

2011年5月30日

# 贵州茅台

## 新规划新态度，撼？捍！新价格

**A**
**买入**

600519.SS - 人民币 193.74

目标价格: 人民币 220.00(↑210.0)

刘都\*

(8621) 2032 8510

du.liu@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300207110254

### 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(%)	5	7	8	47
相对新华富时A50指数(%)	7	14	11	49

资料来源: 彭博及中银国际研究

### 重要数据

发行股数(百万)	944
流通股(%)	36
流通股市值(人民币 百万)	65,841
3个月日均交易额(人民币 百万)	584
净负债率(%)	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

\*苏绒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**

1 季度贵州茅台的收入和净利润增速分别为 38.84%和 48.85%，收入和净利润确认较为积极，1 季度末预收账款余额同比及环比仍大幅增长，业绩释放基础牢固。公司 2011 年度财务预算和“十二五”规划反映出发展思路，至少在业绩释放角度，同以往发生重大变化，基本面无忧的前提下，“态度决定一切”。我们调高目标价至 220.00 元，维持买入评级。

### 支撑评级的要点

- 地方政府对白酒产业重视度提高，贵州省给予茅台的支持力度空前，对其发展也提出更高要求。
- “十二五”规划目标较年报披露版本大幅提升，公司“十二五”规划思路符合贵州省“十二五”规划的指导思想。
- 公司 2011 年财务预算计划实现主营收入增长 45%，为历年之最，预计有望为 2011 年一线白酒当中最高。
- 2011 年销售费用率和管理费用率均继续下降。
- 公司盈利能力强，增长确定性高，在弱市背景下值得重点关注。

### 评级面临的风险

- 产能释放节奏不及预期的风险。
- 白酒行业税收进一步调整的风险。

### 估值

- 调高 2011-2012 年每股收益至 8.11 元、10.73 元，对应调高目标价由 210.00 元至 220.00 元，维持买入评级。

### 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)	9,670	11,633	16,480	21,267	25,978
变动(%)	17.3	20.3	41.7	29.0	22.2
净利润(人民币 百万)	4,312	5,051	7,654	10,128	12,608
全面摊薄每股收益(人民币)	4.57	5.35	8.11	10.73	13.36
变动(%)	13.5	17.1	51.5	32.3	24.5
先前预测每股收益(人民币)	-	-	7.33	9.48	11.75
调整幅度(%)	-	-	10.6	13.2	13.7
市盈率(倍)	42.4	36.2	23.9	18.1	14.5
每股现金流量(人民币)	4.48	6.57	13.52	19.52	23.81
价格/每股现金流量(倍)	43.3	29.5	14.3	9.9	8.1
企业价值/息税折旧前利润(倍)	28.2	23.4	15.1	10.6	7.7
净资产收益率(%)	29.4	27.2	32.8	34.1	33.6
每股股息(人民币)	1.19	2.30	3.39	4.47	5.55
股息率(%)	0.61	1.19	1.75	2.31	2.86

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

我们对公司 2011 年 1 季度业绩的总体评价为“收入和利润确认较为积极”。2011 年 1-3 月份，贵州茅台实现销售收入 42.21 亿元，同比增长 38.84%；实现营业利润 26.52 亿元，同比增长 47.71%；实现归属上市公司股东净利润 18.84 亿元，同比增长 48.85%。

结合一季报以及公司新公布的“十二五”规划目标和 2011 年财务预算，公司整体思路保持了前后一致，未来加快发展、合理释放业绩的动力明显增强。在高端酒消费规模整体趋于提升、公司品牌地位稳固、产能产量稳步增长、政府重点扶持的背景下，基本面无忧，而是“态度决定一切”。

### **规划：“十二五”期间，收入年均增速 24%**

公司 2010 年年报披露，公司计划至 2015 年实现 260 亿元（含税）收入规模，公司最新披露“十二五”末收入目标是 400 亿元（含税），目标提升幅度高达 54%。新规划下年均收入增速为 24%，较调整前规划年均增速提高约 6 个百分点。

支撑“十二五”规划目标的是：1) “十一五”期间万吨茅台项目实施效果良好，目前已进入产品上市期；2) 茅台作为极度稀缺的超高端产品，终端售价节节攀升，出厂价同终端价价差空前，存在稳步持续提价空间；3) 产品结构调整，例如系列酒当中重点推进高端“汉酱”产品，终端售价预计在 600 元以上。

### **预算：2011 年收入增 45%，利润增速更快**

公司新近披露 2011 年财务预算：计划 2011 年主营收入同比增长 45%，营业成本增长 35%，销售费用和管理费用较上年增长 25%。

遵循量价齐升基本前提，公司收入增速显著高于成本以及费用增速，结合财务预算框架，预计净利润增速可达 50%。

## 动力：家底日丰+政府推动

2010年10月，中共贵州省委关于制定贵州省国民经济和社会发展第十二个五年规划的建议中即已明确：把加速发展、加快转型、推动跨越的主基调贯穿于“十二五”**全过程**，落实到实施“十二五”规划的全领域。努力实现经济社会又好又快，更好更快发展，加速发展，就是要创造条件，奋力拼搏，使贵州经济发展速度在一个较长时期内高于以往历史时期、高于西部地区同期水平、高于全国平均水平。

建议还提到继续壮大电力、烟酒、装备制造、民族医药等支柱产业，发挥“贵烟”和“茅台”的名牌优势，大力实施品牌带动战略。

2010年贵州省GDP为4,593亿元，以茅台集团150亿元营收计，占比超过3%，上缴利税占全省比重更高。在“全过程”和“全领域”加速和跨越的指导方针下，对于受到点名的茅台而言，那就是“十二五”期间**持续的高速增长**。

贵州省政府于2011年初公布《省政府2011年50项重点工作任务分解落实方案》，将“做大做强特色优势产业，加快以茅台酒为龙头的优质白酒基地建设”列入其中。

我们有理由相信，政府在加大对贵州茅台的扶持力度的同时，对公司的发展也提出了更高要求，推动茅台态度转变。

支持茅台可持续快速增长的是丰富的存酒和极强的投资能力。公司现有存酒约计10万吨，“十一五”万吨茅台项目为“十二五”年均10%-15%的供给增长打下基础。公司账面资金充裕，能够全面实施技改、厂区扩建以及新建厂区，进而实现“十二五”末4万吨产能和2020年5万吨产能目标。

## 估值：调高目标价

我们上调2011-2013年盈利预测为8.11元、10.73元和13.36元，相应调高目标价至220.00元，对应2011-12年27.1倍和20.5倍市盈率，维持**买入**评级。

**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	16,480	21,267	25,978
销售成本	(951)	(1,053)	(1,346)	(1,462)	(1,599)
经营费用	(2,777)	(3,596)	(4,638)	(5,995)	(7,283)
<b>息税折旧前利润</b>	<b>6,149</b>	<b>7,270</b>	<b>10,774</b>	<b>14,184</b>	<b>17,562</b>
折旧及摊销	(208)	(286)	(277)	(374)	(467)
<b>经营利润 (息税前利润)</b>	<b>5,942</b>	<b>6,984</b>	<b>10,497</b>	<b>13,810</b>	<b>17,095</b>
净利息收入(费用)	134	177	170	248	353
其他收益/(损失)	5	2	0	0	0
<b>税前利润</b>	<b>6,081</b>	<b>7,162</b>	<b>10,666</b>	<b>14,058</b>	<b>17,448</b>
所得税	(1,528)	(1,823)	(2,667)	(3,514)	(4,362)
少数股东权益	(240)	(289)	(346)	(416)	(478)
<b>净利润</b>	<b>4,312</b>	<b>5,051</b>	<b>7,654</b>	<b>10,128</b>	<b>12,608</b>
<b>核心净利润</b>	<b>4,312</b>	<b>5,051</b>	<b>7,654</b>	<b>10,128</b>	<b>12,608</b>
每股收益(人民币)	4.57	5.35	8.11	10.73	13.36
核心每股收益(人民币)	4.57	5.35	8.11	10.73	13.36
每股股息(人民币)	1.19	2.30	3.39	4.47	5.55
收入增长(%)	17.33	20.30	41.66	29.04	22.15
息税前利润增长(%)	12.37	17.54	50.29	31.56	23.79
息税折旧前利润增长(%)	12.78	18.22	48.20	31.65	23.82
每股收益增长(%)	13.50	17.13	51.52	32.33	24.50
核心每股收益增长(%)	13.50	17.13	51.52	32.33	24.50

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	9,743	12,888	20,530	32,897	48,603
应收帐款	402	206	692	893	1,091
库存	4,192	5,574	8,746	9,501	10,395
其他流动资产	1,318	1,632	2,443	2,737	3,065
<b>流动资产总计</b>	<b>15,656</b>	<b>20,300</b>	<b>32,411</b>	<b>46,028</b>	<b>63,154</b>
固定资产	3,169	4,192	5,019	7,547	8,012
无形资产	466	452	437	422	407
其他长期资产	480	643	1,744	1,048	2,097
<b>长期资产总计</b>	<b>4,114</b>	<b>5,287</b>	<b>7,201</b>	<b>9,017</b>	<b>10,516</b>
<b>总资产</b>	<b>19,770</b>	<b>25,588</b>	<b>39,612</b>	<b>55,045</b>	<b>73,670</b>
应付帐款	139	232	135	146	160
短期债务	0	0	0	0	0
其他流动负债	4,969	6,796	16,009	24,993	35,654
<b>流动负债总计</b>	<b>5,108</b>	<b>7,028</b>	<b>16,143</b>	<b>25,139</b>	<b>35,814</b>
长期借款	0	0	110	220	319
其他长期负债	10	10	10	10	10
股本	944	944	944	944	944
储备	13,522	17,455	21,909	27,819	35,193
<b>股东权益</b>	<b>14,466</b>	<b>18,399</b>	<b>22,852</b>	<b>28,763</b>	<b>36,137</b>
少数股东权益	186	151	497	912	1,390
<b>总负债及权益</b>	<b>19,770</b>	<b>25,588</b>	<b>39,612</b>	<b>55,045</b>	<b>73,670</b>
每股帐面价值(人民币)	15.33	19.49	24.21	30.48	38.29
每股有形资产(人民币)	14.83	19.02	23.75	30.03	37.86
每股净负债/(现金)(人民币)	(10.32)	(13.66)	(21.64)	(34.62)	(51.16)

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	6,081	7,162	10,666	14,058	17,448
折旧与摊销	208	286	277	374	467
净利息费用	(0)	(0)	(170)	(248)	(353)
运营资本变动	3,415	4,645	12,111	13,616	17,126
税金	(1,528)	(1,823)	(2,667)	(3,514)	(4,362)
其他经营现金流	(3,951)	(4,068)	(7,457)	(5,859)	(7,858)
<b>经营活动产生的现金流</b>	<b>4,224</b>	<b>6,201</b>	<b>12,762</b>	<b>18,427</b>	<b>22,468</b>
购买固定资产净值	(1,357)	(1,732)	(2,200)	(2,200)	(1,980)
投资减少/增加	17	25	0	0	0
其他投资现金流	0	(57)	0	0	0
<b>投资活动产生的现金流</b>	<b>(1,340)</b>	<b>(1,763)</b>	<b>(2,200)</b>	<b>(2,200)</b>	<b>(1,980)</b>
净增资产	0	0	0	0	0
净增债务	0	0	110	110	99
支付股息	(1,118)	(2,171)	(3,200)	(4,217)	(5,235)
其他融资现金流	(117)	878	170	248	353
<b>融资活动产生的现金流</b>	<b>(1,235)</b>	<b>(1,293)</b>	<b>(2,920)</b>	<b>(3,860)</b>	<b>(4,782)</b>
现金变动	1,649	3,145	7,641	12,367	15,706
期初现金	8,094	9,743	12,888	20,530	32,897
公司自由现金流	2,884	4,438	10,562	16,227	20,488
权益自由现金流	3,018	4,615	10,841	16,584	20,940

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
<b>盈利能力</b>					
息税折旧前利润率(%)	63.59	62.49	65.38	66.70	67.60
息税前利润率(%)	61.45	60.04	63.69	64.94	65.81
税前利润率(%)	62.88	61.57	64.72	66.10	67.17
净利率(%)	44.60	43.42	46.44	47.62	48.54
<b>流动性</b>					
流动比率(倍)	3.06	2.89	2.01	1.83	1.76
利息覆盖率(倍)	(44.5)	(39.6)	(61.9)	(55.8)	(48.4)
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	1.47	1.45	1.47
<b>估值</b>					
市盈率(倍)	42.40	36.20	23.89	18.05	14.50
核心业务市盈率(倍)	42.40	36.20	23.89	18.05	14.50
目标价对应核心业务	48.15	41.11	27.13	20.50	16.47
市盈率(倍)					
市净率(倍)	12.48	9.86	7.83	6.16	4.87
价格/现金流(倍)	43.29	29.49	14.33	9.92	8.14
企业价值/息税折旧前	28.15	23.38	15.08	10.59	7.66
利润(倍)					
<b>周转率</b>					
存货周转天数	158.24	174.89	193.71	163.07	146.06
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	53.41	80.43	36.50	36.50	36.50
<b>回报率</b>					
股息支付率(%)	25.93	42.97	41.81	41.64	41.52
净资产收益率(%)	29.43	27.23	32.78	34.13	33.60
资产收益率(%)	21.81	19.74	19.32	18.40	17.11
已运用资本收益率(%)	30.42	28.24	33.56	34.65	33.88

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

## 披露声明

本报告准确表述了分析员的个人观点。每位分析员声明，不论个人或他/她的有联系者都没有担任该分析员在本报告内评论的上市法团的高级人员，也不拥有与该上市法团有关的任何财务权益。本报告涉及的上市法团或其它第三方都没有或同意向分析员或中银国际集团提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。中银国际集团的成员个别及共同地确认：(i)他们不拥有相等于或高于上市法团市场资本值的 1%的财务权益；(ii)他们不涉及有关上市法团证券的做市活动；(iii)他们的雇员或其有联系的个人都没有担任有关上市法团的高级人员；及(iv) 他们与有关上市法团之间在过去 12 个月内不存在投资银行业务关系。

本披露声明是根据《香港证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则》第十六段的要求发出，资料已经按照 2009 年 9 月 3 日的情况更新。中银国际控股有限公司已经获得香港证券及期货事务监察委员会批准，豁免披露中国银行集团在本报告潜在的利益。

## 免责声明

本报告是机密的，只有收件人才能使用。

本报告并非针对或打算在违反任何法律或规则的情况，或导致中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司(统称“中银国际集团”)须要受制于任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域的注册或牌照规定，向任何在这些地方的公民或居民或存在的机构准备或发表。未经中银国际集团事先书面明文批准下，收件人不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予任何其它人。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、材料或内容只提供給閣下作参考之用，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邀请，亦并未考虑到任何特别的投資目的、財務狀況、特殊需要或個別人士。本報告中提及的投資產品未必適合所有投資者。任何人收到或閱讀本報告均須在承諾購買任何報告中所指之投資產品之前，就該投資產品的適合性，包括投資人的特殊投資目的、財務狀況及其特別需要尋求財務顧問的意見。本報告中發表看法、描述或提及的任何投資產品或策略，其可行性將取決於投資者的自身情況及目標。投資者須在採取或執行該投資(無論有否修改)之前諮詢獨立專業顧問。中銀國際集團不一定採取任何行動，確保本報告涉及的證券適合個別投資者。本報告的內容不構成對任何人的投資建議，而收件人不會因為收到本報告而成為中銀國際集團的客戶。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际集团从相信可靠的来源取得或达到，但中银国际集团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，中银国际集团不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。收件人不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。中银国际集团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。这些报告反映分析员在编写报告时不同的设想、见解及分析方法。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团的立场。

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。

中银国际集团在法律许可的情况下，可参与或投资本报告涉及的股票的发行人的金融交易，向有关发行人提供或建议服务，及/或持有其证券或期权或进行证券或期权交易。中银国际集团在法律允许下，可于发报材料前使用于本报告中所载资料或意见或他们所根据的研究或分析。中银国际集团及编写本报告的分析员(“分析员”)可能与本报告涉及的任何或所有公司(“上市法团”)之间存在相关关系、财务权益或商务关系。详情请参阅《披露声明》部份。

本报告所载的资料、意见及推测只是反映中银国际集团在本报告所载日期的判断，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或任何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咨询的建议。

本报告在中国境内由中银国际证券有限责任公司准备及发表；在中国境外由中银国际研究有限公司准备，分别由中银国际研究有限公司及中银国际证券有限公司在香港发送，由中银国际(新加坡)有限公司(BOC International (Singapore) Pte. Ltd.)在新加坡发送。

在沒有影響上述免責聲明的情況下，如果閣下是根據新加坡 Financial Advisers Act (FAA) 之 Financial Advisors Regulation (FAR) (第 110 章)之 Regulation 2 定義下的“合格投資人”或“專業投資人”，BOC International (Singapore) Pte. Ltd. 仍將(1)因為 FAR 之 Regulation 34 而獲豁免按 FAA 第 27 條之強制規定作出任何推薦須有合理基礎；(2)因為 FAR 之 Regulation 35 而獲豁免按 FAA 第 36 條之強制規定披露其在本報告中提及的任何證券(包括收購或出售)之利益，或其聯繫人或關聯人士之利益。

中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司 2009 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) 2867 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) 2867 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

英国伦敦嘉能街 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