54	3033.47	2261.20	1862.80	3039.91	3547.36	2740.31	2305.71
收入 yoy(%)	31%	184%	0%	74%	-19%	99%	63%	-27%	79%	4%	21%	24%
毛利率	90%	91%	91%	89%	90%	91%	91%	89%	90%	92%	91%	90%
营业税金率(%)	12%	10%	13%	13%	13%	12%	15%	13%	14%	12%	16%	17%
营业费用率(%)	12%	4%	6%	4%	7%	4%	5%	10%	5%	5%	6%	8%
管理费用	168.45	201.26	166.37	405.10	222.53	241.38	269.24	484.01	309.69	251.17	290.35	494.80
归属于母公司所												
有者净利润	873.35	1,366.21	905.20	654.72	1,217.01	1,573.27	996.67	525.49	1,265.66	1,834.09	1,074.42	877.02
存货净额	2388.25	2443.47	2588.11	3114.57	3222.97	3256.22	3405.33	4192.25	4350.96	4495.33	4791.43	5574.13
存货 yoy(%)	19%	15%	23%	35%	35%	33%	32%	35%	35%	38%	41%	33%

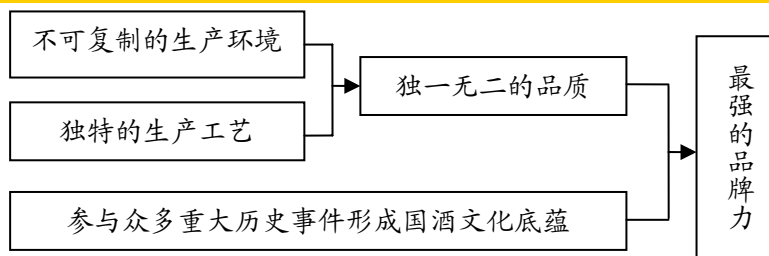
资料来源：公司公告、中投证券研究所

图 1 公司预收帐款/营业收入的情况



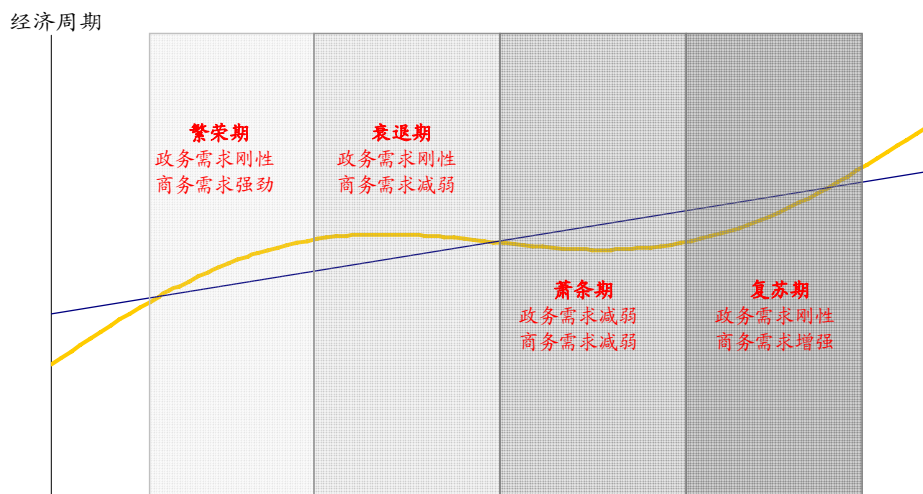
资料来源：公司公告、中投证券研究所

图 2 贵州茅台品牌力来源



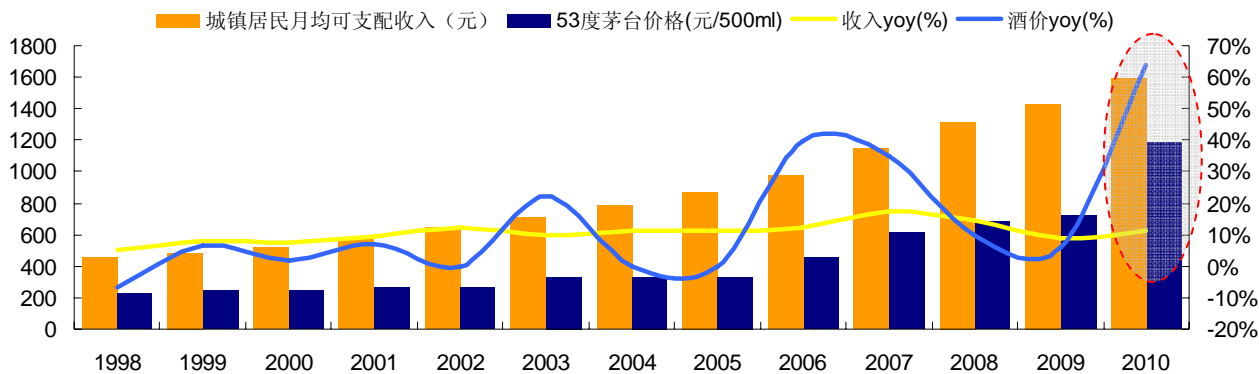
资料来源：中投证券研究所

图 3 理论上宏观经济波动与高档酒需求变化情况



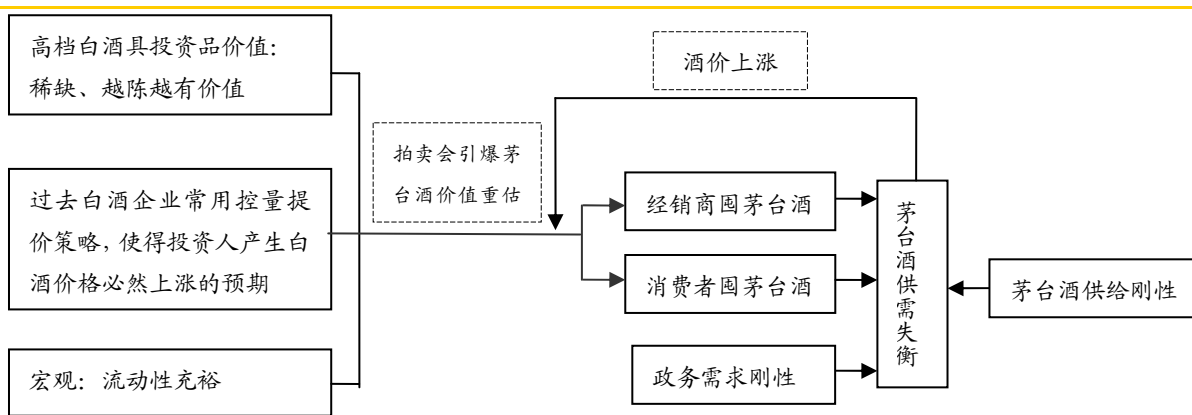
资料来源：中投证券研究所

图 4 普通 53 度茅台酒价格与城镇居民月均可支配收入的变化趋势



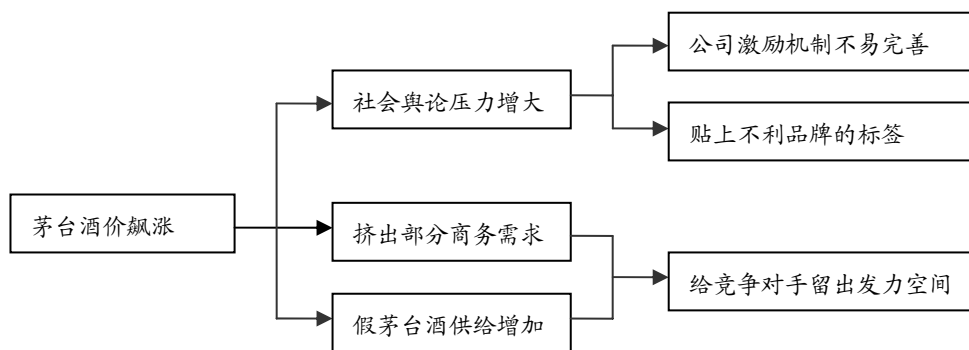
资料来源：中投证券研究所搜集整理

图 5 普通 53 度茅台酒终端价飙升分析逻辑



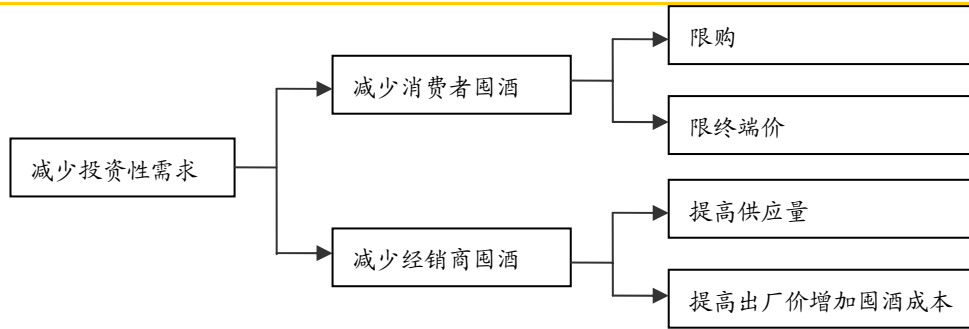
资料来源：中投证券研究所

图 6 普通 53 度茅台酒终端价飙升存在的风险



资料来源：中投证券研究所

图 7 减少投资性需求的措施



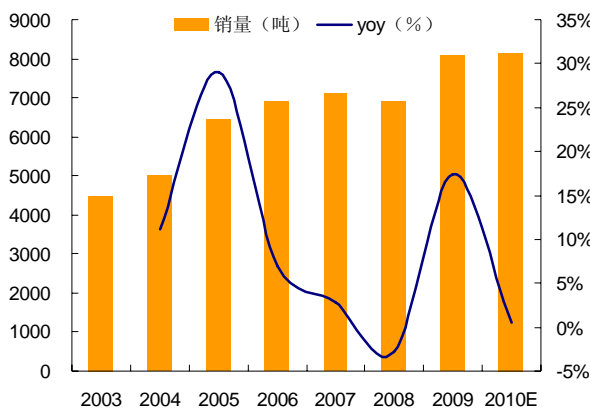
资料来源：中投证券研究所

表 2 贵州茅台产品结构及品牌发展战略

产品定位	产品	贡献收入比重	终端价 (元/500ml)	发展战略
超高档酒	茅台年份酒	30%	8000+	打造成顶级奢侈品
高档酒	普通 53 度茅台酒 (普通高度茅台)	60%	1380	量价齐升
中低档酒	茅台系列酒: 水立方、灿烂人生	10%-	500 ~ 600	放量抢占市场
	茅台系列酒: 王子酒、迎宾酒		180-	

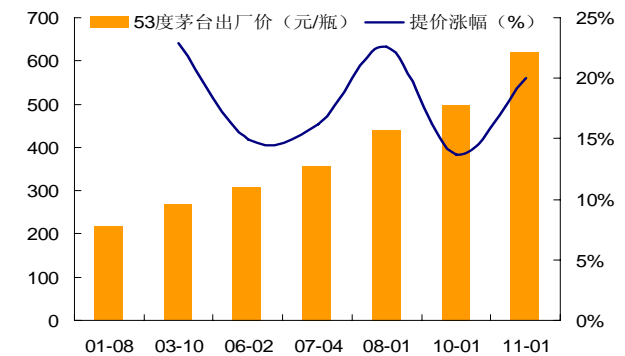
资料来源：中投证券研究所搜集整理

图 8 普通 53 度茅台销量情况



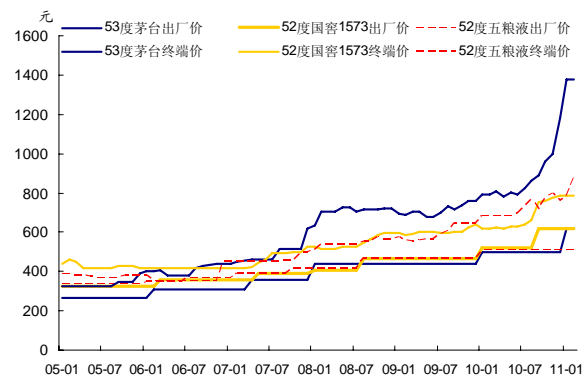
资料来源：公司公告、中投证券研究所搜集整理

图 9 普通 53 度茅台出厂价提价情况



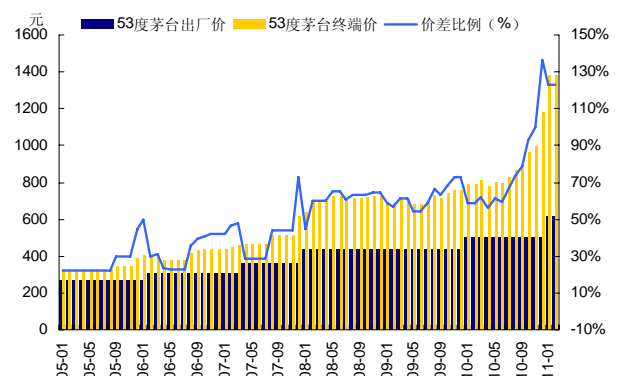
资料来源：公司公告、中投证券研究所搜集整理

图 10 高档酒终端价与出厂价价差情况



资料来源：中投证券研究所搜集整理

图 11 普通 53 度茅台酒终端价与出厂价价差



资料来源：中投证券研究所搜集整理

表 3 高档酒出厂价与终端价价差 (元/瓶)

	出厂价	终端价	价差幅度
普通 53 度茅台	619	1380	123%
52 度国窖 1573	619	938	52%
52 度五粮液	509	889	75%
52 度水井坊	438	658	50%

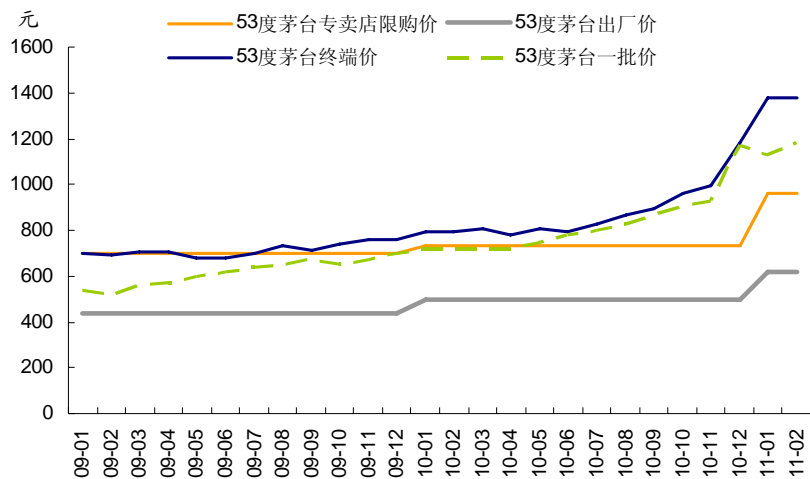
资料来源：中投证券研究所搜集整理

表 4 平抑茅台酒价飙升的措施

政策执行层面	措施	中投证券点评
公司层面	<p>在 2011 年初，53 度茅台酒终端限价为 959 元，派出 10 个工作组检查全国销售情况，公布了违反限价令的惩罚措施：在茅台省区市场，如发现价格违规现象，将处罚所在片区大区经理和经销商每次 2000 元，副经理、营销员等也依次给予处罚；对擅自更改价格体系，放任价格违规的，相关责任人调离销售公司，撤销职务。</p> <p>对违反经营管理规定，如对月度销售计划、销售发票、销售收据、销售记录存根不齐全不详实的经销商，立即停止合同计划，扣减保证金 50%；对拒不配合市场检查的经销商，立即停止合同计划，扣减保证金 50%，并扣减茅台酒年度合作计划 20%。此外，如经销商两次价格违规，或两次跨区域销售，则坚决取缔合同。</p> <p>每瓶酒都有唯一身份识别条码，通过这一条码就可以追踪供货渠道。</p>	有利于打击经销商层面的涨价行为，措施严厉，但持续执行难度较大
经销商层面	<p>在全国多个城市，部分茅台酒专卖店纷纷实行限购：有的规定只有年满 18 周岁的消费者，凭身份才能每次购买一瓶，每周购买两瓶；有的则规定每个顾客最多一次只能购买两瓶，还要凭身份证购买。</p>	有利于打击消费者层面的投资性需求

资料来源：中投证券研究所搜集整理

图 12 普通 53 度茅台酒的专卖店限购价



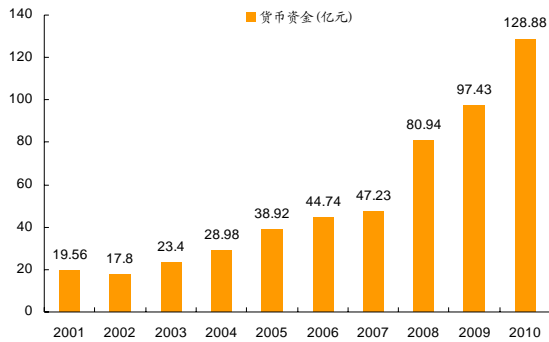
资料来源：中投证券研究所搜集整理

表 5 白酒吨酒产能扩张所需投资及建设时间

	酱香型	浓香型	清香型
吨酒产能扩张所需投资(万元)	26	8	2
建设时间(年)	1	2	1

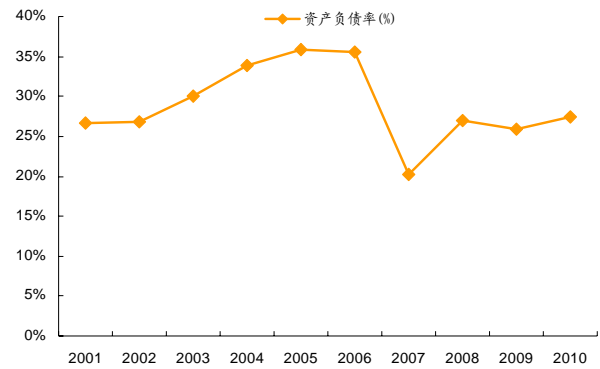
资料来源: 公司公告, 中投证券研究所搜集整理

图 13 贵州茅台账面有高额现金



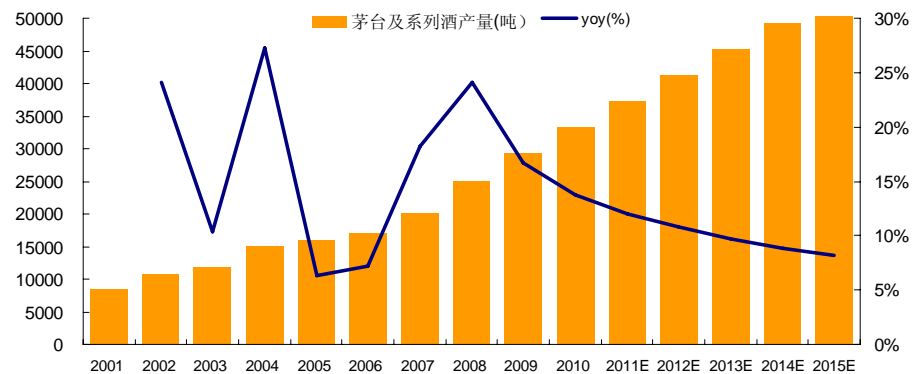
资料来源: 公司公告, 中投证券研究所

图 14 贵州茅台资产负债率很低



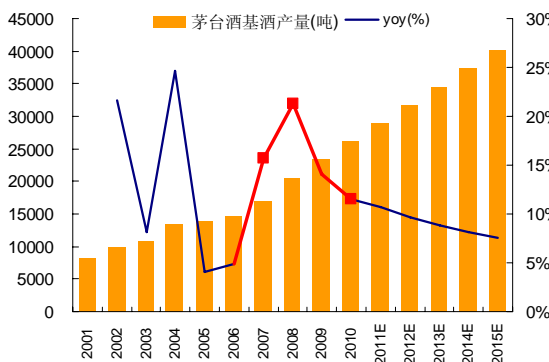
资料来源: 公司公告, 中投证券研究所

图 15 茅台及系列酒产量情况



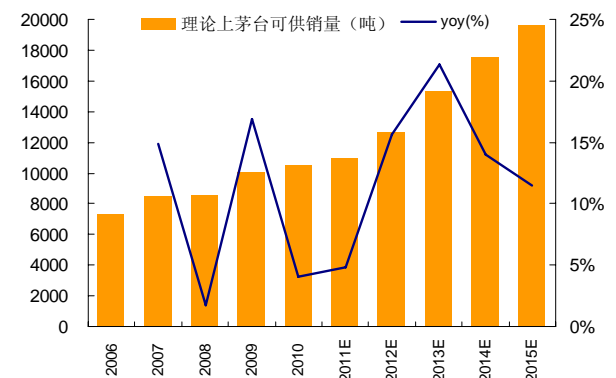
资料来源: 公司公告, 中投证券研究所

图 16 茅台酒基酒产量预测情况



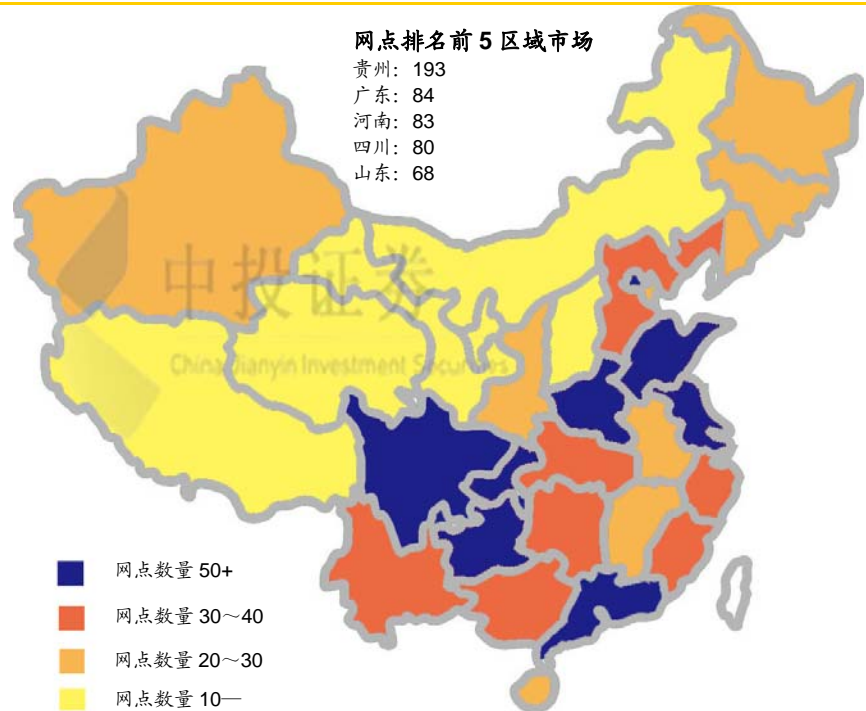
资料来源: 公司公告, 中投证券研究所

图 17 茅台酒理论销量预测情况



资料来源: 中投证券研究所

图 18 贵州茅台专卖店及特约经销商网点覆盖范围



资料来源: 公司主页、中投证券研究所

表 6 盈利预测关键假设表

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
普通 53 度茅台						
销量 (吨)	6900.00	8040.00	8137.00	9330.00	10630.00	11930.00
yoy (%)	-2.82%	16.52%	1.21%	14.66%	13.93%	12.23%
吨酒收入 (万/吨)	78.45	78.45	91.27	113.22	126.10	137.51
yoy (%)	25.12%	0.00%	16.34%	24.05%	11.37%	9.05%
收入 (百万)	5413.10	6307.43	7426.65	10563.31	13403.94	16404.79
yoy (%)	21.59%	16.52%	17.74%	42.24%	26.89%	22.39%
毛利率 (%)	91.55%	91.77%	91.83%	92.88%	93.45%	93.85%
低度茅台						
销量 (吨)	1650.00	1630.00	1345.00	1545.00	1745.00	1945.00
yoy (%)	-13.16%	-1.21%	-17.48%	14.87%	12.94%	11.46%
吨酒收入 (万/吨)	65.11	62.17	75.11	92.89	98.76	105.42
yoy (%)	17.84%	-4.51%	20.82%	23.67%	6.32%	6.75%
收入 (百万)	1074.25	1013.36	1010.24	1435.13	1723.28	2050.46
yoy (%)	2.33%	-5.67%	-0.31%	42.06%	20.08%	18.99%
毛利率 (%)	90.41%	89.87%	91.04%	92.43%	92.58%	92.76%
年份酒						
销量 (吨)	420.00	524.00	536.00	620.00	670.00	720.00
yoy (%)	-12.50%	24.76%	2.29%	15.67%	8.06%	7.46%
吨酒收入 (万/吨)	304.76	304.76	450.00	600.00	650.00	700.00
yoy (%)	21.90%	0.00%	47.66%	33.33%	8.33%	7.69%

收入 (百万)	1280.00	1596.94	2412.00	3720.00	4355.00	5040.00
yoy (%)	6.67%	24.76%	51.04%	54.23%	17.07%	15.73%
毛利率 (%)	95.23%	95.87%	96.87%	97.57%	97.68%	97.77%
茅台酒合计						
销量合计 (吨)	8550.00	9670.00	9482.00	10875.00	12375.00	13875.00
yoy (%)	-5.00%	13.10%	-1.94%	14.69%	13.79%	12.12%

资料来源: 中投证券研究所

投资评级定义

公司评级

- 强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%
中性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在±10%以内
回避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

- 看好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

研究团队简介

张镭: 中投证券研究所首席行业分析师。

柯海东: 中投证券研究所食品饮料行业分析师, 中山大学财务与投资学硕士, 华中科技大学工业设计工学学士, 武汉大学营销管理双学士。

蒋鑫: 中投证券研究所食品饮料行业分析师, 南开大学经济学硕士, 天津大学信息工程工学学士。

免责声明

本报告由中国建银投资证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经事先书面同意, 本报告不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

深圳

深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼
邮编: 518000
传真: (0755) 82026711

北京

北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层
邮编: 100032
传真: (010) 63222939

上海

上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼
邮编: 200041
传真: (021) 62171434