

湘财证券研究所

食品行业研究员

姓名：赵军

Tel: 021-68634510-8715

E-Mail: zj2890@xcsc.com

姓名：巢枫

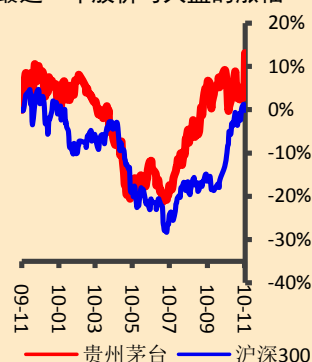
Tel: 021-68634510-8528

E-Mail: cf2255@xcsc.com

市场数据 2010/11/10

收盘价(元)	179.73
一年内最高价(元)	182.45
一年内最低价(元)	124.56
市净率	9.7
流通 A 股市值(亿元)	1696.3

最近一年股价与大盘的涨幅



相关研究报告：

《09 年业绩低于预期，10 年业绩仍可期待》2010/04/02

《正确认识茅台，消费税政策调整的影响同比将消失》

2010/08/12

《食品板块现巨大投资机会-白酒行业高估值将成为常态》

2010/10/25

《茅台不仅是黄金，而且超越黄金》2010/10/29

事件：公司昨日成交量历史罕见，成交金额高达 26.7 亿元，日涨幅为 8.36%。盘中在主力资金的拉升下一度出现涨停，创两年来新高，涨幅位居食品饮料板块首位，此种情形对茅台来讲已很久未见。

点评：

□ 茅台股价大涨发生的宏观和大盘背景

宏观方面长期利好消费：1、我们在市场上最先深入分析的人口红利拐点论，逐步得到市场认可，引致工资上涨短期可能超过 GDP 上涨，以提高收入占 GDP 的比重；2、我们 5 月 20 提出的消费先于投资得到市场验证。消费（代理变量：社会消费品零售总额）名义增速于三季度超过投资（代理变量：全社会固定资产投资），实际增速则早在二季度就已超过投资；3、政府 4 万亿及相关配套资金投入后，民间投资在政府一系列放松行业准入政策的背景下，启动迹象不明显；4、商品房市场受到中央的连续调控。

盘面消息方面：十一过后，有色、煤炭等资源股和银行等大盘股在美元继续定量宽松、日本干预汇市、人民币持续升值、热钱流入、房地产投机受限的背景下不断提升，银行等大盘股也走出了一段雄伟的估值修复行情。而以下几点因素暂缓了大盘投资类板块的上涨行情，消费类股票重新受追捧：1、11 月 9 日外管局下发《关于加强外汇业务管理有关问题的通知》进一步管控热钱流入；2、市场对十月份 CPI 继续走高的预期，经济学家对年内 CPI 的预测达 4%，发改委首次表示年内 CPI 会超过 3%，央行副行长马德伦表示央行不会放任通货膨胀加剧，央票发行利率最近有所走高，数家银行再度被实施差别存款准备金率的市场传言；4、多部委酝酿直接干预房价的消息。

□ 我们分别于 10 月 25 日、10 月 29 日提示市场重新认识茅台的提价。市场一般在白酒消费旺季的年底，都会有炒作白酒板块、尤其是高档白酒的惯例。提价是一个很重要的因素。而市场对茅台、五粮液、泸州老窖等提价均是预测涨多少元，譬如 50 元还是 80 元。我们分别于 10 月 25 日和 10 月 29 日在市场首先提出茅台提价的规律，简单的判断是茅台酒市场价上调幅度是城镇居民收入的增速，从而保持茅台市场价与城镇居民收入的比值恒定，这是我们发现的保持茅台高端地位的价值规律。我们初步研判茅台酒未来升值的幅度在等于 14% 左右（人均 GDP 增速 8% 左右 + 通胀率 3%（或 4%）+ 收入分配体制改革带来的人均收入增速超人均 GDP 增速的 1%（或 2%））。

□ 我们上周也同时提示，茅台出厂价提价幅度有可能超预期。我们在 10 月 29 日三季报点评中分析了市场价格不断上涨，而出厂价却不见动静现象。主要是因为，在茅台酒市场供应能力大幅提升之前，为了控制终端价不至于乱涨，不提出厂价就显得尤为重要。此处，我们认为在茅台酒即将放量的 2011 年到来之际，提价是必然选项，而且提价幅度有可能超出市场预期。理由有三：其一、出厂价与终端零售价之间的差距为提价提供了巨大的空间。毕竟 499 元/瓶的出厂价与 1100 元左右/瓶的市场价差距太大，也就是说茅台提价的空间很大。其二、茅台 2011 年 17% 的供应量增幅（此数据为独家分析所得）能够

使公司有能力更大幅度提价。因为，出厂价提价幅度大幅超出市场价提升幅度之后，经销商的利益可以通过扩大销量来补偿。**其三、竞争对手超高端新品的推出也使得茅台有巨大的提价需要。**五粮液借势秋季糖酒会推出永福酱酒，其定位超高端，每瓶1200元以上的终端价与茅台难分高低。几乎就在同时，泸州老窖推出国窖1573中国品味，终端零售价格每瓶近2000元，名义出厂价1573元。五粮液和泸州老窖的竞品推出就使得茅台必须要做出回应，否则常此以往，茅台的高端地位可能就会动摇。因此，茅台有必要在出厂价方面有所表示，同时借提价进行一轮媒体免费宣传，从而巩固自己的品牌地位。我们认为，理论上茅台20%的提价幅度，各方应该是可以接受的。（20%的提价幅度仅供参考，在估值时，我们依然沿用13%-15%的提价预期，也就是说我们的估值目前是略显保守。）

- **更为重要的是，我们指出了股价上涨的关键，茅台的销量放量几乎可以确定。**公司10年的茅台供给量增幅在6%-7%之间，算上13%的提价幅度，10年全年销售收入增长20%左右，基本可以确定。而明后两年，我们的数据分析显示，11年的白酒增速是17%，12年是24%（此分析数据乃我们独家分析所得），我们认为市场一旦认可了我们的分析之后，对茅台的盈利预测会大幅提升，届时相对估值倍数也会跟着业绩增速的提升而提高，因此，我们非常看好茅台。
- **量价齐升，估值水平不断提升。**也就有了我们的独家论点：**茅台不仅是黄金而且超越黄金。**
- **盈利预测及估值** 我们认为11年茅台能够供应市场的**量将增加15%-17%。而出厂价格预计会增加15%左右，甚至更高（例如20%）。**只要茅台高端酒的地位不动摇，茅台提价就会有保障。我们维持EPS10年5.25元，11年6.97元、12年9.82元的盈利预测。我们认为，一旦市场逐步接受我们对茅台的观点，其估值水平的上涨会来得更快，我们上调11年的PE至40倍，**大幅调升6-12个月的目标价调升至280元，可能为当前市场最高目标价。**（DCF估值为216元，略显保守，市场流动性过剩和对消费类股票的吹捧将会给公司更大幅度的溢价），维持“买入”评级。近期提价预期将逐步升温，再次建议投资者尽早建仓，**最先认识茅台的将最先受益。**
- **风险提示：**1、茅台酒的高端地位受到挑战，17%的销量增速市场无法消化。2、国家对白酒行业的政策调整，譬如税率方面的动作。3、公司出于提升品质的考虑，延长产品储存期（目前是陈酿三年，勾兑后贮存一年，譬如公司对其部分基酒多存放一年以进一步提升品质或部分留做调味酒），导致供应量达不到15%-17%的预期，但这不足以对股价上涨构成压力，因为多储存一年只会给公司带来更大价值回报。4、政府出于控制通胀率的需要对提价加以限制。

主要财务指标	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入（百万元）	9670.00	11594.33	15327.70	21467.98
归属母公司净利润（百万元）	4312.45	4951.68	6579.59	9264.72
净利润同比(%)	13.50%	14.82%	32.88%	40.81%
每股收益(元)	4.57	5.25	6.97	9.82
P/E	39.33	34.26	25.78	18.31

表 1 2010 年第三季度业绩低于市场预期，主要受营业税金及附加和销售费用增速超预期所致

	4Q09	1Q10	2Q10	3Q10	4Q09 同比	1Q10 同比	2Q10 同比	3Q10 同比
一、营业总收入	1862.80	3039.91	3547.36	2740.31	6.13%	20.99%	16.94%	21.19%
二、营业总成本	1093.47	1244.34	962.46	1223.65	40.83%	54.00%	15.43%	42.22%
营业成本	207.47	295.39	273.80	252.10	12.28%	17.47%	-2.27%	19.15%
营业税金及附加	264.32	540.77	318.21	550.91	78.54%	130.40%	73.58%	113.40%
销售费用	181.63	144.72	170.04	167.82	135.97%	-19.89%	26.01%	35.26%
管理费用	484.01	309.69	251.17	290.35	19.48%	39.17%	4.06%	7.84%
财务费用	-43.21	-46.25	-53.53	-37.56	7.16%	-43.12%	726.37%	1320.03%
资产减值损失	-0.74	0.02	2.76	0.02				
三、其他经营收益	0.00	0.00	0.00	0.00				
公允价值变动净收益	0.00	0.00	0.00	0.00				
投资净收益	0.24	0.00	0.28	0.09				
四、营业利润	769.56	1795.57	2585.19	1516.75	-21.40%	5.32%	17.50%	8.26%
加：营业外收入	5.75	0.01	0.39	1.57				
减：营业外支出	0.14	2.80	0.84	0.06				
五、利润总额	775.17	1792.78	2584.74	1518.27	-21.01%	5.15%	17.45%	8.48%
减：所得税	202.08	448.40	654.56	381.73	-29.06%	5.21%	18.85%	9.50%
六、净利润	573.09	1344.38	1930.18	1136.54	-17.73%	5.13%	16.98%	8.14%
减：少数股东损益	47.60	78.72	96.09	62.13	13.77%	27.31%	25.22%	14.46%
归属于母公司所有者的净利润	525.49	1265.66	1834.09	1074.42	-19.74%	4.00%	16.58%	7.80%
每股收益	0.56	1.34	1.94	1.14	-19.74%	4.00%	16.58%	7.80%
以上同比为相对数，以下同比为绝对数								
	4Q09	1Q10	2Q10	3Q10	4Q09 同比	1Q10 同比	2Q10 同比	3Q10 同比
毛利率	88.86%	90.28%	92.28%	90.80%	-0.61%	0.29%	1.52%	0.16%
营业税金及附加率	14.19%	17.79%	8.97%	20.10%	5.75%	8.45%	2.93%	8.69%
营业费用率	9.75%	4.76%	4.79%	6.12%	5.36%	-2.43%	0.35%	0.64%
管理费用率	25.98%	10.19%	7.08%	10.60%	2.90%	1.33%	-0.88%	-1.31%
财务费用率	-2.32%	-1.52%	-1.51%	-1.37%	-0.02%	1.71%	-1.30%	-1.25%
三项费用率	33.41%	13.43%	10.36%	15.35%	8.25%	0.62%	-1.83%	-1.93%
利润率	41.61%	58.97%	72.86%	55.40%	-14.30%	-8.89%	0.31%	-6.49%
实际所得税率	26.07%	25.01%	25.32%	25.14%	-2.96%	0.01%	0.30%	0.23%
净利润率	30.77%	44.22%	54.41%	41.47%	-8.92%	-6.67%	0.02%	-5.00%
归属母公司净利润率	28.21%	41.63%	51.70%	39.21%	-9.09%	-6.80%	-0.16%	-4.87%

资料来源：公司公告，湘财证券研究所

表 2 2010 年前三季度业绩增速为 10.23%

	1H09	1-3Q09	1H10	1-3Q10	1H09 同比	1-3Q09 同比	1H10 同比	1-3Q10 同比
一、营业总收入	5546.01	7807.20	6587.27	9327.58	20.05%	20.36%	18.77%	19.47%
二、营业总成本	1641.79	2502.22	2206.79	3430.45	11.21%	20.52%	34.41%	37.10%
营业成本	531.62	743.21	569.19	821.30	20.26%	20.86%	7.07%	10.51%
营业税金及附加	418.03	676.19	858.98	1409.89	12.84%	26.69%	105.48%	108.50%
销售费用	315.58	439.65	314.76	482.57	-7.62%	-3.38%	-0.26%	9.76%
管理费用	463.90	733.15	560.86	851.22	25.48%	36.76%	20.90%	16.10%
财务费用	-87.78	-90.43	-99.77	-137.33	90.33%	45.43%	13.66%	51.86%
资产减值损失	0.44	0.44	2.78	2.80				
三、其他经营收益	0.00	0.00	0.00	0.00				
公允价值变动净收益	0.00	0.00	0.00	0.00				
投资净收益	0.73	0.97	0.28	0.38				
四、营业利润	3904.95	5305.96	4380.76	5897.51	24.20%	20.28%	12.18%	11.15%
加：营业外收入	1.86	0.49	0.40	1.97				
减：营业外支出	1.01	1.09	3.64	3.69				
五、利润总额	3905.80	5305.37	4377.52	5895.78	24.57%	20.47%	12.08%	11.13%
减：所得税	976.96	1325.57	1102.95	1484.68	24.68%	20.54%	12.90%	12.00%
六、净利润	2928.84	3979.80	3274.56	4411.10	24.53%	20.45%	11.80%	10.84%
减：少数股东损益	138.57	192.84	174.81	236.93	23.30%	20.95%	26.15%	22.86%
归属于母公司所有者 的净利润	2790.28	3786.95	3099.76	4174.17	24.59%	20.42%	11.09%	10.23%
每股收益	2.96	4.01	3.28	4.42	24.59%	20.42%	11.09%	10.23%
以上同比为相对数，以下为绝对数								
	1H09	1-3Q09	1H10	1-3Q10	1H09 同比	1-3Q09 同比	1H10 同比	1-3Q10 同比
毛利率	90.41%	90.48%	91.36%	91.19%	-0.02%	-0.04%	0.94%	0.71%
营业税金及附加率	7.54%	8.66%	13.04%	15.12%	-0.48%	0.43%	5.50%	6.45%
营业费用率	5.69%	5.63%	4.78%	5.17%	-1.70%	-1.38%	-0.91%	-0.46%
管理费用率	8.36%	9.39%	8.51%	9.13%	0.36%	1.13%	0.15%	-0.26%
财务费用率	-1.58%	-1.16%	-1.51%	-1.47%	-0.58%	-0.20%	0.07%	-0.31%
三项费用率	12.47%	13.86%	11.78%	12.83%	-1.93%	-0.46%	-0.69%	-1.04%
利润率	70.43%	67.95%	66.45%	63.21%	2.55%	0.06%	-3.97%	-4.75%
实际所得税率	25.01%	24.99%	25.20%	25.18%	0.02%	0.01%	0.18%	0.20%
净利润率	52.81%	50.98%	49.71%	47.29%	1.90%	0.04%	-3.10%	-3.68%
归属母公司净利润率	50.31%	48.51%	47.06%	44.75%	1.83%	0.02%	-3.25%	-3.75%

资料来源：公司公告，湘财证券研究所

图 1 2010 年第三季度毛利率同比增加 0.16 个百分点

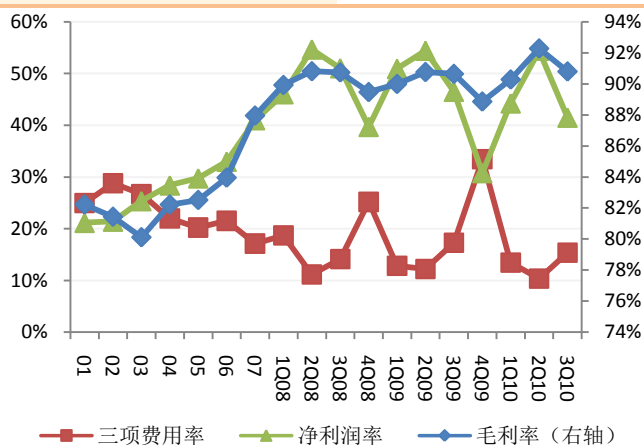
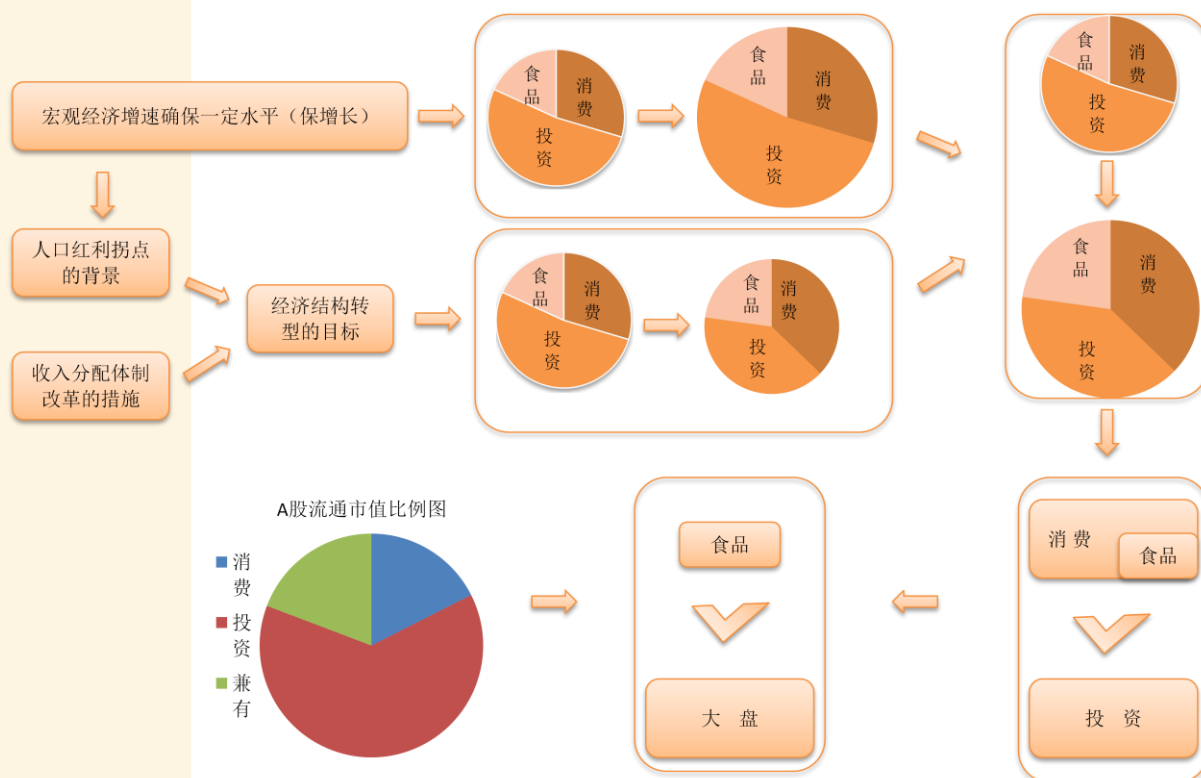


图 5 人口红利拐点、收入分配体制改革以及资本市场投资品占比较大三大因素致使食品行业好于大盘



注：本图中食品占消费的数据以 38%衡量，仅作为参考；此外，食品是消费的一部分，图中的消费是除食品之外的消费；其三，经济结构调整中投资比重的目标值为 40%，仅作为参考。该图具体逻辑请参见我们 6 月 21 日的中期投资策略报告《把握收入分配体制改革和消费升级》

资料来源：湘财证券研究所

表 3 预测资产负债表和利润表

资产负债表		单位:百万元				利润表		单位:百万元			
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E		
流动资产	15656	19680	26357	36322	营业收入	9670	11594	15328	21468		
现金	9743	12623	17085	23416	营业成本	951	1101	1410	1932		
应收账款	21	51	58	79	营业税金及附加	941	1753	2318	3246		
其他应收款	96	116	153	214	营业费用	621	696	920	1245		
预付账款	1203	1270	1679	2276	管理费用	1217	1391	1839	2576		
存货	4192	5285	6907	9657	财务费用	-134	-334	-443	-605		
其他流动资产	400	335	476	681	资产减值损失	0	0	0	0		
非流动资产	4114	4766	5005	5156	公允价值变动收益	0	0	0	0		
长期投资	4	0	0	0	投资净收益	1	2	1	1		
固定资产	3169	3973	4237	4333	营业利润	6076	6989	9286	13075		
无形资产	466	504	539	621	营业外收入	6	6	6	6		
其他非流动资产	476	289	229	202	营业外支出	1	5	5	5		
资产总计	19770	24446	31362	41478	利润总额	6081	6989	9287	13077		
流动负债	5108	5679	7129	9431	所得税	1528	1758	2336	3289		
短期借款	0	50	50	50	净利润	4553	5231	6951	9788		
应付账款	139	163	208	285	少数股东损益	240	280	371	523		
其他流动负债	4969	5466	6871	9095	归属母公司净利润	4312	4952	6580	9265		
非流动负债	10	3	3	4	EBITDA	6149	6920	9160	12818		
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	4.57	5.25	6.97	9.82		
其他非流动负债	10	3	3	4	获利能力						
负债合计	5118	5682	7132	9434	毛利率(%)	90.17%	90.50%	90.80%	91.00%		
少数股东权益	186	465	837	1360	ROE(%)	29.81%	27.06%	28.13%	30.19%		
股本	944	944	944	944	ROIC(%)	92.56%	82.28%	94.00%	109.59%		
资本公积	1375	1375	1375	1375	估值比率						
留存收益	12147	15980	21075	28365	P/E	39.33	34.26	25.78	18.31		
归属母公司股东权益	14466	18299	23393	30684	P/B	11.73	9.27	7.25	5.53		
负债和股东权益	19770	24446	31362	41478	EV/EBITDA	26.03	23.13	17.47	12.49		

资料来源：公司公告，湘财证券研究所

表 4 DCF 估值相关参数

贝塔值 (β)	0.99
无风险利率 (%)	2.50%
市场的预期收益率 (%)	10.00%
股权资本成本 (K_e)	9.96%
债务成本 K_d (%)	3.75%
债务比率 $D/(D+E)$ (%)	0.00%
WACC	9.96%

资料来源：公司公告，湘财证券研究所

表 5 DCF 估值敏感性分析

WACC (%)	永续增长率					
	0.00%	1.00%	2.00%	3.00%	4.00%	5.00%
4.96%	283.58	346.08	450.85	662.63	1316.55	#####
5.96%	233.70	273.68	333.85	434.72	638.62	1268.20
6.96%	198.28	225.72	264.22	322.18	419.33	615.71
7.96%	171.88	191.67	218.10	255.20	311.04	404.64
8.96%	151.46	166.27	185.35	210.82	246.58	300.40
9.96%	135.22	146.63	160.92	179.31	203.87	238.34
10.96%	122.01	131.01	142.02	155.80	173.53	197.22
11.96%	111.07	118.30	126.98	137.60	150.90	168.01
12.96%	101.87	107.77	114.75	123.13	133.38	146.20
13.96%	94.04	98.92	104.61	111.35	119.44	129.33
14.96%	87.29	91.37	96.09	101.59	108.09	115.90
15.96%	81.43	84.88	88.82	93.37	98.68	104.97

资料来源：湘财证券研究所

湘财证券投资评级体系

买入：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
增持：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
中性：未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
减持：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；
卖出：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。
市场比较基准为沪深 300 指数。

重要声明

本研究报告仅供湘财证券有限责任公司的客户使用。

本报告由湘财证券有限责任公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。湘财证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。

在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见仅供参考，并不构成所述证券买卖的出价或征价。公司及其关联机构、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。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告版权归湘财证券所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“湘财证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。