

朱卫华
 0755-82943101
 zhuweihua@cmschina.com.cn

2010年1月4日

贵州茅台 (600519.SH)/169.82元

硬通货

日用消费·食品饮料

目标估值: 200元

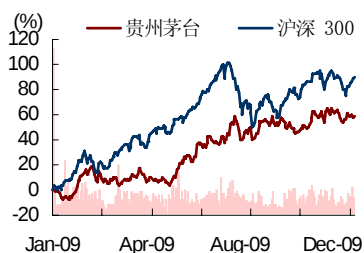
强烈推荐-A(维持)

基础数据

上证综指	3274
总股本(万股)	94380
已上市流通股(万股)	94380
总市值(亿元)	1603
流通市值(亿元)	1603
每股净资产(MRQ)	14.8
ROE(TTM)	31.9
资产负债率	15.1%
主要股东	中国贵州茅台集团
主要股东持股比例	61.7%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-2	16	57
相对表现	-3	5	-39



相关报告

- 《食品饮料业 2010 年度投资策略 - 消费泡沫化》2009/12/6
- 《食品饮料业 2009 年 8 月月报 - 禁酒驾下的消费抉择》2009/08/31
- 《贵州茅台(600519) - 上半年业绩释放超预期》2009/08/07
- 《白酒消费税严格征管点评 - 一线白酒看提价 二线白酒看改善》2009/7/26
- 《贵州茅台(600519) - 收入确认继续延迟, 预收大减别有原因》2009/4/22

茅台酒于元旦正式提价, 陈年酒提价幅度大大超越普通酒, 陈年酒占收入利润贡献高达三成以上、举足轻重地位, 茅台酒已成为硬通货; 茅台股票尽管市值不小, 但利润快速增长仍轻而易举, 我们维持“强烈推荐”投资评级, 目标估值 200 元。

- 茅台陈年酒提价幅度大大超越普通酒, 陈年酒占收入比超过 30%, 利润占比估计接近 40%。贵州茅台于 2010 年元旦正式提价: 38 度提 20 元、43 度提 40 元、53 度提 60 元(+13%)、15 年陈提 630 元(+32%)、30 年陈提 1400 元(+39%)、50 年陈提 4100 元(+70%)。我们最早提出要关注公司陈年酒这一结构性提升现象, 公司对于陈年酒有一套稳健的发展规划, 此次提价幅度与我们早先的预期也一致(我们曾认为 15 年陈具备提价 500 元的能力)。
- 贵州茅台是唯一一家酒价越涨、产品越俏的白酒公司。终端价格越涨, 越刺激消费者提前买酒, 这样不仅价格实惠, 而且酒质越藏越好, 茅台酒成为一种道地的投资品、奢侈品(请参阅 07 年中期《永远的奥古斯塔斯》一文)。相比终端价格涨速, 出厂价格调整算慢的, 公司调价只是收回经销商的部分暴利。现在普通酒终端价格 780 元左右(出厂价 499 元), 15 年陈终端价格 4800 元左右(出厂价 2599 元), 30 年陈接近万元, 50 年陈接近 2 万元, 中间环节仍是暴利。金融海啸之时, 公司品牌力也曾经一轮考验, 而今经销商满意度、忠诚度空前提高, 茅台经销商资格已成为一种紧俏资源。
- 贵州茅台是唯一一家对终端价格限高的白酒公司。茅台提价同时也发出限价通知, 要求普通茅台酒价格不超过 730 元。与 07 年底“限高令”背景不同的是, 当时公司可供销量严重不足, 现在公司可供销量每年新增 2000 吨(+20%), 公司可以通过适度增加销量来调控终端价格。尽管也许还是很难将酒价控制住, 但此举能赢得民心。
- 维持“强烈推荐”评级, 目标价 200 元。提价加销量增长, 2010 年公司真实业绩增速无疑将超过 30%, 不过考虑到公司一直喜欢平滑业绩, 我们认为 25~30% 是公司倾向的增速水平, 故暂不调高业绩预测, 提价后业绩增速的确定性大大增强。建议把投资组合中的现金都置换为保值增值的茅台股票。

财务数据与估值

会计年度	2007	2008	2009E	2010E	2011E
主营收入(百万元)	7237	8242	9988	12533	15721
同比增长	48%	14%	21%	25%	25%
营业利润(百万元)	4525	5390	6766	8480	11042
同比增长	82%	19%	26%	25%	30%
净利润(百万元)	2831	3799	4820	6041	7866
同比增长	88%	34%	27%	25%	30%
每股收益(元)	3.00	4.03	5.11	6.40	8.33
PE	56.6	42.2	33.3	26.5	20.4
PB	19.5	14.3	10.7	8.2	6.3

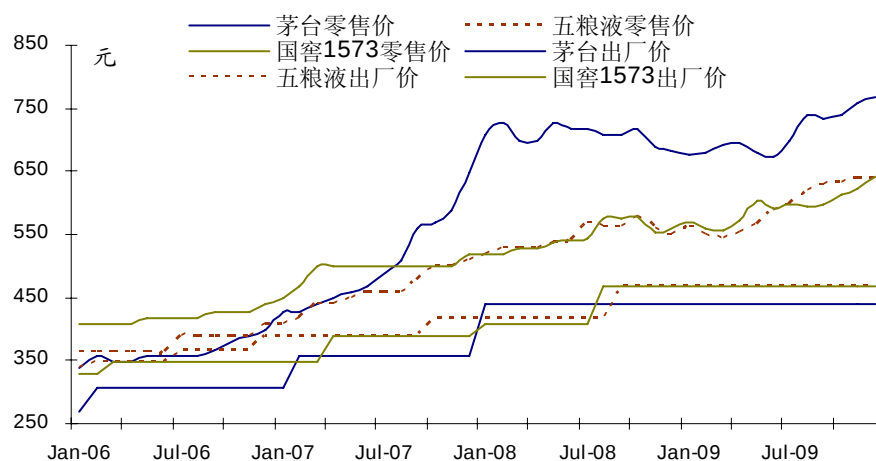
资料来源: 招商证券

表 1、茅台酒提价表

单位：元/瓶	旧价	新价	涨幅
50 年	5899	9999	70%
30 年	3599	4999	39%
15 年	1969	2599	32%
53 度酒	439	499	13%

资料来源：公司资料

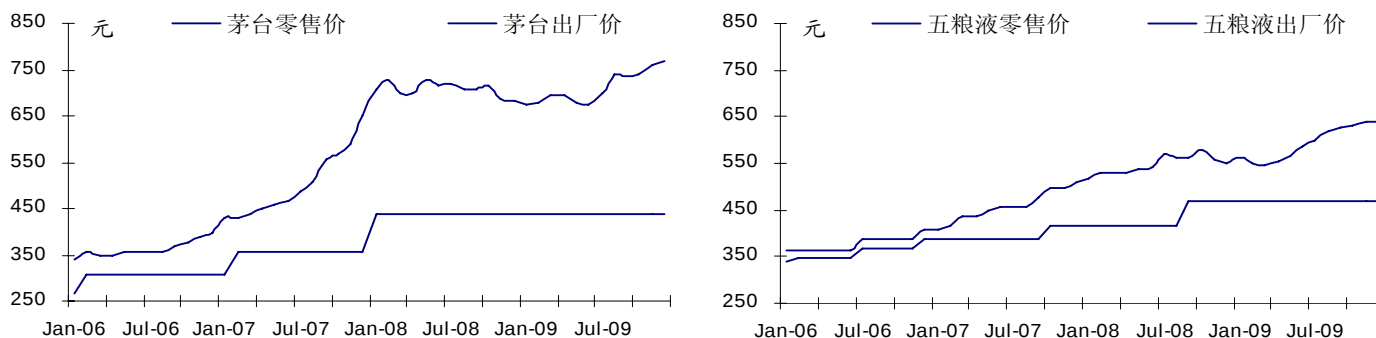
图 1、茅台酒、五粮液、国窖 1573 零售价格与出厂价格比较总图（2009 年 12 月）

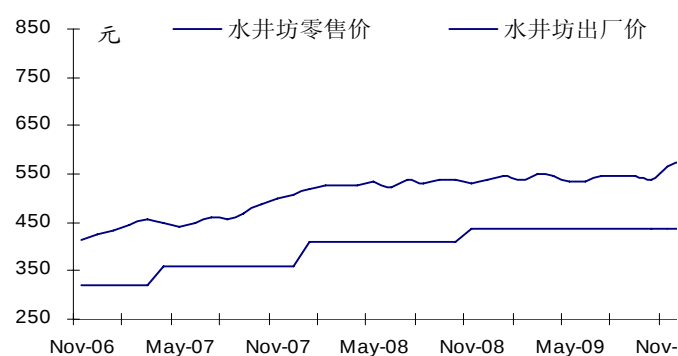
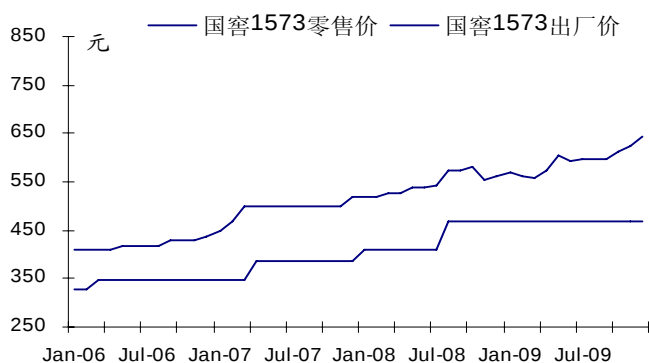


资料来源：招商证券研究

纵比：同一品种零售价格与出厂价格相对照。一可观察其价差情况，把握公司的提价空间，二可观察二者涨跌变化谁先谁后，是出厂价格提高来推动零售价格上涨，还是零售价格先行上涨腾出出厂价格上调的空间；

图 2、茅台酒、五粮液、国窖 1573、水井坊零售价格与出厂价格比较细图一

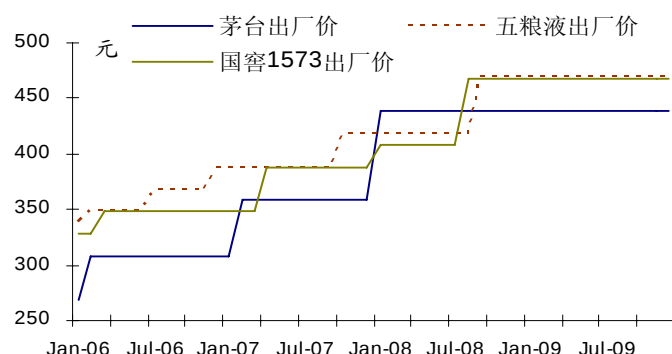
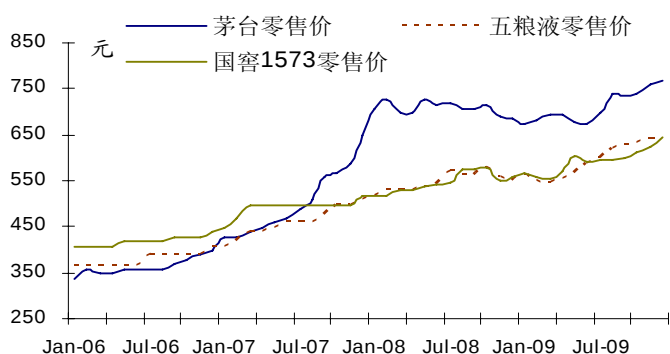




资料来源：招商证券

横比：三酒品零售价格横向比较、出厂价格横向比较。零售价格反映市场供求关系，零售价格高低（配合上销量）能反映各酒种的品牌竞争力。

图 3、茅台酒、五粮液、国窖 1573 零售价格与出厂价格比较细图二



资料来源：招商证券，注：数据截至 2009 年 12 月，茅台酒于今年元旦起提价 60 元尚未在图中反映

表 2、贵州茅台销售收入结构预测

单位：百万元	2008	2009E	2010E	2011E
销售收入合计	8242	9988	12533	15721
高度茅台	6693	8487	10763	13441
陈年茅台	2668	2852	4038	4942
普通高度茅台	4025	5635	6726	8500
低度茅台	1074	1074	1300	1716
系列酒	474	427	470	564
合计收入增长率	13.9%	21.2%	25.5%	25.4%
高度茅台	18.4%	26.8%	26.8%	24.9%
陈年茅台	59.2%	6.9%	41.6%	22.4%
普通高度茅台	1.2%	40.0%	19.4%	26.4%
低度茅台	2.3%	0.0%	21.0%	32.0%
系列酒	-11.5%	-10.0%	10.0%	20.0%
毛利合计	7442	9048	11520	14534
高度茅台	6175	7810	10043	12609
陈年茅台	2520	2694	3868	4760

单位: 百万元	2008	2009E	2010E	2011E
普通高度茅台	3654	5116	6175	7849
低度茅台	971	971	1185	1577
系列酒	296	267	291	348
毛利增长率	16.9%	21.6%	27.3%	26.2%
高度茅台	21.3%	26.5%	28.6%	25.5%
陈年茅台	66.6%	6.9%	43.6%	23.1%
普通高度茅台	2.1%	40.0%	20.7%	27.1%
低度茅台	3.9%	0.0%	22.0%	33.0%
系列酒	-13.1%	-10.0%	9.3%	19.3%
毛利率	90.3%	90.6%	91.9%	92.4%
高度茅台	92.3%	92.0%	93.3%	93.8%
陈年茅台	94.5%	94.5%	95.8%	96.3%
普通高度茅台	90.8%	90.8%	91.8%	92.3%
低度茅台	90.4%	90.4%	91.2%	91.9%
系列酒	62.4%	62.4%	62.1%	61.7%

资料来源: 招商证券

我们参加了 12 月 10 日长沙年度经销商大会, 以下为纪要:

09 年度白酒产量 44418 吨, 同比增 11.93%, 茅台基酒产量 2.3004 万吨, 同比增 12.9%, 白酒销量 3.418 万吨, 同比增 12.43%, 收入 120 亿元, 同比增 20.13%, 利润 63.99 亿元, 同比增 18.5%, 利税 90.90 亿元, 同比增 21.8%, 上缴税金 40 亿元, 同比增 9.87%。

营销网络管理, 查获 80 多次低价倾销行为, 撤销违规经营 2 家专卖店, 处罚 15 家, 扣保证金 70 多万元。根据考核, 对 50 家经销商黄牌警告, 末位淘汰 5 家。

表 3、2009 年销售比重

专卖店	88%
团购	4.1%
区域代理	2.9%
专供	4.5%
出口	5.6%
零售	5%
部队	3.5~10%
俱乐部	0.4%

资料来源: 公司资料, 注: 公司未界定范围, 可能是经销商经销部分的结构, 不包括公司直销部分

表 4、各省市销售额情况

10 亿元以上	贵州、北京
6 亿元以上	山东、河南、广东
3~4 亿元以上	江苏、四川、浙江
2 亿元以上	9 个省份
1 亿元以上	10 个省份
不到 1 亿元	4 个省份

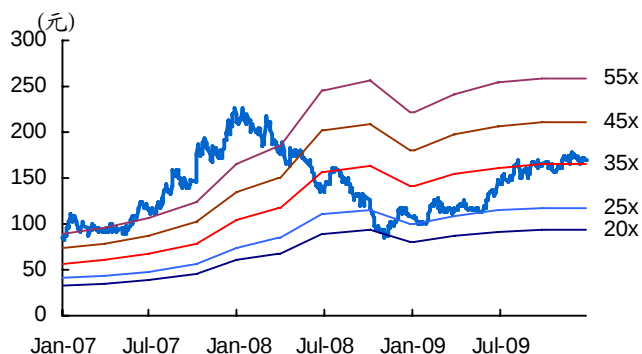
资料来源: 公司资料

公司 2010 年目标：为销售收入增长 10~12%而努力。招商证券注：有人可能认为这个目标速度较低，其实这是公司对国资委报的任务，公司最后的完成情况肯定好于这个水平，光价格提升带来的收入增速就不止这个数。

公司规划：茅台酒每年产量增 2000 吨，2015 年实现 3 万吨，2020 年 4 万吨；收入方面十一五末 130 亿元，十二五末 260 亿元，十三五末 500 亿元。招商证券注：这一目标是公司早些年就制定好的，公司目前已经为第二个 2 万吨积极筹备。可能又有人担心生产了这么多茅台酒，将来有没有那么多需求？我们在过去的报告中从人口学角度分析认为，到 2015 年茅台酒销量翻番到 2 万吨没有问题，后面的 2 万吨可能需要走向国门，也许那时亚非拉国家的政府首脑都以饮用茅台酒为荣；近的来看，只要茅台酒的终端价格还在不断攀升，就说明新增释放的销量是市场完全能够接受的，所以盯住终端价格很有必要。

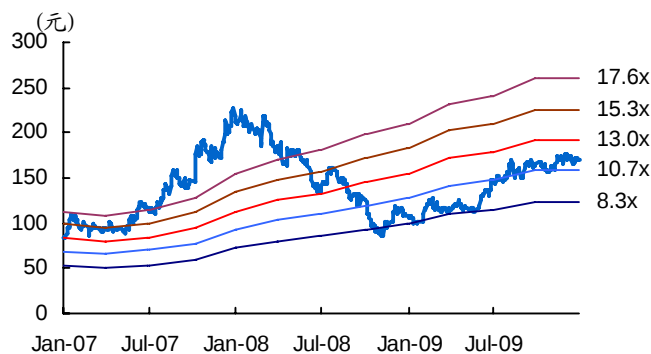
公司重申：这次提高出厂价的同时，要求经销商销售价格不超过 730 元，超过的发现一家处理一家。招商证券注：这是政治需要，发展的需要，经销商利润已经足够丰厚了。

图 1：贵州茅台历史 PE Band



资料来源：招商证券研发中心

图 2：贵州茅台历史 PB Band



资料来源：招商证券研发中心

参考报告：

1. 《五粮液（000858）- 整改方案点评暨经销商大会要点》2009/12/24
2. 《泸州老窖（000568）- 模式不断完善，盈利预测上调》2009/12/23
3. 《食品饮料业 2010 年度投资策略 - 消费泡沫化》2009/12/6
4. 《食品饮料业 2009 年 8 月月报 - 禁酒驾下的消费抉择》2009/08/31
5. 《贵州茅台（600519）- 上半年业绩释放超预期》2009/08/07
6. 《白酒消费税严格征管点评 - 一线白酒看提价 二线白酒看改善》2009/7/26
7. 《贵州茅台（600519）- 收入确认继续延迟，预收大减别有原因》2009/4/22
8. 《贵州茅台（600519）- 年度经销商大会纪要》2008/12/16 调研
9. 《贵州茅台（600519）- 还原一个真实的茅台》2008/10/30
10. 《食品饮料业 2007 年中期策略 - 食品饮料业图谱第三卷（上）永远的奥古斯塔斯》2007/7/18

附：财务预测表
资产负债表

单位：百万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
流动资产	7272	12241	14343	19026	25455
现金	4723	8094	9457	13700	19176
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	101	171	207	259	325
应收款项	46	35	42	53	66
其它应收款	86	83	100	126	158
存货	2305	3115	3662	3945	4623
其他	10	744	875	944	1106
非流动资产	3210	3513	3891	4244	4573
长期股权投资	4	4	4	4	4
固定资产	1827	2190	2614	3008	3375
无形资产	249	445	401	361	325
其他	1130	874	872	870	869
资产总计	10481	15754	18234	23269	30027
流动负债	2113	4251	2746	2866	3154
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	60	121	143	154	180
预收账款	1125	2936	1411	1519	1781
其他	928	1193	1193	1193	1193
长期负债	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
其他	0	0	0	0	0
负债合计	2113	4251	2746	2866	3154
股本	944	944	944	944	944
资本公积金	1375	1375	1375	1375	1375
留存收益	5915	8926	12655	17250	23304
少数股东权益	135	259	514	834	1251
母公司所有者权益	8234	11245	14974	19569	25623
负债及权益合计	10481	15754	18234	23269	30027

现金流量表

单位：百万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
经营活动现金流	1743	5247	2878	6058	7560
净利润			4820	6041	7866
折旧摊销			222	248	271
财务费用			(176)	(232)	(329)
投资收益			0	0	0
营运资金变动			(2244)	(320)	(665)
其它			255	320	417
投资活动现金流	(789)	(993)	(600)	(600)	(600)
资本支出			(600)	(600)	(600)
其他投资			0	0	0
筹资活动现金流	(705)	(884)	(916)	(1215)	(1484)
借款变动			0	0	0
普通股增加			0	0	0
资本公积增加			0	0	0
股利分配			(1091)	(1446)	(1812)
其他			176	232	329
现金净增加额	248	3371	1363	4243	5477

资料来源：公司报表、招商证券

利润表

单位：百万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	7237	8242	9988	12533	15721
营业成本	872	800	940	1013	1187
营业税金及附加	604	682	949	1504	1886
营业费用	560	532	559	639	660
管理费用	723	941	949	1128	1273
财务费用	(45)	(103)	(176)	(232)	(329)
资产减值损失	(1)	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	2	1	0	0	0
营业利润	4525	5390	6766	8480	11042
营业外收入	3	6	6	6	6
营业外支出	6	11	5	5	5
利润总额	4522	5385	6768	8482	11044
所得税	1556	1385	1692	2120	2761
净利润	2966	4001	5076	6361	8283
少数股东损益	135	201	255	320	417
母公司所有者净利润	2831	3799	4820	6041	7866
EPS (元)	3.00	4.03	5.11	6.40	8.33

主要财务比率

	2007	2008	2009E	2010E	2011E
年成长率					
营业收入	48%	14%	21%	25%	25%
营业利润	82%	19%	26%	25%	30%
净利润	88%	34%	27%	25%	30%
获利能力					
毛利率	88.0%	90.3%	90.6%	91.9%	92.4%
净利率	39.1%	46.1%	48.3%	48.2%	50.0%
ROE	34.4%	33.8%	32.2%	30.9%	30.7%
ROIC	35.1%	34.1%	31.9%	30.3%	29.9%
偿债能力					
资产负债率	20.2%	27.0%	15.1%	12.3%	10.5%
净负债比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	3.4	2.9	5.2	6.6	8.1
速动比率	2.4	2.1	3.9	5.3	6.6
营运能力					
资产周转率	0.7	0.5	0.5	0.5	0.5
存货周转率	0.4	0.3	0.3	0.3	0.3
应收帐款周转率	128.2	202.9	259.3	263.4	263.4
应付帐款周转率	17.6	8.8	7.1	6.8	7.1
每股资料(元)					
每股收益	3.00	4.03	5.11	6.40	8.33
每股经营现金	1.85	5.56	3.05	6.42	8.01
每股净资产	8.72	11.91	15.87	20.73	27.15
每股股利	0.70	0.84	1.16	1.53	1.92
估值比率					
PE	56.6	42.2	33.3	26.5	20.4
PB	19.5	14.3	10.7	8.2	6.3
EV/EBITDA	41.7	35.2	28.1	22.5	17.4

分析师简介

朱卫华：清华大学经济学学士，中国科学技术大学管理学硕士，拥有证券从业资格、注册国际投资分析师 CIIA 资格，9 年证券从业经验。现为招商证券研发中心研究董事、消费品研究小组组长，连续获得《新财富》最佳分析师食品饮料行业 2005、2006、2007 年度第一名、2008、2009 年度第二名，农林牧渔行业 2005 年度第三名。

黄珺：MBA，拥有证券从业资格，5 年证券从业经验，现于招商证券从事农林牧渔、食品饮料行业研究。

董广阳：食品科学与工程专业学士，上海财经大学经济学硕士，2 年证券从业经验，现于招商证券从事食品饮料、农林牧渔行业研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于 $\pm 5\%$ 之间

回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

免责条款

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。

本报告仅向特定客户传送，版权归招商证券所有。未经我公司书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。