

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

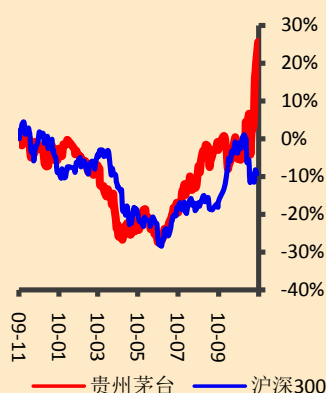
Tel: 021-68634510-8528

E-Mail: cf2255@xcsc.com

市场数据 2010/11/30

收盘价(元)	216.43
一年内最高价(元)	222.00
一年内最低价(元)	124.56
市净率	11.7
流通A股市值(亿元)	2042.7

最近一年股价与大盘的涨幅



相关研究报告：请参见附录1

事件：我们于11月23日调研了贵州茅台股份有限公司，与集团公司董事长季克良先生、股份公司董事长袁仁国先生、总经理刘自力先生、董秘樊宁屏女士进行了友好的沟通，并参观了公司的包装和生产车间。现向投资者汇报如下：

点评：

- **价格方面：**我们预计**提价增幅在15%-20%**。从长期投资的角度来看，茅台的实际提价幅度就是城镇居民人均收入的增速，因此短期提价幅度超预期或低于预期不应改变茅台的长期投资价值。
- **数量方面：**公司方面在省委从又好又快发展到更好更快发展的要求下，制定了2015年的生产目标。我们预计，**茅台未来十年销量的复合增速是15%左右**。茅台酒销量稳定增长，不是说市场需要多少，茅台公司就供应多少，茅台酒供应受可供应量和供应战略规划的限制，**未来预期年均增15%是合理的预期**。
- **营销方面：**坚持“八个营销”，保持卓越品质差异和稀缺性。
- **管理方面：**上级领导对公司有进行**市值管理**的想法，但还没有具体时间表。相信二线白酒企业的迅速崛起，一定会有助于倒推茅台公司经营管理的改善。此外，公司新任总经理刘自力先生来自习酒公司，具有更大浓香型白酒竞争经验的刘总应该会给上市公司带来新元素。
- **盛世造就奇迹。**茅台过去十年的高速发展，背后离不开中国经济的高速发展。未来的十年，茅台依然会有良好的发展大环境，辉煌的前景可期。此外，强盛的中国需要为世界做点什么，**卓越的茅台酒必将为世界人民分享，茅台的国际化不久也许将步入我们的视野。**（一家观点）
- **伟大的企业、伟大的人。**虽然人们对茅台企业管理的看法有不同，但卓越的茅台酒背后离不开酿酒人的执着和坚持，离不开公司高管和员工远离故里扎根茅台的情怀。**茅台后十年的伟大蓝图，必将造就伟大的人物，这是有远见的茅台管理者们可以想象的，也是高管们继续创造茅台奇迹的动力之源。**
- **盈利预测及估值** 我们预计茅台**未来五年利润保持30%的复合增速，2016-2020的五年间利润维持25%左右的增速**。如果茅台公司能够在经营管理方面进行部分改革，以适应国际化战略的需要，相信经过十年的发展，**茅台销售收入超千亿元、市值超万亿元**的宏伟景象将不是梦。维持2010-2012年的EPS为5.25元、6.97元、9.82元的预测。维持“买入”评级，维持目标价280元。**预计明年年底，茅台股价将超300元。**

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	9.81

一、价格方面

我们将关于茅台价格的研究成果向公司高管进行了咨询：我们发现 01 年以来茅台酒的市场价格累计涨幅与城镇居民收入的累计涨幅基本相同。我们认为茅台酒作为超高端酒，也就实质上构成少部分人喝的酒，当城镇居民收入增长了，茅台酒就必须提价才能保证只是少部分人喝的酒，从而保持品牌力，**即使茅台公司不提出厂价，市场的需求也会推升茅台酒市场价。**因此，我们认为，**茅台酒的价格提价幅度未来五年预计将在 15%-20%之间**（人均 GDP 涨幅 8%左右+CPI 通胀率（3%-4%）+刘易斯拐点引发收入 GDP 比重提高致使收入增速高出 GDP 增速（1%-2%）=14%左右；考虑到 GDP 折价指数一般要大于 CPI 指数（人均 GDP 名义增速超过人均 GDP 实际增速与 CPI 增速之和），因此合理估计未来五年城镇人均收入增速将在 15%-20%之间）。

公司方面不同意我们关于茅台酒只是少部分人喝的观点，认为要让更多的老百姓喝上茅台酒，从而实现茅台对社会和国家的价值。此外公司认为提价是双刃剑，一方面能很快带来经济效益和品牌力，另一方面提价如果不当很可能吓跑消费者。

我们的分析：**茅台扩产的不易和产量的有限就决定了茅台酒只能是少部分人喝的酒。**至于茅台对国家和社会的价值，那可以是另一层面的内容，而不一定要以低价茅台酒来反馈社会，品牌带来的文化享受和对社会股东的利润回报等无处不是对社会的回报。

茅台酒提价幅度预计在 15%以上，甚至高达 20%。茅台酒从今年上半年 799 元到至今的 1080 元-1180 元，市场终端价涨幅超过 30%，考虑到今年中低收入居民收入普遍增加 20%左右和部分的投机需求，30%的市场价提价幅度就可以理解了。但出于公司认为提价是双刃剑的观点，**我们认为 15%-20%是合理的出厂价提价区间。**

茅台酒提价幅度可能不同于预期的预先解读。我们对茅台酒出厂价 15%-20%的提价区间解读是根据逻辑推理而得出的。如果最终茅台公司宣布的提价幅度不同于我们的预期，我们在此预先做一个解读。如果茅台酒提价幅度超出预期，即超过 20%，这对贵州茅台股票投资者自然是利多。而如果茅台酒提价幅度低于预期，即低于 15%，市场可能会做出稍微的反应，但长期投资者也不必惊慌。理由是，茅台酒市场价似乎不取决于茅台公司，市场价与居民收入增速的规律如果是确定的话，那么茅台酒出厂提价幅度低于市场价提价幅度，最终的结果就是茅台酒出厂价和市场价之间的价差幅度不断扩大，过大的价差最终会引发各方关注，也就是说**茅台扩大的价差幅度只是暂时的**，未来在可能的制度改革发生时，这些不合理的价差最终会得以修复，市场价向出厂价收敛可能性小的情况下，也只有出厂价向市场价收敛了。因此**长期投资茅台股票的投资者不妨简单认为，只要茅台的品牌力没有弱化迹象，茅台提价幅度就必然符合提价幅度等于居民收入增速的规律。**

二、产销量方面

我们向公司管理层表达了我们的个人见解。我们认为茅台酒不应该再扩产，因为超高端酒的一个重要特征就是少部分人喝的酒，即稀缺性。

公司方面表示，这么好的茅台酒不能只是少部分喝，增产仍是公司的工作重点。**预计 2015 年将达到年产 4 万吨茅台酒。**

我们的分析：茅台酒的增产速度缓慢，因此短期内（五年内）不会改变供不应求的状况。市场上假茅台酒很多，资本市场有句话，茅台公司只要稍微打假就会有很大市场空间出来。2009 年白酒规模企业产量（折 65 度）约 700 万吨，据我们在《食品板块现巨大投资机会-白酒行业高估值将成为常态》中的估计，全社会白酒消费量预计在 1200 万吨左右。以 1% 的消费量来计算超高端消费量的话，**全社会超高端白酒的容量预计是 12 万吨。我们预计国内市场可以消化茅台 3 万吨的销量**，剩下的 1 万吨有必要留给国际朋友，毕竟这么好的茅台酒也要和国际朋友分享嘛！（至于茅台国际化的问题稍后再做分析。）最终的结论就是，茅台 2020 年（2015 年产的基酒 2019-2020 年投放市场）4 万吨的销量没有问题。以茅台当前 1 万吨的销量粗略测算，**茅台酒未来十年销量的复合增速为 15%是有保证的。**

三、营销方面

我们看到了洋河等二线白酒企业的营销创新和发力。因此我们询问了茅台酒未来的营销方面的计划。

袁董给出了回答是坚持茅台的“八个营销”——工程营销、文化营销、感情营销、诚信营销、网络营销、服务营销、个性营销、事件营销。

我们当时对茅台的“八个营销”还认识不到位，觉得有些过时的感觉。但仔细回味分析后发现了其中的奥秘。分析如下：

茅台作为超高端酒的代表，基本可以归结于其品质卓越的差异化特性和稀缺性。1) 品质卓越的差异性。茅台酒高温制曲、高温堆积、高温蒸馏接酒、以酒勾酒、5 年陈酿的独特工艺，加上茅台镇的独特自然环境带来的独特微生物环境，成就了茅台酒的卓越品质。投资者只需记住一点：**茅台酒酒度高而不烈，饮时不刺喉，饮后不上头、不“烧心”**（我们深有体会，这似乎是很多高档酒所不具备的）。此外，茅台“崇本守道，坚守工艺，贮足陈酿，不卖新酒”的质量文化理念也凝结在茅台酒当中。更多细节，请参见附录 2。2) 稀缺性。稀缺一方面来自**复杂的微生物发酵原理衍生出茅台酒离不开茅台镇独特自然环境的奇特现象**，业内有**离开茅台镇就产不出茅台酒**的说法。同时由于茅台酒厂扩产不易，且扩产的决策需要五年前做出，因此茅台酒增长计划是相当慎重的，这也就造成了茅台酒供应的有限。此外，历史形成茅台酒厂区域与当地民房犬牙交错，可谓“寸土寸金”，每扩大 1000 吨茅台酒年产能，仅建造酒库一项投资就要 3 亿多元，投资额相当于其他企业扩大产能实际投入的 20 倍左右。决策时滞和高额投资共同造就了茅台酒的扩产有限，从而成就了稀缺特性。导致现在**能够在市场上买到正宗的茅台酒也是件令人欣慰的事情**，可想而知，茅台的稀缺造就了茅台更大的品牌力。

茅台不同于洋河的营销在于其口碑传播。我们很少见到茅台酒的广告（迎宾酒和王子酒等系列酒除外），常见到的也就是“国酒茅台为您报时”之类的单调广告。然而，当我们将茅台酒送给友人时，友人说自己不喝酒，但正宗的茅台还是挺难买的，脸上露出喜悦之情，言下之意表示其挺喜欢这份礼物的。我们认为茅台酒不用太多的广告宣传，真正的品牌力是靠口碑传播的，市场上供不应求形成的紧缺，以及茅台近乎一年一度的提价足以比上亿的广告还值钱，茅台酒提价甚至成为超高档酒提价的风向标，这种自然间形成的领袖地位足以让茅台酒成就了其非凡的营销力和品牌力。这就是茅台酒，不需要广告费的茅台，然而其背后则是八个营销的功劳。从这个层面来理解茅台之前的工作，可想而知其远见。

四、公司机制改进未来可期

调研之前，我们和投资者沟通时讲过，五粮液和洋河的强势崛起应该会给茅台一定的压力，因为茅台市值第一的地位如果不小心被后两者追上，到时恐怕来自各方的压力会不小。

调研中我们得知，公司上级领导机构曾经提过市值管理的事情，但没有时间表，股权激励也没有时间表。这与我们之前的预期不谋而合。同时省委对茅台的要求从又好又快发展变为了更好更快发展，公司方面也正积极筹划未来的发展。

总的来说，我们认为公司不管其未来的业绩如何，只要其品牌力在，其投资价值最终会显现。我们后面将会具体就茅台的管理动力展开重点分析。

五、盛世造就奇迹

国内经济的高速发展成就了茅台的今天。茅台从98年的6.2亿元销售额，到99年的近100亿元的销售额，企业的高速增长背后离不开国家的高速发展，其中的提价较为明显，2001年53度茅台的市场价大概在300元左右，而2010年茅台的市场价高达1000元左右，市场价10年里的累计涨幅为2倍左右。而城镇人均收入在2001年为6860元/年，2009年人均收入大致在18800元/年，考虑到2010年人均收入的增幅，10年里城镇人均收入的上涨幅度也是2倍左右。可以理解为茅台酒的发展背后，其实是国民经济的发展和居民收入水平的提升。茅台公司的成功离不开国家的发展。

国内经济未来的高速发展必将使得茅台更加辉煌。据国家货币政策委员会委员李稻葵教授的判断，未来五年中国经济保持年增速9%是能够实现的。我们保守估计2016-2020年保持4%-5%的增速是可能的前提下，考虑到通胀预期和刘易斯拐点的出现使得劳动GDP比重占比不断提高（收入增速将超过GDP名义增速）的因素，基本可以大致估计未来五年的茅台提价幅度为年均15%，而2016-2020年，提价幅度预计在10%左右。而销量的增速维持复合增速15%左右基本没有问题。从量价两方面可以判断未来的茅台，十年后收入超1000亿元，市值超万亿元应该没有问题。这就是我们对十年之后的茅台的前瞻判

断，也许这一切要不了十年。

中国国力的上升，茅台的真正国际化指日可待。我们请教过很多的业内专家，他们都认为白酒的国际化现在还不是时候。我们认为现在正是谋划白酒国际化的时点。当中国的经济开始超越日本，坐上世界老二的位置时，当中国未来五年的高增速维持可以期待时，中国国力的强大正逐步进入我们的视野。这在几年前或许还没有人敢想。强大的中国需要强大的企业，优秀的中国文化、悠久的中国酒文化、优质的中国白酒、卓越的茅台酒应该在这一过程中逐步迈开国际化的步伐，这是我们一家之言，目前为止还没有得到业内认可，在此不妨和投资者分享一下我们的判断。

产量和管理两方面为茅台酒的国际化做准备。茅台酒去年被评为中国的国家名片，是继丝绸和陶瓷之后的又一国家名片，这为茅台的国际化做了品牌方面的铺垫。其次，茅台 2015 年将实现年产 4 万吨茅台酒，也就是 2020 年茅台酒销量可达 4 万吨，国内供应 3 万吨，国际供应 1 万吨（我们一家之言的预先判断），茅台的增产计划为 2020 年茅台酒的国际化做了产量上的准备。关于茅台的管理，白酒业内对茅台管理的评价不是很高，但我们认为这不一定，茅台的执着文化是其品质稳定的保证，茅台的执着文化在未来可能发生的市值管理和股权激励下，其经营管理改进或许会有新的天地。此次调研，公司高管表示今后将加强和资本市场的沟通就是改变之一。我们从新任的总经理刘自力先生身上，似乎也发现了未来可能的新的机会。

六、伟大的企业、伟大的人

茅台酒，真的好喝。虽然其一上来的酱香味可能让人难以接受，但如果告诉您是茅台酒，只要您尝试喝了，茅台酒应该会对您产生吸引力，这就是来自茅台酒的品质——茅台酒酒度高而不烈，饮时不刺喉，饮后不上头、不“烧心”。（笔者自己亲身体会，感觉茅台酒名不虚传。）

茅台酒的伟大，不得不说茅台企业的伟大。虽然资本市场对茅台企业有这样的看法，企业文化酿造好酒，没有技术人员的执着恐怕难以酿制佳酿茅台。因此，当我们看到市值第一的茅台时，不得不称其为伟大，至少在酿酒方面是伟大的。

伟大的企业，伟大的人。我们从贵阳下飞机后，赶车半小时到金阳客车站，坐大巴走四小时高速路到仁怀市，一路走来，两边基本都是山，似乎我的视野中，山就从来没有消失过。回想当年季老从无锡轻大毕业后和其爱人到茅台镇创业的艰辛，今日在茅台和中国白酒业的享有较高地位的季老，就更令人钦佩和敬仰了。当然，茅台的高管和员工为我们酿造好酒的同时也远离故里扎根边远山区茅台镇，着实令人钦佩。

我们说茅台的伟大来自对茅台酒和酿酒人的感慨。至于其与我们一直推荐的洋河的比较，我们认为这是两类不同的公司，前者茅台是执着地生产超高端酒的茅台酒，后者洋河则是适应竞争适应变化不断创新和进取，走的是中高端酒整合的路线。两家企业各有所长，并不冲突。

成就一个世界茅台，是茅台管理者伟大的动力之源。我们不知道公司的管理者真实的想法，但我们不妨猜测一二，坐拥宝贵的酿酒资源和具有超强影响力的品牌，在国力昌盛的盛世下，茅台会做什么呢？是的，国际化是其必将走的路。我们在与公司的交流中隐约看到了一丝线索，虽不是太确定，但茅台的国际化也为期不远。有些投资者说茅台不释放业绩会不会是没有股权激励的因素。我的回答是不是，茅台酒稳定增长供应市场的大战略规划决定了茅台的量价策略，**茅台酒的业绩不是随便放的，不能为了短期的利益失去了企业长期发展的根本**，资本市场以后会逐步明白。**成就伟大的事业，再多的金钱都难以购买这种成就感，这是常人所难以理解的。**如果告诉您，在您的努力下，茅台经过十年将会成为销售额超千亿元，市值超万亿元的伟大企业，也许有人倒贴钱也愿意干，毕竟这样的机会难得，成就伟业的人必将名垂青史，流芳百世，**当茅台最终成功时，世界管理教材中将会出现中国茅台的季克良、袁仁国和刘自力了，而不仅是通用电气的韦尔奇或是微软的比尔盖茨。**中国的崛起，需要具有雄心的企业家，茅台已经具备这样的环境和品牌基因，一切均取决于其管理者和员工的努力。

七、盈利预测及估值

我们预计，茅台利润未来五年保持 30% 的复合增速，2016-2020 的五年间利润维持 25% 左右的增速。如果茅台公司能够在经营管理进行部分改革，以适应国际化战略的需要，相信经过十年的发展，**茅台销售收入超千亿元、市值超万亿元**的宏伟蓝图将不是梦。

我们维持之前的盈利预测及估值，预计 2010-2012 年的 EPS 为 5.25 元、6.97 元、9.82 元。明年年底 DCF 估值为 **360 元左右**。维持“买入”评级，维持目标价 280 元。预计明年年底，茅台股价超 300 元基本可以确定。投资者可以长期持有。

风险提示：五粮液永福酱香酒的搅局或挑战，郎酒的强势崛起。这对茅台新一届管理班子提出了较大的挑战。我们拭目以待。

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	9.81
P/E	47.37	41.25	31.05	22.06

附录 1: 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

《市场开始重新认识茅台，目标价 280 元》2010/11/11

附录 2: 茅台酒的酿造工艺 (转自《华夏酒报》)

茅台酒的酿造工艺,根植于茅台赤水河谷的自然酿造环境,将中国白酒酿造的传统工艺与现代科技完美结合,独创一门,达到了“道法自然,天人合一”的境界,堪称中华民族的宝贵遗产。这种境界,既是自然法则中现象与本质、偶然与必然的体现,又是人与自然和谐发展进程中可能与现实、目的与规律的统一。

茅台酒酿造工艺申报世界非物质文化遗产的工作,已在国家层面启动。

中国白酒酿造都采用传统固态发酵蒸馏工艺,但香型不同,酿造工艺各有千秋;即使是同一香型,企业间的相互借鉴,也往往是得其形而难得其神。古今中外,曾有无数的茅台偷师学艺的前例,均以失败而告终。

茅台酒酿造工艺“道法自然,天人合一”,首先表现在顺应自然节令规律,并与赤水河水情变化相符合的“季节性生产”。一年一个生产周期,伏天踩曲,重阳下沙投料,要历经八次摊凉、加曲堆积发酵和入池发酵、九次蒸煮、七次取酒的漫长复杂过程。

茅台集团党委书记、总经理兼茅台酒股份公司董事长、中国酿酒大师袁仁国用“高温酿造”四个字,浓缩概括了茅台酒“道法自然,天人合一”的精髓所在。

高温制曲,华夏酒报中国酒业风向标是孕育茅台酒千古奇香之源。整个过程,从原料选取、踩曲时间、温度控制、麦粉配搭、水份把握,直至曲母掺曲的比例、翻曲时间的恰当、曲醅入仓发酵堆积,道道工序环环相扣,完全寓自然法则于玄妙的掌控之间。

高温堆积,则是与高温制曲工艺对接的发酵工艺。茅台酒采用中国文章来源华夏酒报白酒不多见的开放式发酵,堆积发酵温度高达 50 度左右,得以充分网罗、筛选、繁殖大量有益微生物参与发酵,给糟醅带来了丰富的天然香味香气物质及其前驱物质。

高温蒸馏接酒,同样要求接酒温度达到 40 度以上,比其他蒸馏酒高出 15 度左右;接酒浓度为 52%到 56%(V/V),比其他蒸馏酒低 10%至 15%(v/v)。不仅最大限度排除了醛类及硫化物等有害物质,而且使茅台酒的自然酒精浓度达到科学、合理、和谐的境界。这成为茅台酒酒度高而不烈,饮时不刺喉,饮后不上头、不“烧心”,有益健康的重要因素。

如果说,茅台酒酿造工艺是一部意韵深邃的音乐艺术作品,那么,“长期陈酿”和“精心勾兑”则是与“高温酿造”同样不可或缺的美妙乐章。

茅台新酒烤出后,要按不同生产日期、不同摘酒时间、不同蒸馏轮次、不同典型体、不同酒精浓度,分别装进不同的陶瓷坛入库陈储。陈酿期达到 3 年,即采用陈酿时间更长的老酒与之进行小盘勾和大盘勾;盘勾后的基酒,仍须继续陈放两年以上方可用于勾兑成品酒。

台酒经过长期陈酿,酒体自身发生氧化还原及一系列化学、物理变化,可以在保存有益的高沸点香味物质的同时,进一步排除酒体中有害健康的低沸点物质,祛除新酒中的杂味。并且,还会加强水分子与酒精分子的缔合,使酒

体辛辣味减少，变得柔和、绵软，也更加芳香。

茅台酒进入到成品酒勾兑环节，更凸显出技术与艺术完美相融的无穷魅力。

一般白酒的香味要靠勾兑调味酒形成和强化，而所谓调味酒实质就是香味化学物质。茅台酒的勾兑工艺则完全不同：无论是对陈酿时间满3年的基酒进行大、小盘勾，还是用陈酿期已达到5年以上的基酒勾兑成品酒，都是地道“酒勾酒”，用几十种、甚至几百种不同酒龄、不同轮次、不同酒度，以及酱香、醇甜香、窖底香三种典型体酒彼此反复勾调，在动态之间最终水乳交融，绝不添加包括蒸馏水、香味调节剂等在内的任何外来物质成分。

传统的茅台酒勾兑，只能凭调酒师极为敏感的视觉、嗅觉、味觉三维审美技能，去进行“心酒相印”的灵性与艺术的碰撞。随着茅台酒生产科技含量的提高，今天，感官勾调与微机勾兑被有机结合起来，勾兑过程 and 标准更加规范化，茅台酒的品格也因此更加稳定……

科学分析表明，茅台酒香味香气成分及物质多达1200余种，已叫得出名的有800多种。尽管如此，科研人员迄今仍未能就其主体香得出明确的科学定义。

常言道：“酒是陈的香。”实际上，并非所有白酒皆如此。只有像茅台这样采用特殊酿造工艺的极品酱香型白酒，才能达到幽雅细腻、协调丰满、酱香突出、回味悠长、空杯留香的妙不可言的品味风格境界。

曾有人比喻：茅台酒长期陈酿，流失的是岁月，积淀的是成熟、完美、大度和气派；茅台酒精心勾兑，融合的是酒体，收获的是极品、奇香和价值。

《老子》云：“夫物云云，各复归其根”，《淮南子》说：“万物有所生，而独知守其根”，都是在强调，认识事物需要从寻求其本质及内在规律上破题。

多少年来，茅台酒在“迷”倒世界的同时，更“谜”了世界。其中一个“谜”就是，为什么离开茅台镇就生产不出茅台酒？20世纪70年代，国家曾大规模组织“茅台酒易地生产试验”，同样以失败告终的这次试验的一个重要目的，即在于探索茅台酒酿造工艺形成与自然生态环境资源之间的关系。

茅台集团董事长、总工程师、中国酿酒大师季克良解答了这个疑问：“茅台采用传统固态发酵工艺生产白酒，是一个开放式与封闭式相结合的自然发酵过程，依靠的是自然环境和气候，利用的是环境中的微生物群，而不是简单的纯种微生物发酵。环境中的微生物群生长、繁衍及驯化，又直接受环境的影响。”

换言之，茅台镇得天独厚、不可复制的生态环境资源，决定了茅台酒酿造工艺形成的必然性、科学性、合理性和唯一性。这正是茅台酒卓尔不群的品质与品味风格与生俱来的“本根”。

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	2790.28	3786.95	3099.76	4174.17	24.59%	20.42%	11.09%	10.23%
的净利润								
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

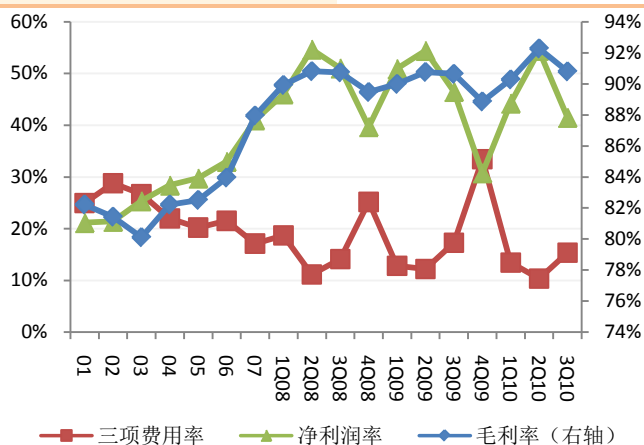
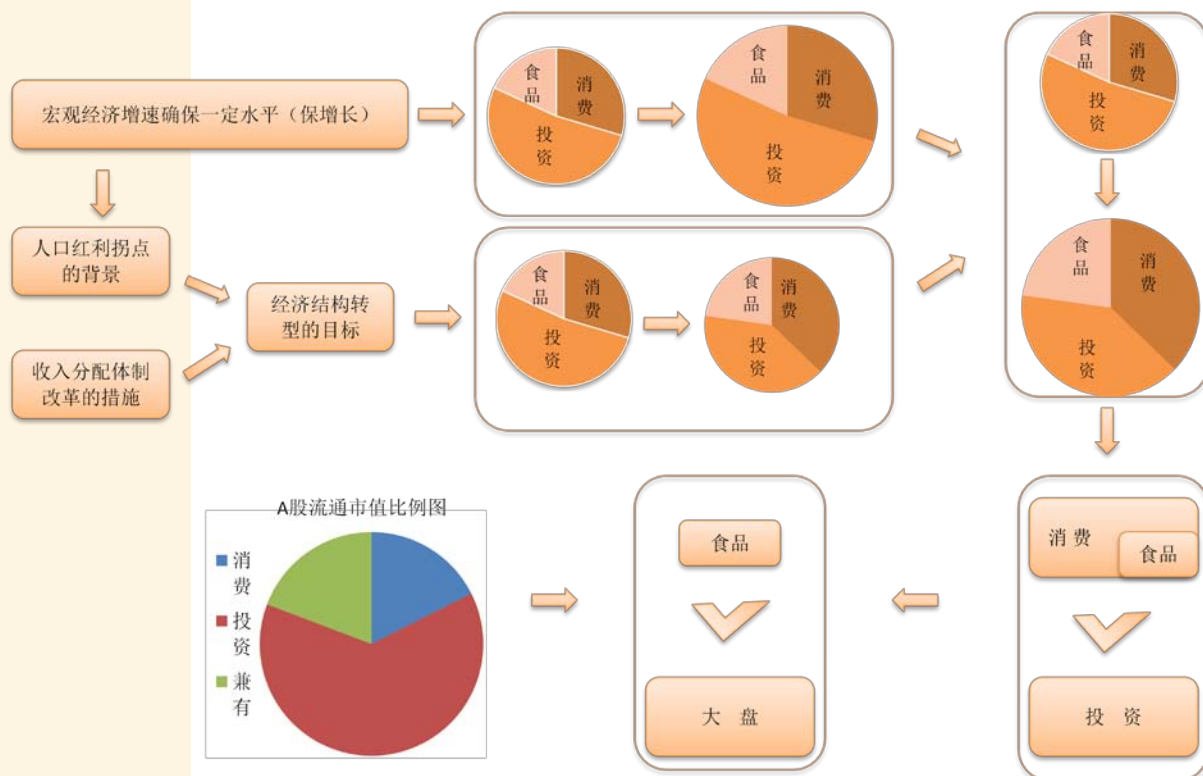


图 5 人口红利拐点、收入分配体制改革以及资本市场投资品占比较大三大因素致使食品行业好于大盘



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	26259	35837	营业收入	9670	11594	15328	21468		
现金	9743	12623	16987	22931	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	-442	-596		
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	5102	5634	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	4334	4811	营业利润	6076	6989	9284	13066		
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	31361	41471	利润总额	6081	6989	9285	13068		
流动负债	5108	5679	7129	9431	所得税	1528	1758	2335	3287		
短期借款	0	50	50	50	净利润	4553	5231	6950	9781		
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	6579	9259		
非流动负债	10	3	3	4	EBITDA	6149	6920	9163	12837		
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	4.57	5.25	6.97	9.81		
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	1359	ROE(%)	29.81%	27.06%	28.12%	30.18%		
股本	944	944	944	944	ROIC(%)	92.56%	82.28%	92.72%	103.77%		
资本公积	1375	1375	1375	1375	估值比率						
留存收益	12147	15980	21074	28359	P/E	47.37	41.25	31.05	22.06		
归属母公司股东权益	14466	18299	23392	30677	P/B	14.12	11.16	8.73	6.66		
负债和股东权益	19770	24446	31361	41471	EV/EBITDA	31.66	28.13	21.25	15.17		

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)	0.98
无风险利率 (%)	2.52%
市场的预期收益率 (%)	12.00%
股权资本成本 (K_e)	11.85%
债务成本 K_d (%)	3.75%
债务比率 $D/(D+E)$ (%)	0.00%
WACC	11.85%

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%
6.85%	502.09	568.59	662.54	805.33	1048.46	1554.94
7.85%	419.42	464.99	526.14	612.53	743.84	967.42
8.85%	356.69	389.14	431.07	487.35	566.86	687.70
9.85%	307.72	331.54	361.43	400.05	451.88	525.11
10.85%	268.64	286.55	308.50	336.05	371.64	419.42
11.85%	236.88	250.61	267.12	287.37	312.78	345.61
12.85%	210.67	221.37	234.04	249.28	267.97	291.42
13.85%	188.77	197.23	207.11	218.81	232.89	250.15
14.85%	170.27	177.03	184.85	193.98	204.80	217.81
15.85%	154.49	159.96	166.21	173.44	181.89	191.89
16.85%	140.93	145.38	150.44	156.23	162.92	170.74
17.85%	129.17	132.84	136.97	141.65	147.01	153.21

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。