

白酒

黄巍

0755-82026732

huangwei1@cjis.cn

贵州茅台

600519

强烈推荐

强势品牌基础成行茅台量价齐升趋势

本文深入分析贵州茅台的成长历程,指出其不可复制的核心竞争力是其长期保持持续快速增长的源动力,这也是其长期走势表现远强于指数的原因。并进一步研究其核心竞争力可否延续,并预测未来茅台量价的演变路径及可能实现的目标。

投资要点:

- **茅台为白酒行业龙头、酱香型行业垄断者、产品定位高端。**贵州茅台 2008 年销售收入 82.42 亿元,市场占有率 5.03%,为白酒行业龙头,其销售收入占细分行业酱香型白酒收入 80%,是为垄断者。公司产品收入 90%以上来自于高端产品:53 度、低度和年份酒。
- **上市以来保持快速增长,股价表现远强于同期指数。**自 2001 年上市以来年复合增长率,收入为 22.30%,利润总额为 34.27%,毛利率从 82.23%提升到 90.30%,ROE 水平从 20%范围提升到 39%。从上市第一天收盘价到历史最高点收盘价实现涨幅达 30 倍。
- **强势品牌基础成行茅台量价齐升趋势。**我们认为茅台长期量价齐升格局的确立主要来自其强势品牌基础,表现为国内外名酒评比持续获得最高荣誉,以及国酒地位不可复制。
- **出厂价和零售价均具备提升空间。**茅台价差幅度 68%不仅是自身历史高位,且远大于其他公司 25%的水平,结合茅台经销商盈利幅度是其他酒的一倍水平,出厂价存在提升空间。参考我国人均 GDP 的未来发展规划和国外 XO 的零售价格,茅台零售价长期看涨至少到 1000 元。
- **产能仍可翻倍,未来增量可完全消化。**长期产能可达 4.5 万吨,较目前产能扩张一倍。我们认为,两个方式可完全消化未来增量:1) **增加专卖店数量。**截止 2008 年底,茅台专卖店为 808 个,按照茅台曾经规划每一个县级行政区至少有一个专卖店,截止目前我国有 2860 个县级行政区,专卖店扩张至少还有 2 倍的空间;2) **消费升级长期利多。**随着人均收入水平提高,以全国 1 亿城市家庭年送礼或消费 1 瓶茅台计算,即可消化 5 万吨茅台,大于公司长期产能供给。
- **目标价 240.45 元,维持“强烈推荐”评级。**鉴于目前指数静态市盈率在 30 倍水平,以及食品饮料增长的确定性,行业龙头的估值整体将向 2010 年 30 倍水平靠拢,由于茅台的长期增长更为明确,结合 DCF 估值 237.95 元,我们以茅台 2010 年 35 倍 PE 来估未来一年目标价,对应为 240.45 元,维持“强烈推荐”评级。

6-12 个月目标价: 240.45 元

当前股价: 150.00 元

评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	2860.69
总股本(百万)	944
流通股本(百万)	944
流通市值(亿)	1503
EPS (TTM)	4.61
每股净资产(元)	12.19
资产负债率	27.0%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
贵州茅台	3.96	39.87	35.55
上证综合指数	-16.80	8.65	37.34



相关报告

- 贵州茅台系列报告之一(行业篇): 高端白酒消费趋势可以延续到 2020 年 2008/11/13
- 贵州茅台系列报告之二(公司篇): 看得见的持续增长 2008/11/14
- 贵州茅台: 08 年两点惊喜 09 年三点关注 2009/03/25
- 贵州茅台: 持续确定性增长 下半年实际经营情况将更好 2009/08/07

主要财务指标

单位: 百万元	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入(百万元)	8242	10338	13154	16077
同比(%)	14%	25%	27%	22%
归属母公司净利润(百万元)	4001	5214	6729	8314
同比(%)	34%	31%	30%	24%
毛利率(%)	90.3%	90.7%	91.6%	92.1%
ROE(%)	33.8%	33.0%	32.2%	30.6%
每股收益(元)	4.03	5.29	6.87	8.51
P/E	40.68	30.95	23.86	19.24
P/B	13.75	10.20	7.68	5.90
EV/EBITDA	27	21	16	13

资料来源: 中投证券研究所

正文目录

一、茅台为白酒行业龙头 酱香型行业垄断者	5
1.1 产品定位高端 上市以来分红总量超募集资金	5
1.2 上市以来保持快速增长 股价表现远强于同期指数	7
二、强势品牌基础成行茅台量价齐升趋势	9
2.1 茅台品牌基础牢固	9
2.1.1 国内外名酒评比均获得很高荣誉	9
2.1.2 国酒地位不可复制	10
2.2 茅台零售价和出厂价均具备明显提升空间	11
2.2.1 零售价历史上持续上涨	11
2.2.2 价差幅度为历史高位且远远领先行业	12
2.2.3 零售价未来仍存在提升空间	13
2.3 茅台产能仍可翻倍 未来增量可完全消化	16
2.3.1 产能有序扩张 未来产能规划相较目前仍可翻倍	16
2.3.2 专卖店数量增加和消费升级可以充分消化新增产能	17
2.4 提价 5~11% 提价就可完全抵消消费税征收影响	19
三、盈利预测及估值	21
3.1 预测 2009~2011 年 EPS 为 5.28 元、6.87 元和 8.51 元	21
3.2 取永续增长率为 1% 用 DCF 估值为 237.95 元	24
3.3 目标价 240.45 元，强烈推荐	25
3.4 风险提示	26
附录一：茅台酒的酿造环境及工艺	27
1.1 天然的生产环境	27
1.2 优质的生产用水	27
1.3 优选的生产原料	28
1.4 独特的生产工艺	28
1.4.1 高温大曲工艺	29
1.4.2 用曲量	31
1.4.3 高粱粉碎	31
1.4.4 中间流程	31
1.4.5 最后工序	32
主要研究报告	34

表目录

表格 1 贵州茅台、五粮液、泸州老窖主要产品市场零售价格（元/瓶）	5
表格 2 贵州茅台上市以来历年分红及送配情况	6
表格 3 贵州茅台前十大股东明细表	6
表格 4 贵州茅台历史经营情况（单位：亿元）	7
表格 5 全国历届（五届）评酒会获奖名单	9
表格 6 贵州茅台与其他酒产品诉求对比	10
表格 7 贵州茅台历史零售价格统计分析	11
表格 8 在 1988 年 7 月 28 日放开价格时候的名酒零售价格表（元/瓶）	11
表格 9 茅台酒提价历程表	12
表格 10 高端酒出厂价与终端价价差（元/瓶）	13
表格 11 白兰地等级划分标准	13
表格 12 全国重要城市历年最低工资标准（元/月）	14
表格 13 中国与美国、日本、韩国在 2007 年的人均 GDP 对比	15
表格 14 茅台酒实现万吨产量扩张历程	16
表格 15 茅台酒“十一五”万吨建设项目规划表	16
表格 16 世界著名洋酒集团概述	18
表格 17 新消费政策对相关白酒公司业绩影响分析表（亿元）	19
表格 18 茅台 53 度营收分拆预测表	21
表格 19 茅台年份酒营收分拆预测表	21
表格 20 茅台低度酒营收分拆预测表	22
表格 21 贵州茅台分业务预测（百万）	22
表格 22 贵州茅台盈利预测表（百万）	23
表格 23 贵州茅台 DCF 假设条件	24
表格 24 贵州茅台 DCF 估值敏感性分析	24
表格 25 食品饮料主要公司盈利预测表	25
表格 26 茅台酒发酵蒸馏摘取原酒次数综述	31
表格 27 各次原酒成分分析（第 7 次未测）例	32
表格 28 各次原酒风味特点	32
表格 29 茅台酒勾调具体原则的验证例	33

图目录

图表 1 贵州茅台主营收入构成	7
图表 2 贵州茅台、五粮液、泸州老窖市场占有率历年变化	7
图表 3 贵州茅台历史走势复权图（元/股）	8
图表 4 贵州茅台主要荣誉展示	9
图表 5 高端白酒提价历程与 CPI 对比图	12
图表 6 贵州茅台高度酒出厂价与零售价及价差幅度历史统计	12
图表 7 贵州茅台零售价与北京最低工资标准历史对比图	14
图表 8 北京最低工资标准与人均 GDP 关系图	15
图表 9 贵州茅台及系列酒历年产量	17
图表 10 贵州茅台各省销售网点分布图	18
图表 11 茅台酒（高低度茅台+年份酒）销量预测图（万吨）	22
图表 12A 股静态市盈率与全球主要股权指数静态市盈率比较	25
图表 13 贵州茅台核心竞争力分析图	26
图表 14 茅台镇地理位置	27
图表 15 茅台景区	28
图表 16 茅台酒的酿造工艺流程	29

一、茅台为白酒行业龙头 酱香型行业垄断者

1.1 产品定位高端 上市以来分红总量超募集资金

贵州茅台（600519）白酒酱香型行业垄断者。白酒行业主要细分为酱香型（按收入分析，占行业7%）、浓香型（占75%）、清香型（占10%）这三个主要子行业，贵州茅台占酱香型白酒80%份额。公司主营茅台酒系列产品生产，地处贵州省仁怀市茅台镇，公司已经全流通总股本为94380万股，其中第一大股东中国贵州茅台酒厂有限责任公司持股58245.31万股，占比61.71%。

表格 1 贵州茅台、五粮液、泸州老窖主要产品市场零售价格（元/瓶）

贵州茅台		五粮液		泸州老窖	
名称	价格	名称	价格	名称	价格
超高端（零售价 1000 元及以上）					
53 度茅台八十年	85000	55 度五十年五粮液	6560	坛装洞藏定制酒	30000
53 度茅台五十年	12200	55 度三十年五粮液	3980	60 度泸州老窖国窖 1573	2380
53 度茅台三十年	8200	55 度十五年五粮液	1888		
53 度茅台十五年	3880	50 度十年五粮液	1110		
高端（零售价 400 元及以上）					
53 度飞天茅台	738	52 度 1618 五粮液	638	52 度国窖 1573	568
43 度飞天茅台	499	52 度新品五粮液	588	52 度泸州老窖浓香经典	538
中端（零售价 100 元及以上）					
53 度茅台王子酒	122	45 度五粮春	155	52 度百年泸州老窖	268
		52 度五星金六福	189	52 度精品泸州老窖特曲	168
低端（零售价 100 元以内）					
53 度茅台迎宾酒	82	50 度典藏五粮醇	85	52 度泸州老窖头曲	58
		52 度四星金六福	60	52 度泸州老窖二曲	28
		52 度浏阳河精品三星酒	53		

资料来源：中投证券研究所

茅台产品定位高端。在超高端（1000 元及以上）层面，茅台的产品主要是其年份酒，五粮液的产品为年份酒、老酒及部分纪念酒，泸州老窖的产品为坛装洞藏定制酒和红瓶国窖 1573（60 度）；在高端（400~999 元）层面，茅台的主导产品价格高于五粮液和泸州老窖；在中端（100~399 元）和低端（100 元以内）层面，茅台的产品结构没有五粮液和泸州老窖丰富，茅台主要是其系列酒，五粮液是金六福（贴牌）、浏阳河（贴牌）、五粮春、五粮醇等；泸州老窖是百年老窖、老窖特曲、永盛烧坊、老酒坊等，茅台在中低端层面的品牌密度、影响力要低于五粮液和泸州老窖。整体来看，茅台产品价格梯度的差距比较明显，其高端酒收入占总收入比重达 90% 以上。

表格 2 贵州茅台上市以来历年分红及送配情况

	送股	转增	分红(元)	分红率	基准股本(万股)	分红金额(万元)
2001	0	1	6.00	37.74%	25000.00	15000.00
2002	1	0	2.00	14.60%	27500.00	5500.00
2003	0	3	3.00	15.46%	30250.00	9075.00
2004	0	2	5.00	23.92%	39325.00	19662.50
2005	0	10	3.00	12.66%	47190.00	14157.00
股改	0	0	5.91		94380.00	55778.58
2006	0	0	7.00	44.03%	94380.00	66066.00
2007	0	0	8.36	27.87%	94380.00	78901.68
2008	0	0	11.56	28.68%	94380.00	109103.28
合计						373244.04

资料来源：中投证券研究所；送转分为每 10 股对应的情况

现金分红总量已经超过上市时的募集资金数额。到目前为止，贵州茅台已经分红 37.32 亿元，超过上市时募集的 22.44 亿元。

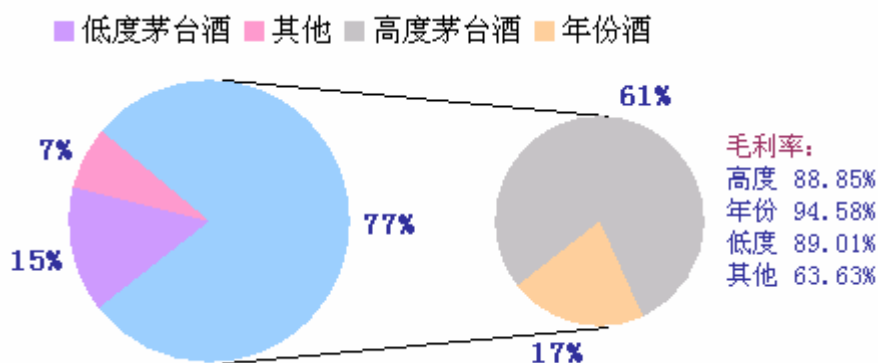
表格 3 贵州茅台前十大股东明细表

股东名称	持股数量(股)	持股比例(%)
中国贵州茅台酒厂有限责任公司	582,453,084	61.71
贵州茅台酒厂集团技术开发公司	31,310,098	3.32
广发聚丰股票型证券投资基金	13,755,372	1.46
富国天益价值证券投资基金	8,769,369	0.93
汇添富均衡增长股票型证券投资基金	8,000,283	0.85
诺安股票证券投资基金	7,777,773	0.82
汇添富成长焦点股票型证券投资基金	5,761,695	0.61
博时第三产业成长股票证券投资基金	5,501,724	0.58
中国人寿保险股份有限公司-分红-个人分红-005L-FH002 沪	5,468,326	0.58
中国人寿保险(集团)公司-传统-普通保险产品	5,255,153	0.56
合计	674,052,877	71.42

资料来源：中投证券研究所；截止 2009 年中报

1.2 上市以来保持快速增长 股价表现远强于同期指数

图表 1 贵州茅台主营收入构成



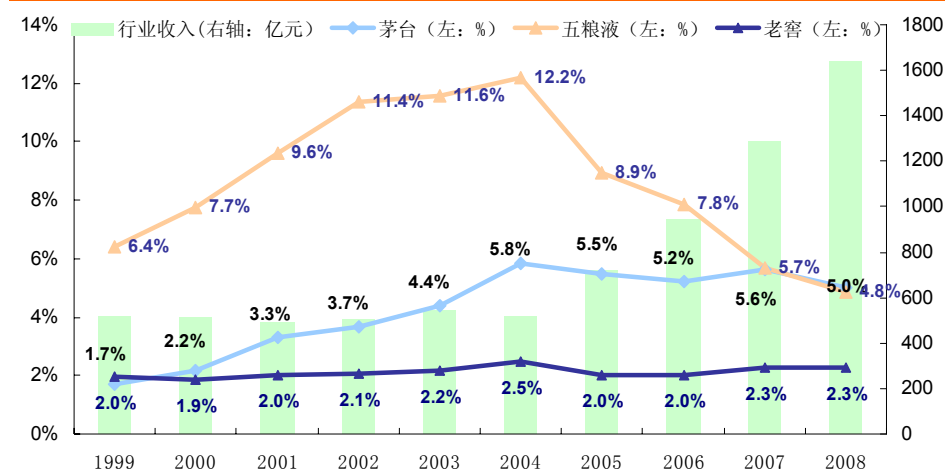
资料来源：中投证券研究所

表格 4 贵州茅台历史经营情况（单位：亿元）

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
主营收入	16.18	18.35	24.01	30.10	39.31	49.03	72.37	82.42
同比	45.25%	13.40%	30.85%	25.35%	30.59%	24.75%	47.60%	13.88%
行业收入	493.02	502.21	546.42	516.35	719.67	944.42	1289.59	1638.41
占行业比	3.28%	3.65%	4.39%	5.83%	5.46%	5.19%	5.61%	5.03%
利润总额	6.07	6.49	9.77	14.91	19.20	24.88	45.22	53.85
同比	36.15%	6.93%	50.50%	52.53%	28.82%	29.57%	81.75%	19.08%
行业	39.57	33.28	44.08	48.33	74.29	103.84	160.00	223.67
占行业比	15.35%	19.51%	22.17%	30.84%	25.85%	23.96%	28.26%	24.08%
毛利率	82.23%	81.44%	80.12%	82.22%	82.52%	83.96%	87.96%	90.30%
ROE	26.79%	13.86%	18.65%	21.53%	23.99%	27.67%	39.30%	39.01%
净利润%	30.74%	14.78%	55.72%	39.85%	36.32%	38.11%	83.25%	34.22%

资料来源：中投证券研究所

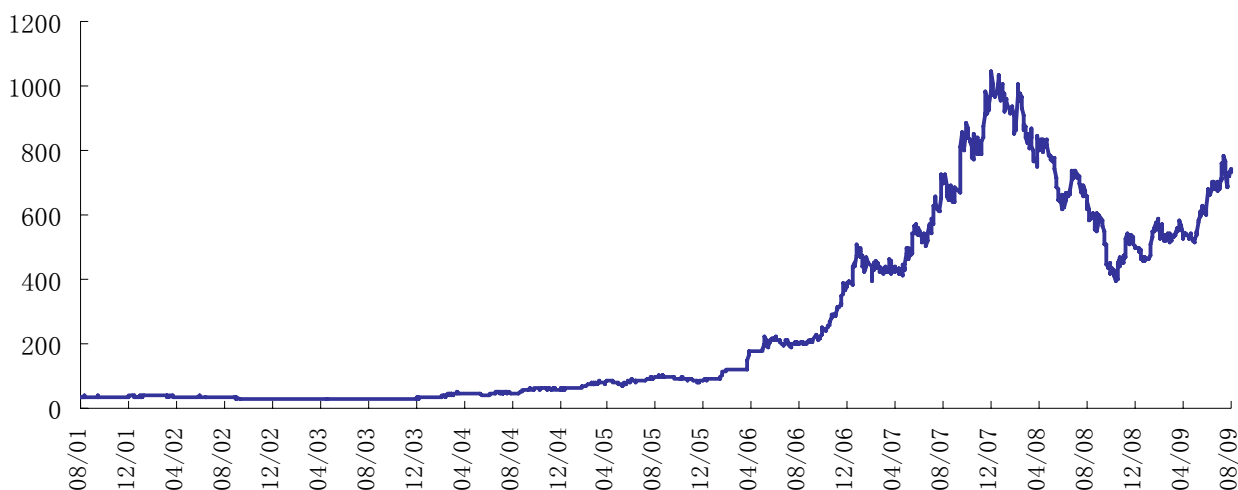
图表 2 贵州茅台、五粮液、泸州老窖市场占有率历年变化



资料来源：中投证券研究所

贵州茅台上市以来经营绩效保持快速增长。茅台于 2001 年 8 月 27 日在上海证券交易所上市，2001~2008 年间经营成果为：主营收入从 16.18 亿元增长到 82.42 亿元，增长 409.36%，年复合增长率为 22.30%；利润总额从 6.07 亿元增长到 53.85 亿元，增长 786.74%，年复合增长率为 34.27%；毛利率从 82.23%提升到 90.30%；ROE 水平从 20%范围提升到 39%。

图表 3 贵州茅台历史走势复权图（元/股）



资料来源：中投证券研究所

贵州茅台二级市场表现远强于指数。按照复权价格计算，以 2001 年 8 月 27 日收盘价 35.55 元开始，2003 年 9 月 23 日收盘价 25.89 元为历史最低价，2007 年 12 月 28 日收盘价 1044.33 元为历史最高价，从第一天到最高点实现 29.38 倍涨幅，从最低点到最高点实现 40.34 倍，远远超越指数从最低到最高为 6 倍的表现。

二、强势品牌基础成行茅台量价齐升趋势

2.1 茅台品牌基础牢固

2.1.1 国内外名酒评比均获得很高荣誉

图表 4 贵州茅台主要荣誉展示



表格 5 全国历届（五届）评酒会获奖名单

	时间	地点	获奖名单
第一届	1952	北京	茅台酒、汾酒、泸州大曲酒、西凤酒，共四种
第二届	1963	北京	五粮液、古井贡酒、泸州老窖特曲、全兴大曲酒、茅台酒、西凤酒、汾酒、董酒，共八种
第三届	1979	大连	茅台酒、汾酒、五粮液、剑南春、古井贡酒、洋河大曲、董酒、泸州老窖特曲，共八种
第四届	1984	太原	茅台酒、汾酒、五粮液、洋河大曲、剑南春、古井贡酒、董酒、西凤酒、泸州老窖特曲、全兴大曲酒、双沟大曲、特制黄鹤楼酒、郎酒，共十三种
第五届	1989	合肥	茅台酒、汾酒、五粮液、洋河大曲、剑南春、古井贡酒、董酒、西凤酒、泸州老窖特曲、全兴大曲酒、双沟大曲、特制黄鹤楼酒、郎酒、武陵酒、宝丰酒、宋河粮液、沱牌曲酒，共十七种

资料来源：中投证券研究所；人们常说的八大名酒自然就常指 1979 年评选出的八种

贵州茅台在国内外名酒评比均获得很高荣誉。对于高端白酒的发展，品牌基础是其发展的根基，产品附加值大小很大程度上来源于消费者对品牌的认可程度。在历届国内名酒评比和国际名酒大赛上，茅台都获得过很高荣誉，品牌基础牢固。

2.1.2 国酒地位不可复制

文化的历史诉求对于品牌的生命力有着至关重要的作用。茅台的文化诉求最核心的就是国酒，其国酒文化来自于历史的选择，有着其不可复制的历史背景。概括起来，主要有三个不可复制：

第一个不可复制：见证红军长征，与军队情不可分。1935年1月遵义会议后，发生了长征转折点的四渡赤水，其中第三次就是发生在仁怀县的茅台镇，红军专门发布告保护工商业者、保护茅台酒，百姓以茅台慰问红军，红军战士用酒消毒疗伤、止痛解乏。周恩来曾说：“红军长征的胜利，也有茅台酒的一大功劳”。根据当地传说，当时毛泽东、朱德、周恩来派警卫员用四块银元购买了两竹筒散装的茅台酒，与红军将领共饮，庆祝遵义作战的胜利。茅台与红军的渊源从此联系在一起，其他品牌无法复制。

第二个不可复制：开国第一宴用酒，此后成为国宴必用酒。1949年10月1日晚7时，开国大典之后的开国第一宴在北京饭店举行，从厨师选择到菜单酒品都是经总理直接审定，主酒为茅台。1950年9月，新生的共和国第二个国庆节即将来临，总理用茅台酒招待国际友人、全国各条战线的英雄、模范和知名人士。从此，茅台就成了国宴和其他重要宴会的必用酒。

第三个不可复制：重要外交时刻均有茅台庆功。1972年2月，总理把茅台酒带进了中美两国的历史，融化了中美之间长达22年的坚冰，实现了中美关系的正常化。1984年12月19日中英联合声明正式签署，为香港回归铺平了道路，邓小平用茅台酒宴请“铁娘子”撒切尔夫人，以示庆贺。茅台酒见证了众多的外交成功时刻，我国外交宴会上茅台酒也成为了必备酒。

国酒根基不可复制，相对于其他品牌有更强的文化生命力。从军队情结、国宴必备、外交庆功这三个方面茅台历史不可复制，茅台能够牢牢嵌入主流文化，相对于其他酒拥有有更强的文化生命力，茅台的文化根基得益于历史选择。

表格 6 贵州茅台与其他酒产品诉求对比

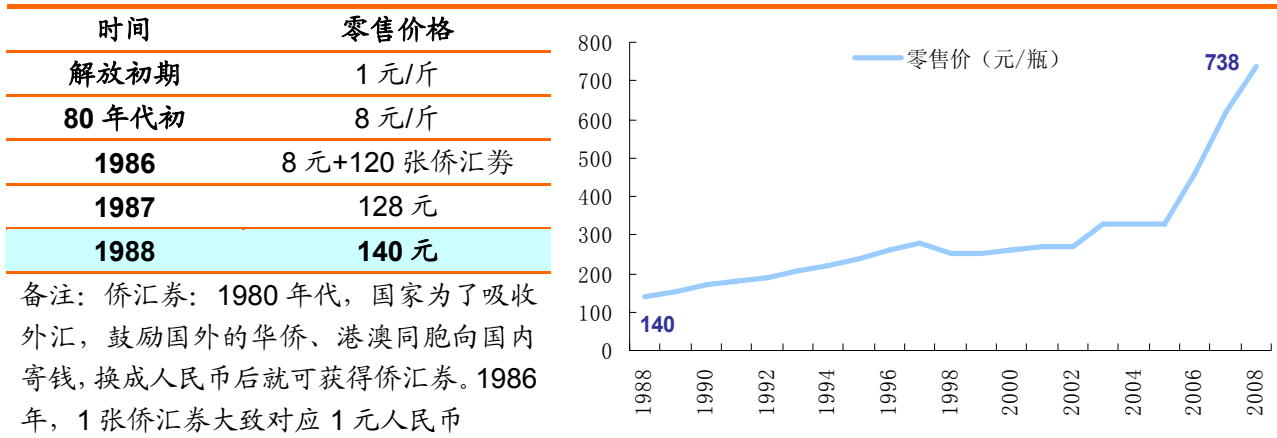
	产品诉求
茅台	国酒茅台
五粮液	中国的五粮液 世界的五粮液
国窖 1573	品味之道 在乎稀有
水井坊	高尚生活元素
山西汾酒	借问酒家何处有 牧童遥指杏花村

资料来源：中投证券研究所

2.2 茅台零售价和出厂价均具备明显提升空间

2.2.1 零售价历史上持续上涨

表格 7 贵州茅台历史零售价格统计分析



资料来源：中投证券研究所

茅台酒价格变化历程：

- 1980 年代初期，由于物质相对紧缺，酒作为紧缺商品，尤其是名酒更是难以在普通百货商场买到，茅台定价 8 元/瓶，基本上处于有价无市阶段；
- 1988 年，国家放开了 13 种名酒的价格。1988 年 7 月 28 日，“经国务院批准，从即日起，全国各地放开名烟名酒价格，实行市场调节，同时适当提高部分高中档卷烟和粮食酿造酒的价格”，名酒价格放开。

表格 8 在 1988 年 7 月 28 日放开价格时候的名酒零售价格表（元/瓶）

名称	度数	重量	包装	价格
茅台酒	53 度	500 克	乳白瓶彩盒	140 元
五粮液	52 度	500 克	麦穗瓶彩盒	80 元
郎酒	54 度	500 克	乳白瓶彩盒	80 元
泸州特曲	60 度	500 克	白方瓶彩盒	75 元
古井贡酒	58 度	500 克	异玻瓶彩盒	40 元
剑南春	60 度	500 克	莲花瓶彩盒	35 元
全兴大曲	60 度	500 克	白方瓶彩盒	35 元
洋河大曲	55 度	500 克	蓝玻瓶彩盒	35 元
汾酒	65 度	500 克	玻璃瓶彩盒	35 元
西凤酒	65 度	500 克	玻璃瓶彩盒	25 元

资料来源：中投证券研究所

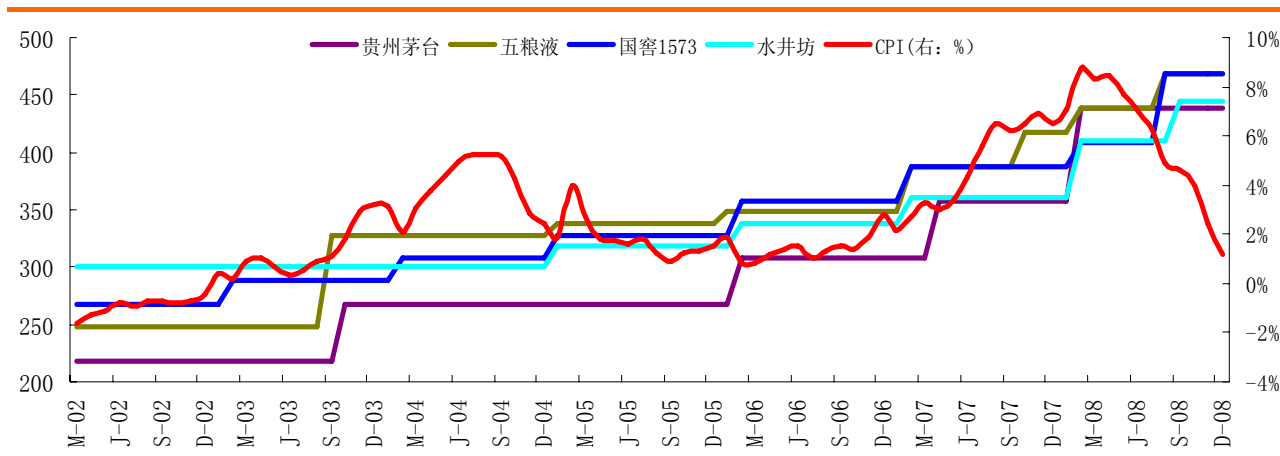
- 1988 年之后茅台零售价格从 140 元起步不断提升，至 2009 年部分地区零售价达到 768 元水平。2009 年 6 月在北京亚洲大酒店举行的荣宝第 64 期艺术品拍卖会上，一瓶 1959 年出厂的茅台酒（瓶身正面标签上印有“地方国营茅台酒厂出品”字样，背面标签上有“一九五九

年壹月四日”的出厂日戳)在挥发仅剩4两的情况下,拍出25.5万元,加上12%的手续费后这瓶50岁的茅台酒价格达到了28.56万元。

我们认为:茅台因为其国酒地位、以及高端白酒无保质期且越放越好的特质,具备价格长期向上的内在动力。

2.2.2 价差幅度为历史高位且远远领先行业

图表 5 高端白酒提价历程与 CPI 对比图



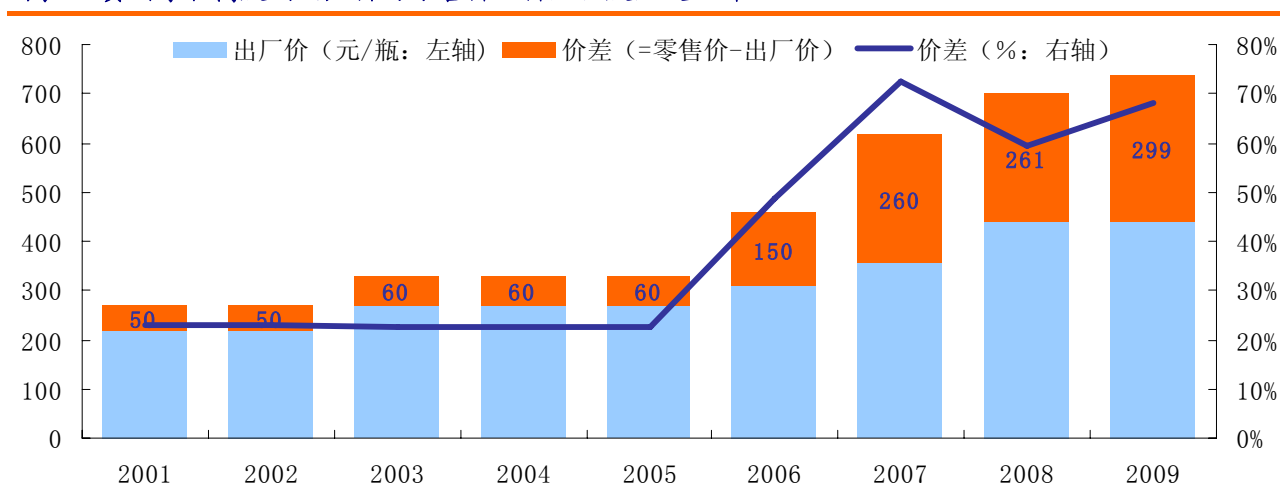
资料来源: 中投证券研究所

表格 9 茅台酒提价历程表

提价时间	高度酒 (元/瓶)	提价幅度 (元/瓶)	低度酒 (元/瓶)	提价幅度 (元/瓶)
2001 年 8 月	218	40	148	20
2003 年 10 月	268	50	198	50
2006 年 2 月	308	40	228	30
2007 年 4 月	358	50	258	30
2008 年 1 月	439	81	298	40

资料来源: 中投证券研究所

图表 6 贵州茅台高度酒出厂价与零售价及价差幅度历史统计



资料来源: 中投证券研究所

表格 10 高端酒出厂价与终端价价差（元/瓶）

	出厂价	终端价	价差幅度
53 度茅台	439	738	68.11%
52 度国窖 1573	468	588	25.64%
52 度五粮液	469	598	27.51%
52 度水井坊	438	530	21.00%

资料来源：中投证券研究所

茅台提价空间最大。对比茅台提价历程以及目前出厂价与零售价价差表现，我们认为茅台酒提价空间最大，基于三点判断：

- ✧ 零售价的上涨速度快于出厂价导致价差幅度不断扩大。在 2006 年之前，茅台的出厂价与零售价价差幅度与行业其他高端酒基本一致，为 25% 的水平，由于 2006 年开始终端零售价的快速提升，以及公司相对保守的提价措施，导致茅台的价差幅度不断扩大。到目前为止价差幅度从 22.39% 扩大到 68.11%，达到历史最高水平。
- ✧ 价差幅度为行业最大。茅台价差幅度 68.11% 远高于国窖 1573 的 25.64%、五粮液的 27.51% 和水井坊的 21.00%。
- ✧ 一级经销商单瓶盈利最大。目前茅台一批价格达到 690~700 元的水平，经销商一瓶茅台盈利可达 200 元以上，远高于其他白酒 80~100 元的盈利水平。

我们认为：基于茅台价差幅度为历史高位且远远领先行业，以及一批经销商盈利幅度远大于其他白酒，结合目前茅台供不应求状态，茅台提价的空间和阻力要明显优于行业其他公司。

2.2.3 零售价未来仍存在提升空间

判断茅台零售价格的提升空间，有两种方法：

- ✧ 一种是相对简单的评判方式，以国外知名 XO 的产品价格来对比我国高端白酒的价格。XO 是葡萄蒸馏酒(白兰地)的一种等级表示，是 Extra Old 的缩写，它是根据酒在橡木筒里存放的时间长短而定。由于 XO 也是长期保存后进行销售的烈性酒，与茅台 5 年酿造贮存后才能出售相仿，因此具备一定的价格对比基础。目前马爹利 XO 零售价格 1100 元，轩尼诗 XO 零售价格 1000 元，鉴于茅台在国内的品牌地位，零售价向他们看齐的基础存在，1000 元零售价位的 53 度茅台未来必然会出现。

表格 11 白兰地等级划分标准

等级	标准
第一级	V.S,即三星级.法国相关法律规定,干邑白兰地勾兑时原酒的最低酒龄至少在 1.5 年以上
第二级	V.O, V.O.P, V.S.O.P 等,勾兑时原酒的最低酒龄至少为 4-4.5 年以上.
第三级	X.O, Napoleon, Exatra 等,为很老的陈年白兰地,称为精品或极品,勾兑时最低酒龄在 6 年以上

资料来源：中投证券研究所

- ✧ 第二种是用相对长期的方法来判断零售价走势。基于茅台董事长季总对茅台酒价格的认识来分析，参考法国名酒定位就是饮者一年可以喝上一瓶，大约相当一个月的工资。运用到国内用最保守的方式就是，按照最低城市月工资标准来判断茅台酒的价格定位及走向。

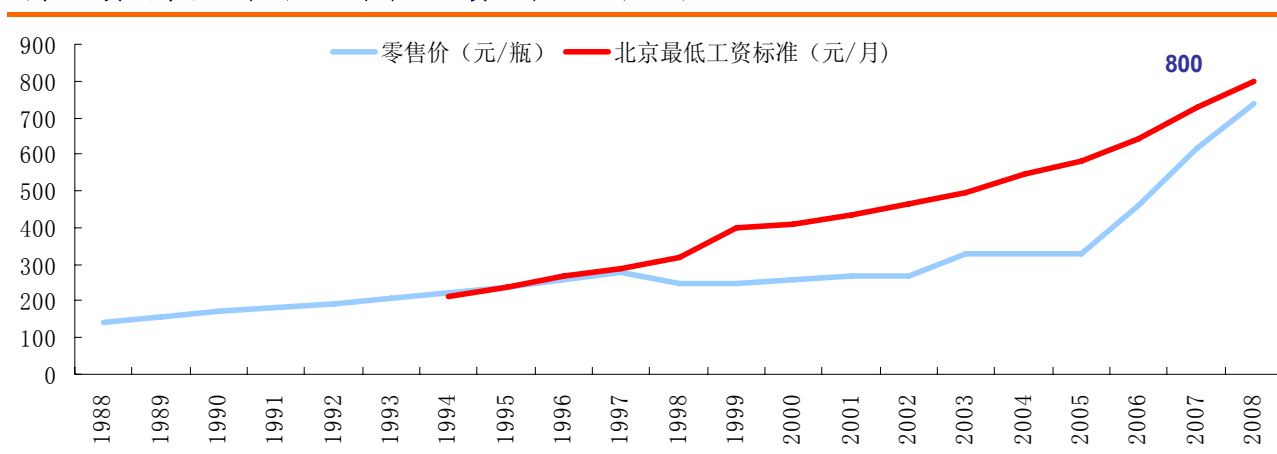
表格 12 全国重要城市历年最低工资标准（元/月）

城市	2003	2004	2005	2006	2007	2008
北京	495	545	580	640	730	800
上海	570	635	690	750	840	900
广州	510	684	684	780	780	880
深圳（特区内）	600	610	690	810	850	910
深圳（特区外）	465	480	580	700	750	800

资料来源：历年政府公告、中投证券研究所；淡蓝色为预测值

从全国最低工资标准来看，茅台零售价与其基本接近。我国目前重要城市的最低工资标准基本上一年一调，广州到目前为止差不多是两年一调，我们依据 2008 年北京最低工资标准为 800 元/月，上海为 900 元/月，广州为 880 元/月，深圳特区内为 910 元/月，深圳特区外为 800 元/月。假定茅台的价格与这些大城市的最低工资标准处于同一个价格区间 800~900 元，目前零售价不同地区在 728-788 元不等，两者基本接近。因此，我们有必要判断其未来走向。

图表 7 贵州茅台零售价与北京最低工资标准历史对比图

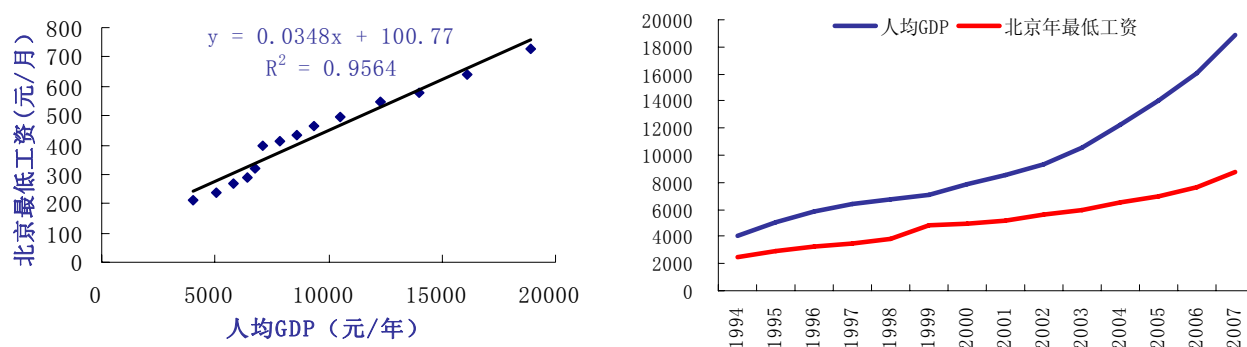


资料来源：中投证券研究所

我们就以北京地区的最低工资标准与茅台 53 度零售价进行对比分析：

两者走势基本一致，对未来茅台零售价走向有借鉴意义。茅台零售价与北京最低工资标准走势基本一致，而且在 1990 年代前期基本一致，由于 1997 年的金融危机，茅台零售价的上涨出现了短暂停滞，在经济开始向好，又开始向北京的最低工资标准靠拢，目前北京地区的零售价 768 元已经基本上与最低工资标准一致。

图表 8 北京最低工资标准与人均 GDP 关系图



资料来源：中投证券研究所

北京最低工资标准与我国人均 GDP 高度相关。我们将 1994 年北京开始颁布最低工资标准开始进行统计，并与人均 GDP 进行回归分析，构建出：

$$\text{北京最低工资标准 (元/月)} = 0.0348 \text{ 人均 GDP (元/年)} + 100.77 \quad (1)$$

相关系数：R-square=0.9564

表格 13 中国与美国、日本、韩国在 2007 年的人均 GDP 对比

	当年价格 (美元)			购买力平价 (国际元)			购买力平价转换率 (本币/国际元)
	GDP (亿)	人均 GDP	他国/中国	GDP (亿)	人均 GDP	他国/中国	
中国	30512.40	2310.38		112068.10	8485.71		2.10
美国	137703.10	45490.02	19.69	136751.30	45175.60	5.32	1.00
日本	43020.90	33667.80	14.57	43460.10	34011.49	4.01	118.39
韩国	9429.80	19485.44	8.43	12293.40	25402.76	2.99	708.44

资料来源：中投证券研究所

我国人均 GDP 在当年价格和购买力平价两种指标对比下仍有上升空间。以 2007 年当年价格计算，我国人均 GDP 是 2310.38 美元，美国是我国的 19.69 倍，日本是我国的 14.57 倍，韩国是我国的 8.43 倍。以 2007 年购买力平价计算，我国的人均 GDP 是 8485.71 国际元，美国是我国的 5.32 倍，日本是 4.01 倍，韩国是 2.99 倍。在两种对比之下，我国人均 GDP 存在上升空间。

我国人均 GDP 在 2020 年将达到 3.13 万元，相对于 2007 年增长 65.76%。十七大对我国建设全面小康提出了新的要求，将原来的相对于 2000 年的“总量翻两番”改变为“人均翻两番”，结合国家人口和计划生育委员预计到 2020 年我国人口将达到 14.50 亿人。我们作出如下判断，到 2020 年，我国人均 GDP 在 2000 年人均 7828.01 元的基础上翻两番至 31312.04 元，相对于 2007 年人均 GDP 的 18889.47 元，仍有 65.76% 的增长空间，结合 2020 年人口达到 14.50 亿元，对应的我国 GDP 在 2020 年达到 45.40 万亿。

依据公式 (1)，我们可以测算出到 2020 年北京最低工资标准为 1190 元，也就是茅台届时的零售价参考标准可达 1200 元。

我们认为：由于我国经济的增长通常快于规划，最后北京地区最低工资标准会提前到达，是我们作为研判茅台长期零售价的一个有效指标。

2.3 茅台产能仍可翻倍 未来增量可完全消化

2.3.1 产能有序扩张 未来产能规划相较目前仍可翻倍

表格 14 茅台酒实现万吨产量扩张历程

时间	事件	产量
解放前夕	茅台酒厂的前身“成义”、“荣和”、“恒兴”三家私人烧房，设备简陋，生产条件差	年产量最高的 1947 年仅为 60 吨
1951 年至 1953 年	政府赎买、没收和接管了三家私人烧房并转为地方国营。投产第一年就生产出茅台酒 75 吨，超过解放前三家烧房最高年产量的总和。1953 年，正式成立贵州茅台酒厂。此后一段时间，茅台酒厂处于曲折徘徊的发展状态	到 1977 年年产量达到 750 吨
1978 年	调整不久的领导班子坚决贯彻中央以经济建设为中心的指导思想，加强管理，使茅台酒的产量首次突破千吨关，并一举甩掉连续 16 年亏损的帽子	1000 吨
“七五”期间	进行了 1200 吨填平补齐和新增 800 吨工程的建设，1991 年全部建成投产	2000 吨
“八五”期间	完成建设工程量相当于前 42 年的总和	到 1996 年年产量达到 5000 吨
“九五”期间	投资 5.6 亿元，进行了新增 2000 吨茅台酒生产能力及辅助配套生产系统的建设	到 2000 年年产量达到 6030 吨
2001 年	贵州茅台成功上市，同时进行了“十五”新增 4000 吨茅台酒建设工程的总体规划，使茅台酒达到 10000 吨的生产能力，2001 年该项目正式启动	到 2003 年年产量突破 10000 吨

资料来源：中投证券研究所

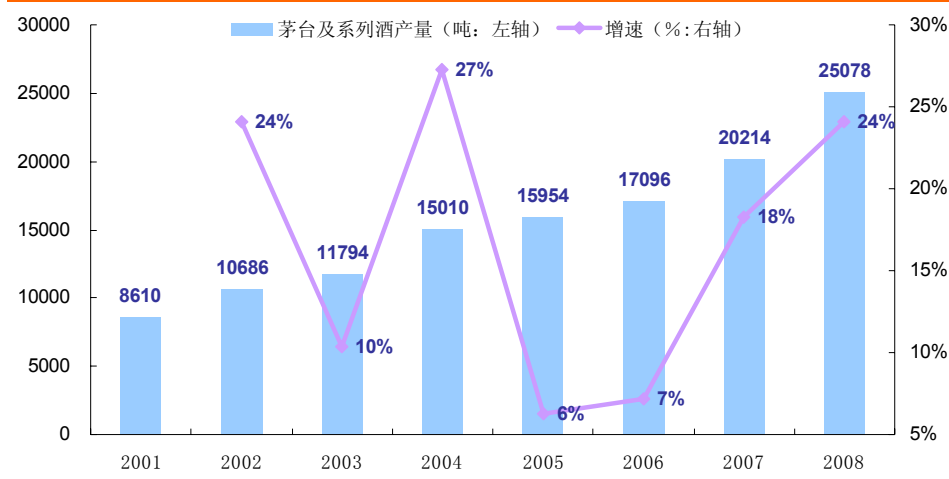
2003 年，茅台酒产量突破万吨。茅台酒从 1953 年的 75 吨发展到 1000 吨，花了 26 年时间；从 1000 吨发展到 2000 吨，用了 14 年时间；从 2000 吨发展到 10000 吨，用了 13 年时间；2007 年，茅台产能达到 16865 吨，2008 年产能可达 20000 多吨。

表格 15 茅台酒“十一五”万吨建设项目规划表

时间	项目名称	投资额 (万)	建设期	建设内容	新增收入 (亿)	利润总额 (亿)	预计销售年份
2006	茅台酒工程一期	105000	2006 年 1 月至 12 月	建设年产 200 吨制酒生产房 10 栋、年制曲能力 1100 吨制曲生产车间 2 栋、酒库 15 栋等	10.20	3.41	2011
2007	茅台酒工程二期	84456	2007 年 2 月至 12 月	建设年产 2000 吨制酒生产车间 10 栋、酒库 15 栋、谷壳库、维修房 1 栋等	10.10	3.30	2012
2008	茅台酒工程三期	70000	2008 年 1 月至 12 月	建设年产 200 吨制酒生产房 10 栋、年制曲能力 1100 吨制曲生产房 1 栋、年制曲能力 550 吨等	11.06	4.34	2013
2009	茅台酒工程四期	146090	2009 年 1 月至 12 月	继续增加 2000 吨产能	12.72	5.85	2014
2010E	茅台酒工程五期	预计 70000	2010 年 1 月至 12 月	继续增加 2000 吨产能	13.50	6.50	2015

资料来源：中投证券研究所

图表 9 贵州茅台及系列酒历年产量



资料来源：中投证券研究所

十一五规划的产能建设完毕之后，茅台酒的产能将达到 25000 吨的水平。若是结合 1 吨高度酒可以出更多的低度酒及系列酒，25000 吨的产能可以支撑 35000 吨商品酒的年产量，此外收购的习酒产能也在 5000 吨左右。

茅台酒产能可再增加 2 万吨，投产时间尚无时间表。早在几年之前，公司就为了长远打算在原产地上游 2 公里附近找到了 3~4 平方公里的类似环境作为新增生产地，但是能否达到和现在环境中同样的品质还没有定论。由于茅台的酿造需要 5 年时间，这个实验出可靠结果的时间尚没有具体时间表。我们认为，最后能够成功的可能性很大，只是开始建设时间会在现有产能全部完成之后。新产地的产能规划预计在 20000 吨。

2.3.2 专卖店数量增加和消费升级可以充分消化新增产能

对于茅台增量酒的消化，我们认为可以从两个角度考虑：

- ✧ 一个是区域营销的深度，表现为经销商数量和专卖店数量的增加；
- ✧ 一个是收入水平提高所带来的消费升级。

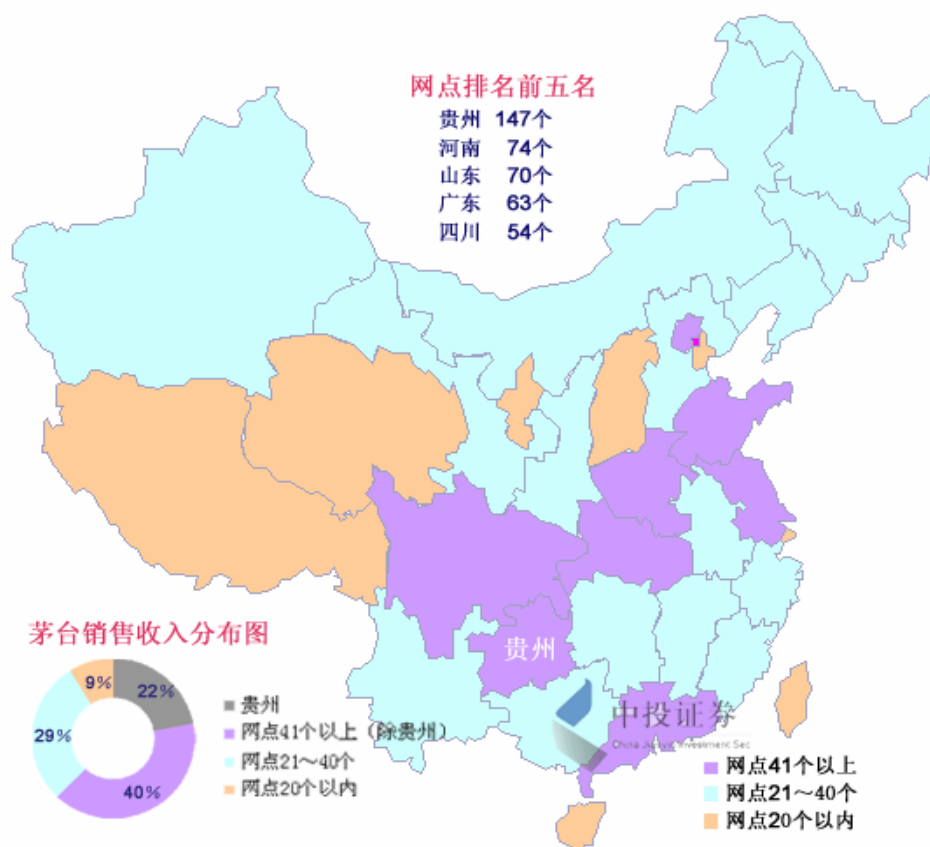
对于茅台专卖店增量的分析：

专卖店未来至少有 2 倍增长空间。截止 2008 年底，茅台专卖店为 808 个，按照茅台曾经规划每一个县级行政区至少有一个专卖店，截止目前我国有 2860 个县级行政区，而茅台的专卖店数量才 800 多个，换言之，专卖店至少还有 2 倍的空间，而且，最后可能县级行政区都不止一个专卖店。

按照目前平均一个专卖店 5 吨酒来计算，新增的 2000 个专卖店（仅做到基本覆盖水平）就可以消化 10000 吨茅台酒的增量，而且每个专卖店的量都是被配额发放，未来存在单店量进一步增长的空间。若是按照平均一地区 2 个专卖店，仍为 5 吨单店配额水平，至少可以消化 30000 吨茅台。

因此，从专卖店增加的角度考虑，未来茅台 15 年内增加的近 2 万多吨产能完全可以消化。

图表 10 贵州茅台各省销售网点分布图



资料来源：中投证券研究所；网点指专卖店、专卖柜、自营专卖店、特约经销商、总代理

对于消费升级的分析：

表格 16 世界著名洋酒集团概述

品牌	品类	国家	品牌创立时间	隶属公司	进入中国时间	2006 年全球销售量	品牌风格	经典型号或款式
绝对伏特加 (Absolute Vodka)	伏特加	瑞典	1879 年	威恩仕集团(V&S Group)	2002 年	1.18 亿瓶	简单、纯净、完美	ABSOLUT 伏特加原味
尊尼获加 (Johnnie Walker)	威士忌	苏格兰	1820 年	帝亚吉欧集团 (Diageo)	1992 年	1.5 亿瓶	深邃而精致	蓝牌(Blue Label) 黑牌(Black Label)
轩尼诗 (Hennessy)	干邑	法国	1765 年	路威酩轩集团 (LVMH)	2001 年	5000 万瓶	口感丰富细腻 经久观赏性	轩尼诗李察 百乐廷
芝华士(Chivas)	威士忌	苏格兰	1801 年	保乐力加集团 (Pernod Ricard Group)	1992 年	5016 万瓶	醇和细腻 逸致人生	芝华士 12 年 芝华士 18 年
酩悦香槟(Moët & Chandon)	香槟酒	法国	1743 年	路威酩轩集团 (LVMH)	2001 年	NA	华丽象征 幻彩 节日代名词	法国酩悦粉红香槟 法国酩悦香槟
人头马 (Remy Martin)	干邑	法国	1724 年	人头马君度集团 (Rémy Cointreau Group)	1994 年	NA	酒味丰富细致 清淡芬芳	路易十三
马爹利(Martell)	干邑	法国	1715 年	保乐力加集团 (Pernod Ricard Group)	1987 年	1672 万瓶	深远执著 灵感 凝练 独立自创	马爹利金皇 凯旋珍享干邑

资料来源：中投证券研究所；福布斯排行榜

消费升级也可以充分化解茅台产能。茅台酒全部产能达产后，产能将达到45000吨，我们设定茅台酒的远期目标是城市家庭每年购买一瓶茅台酒，可以用作消费，也可以用作送礼，假设我国有一亿城市家庭，就是年消费一亿瓶茅台酒，对应的年需求量就是50000吨，仍然高于茅台达产后的全部产能。国外洋酒虽然其为全球市场，但是高端品牌的消费群体数量与我国高端白酒的消费群体数量不一定有多大差距，这主要在于消费该品牌要引起消费者共鸣，因此，参考国外洋酒2006年的销量，我们预期茅台酒未来城市一亿家庭每年消费一瓶，全年销量一亿瓶的目标并不是遥不可及。再结合茅台酒不可复制的核心竞争力、合适的商业模式，我们认为这个目标可以实现。

我们认为：从专卖店数量增加和消费升级两个角度考虑，茅台的未来达产产能可以被完全消化。

2.4 提价 5~11%提价就可完全抵消消费税征收影响

白酒消费税分为：从价税 20%；从量税 0.5 元/斤

8 月 1 日执行国家税务总局《关于加强白酒消费税征收管理的通知》：

一、白酒生产企业销售给销售单位的白酒，生产企业消费税计税价格高于销售单位对外销售价格 70%(含 70%)以上的，税务机关暂不核定。

二、低于 70%的，由税务机关按生产规模、白酒品牌、利润水平等情况，在 50%至 70%范围内核定。

三、其中对生产规模较大、利润水平较高的企业，税务机关核价幅度原则上应选择在 60%至 70%范围内。

已核定最低计税价格的白酒，销售单位对外销售价格持续上涨或下降时间达到 3 个月以上、累计上涨或下降幅度在 20%（含）以上的白酒，税务机关重新核定最低计税价格。

我们以 2008 年数据来进行在 50%~70%税基的 3 种主要不同情况下，对利润总额的影响和需要进行的提价幅度来完全对冲。

表格 17 新消费税政策对相关白酒公司业绩影响分析表（亿元）

证券简称	贵州茅台	泸州老窖	五粮液	山西汾酒	水井坊	沱牌曲酒	伊力特	老白干酒	古井贡酒	酒鬼酒
营业收入	82.42	37.98	79.33	15.85	11.79	8.71	7.31	6.02	13.79	3.27
营业税金及附加	6.82	2.63	5.66	2.45	1.06	0.71	1.07	1.09	1.57	0.41
实缴消费税	4.88	1.94	4.23	2.11	0.78	0.50	1.04	0.96	1.34	0.32
其中，从量税	0.14	0.62	0.76	0.16	0.04	0.32	0.19	0.26	0.20	0.04
利润总额	53.85	16.54	23.99	4.44	4.88	0.74	1.48	0.43	0.77	0.41
按 50%税基										
证券简称	贵州茅台	泸州老窖	五粮液	山西汾酒	水井坊	沱牌曲酒	伊力特	老白干酒	古井贡酒	酒鬼酒
需缴消费税	8.24	3.80	7.93	1.58	1.18	0.87	0.73	0.60	1.38	0.33
多缴消费税	3.50	2.48	4.47	-0.37	0.44	0.69	-0.11	-0.10	0.24	0.04
多缴税金及附加	0.38	0.27	0.49	-0.04	0.05	0.08	-0.01	-0.01	0.03	0.00

影响利润总额	3.88	2.75	4.96	-0.41	0.49	0.76	-0.13	-0.11	0.26	0.05
减少 08 年幅度	7.21%	16.63%	20.66%	-9.22%	10.01%	102.71%	-8.57%	-26.81%	34.21%	11.17%
需提价幅度	5.30%	8.14%	7.03%	-2.91%	4.66%	9.86%	-1.96%	-2.15%	2.15%	1.58%

按 60%税基

证券简称	贵州茅台	泸州老窖	五粮液	山西汾酒	水井坊	沱牌曲酒	伊力特	老白干酒	古井贡酒	酒鬼酒
需缴消费税	9.89	4.56	9.52	1.90	1.41	1.05	0.88	0.72	1.65	0.39
多缴消费税	5.15	3.24	6.05	-0.05	0.68	0.86	0.03	0.02	0.51	0.11
多缴税金及附加	0.57	0.36	0.67	-0.01	0.07	0.09	0.00	0.00	0.06	0.01
影响利润总额	5.71	3.59	6.72	-0.06	0.75	0.96	0.04	0.02	0.57	0.12
减少 08 年幅度	10.61%	21.73%	28.00%	-1.30%	15.38%	128.73%	2.37%	4.34%	73.91%	28.79%
需提价幅度	8.00%	10.91%	9.77%	-0.42%	7.34%	12.67%	0.55%	0.36%	4.77%	4.18%

按 70%税基

证券简称	贵州茅台	泸州老窖	五粮液	山西汾酒	水井坊	沱牌曲酒	伊力特	老白干酒	古井贡酒	酒鬼酒
需缴消费税	11.54	5.32	11.11	2.22	1.65	1.22	1.02	0.84	1.93	0.46
多缴消费税	6.79	4.00	7.64	0.27	0.91	1.04	0.18	0.14	0.79	0.17
多缴税金及附加	0.75	0.44	0.84	0.03	0.10	0.11	0.02	0.02	0.09	0.02
影响利润总额	7.54	4.44	8.48	0.29	1.01	1.15	0.20	0.15	0.88	0.19
减少 08 年幅度	14.00%	26.83%	35.34%	6.63%	20.74%	154.74%	13.30%	35.49%	113.62%	46.41%
需提价幅度	10.83%	13.83%	12.65%	2.20%	10.16%	15.63%	3.20%	2.99%	7.52%	6.92%

从 50%-70%敏感度

1%减少 08 年幅度	0.34%	0.51%	0.73%	0.79%	0.54%	2.60%	1.09%	3.11%	3.97%	1.76%
1%需提价幅度	0.28%	0.28%	0.28%	0.26%	0.28%	0.29%	0.26%	0.26%	0.27%	0.27%

资料来源：中投证券研究所；主营收入数据来自于 2008 年年报

对于茅台，提价 5.30%~10.83%就可以完全化解消费税所带来的负面影响。而我们前面的分析，茅台提价能力最强，假若以 439 元出厂价为例提 5.30~10.83%对应提价幅度为 23.27~47.54 元。我们预测茅台若是提价幅度至少在 50 元以上水平，将完全冲抵消费税所带来的负面影响。

三、盈利预测及估值

3.1 预测 2009~2011 年 EPS 为 5.28 元、6.87 元和 8.51 元

表格 18 茅台 53 度营收分拆预测表

53 度茅台	2007	2008	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E
销量 (吨)	7100.00	6900.00	8100.00	8900.00	9700.00	10500.00	11300.00
增长率 (%)	2.90%	-2.82%	17.39%	9.88%	8.99%	8.25%	7.62%
吨酒收入 (万/吨)	62.70	78.45	80.30	93.17	102.98	112.12	121.27
增长率 (%)	13.35%	25.12%	2.35%	16.04%	10.52%	8.88%	8.16%
吨酒成本 (万/吨)	6.99	6.63	6.70	6.80	6.90	7.00	7.10
增长率 (%)	-19.11%	-5.16%	1.03%	1.49%	1.47%	1.45%	1.43%
收入 (百万)	4451.87	5413.10	6503.95	8292.34	9988.68	11772.74	13703.13
增长率 (%)	16.64%	21.59%	20.15%	27.50%	20.46%	17.86%	16.40%
成本 (百万)	496.46	457.58	542.70	605.20	669.30	735.00	802.30
增长率 (%)	-16.76%	-7.83%	18.60%	11.52%	10.59%	9.82%	9.16%
毛利率 (%)	88.85%	91.55%	91.66%	92.70%	93.30%	93.76%	94.15%

资料来源：中投证券研究所

表格 19 茅台年份酒营收分拆预测表

53 度茅台	2007	2008	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E
销量 (吨)	480.00	420.00	550.00	600.00	650.00	700.00	750.00
增长率 (%)	300.00%	-12.50%	30.95%	9.09%	8.33%	7.69%	7.14%
吨酒收入 (万/吨)	250.00	304.76	333.00	363.00	413.00	463.00	513.00
增长率 (%)	27.66%	21.90%	9.27%	9.01%	13.77%	12.11%	10.80%
吨酒成本 (万/吨)	13.54	14.52	14.80	15.30	15.80	16.30	16.80
增长率 (%)	1.56%	7.25%	1.90%	3.38%	3.27%	3.16%	3.07%
收入 (百万)	1200.00	1280.00	1831.50	2178.00	2684.50	3241.00	3847.50
增长率 (%)	410.64%	6.67%	43.09%	18.92%	23.26%	20.73%	18.71%
成本 (百万)	65.00	61.00	81.40	91.80	102.70	114.10	126.00
增长率 (%)	306.25%	-6.15%	33.44%	12.78%	11.87%	11.10%	10.43%
毛利率 (%)	94.58%	95.23%	95.56%	95.79%	96.17%	96.48%	96.73%

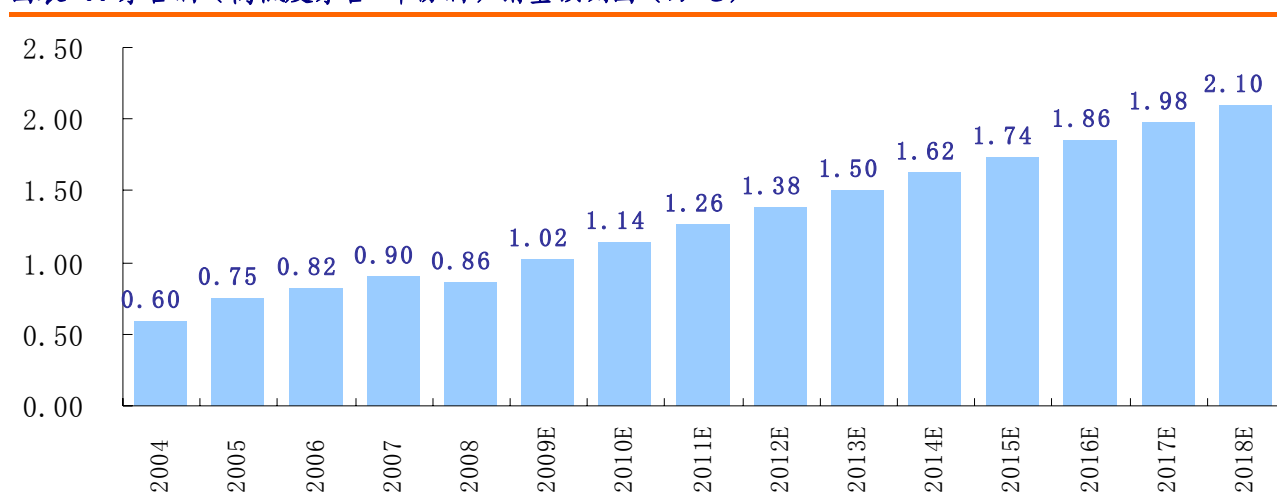
资料来源：中投证券研究所

表格 20 茅台低度酒营收分拆预测表

53 度茅台	2007	2008	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E
销量 (吨)	1900.00	1650.00	2100.00	2500.00	2900.00	3300.00	3700.00
增长率 (%)	47.29%	-13.16%	27.27%	19.05%	16.00%	13.79%	12.12%
吨酒收入 (万/吨)	55.25	65.11	66.22	77.96	85.42	92.09	98.76
增长率 (%)	11.55%	17.84%	1.71%	17.72%	9.58%	7.80%	7.24%
吨酒成本 (万/吨)	6.07	6.24	6.30	6.45	6.60	6.75	6.90
增长率 (%)	-22.90%	2.84%	0.93%	2.38%	2.33%	2.27%	2.22%
收入 (百万)	1049.78	1074.25	1390.67	1948.89	2477.24	3038.93	3653.96
增长率 (%)	64.30%	2.33%	29.45%	40.14%	27.11%	22.67%	20.24%
成本 (百万)	115.32	102.99	132.30	161.25	191.40	222.75	255.30
增长率 (%)	13.55%	-10.70%	28.46%	21.88%	18.70%	16.38%	14.61%
毛利率 (%)	89.01%	90.41%	90.49%	91.73%	92.27%	92.67%	93.01%

资料来源：中投证券研究所

图表 11 茅台酒（高低度茅台+年份酒）销量预测图（万吨）



资料来源：中投证券研究所

表格 21 贵州茅台分业务预测（百万）

	2008	2009E	2010E	2011E
高度茅台酒				
收入 (百万)	6693	8335	10470	12673
同比 (%)	18%	25%	26%	21%
成本 (百万)	519	624	697	772
同比 (%)	-8%	20%	12%	11%
毛利率 (%)	92%	93%	93%	94%
低度茅台酒				
收入 (百万)	1074	1391	1949	2477
同比 (%)	2%	29%	40%	27%
成本 (百万)	115	103	132	161
同比 (%)	-11%	28%	22%	19%

毛利率(%)	89%	93%	93%	93%
其他				
收入(百万)	474	474	612	735
同比(%)	-11%	-11%	29%	20%
成本(百万)	178	178	204	245
同比(%)	-9%	-9%	15%	20%
毛利率(%)	62%	62%	67%	67%
合计				
收入(百万)	8242	10200	13031	15885
同比(%)	14%	25%	27%	22%
成本(百万)	812	905	1033	1178
同比(%)	-8%	20%	15%	15%
毛利率(%)	90%	91%	92%	93%

资料来源：中投证券研究所

表格 22 贵州茅台盈利预测表(百万)

会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	8242	10338	13154	16077
营业成本	800	960	1103	1274
营业税金及附加	682	827	1052	1286
营业费用	532	641	816	981
管理费用	941	1054	1342	1632
财务费用	-103	-94	-129	-179
资产减值损失	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	1	2	2	2
营业利润	5390	6952	8972	11085
营业外收入	6	3	3	3
营业外支出	11	3	3	3
利润总额	5385	6952	8972	11085
所得税	1385	1738	2243	2771
净利润	4001	5214	6729	8314
少数股东损益	201	220	250	280
归属于母公司净利润	3799	4994	6479	8034
EBITDA	5453	7109	9192	11348
EPS(元)	4.03	5.29	6.87	8.51

资料来源：中投证券研究所

预测公司 2009~2010 年 EPS 为 5.28 元、6.87 元和 8.51 元。

3.2 取永续增长率为 1% 用 DCF 估值为 237.95 元

表格 23 贵州茅台 DCF 假设条件

项目	高速增长阶段	永续增长阶段	债务成本	
贝塔值 (β)	0.75	0.75	债务溢价	1.47%
无风险利率 (%)	3.00%	3.00%	法定所得税税率	25.00%
市场的预期收益率 (%)	10.00%	10.00%	债务成本	3.35%
股权资本成本 (K_e)	8.25%	8.25%	权益、债务比率	
债务成本 K_d (%)	3.35%	3.35%	债务权益比 D/E	0.00%
债务比率 $D/(D+E)$ (%)	0.00%	0.00%	权益比率	100.00%
WACC	8.25%	8.25%	债务比率	0.00%

数据来源：中投证券研究所

取永续增长率为 1%，在 WACC 值为 8.25% 的情况下对公司进行 DCF 敏感性分析。DCF 估值为 237.95 元。

表格 24 贵州茅台 DCF 估值敏感性分析

WACC(%)	永续增长率 G_n (%)					
	0.00%	1.00%	2.00%	3.00%	4.00%	5.00%
3.25%	656.18	905.09	1552.26	7376.82	-2330.78	-943.98
4.25%	483.69	604.51	832.74	1426.14	6766.73	-2134.25
5.25%	377.96	446.60	557.48	766.92	1311.46	6212.35
6.25%	306.88	349.75	412.79	514.62	706.97	1207.09
7.25%	256.05	284.58	323.98	381.93	475.53	652.33
8.25%	218.06	237.95	264.19	300.44	353.74	439.84
9.25%	188.72	203.06	221.37	245.53	278.89	327.96
10.25%	165.45	176.09	189.31	206.17	228.43	259.17
11.25%	146.62	154.69	164.50	176.68	192.23	212.75
12.25%	131.12	137.35	144.79	153.84	165.08	179.42
13.25%	118.18	123.06	128.81	135.67	144.03	154.41
14.25%	107.24	111.11	115.62	120.93	127.28	135.00

数据来源：中投证券研究所

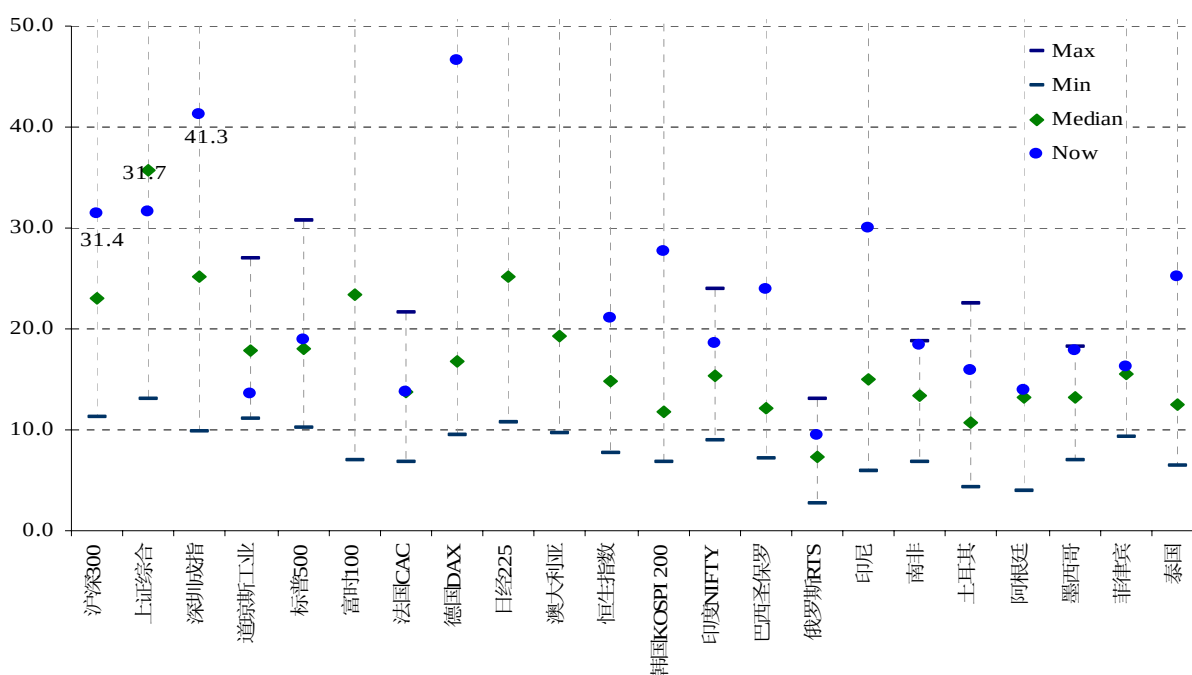
3.3 目标价 240.45 元，强烈推荐

表格 25 食品饮料主要公司盈利预测表

	最新价 (元)	市值 (亿)	EPS(元)				PE (倍)				PB (倍)	PEG	投资评级
			2008A	2009E	2010E	2011E	2008A	2009E	2010E	2011E			
贵州茅台	150.82	1423.44	4.03	5.29	6.87	8.51	37.42	28.51	21.95	17.72	12.01	1.06	强烈推荐
泸州老窖	26.75	372.96	0.91	1.18	1.45	1.75	29.40	22.67	18.45	15.29	10.89	1.01	强烈推荐
五粮液	22.12	839.67	0.48	0.73	1.00	1.20	46.08	30.30	22.12	18.43	6.56	0.87	强烈推荐
张裕 A	52.86	278.72	1.70	2.01	2.42	2.95	31.09	26.30	21.84	17.92	11.78	1.36	强烈推荐
燕京啤酒	13.60	164.60	0.38	0.60	0.75	0.92	35.79	22.67	18.13	14.78	11.78	0.70	强烈推荐
青岛啤酒	27.98	366.04	0.54	0.85	1.05	1.29	51.81	32.92	26.65	21.69	6.08	1.00	推荐
双汇发展	37.20	225.43	1.15	1.47	1.81	2.17	32.35	25.31	20.55	17.14	9.42	1.14	推荐
山西汾酒	26.49	114.68	0.56	0.95	1.18	1.43	47.30	27.88	22.45	18.52	5.50	0.86	推荐
水井坊	14.37	70.20	0.64	0.75	0.85	1.02	22.45	19.16	16.91	14.09	8.49	1.22	推荐
伊力特	8.22	36.25	0.28	0.35	0.43	0.51	29.56	23.29	19.12	16.19	11.78	1.12	推荐
酒鬼酒	11.60	35.15	0.14	0.20	0.33	0.52	85.40	57.81	35.53	22.11	5.56	1.15	推荐
伊利股份	16.68	133.33	(2.11)	0.55	0.73	0.96	-7.90	30.57	22.85	17.38	11.78		推荐
金枫酒业	14.19	51.87	0.57	0.53	0.62	0.71	24.89	26.77	22.89	19.99	6.08	3.64	推荐
古越龙山	8.01	44.75	0.26	0.18	0.22	0.25	30.81	44.50	36.41	32.04	9.42		推荐
三全食品	15.99	29.90	0.43	0.49	0.56	0.63	37.19	32.80	28.61	25.44	4.37	2.63	推荐
平均	29.79	279.13	0.66	1.08	1.35	1.65	35.58	30.10	23.63	19.25	8.77	1.37	

资料来源：中投证券研究所

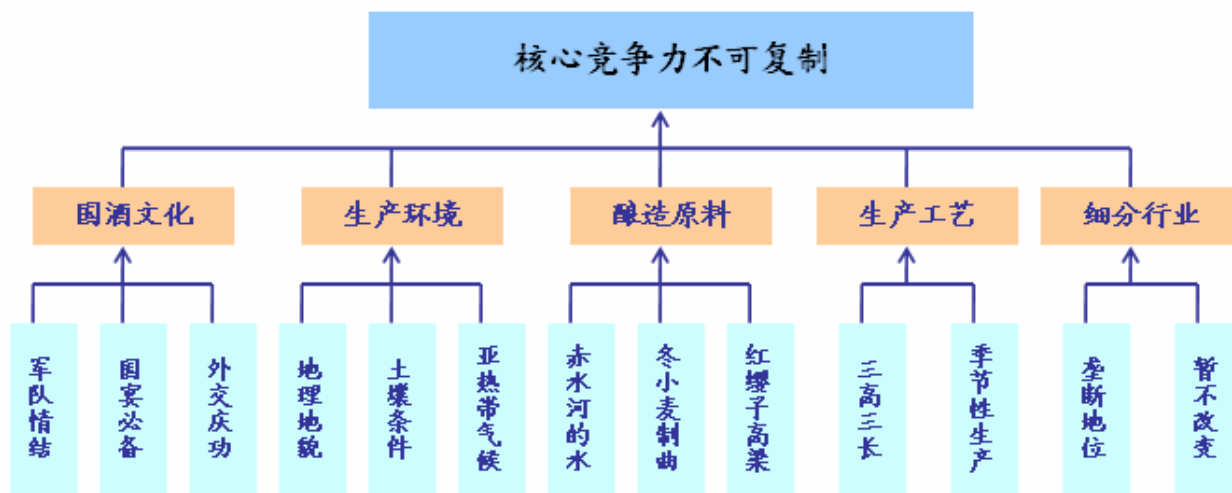
图表 12A 股静态市盈率与全球主要股权指数静态市盈率比较



资料来源：中投证券研究所

我们于 2008 年 11 月 14 日茅台深度报告“贵州茅台系列报告之二（公司篇）：看得见的持续增长”定下的 166.80 元目标价（当时价 90 元，强烈推荐）已经实现。根据现在的市场状况，我们再次调整对于茅台的估值。

图表 13 贵州茅台核心竞争力分析图



资料来源：中投证券研究所

目标价 240.45 元，维持强烈推荐评级。鉴于目前指数静态市盈率在 30 倍水平，以及食品饮料增长的确定性，行业龙头的估值整体将向 2010 年 30 倍水平靠拢，由于茅台的长期增长更为明确，结合 DCF 估值 237.95 元，我们以茅台 2010 年 35 倍 PE 来估未来一年目标价，对应为 240.45 元，维持“强烈推荐”评级。

3.4 风险提示

对于茅台最主要的风险：

- ✧ 短期，若是经济出现二次探底，将会带动市场的整体估值下移，对茅台的估值提升形成压力；
- ✧ 长期，公务消费出现明显从严，以及白酒消费习惯的改变。

附录一：茅台酒的酿造环境及工艺

1.1 天然的生产环境

茅台的生产是开放式自然发酵过程，对自然条件依赖性很强，离开了茅台镇生产不出茅台酒。茅台地区的长期酿酒生产工艺对当地微生物的自然驯化、筛选及特殊的地理环境作用，为茅台酒生产提供了丰富的微生物资源。茅台酒产地依山傍水，为亚热带气候，海拔高度 420~550 米，地理位置在东经 105°、北纬 27°；地处低凹河谷地带，风速小，形成了相对稳定的小气候环境；加之赤水河从中缓缓流过，为茅台提供了发酵所需的适宜温度和相对湿度。

图表 14 茅台镇地理位置



资料来源：Baidu 电子地图、中投证券研究所

1.2 优质的生产用水

茅台地处川南黔北交界的山区，远离大中城市，至今未受工业化污染。茅台地层由形成时间在 7000 万年以上的侏罗系紫色砂页岩、砾岩组成，广泛发育着酸碱适度的紫色土壤，砂质和砾石，具有良好的渗水性，甘冽的泉水汇入赤水河中，为茅台酒酿造提供了取之不尽、用之不竭的优质水源。1972 年，周恩来总理指示：“在茅台河上游一百公里范围内不能建工厂，特别是化工厂。”赤水河是一条自然生态保护比较完好的河流，曾被国际饮水资源保护组织授予“爱一滴水就是爱全世界”水资源保护杰出贡献奖。

图表 15 茅台景区



资料来源：游易天下、中投证券研究所

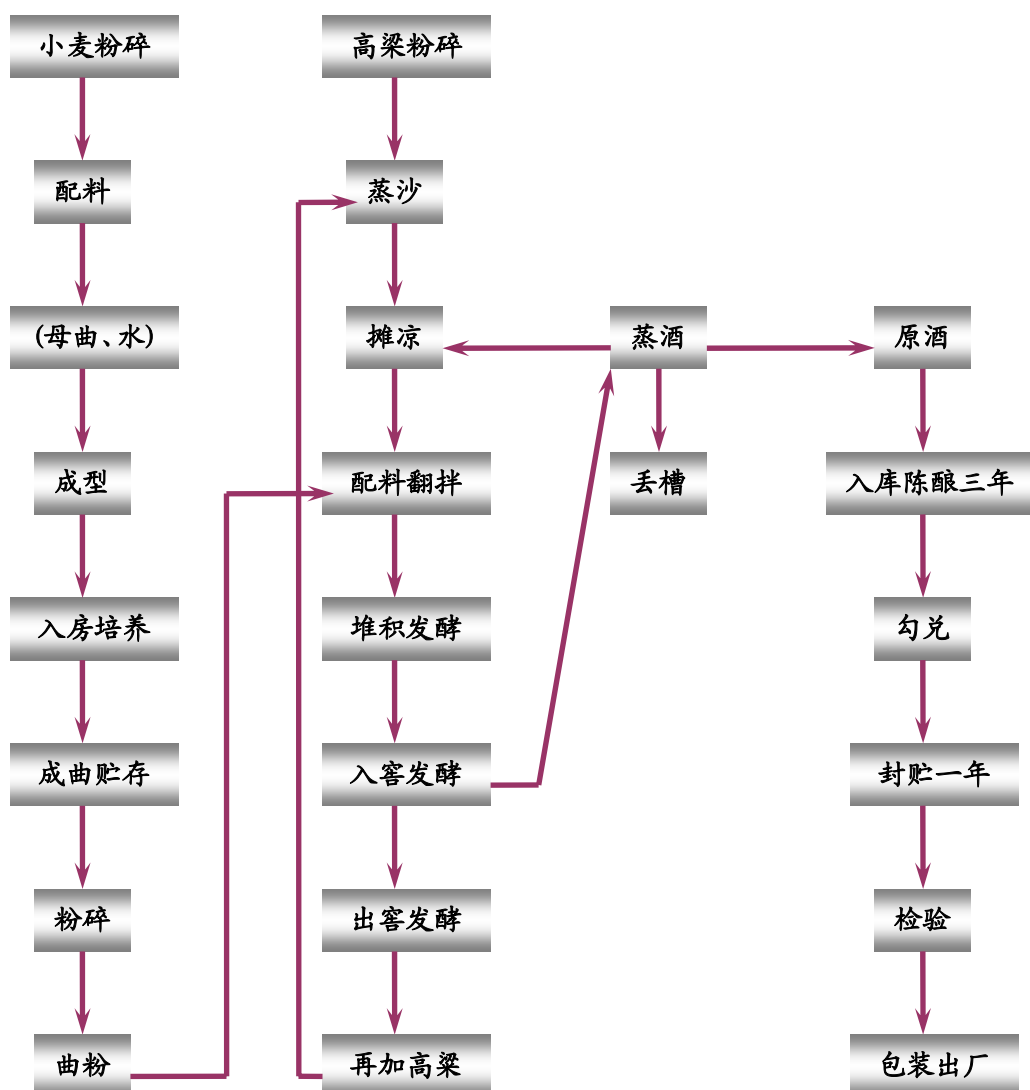
1.3 优选的生产原料

茅台酒生产过程中精选赤水河沿岸种植的糯性高粱作为重要原料。赤水河流域属中亚热带湿润季风气候，以紫色、石灰和黄色土壤为主，肥力适中。茅台酒沿岸种植出来的糯性高粱颗粒坚实、饱满、均匀，粒小皮厚，单宁和支链淀粉含量高，适宜茅台酒多轮次蒸馏发酵的工艺要求。茅台现有 20 万亩高粱基地，2006 年确定新建 30 万亩高粱基地，力争在“十一五”期间达到 50 万亩有机高粱基地的建设目标。

1.4 独特的生产工艺

茅台酒的与质量虽然与水质、土壤、地理环境等自然条件密切相关，更加重要的还是茅台酒酿造过程采用一套独特的生产工艺。1956 年确定“恢复原有水源、原有工艺、适当延长贮存期”的方案，此后逐步形成了“高温制曲、高温堆积、轻水入窖、2 次投料、8 次加曲、8 次发酵、9 次烤酒、高温接酒、以酒养窖、7 次摘酒、长期贮存、精于勾兑”的完整工艺。茅台酒的生产时间是：端午踩曲、重阳投料，一月一个小周期，一年一个中周期，六年一个大周期。茅台酒的生产从投料到出商品酒的六年时间是这样分配的：制曲及贮存一年，制酒生产一年，生产的“新酒”陈酿三年，勾兑后贮存一年，茅台酒经过陈酿，在贮存过程中发生一系列物理化学变化，可以使茅台酒的风格更加明显，从而有效的与其他酒进行分别。

图表 16 茅台酒的酿造工艺流程



资料来源：中投证券研究所

1.4.1 高温大曲工艺

1.4.1.1 曲料粉碎

小麦加 5%~10% 水拌匀润料 3~4 小时，用钢磨磨成半细粉占 50%、粗粉及麦皮占 50%，粉能通过 20 目筛孔。

1.4.1.2 曲料配比

- ✧ **加水量。**纯小麦粉碎后，加水量为 40%，原料较干或高温干燥季节可增加 1%~3%，在相反的情况下酌情减 1%~3%。若加水量过多，则成曲呈现黑色，酱香味小或酱香不正；若水分过少，则曲坯松散，造成大量次品，并产生曲堆升温过快，微生物生长不均等现象。
- ✧ **加母曲量。**母曲用量为曲料的 4%~8%，即夏季 4%~5%，冬季 5%~8%。由于曲块培养约为 10 天，品温达到 60~64 度，所以母曲

加量不足会影响曲块的培养。母曲为去年生产的含菌较多的白色曲。

1.4.1.3 制曲坯

曲坯出模后，应侧立凉坯 1~1.5 小时，使表面水分挥发，再运入曲房。每块曲坯重 7.6~7.9 公斤，成曲每块平均 4.6~4.8 公斤。扣除其他工艺损失后，通常成曲率为 80%~81%。

1.4.1.4 曲的培养

- ✧ **入室堆积。**每间曲室面积为 8.5×3.5 平米，地面至梁底标高为 3.5 米，地面以红土筑成或为水泥地面。曲坯入室前，先铺稻草于靠墙一侧的地面，其压紧厚度为南方约 3~5 厘米，北方为 15~20 厘米，宽 40 厘米。曲坯侧立呈现横 3 块、竖 3 块依次交替排列，曲坯离墙约 3~4 厘米，坯块间距为 1.5 厘米。放满一层后，在坯层上再铺一层稻草，南方约 2 厘米厚，北方约 7 厘米。再在第一层上安放第二层，但上、下层的曲坯排列方向也应错开，即互成垂直交叉。如此操作至 4~5 层为止。再在顶层上松散的盖上乱稻草，其厚度为南方夏季 4~5 厘米，冬季 7~8 厘米；北方夏季为 13~17 厘米，冬季 20~25 厘米。
- ✧ **第一次翻曲。**培养 7 天左右，曲堆品温达 61~64 度，以后温度相对稳定。若下层曲块发热，即可翻曲。掌握首次翻曲的时机及品温十分关键，通常第一次翻曲的时间，夏季为曲坯入室后的 5~7 天，冬季为 8~10 天，翻曲时品温为 60~65 度。比如，曲块品温升至 63 度，室温为 33~35 度，再经 2~3 天，即可长成霉衣，随即进行翻曲。若翻曲过早，则下层曲块有生麦气味；翻曲过迟，会使曲块变黑。
- ✧ **第二次翻曲。**第一次翻曲后曲温降至 50 度以下，经 1~2 天，品温又回升，通常 6~7 天可接近于第一次翻曲的温度。比如，室温 38~40 度，品温上升至 55~60 度时，即可进行第二次翻曲。这时曲块表面已经干燥，可将曲块间的稻草全部除去。为使曲块成熟并干燥，可增大行间距离，并将曲块竖直堆积。
- ✧ **拆曲出室。**第二次翻曲后，曲块品温约下降 7~12 度。经 7~9 天，曲块品温又逐渐回升至 55 度，同时曲心水分也慢慢挥发。以后品温渐降，在第二次翻曲后 15 天，可稍开门窗以利曲块干燥。当曲块品温接近于室温时，曲块水分可降至 15% 以下。自曲坯入室算起，夏天约经 40~45 天，冬季约 50 天，即可揭去覆盖于曲堆顶的稻草，进行拆曲。再转入贮仓存放 3~4 天即为成曲。若在拆曲时底层曲块水分较高、曲块较重，则应另行放置，促其干燥。
- ✧ **曲香的形成。**曲坯进曲房 2~3 天后，品温升至 50~55 度，曲块变软，色泽渐深，同时散发酒酿似的醇香气和甜酸味，此为升温升酸期，可防止某些腐败菌的繁殖，使曲块不馊、不臭。升温也有利于高温细菌的繁殖。在曲坯入室后第 3~4 天，即可闻到浓重的酱香气味。

1.4.1.5 成曲质量评定

酱香型白酒高温大曲，可以按表面色泽分为白、黑、黄三种。白色曲通常为堆上层曲块，因其表皮水分蒸发，故呈干皮，且表面菌丝较少，但曲块内部

与其他曲块相同；黑色曲多位曲堆中层的曲块，在高温、高湿条件下生成；黄色或黄褐色曲大多为曲堆下层的曲块。在评定曲质量时候，不仅仅只以曲的酶活力及发酵力来衡量，多以曲的色、香、松紧、干湿等来判断。比如，白皮曲的糖化力一般高于黄皮曲，但通常认为黄皮曲的质量较好。这是由于其具有曲香、曲块出室时断面干燥过心；若将曲投于水中，有多而持久成串气泡产生；糖化力为 100 单位左右，基本无发酵力。

1.4.2 用曲量

大曲使用前，经磨研机磨成细粉，曲粉越细越好，加入各轮次蒸酒后的醅中。大约 5 公斤粮食（2.4 公斤高粱、2.6 公斤小麦）酿造出 1 公斤成品酒，用曲量为 3 公斤。

1.4.3 高粱粉碎

用作第一次投料的高粱，要求整粒与破碎粒之比为 8: 2；第二次投料用的高粱，整粒与破碎粒之比为 7: 3。两次投料量相等。

1.4.4 中间流程

自前一次酒醅蒸馏结束至下一次酒醅蒸馏完毕，即为一个轮次。上述经第二次发酵的酒醅蒸馏后的糟，再加尾酒和曲粉拌匀，进行堆积发酵，入窖发酵一个月。蒸馏得第二次原酒，酒头单独贮存，酒尾拨回糟中，即为第三轮结束。此后的第 4~8 轮操作，同第三轮。在全部轮次中，加取量以第二轮为最高，以后各轮递减，第 8 轮的加曲量仅为第 7 轮的 50%。稻壳用量很少，且只在第 4 轮流酒后才使用。第 2~4 次原酒统称为大回酒，第 5 次原酒成为小回酒，第 6 次原酒为枯糟酒，第 7 次原酒为丢糟酒。接取第 7 次原酒后，酒糟可用作饲料。但该糟内含有约 12% 的残余淀粉等成分，可补加根霉菌和酒母进行再发酵，追取一次“翻沙酒”，另作别用。第一次蒸的为去年最后一轮发酵后未蒸酒的部分酒醅及原料总量 50% 的“生沙”；第一、二次蒸的酒全部作为原料拨回糟中，以酒养窖；第 3~7 次蒸的酒头单独贮存，中段酒作为主要原酒，酒尾作原料用，也可将第 9 次蒸的酒主要用作原料。

表格 26 茅台酒发酵蒸馏摘取原酒次数综述

发酵次数	蒸馏次数	摘取原酒次数（原酒名称）
-	1	不取原酒，蒸得的酒全用作原料
1	2	
2	3	1（糙沙酒）
3	4	2（大回酒）
4	5	3（大回酒）
5	6	4（大回酒）
6	7	5（小回酒）
7	8	6（枯糟酒）
8	9	7（丢糟酒）

资料来源：当代酒典、中投证券研究所

1.4.5 最后工序

自第一次贮存到出厂的全过程。各轮次的原酒，分型分级密封于陶瓷容器中，经三年以上的贮存期，进行精心勾兑、调味后，再贮存一年。最后以品尝及化验为严格把关的手段，要求成品酒质量达到或高于标准的水平，方能瓶装出厂。

原酒分型、分级入库。茅台酒主要由酱香型、醇甜型及窖底香型三种典型体组成。其中酱香型酒由窖顶部及中部酒醅产生；醇甜型酒也产自窖中部的酒醅；窖底香型酒则来自窖底和泥窖的酒醅。这三种类型酒又各自分为一、二、三个等级。对各轮次酒原则上均应如此分型分等后再入库。

勾兑调味的基础工作。勾调员要求有过硬的尝酒本领，对茅台酒的总体风格、各类典型体酒、各单坛酒的特点应充分了解，才能在勾调的时候稳而准的运用自如，并按照“无色透明、特殊芳香、醇和浓郁、味长回甜”的标准执行。此外，还要建立坛酒档案及检验制度，并加强科学分析，进一步揭示茅台酒成分与“色、香、味、格”的关系，以降低勾调的误差程度。

勾调的具体原则及验证。具体原则：一般以醇甜型的第2~6次原酒为基础酒，其中被称为大回酒的第3~4次原酒，在7次原酒中产量最高，质量也最好。2、6次原酒质量稍次。故在勾兑时应以2~6次原酒为主。但它们也不够完美，须以1次或7次原酒勾兑，使酒味更协调，酒体更丰满。其中，醇甜型酒是构成茅台酒特殊风味的主要组成部分，含较多呈甜味的多元醇。

表格 27 各次原酒成分分析（第7次未测）例

摘取原酒次数	酒度（%）	总酸（%）	挥发酸（%）	总酯（%）	总醛（%）	杂醇油（%）	糠醛（%）
1	53.3	0.2733	0.2359	0.5353	0.0344	0.2350	0.0061
2	56.0	0.2899	0.1385	0.3684	0.0594	0.1270	0.0153
3	57.6	0.1979	0.0979	0.3846	0.0659	0.2260	0.0217
4	60.5	0.1220	0.6786	0.3606	0.0489	0.2530	0.0239
5	58.7	0.0931	0.0639	0.3079	0.0435	0.2350	0.0172
6	57.0	0.0848	0.0600	0.3310	0.0567	0.2710	0.0226

资料来源：中投证券研究所

表格 28 各次原酒风味特点

摘取原酒次数	风味特点
1	甜味明显，但味较冲，生、涩、酸味重
2	较1次酒香，醇和，略呈生涩味
3、4、5	香浓、味醇厚，酒体丰满，无邪杂味
6	糊香良好，醇和，味长
7	有糊香，醇和，微苦，有明显糟味

资料来源：中投证券研究所

酱香型及窖底香型酒作调味用。因为若仅用醇甜型酒勾兑，尚不够完善，香型也明显，故必须调味，调味中亦伴随香的调节。窖底香的主要成分是己酸及其酯类。酱香是茅台酒的主体香，其主要成分是4-乙基愈创木酚及羰基化合物等高沸点成分，它们不易挥发，酒经贮存后酱香更为明显。酱香型酒还能

使成品酒的味感更长。窖底香型酒在调味中的主要作用是使酒进口放香，因其总酸含量较高，故也能调节酒的后味。调味时，还应调入适量老酒，使酒醇和浓郁，味长回甜，且使后味具有陈酿酒之感。各种典型体的酒在勾调中都具有特殊的作用，它们彼此相辅相成而构成茅台酒的完整风格。醇甜型酒主要具有醇和回甜之感，所以作为基础酒，但在 2~6 次酒中勾入 1、7 次酒不宜过量，否则会起副作用。单纯的酱香型酒，其味不够全面，酒体亦欠丰满，故在勾调时须有整体意识。

表格 29 茅台酒勾调具体原则的验证例

编号	勾调内容	评语
1	2~6 次原酒综合	醇、甜、香较全面
2	以 1 号酒为基础，调入适量 1、7 两次酒	进口放香优于 1 号，糊香好，后味增长
3	1 号酒调入过量的 1 次酒	进口较 4 号香，但后味涩
4	1 号酒调入过量的 7 次酒	醇和，后味比 3 号长，略显糟味
5	醇甜味酒	单纯、醇甜，后味略涩
6	在 5 号酒基础上，调入适量酱香型酒	醇、甜、香、酱香突出，后味略涩
7	在 6 号酒基础上，调入适量窖底香型酒	醇、甜、香、进口香和后味等协调完美

资料来源：中投证券研究所

勾调过程。勾调容器为容量 2500 公斤的竹篓，勾调时，先勾调基础酒，再调香、调味；先勾调小样，再大型勾调。基础酒有两种，一种是经勾调贮存后鉴评伟大到出厂标准的酒；另一种是综合醇甜型的酒，称之为盘勾酒。一般要从基础酒中挑选 2~3 个，将其勾兑至 1750 公斤左右后，即可调香调味。调香调味时要查阅坛酒档案卡片，并随时品尝，以其之长补基础酒之短。小样勾调时，须做好准确、详细的记录。小样勾调好以后，要反复用标准酒样进行品尝对比，达到或超过出厂标准时，才能进行大型勾调。大型勾调时，一定要严格按小样配比进行，不得随意增减。为防止有误，在大型勾调后仍须反复尝评，在超过标准样后，才能入坛再贮存，最后经复查后包装出厂。茅台酒的勾调工作是很细致的，新酒贮存一年后，将不同轮次和香型的酒进行并坛，成为“盘勾”。然后继续贮存 2 年以上。因此，在勾调时，备有贮存 3 年以上不同轮次、不同香型、不同酒度及不同酒龄的 200~300 个单型的酒样和“盘勾酒”。好的单型酒，其新酒不一定很好。通常勾调工作要进行 20~60 天，每批酒由 30~70 多个单型酒勾调而成。

主要研究报告

1、 五粮液系列报告之一（资产定价篇） ：酒类注入资产 用平滑年度 PS 估价相对合理	2008/08/26
2、 五粮液系列报告之二（进出口公司篇） ：结算价调整幅度 预计在 90 元/瓶	2008/09/08
3、 古越龙山系列报告之一（行业篇） ：黄酒行业 十年六倍空间	2008/09/23
4、 张裕系列报告之一（行业篇） ：到 2012 年我国葡萄酒人均消费量将翻倍至 1 升	2008/10/17
5、 贵州茅台系列报告之一（行业篇） ：高端白酒消费趋势可以延续到 2020 年	2008/11/13
6、 贵州茅台系列报告之二（公司篇） ：看得见的持续增长	2008/11/14
7、 食品饮料 2009 年策略报告 ：寻找确定性最强能够熬过冬天后发芽的种子	2008/12/12
8、 食品饮料 2009 年月报（第一期） ：白酒产量和收入尚可 12 月大事首选茅台经销商大会	2009 /01/05
9、 青岛啤酒 ：啤麦成本下降可体现在一季度 快于市场预期	2009/01/13
10、 张裕 ：09 年发展思路：巩固高端 兼顾低端	2009/01/19
11、 食品饮料 2009 年月报（第二期） ：08 年产量白酒最为稳定 1 月亮点事件杭州发放消费券	2009 /02/02
12、 青岛啤酒 ：朝日啤酒 溢价 36% 收购 ABI 青啤 19.99% 股权	2009 /02/02
13、 伊利股份 ：销量恢复略好预期 上游资源掌控向垄断发展	2009/02/13
14、 五粮液 ：08 年业绩符合预期 资产收购进程明朗	2009/02/18
15、 五粮液 ：酒类资产收购告一段落 下一步关注结算价调整	2009/02/24
16、 青岛啤酒 ：1 月主品牌销量占总销量 55% 略超预期	2009/02/25
17、 食品饮料 2009 年月报（第三期） ：2 月亮点事件轻工业振兴计划	2009 /03/01
18、 三全食品 ：稳定的毛利率 刚性的费用 成长看销量的扩张	2009/03/04
19、 食品饮料 2009 年月报（产量版） ：2 月产量增长理想 乳业恢复超预期	2009 /03/16
20、 双汇发展 ：09 年关注自建渠道、产能扩张和商品猪基地建设	2009/03/19
21、 张裕 ：应对经济调整 发展中低端葡萄酒和白兰地	2009/03/23
22、 泸州老窖 ：2009 年试点改革营销体制 三项措施促销量增长	2009/03/24
23、 贵州茅台 ：08 年两点惊喜 09 年三点关注	2009/03/25
24、 食品饮料二季度投资策略 ：二季度关注啤酒 长期看好高端消费品	2009 /03/27
25、 食品饮料月报（营收版） ：前 2 月营收冷热不均 白酒表现突出	2009 /03/30
26、 五粮液 ：一季度开局良好 09 年做好 3 项工作	2009 /03/30
27、 食品饮料 2009 年月报（第四期） ：3 月看点成都糖酒会 本期关注伊力特	2009 /04/07

28、青岛啤酒: 08 年经营正常 09 年发展看 3 点	2009 /04/09
29、张裕 A: 08 年符合预期 09 年发展中低端品种和白兰地	2009 /04/10
30、泸州老窖: 08 年经营正常 09 年构建新的三大营销体系	2009 /04/18
31、食品饮料 2009 年月报(产量版): 3 月产量增速放缓 白酒增速依旧稳定	2009 /04/18
32、贵州茅台: 一季报业绩符合预期 二季度关注打假效果和申请世博会唯一赞助商资格	2009 /04/21
33、五粮液: 一季报预收账款发挥作用 关注团购和新品推出	2009 /04/22
34、双汇发展: 一季报符合预期 二季度关注猪价触底和单季度收入增加	2009 /04/23
35、张裕: 一季报符合预期 二季度关注麒麟球推广进度	2009 /04/24
36、泸州老窖: 一季度预计是全年经营低点	2009 /04/28
37、青岛啤酒: 二季度关注销量 成本 整合	2009 /04/30
38、食品饮料 2009 年月报(第五期): 08 年年报和 09 年 1 季报分析	2009 /05/05
39、青岛啤酒: ABI 剩余 7.01%股权转让给新华都	2009 /05/11
40、食品饮料 2009 年月报(产量版): 4 月产量增速全面回升	2009 /05/14
41、海南椰岛: 2009 步入新的成长阶段	2009 /05/22
42、食品饮料 2009 年月报(第六期): 5 月二线白酒和资产整合品种表现突出	2009 /06/01
43、食品饮料 2009 年月报(产量版): 5 月产量继续回升 下半年重点关注高端酒投资机遇	2009 /06/15
44、青岛啤酒: 发展以市场为导向 二季度经营情况或超预期	2009 /06/16
45、泸州老窖: 迎接第三次超常规发展	2009 /06/18
46、食品饮料 2009 年下半年投资策略: 销量增速超预期、提价预期提前、以及消费税调整低于预期创造下半年关注高端酒投资机遇	2009 /07/06
47、食品饮料 2009 年月报(产量版): 6 月白酒产量增速靓丽 下半年坚定看好高端白酒行情	2009 /07/18
48、燕京啤酒: 从区域品牌走向全国品牌	2009 /07/29
49、泸州老窖: 下半年经营情况将继续二季度回升趋势	2009 /07/30
50、食品饮料 2009 年月报(第八期): 洋河启思录: 二线白酒成长效仿的标杆	2009 /08/03
51、贵州茅台: 持续确定性增长 下半年实际经营情况将更好	2009 /08/07
52、青岛啤酒: 销量和业绩均出现高增长 三季度关注权证行权	2009 /08/07
53、食品饮料 2009 年月报(产量版): 7 月白酒产量增速创历史新高 高端白酒是下半年重要投资机遇	2009 /08/14
54、双汇发展: 二季度经营情况理想 屠宰、养殖、低温肉发展进程在预期内	2009 /08/15
55、五粮液: 二季报符合预期 三个变化后值得期待五粮液的再次腾飞	2009 /08/18
56、食品饮料 2009 年月报(第九期): 09 年上半年 白酒业绩普遍增幅理想	2009 /09/01

57、食品饮料行业系列深度报告(白酒):白酒行业成长性和稳定性领先行业 高端白酒更佳

2009 /09/07

附：财务预测表

资产负债表					利润表				
会计年度	2008	2009E	2010E	2011E	会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
流动资产	12241	13912	18481	24502	营业收入	8242	10338	13154	16077
现金	8094	10797	15016	20685	营业成本	800	960	1103	1274
应收账款	35	83	105	129	营业税金及附加	682	827	1052	1286
其它应收款	83	121	154	188	营业费用	532	641	816	981
预付账款	742	10	11	13	管理费用	941	1054	1342	1632
存货	3115	2747	2997	3247	财务费用	-103	-94	-129	-179
其他	173	155	197	241	资产减值损失	0	0	0	0
非流动资产	3513	4244	5323	6122	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	4	5	5	5	投资净收益	1	2	2	2
固定资产	2190	3385	4615	5492	营业利润	5390	6952	8972	11085
无形资产	445	465	485	505	营业外收入	6	3	3	3
其他	874	388	218	119	营业外支出	11	3	3	3
资产总计	15754	18156	23804	30624	利润总额	5385	6952	8972	11085
流动负债	4251	2530	2946	3396	所得税	1385	1738	2243	2771
短期借款	0	0	0	0	净利润	4001	5214	6729	8314
应付账款	121	48	55	64	少数股东损益	201	220	250	280
其他	4129	2482	2891	3333	归属母公司净利润	3799	4994	6479	8034
非流动负债	0	0	0	0	EBITDA	5453	7109	9192	11348
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	4.03	5.29	6.87	8.51
其他	0	0	0	0					
负债合计	4251	2530	2946	3396	主要财务比率				
少数股东权益	259	479	729	1009	会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
股本	944	944	944	944	成长能力				
资本公积	1375	1375	1375	1375	营业收入	13.9%	25.4%	27.2%	22.2%
留存收益	8926	12829	17810	23900	营业利润	19.1%	29.0%	29.1%	23.5%
归属母公司股东权益	11245	15147	20128	26219	归属于母公司净利润	34.2%	31.4%	29.7%	24.0%
负债和股东权益	15754	18156	23804	30624	获利能力				
					毛利率	90.3%	90.7%	91.6%	92.1%
					净利率	46.1%	48.3%	49.3%	50.0%
					ROE	33.8%	33.0%	32.2%	30.6%
					ROIC	165.7	142.2%	152.4	168.8%
					偿债能力				
					资产负债率	27.0%	13.9%	12.4%	11.1%
					净负债比率				
					流动比率	2.88	5.50	6.27	7.21
					速动比率	2.15	4.41	5.25	6.26
					营运能力				
					总资产周转率	0.63	0.61	0.63	0.59
					应收账款周转率	159	139	112	110
					应付账款周转率	8.84	11.34	21.38	21.43
					每股指标 (元)				
					每股收益(最新摊薄)	4.03	5.29	6.87	8.51
					每股经营现金流(最新摊薄)	5.56	5.12	7.49	9.23
					每股净资产(最新摊薄)	11.91	16.05	21.33	27.78
					估值比率				
					P/E	40.68	30.95	23.86	19.24
					P/B	13.75	10.20	7.68	5.90
					EV/EBITDA	27	21	16	13

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

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 $\pm 10\%$ 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

分析师简介

黄巍, 中投证券研究所食品饮料行业分析师, 武汉华中科技大学国际金融专业学士、数量经济学硕士, 加拿大温哥华 UBC (英属哥伦比亚) 数量经济学硕士, 3 年证券从业经验。

主要研究覆盖公司: 贵州茅台、五粮液、泸州老窖、水井坊、张裕、青岛啤酒、伊利股份、双汇发展、燕京啤酒等。

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。未经中投证券事先书面同意, 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	北京	上海
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	北京市西城区闹市口大街 1 号长安兴融中心 2 号楼 7 层 邮编: 100031 传真: (010) 66276939	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