

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

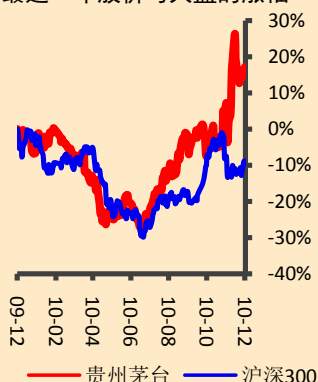
Tel: 021-68634510-8528

E-Mail: cf2255@xcsc.com

市场数据 2010/12/16

收盘价(元)	200.70
一年内最高价(元)	222.00
一年内最低价(元)	124.56
市净率	10.8
流通 A 股市值(亿元)	1894.2

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：茅台公司昨晚发布公告称，自 2011 年 1 月 1 日起适当上调产品出厂价格，平均上调幅度为 20% 左右。

点评：

- **提价幅度在预期之中。**我们在10月25日报告《食品板块现巨大投资机会-白酒行业高估值将成为常态》中首次揭示了茅台酒的提价规律，并在三季报点评《茅台不仅是黄金，而且超越黄金》中预计茅台出厂价格会增加15%，甚至更高（例如20%），给出了当时市场最高价目标价220元，并开始大力推荐茅台；在推荐逻辑得到市场认可之后，我们大幅上调了目标价至280元。而11月23日的茅台调研使得我们更加坚定了对茅台的判断，并连续发布了研究报告《盛世造就奇迹 伟大的企业伟大的人》、《立足一万元的茅台展望两千甚至三千》。并在《立足一万元的茅台展望两千甚至三千》给出了茅台酒今年出厂价应该提20%-25%的规范性判断。
- **从规律角度看茅台上调出厂价。**过去10年的经验告诉我们茅台酒市场价的走势与城镇居民收入走势同步。背后的逻辑：如果城镇居民收入增长，而茅台酒的市场价不变的话，城镇居民收入以茅台酒衡量的购买力不断增加，一年两年没关系，长此以往，茅台酒将不再是高档酒而成为大众消费品，需求量必然大幅增长，但茅台酒目前1万吨左右的供应量加年均15%的增量难以满足市场的庞大需求，供不应求必然推升茅台酒的市场价，不断上升的市场价和市场价与出厂价之间的价差倒逼公司上调出厂价。（首家核心观点）
- **明年茅台公司还得继续上调出厂价，预计会在15%以上，20%也是大概率事件。**本次提价之后，分析师们想必会上调11年盈利预测。然而我们根据规律可以预测今后茅台在宏观经济不出现严重滑坡的情况下每年都会提价，未来五年提价幅度会在15%以上，考虑到10-11年度的通胀水平在收入中的反应和未来的收入分配体制改革，11年底12年初茅台出厂价上调20%是大概率事件。因此也就有了未来市场价出现二千至三千元茅台的判断。
- **茅台放量会逐步展开。**10年销售茅台酒预计在1万吨左右，2015年年销售2万吨，2020年预计年销售4万吨。未来十年茅台酒的供应量预计会年均增长15%左右。当然可能出现销量增速有的年份慢于15%，有的年份快于15%的现象，但这不影响茅台的长期投资价值。
- **市值万亿的茅台正向我们走来。**我们预计十年后茅台的销量将是现在的4倍，单价将是现在（本次提价前）2.5倍以上。所以保守估计，十年后，茅台销售额将超千亿元，利润会超500亿元。以20倍市盈率计算，万亿茅台必将横空出世（首家提出）。
- **强烈呼吁舆论切勿将茅台酒提价政治化。**舆论曾有将五粮液提价问题政治化的表现，在此，我们强烈呼吁舆论千万不要将茅台酒提价政治化，茅台酒提价是正常的市场行为，提价是公司兼顾好国家、消费者、企业、经销商和投资者等各相关方的利益后做出的慎重决定。同样是市场行为，LV包可以卖上好几千，宝马车可以卖上百万，茅台酒就可以不断提价，茅台酒市价超过一

千元是很正常的事情。茅台酒本身只是一件商品，不该让其承受，超越产品本身的压力。酿造美酒的师傅们和经营美酒的企业家们该受到赞赏而非莫名的舆论压力。

- **盈利预测及估值。**我们小幅上调了未来两年的盈利预测，预计10-12年的EPS为5.25元、7.06元、10.01元。给予11年40倍市盈率，未来12个月的合理价值在282元左右，DCF估值显示2011年底的合理价值在360元左右。同时考虑到一年之后的提价因素，我们上调未来12个月目标价至300元。维持“买入”评级。强烈建议投资者长期投资茅台。
- **股价催化剂：**市值管理的实质性进展，其他管理激励机制的设计；茅台未来年份的持续提价。

主要财务指标	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入（百万元）	9670.00	11594.33	15536.40	21760.28
收入同比(%)	17.33%	19.90%	34.00%	40.06%
归属母公司净利润（百万元）	4312.45	4951.68	6664.29	9442.98
净利润同比(%)	13.50%	14.82%	34.59%	41.70%
毛利率(%)	90.17%	90.50%	90.80%	91.00%
每股收益(元)	4.57	5.25	7.06	10.01
P/E	43.92	38.25	28.42	20.06
P/B	13.09	10.35	8.07	6.13

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

《盛世造就奇迹 伟大的企业伟大的人》2010/11/30

《立足一万元的茅台展望两千甚至三千》2010/12/12

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%

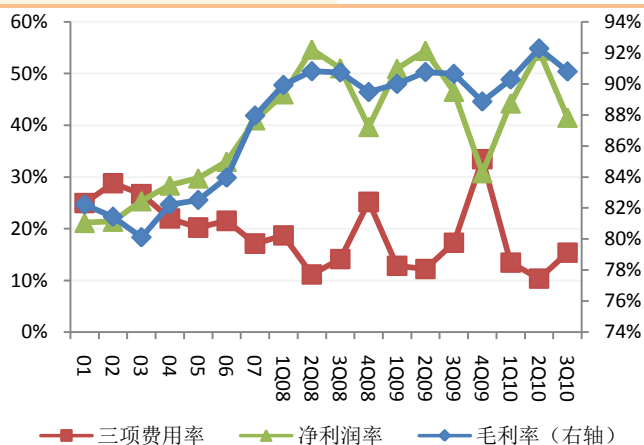
资料来源：公司公告，湘财证券研究所

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%

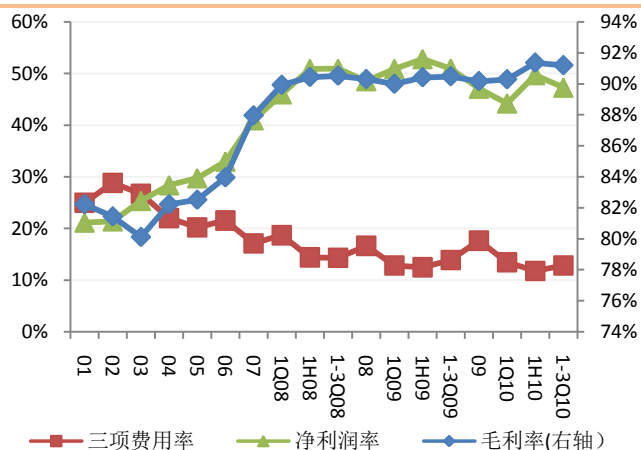
资料来源：公司公告，湘财证券研究所

图 1 2010 年第三季度毛利率同比增加 0.16 个百分点



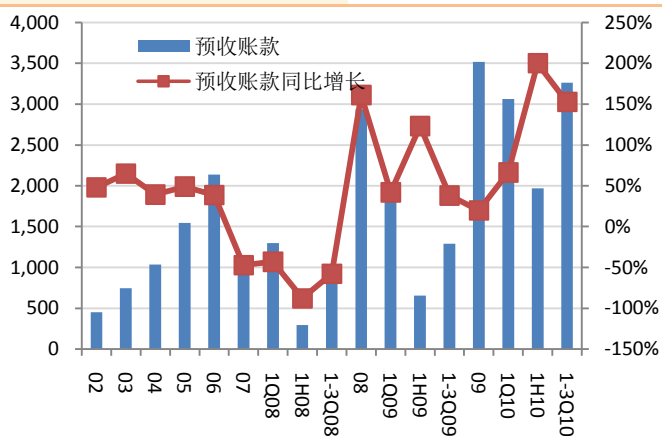
资料来源：公司公告，湘财证券研究所

图 2 2010 年前三季度毛利率同比增加 0.71 个百分点



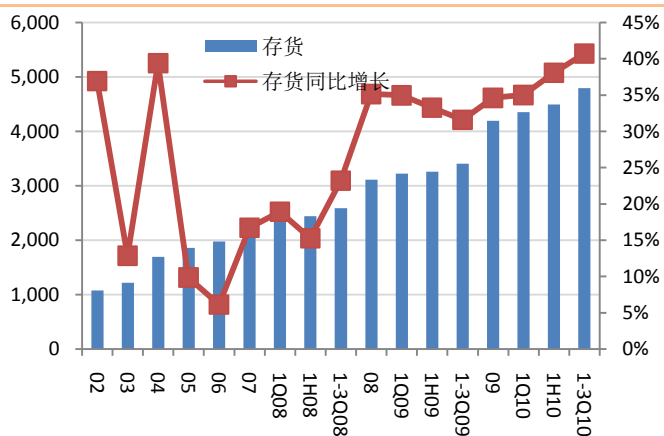
资料来源：公司公告，湘财证券研究所

图 3 2010 年三季度末预收账款同比大幅增加 152%



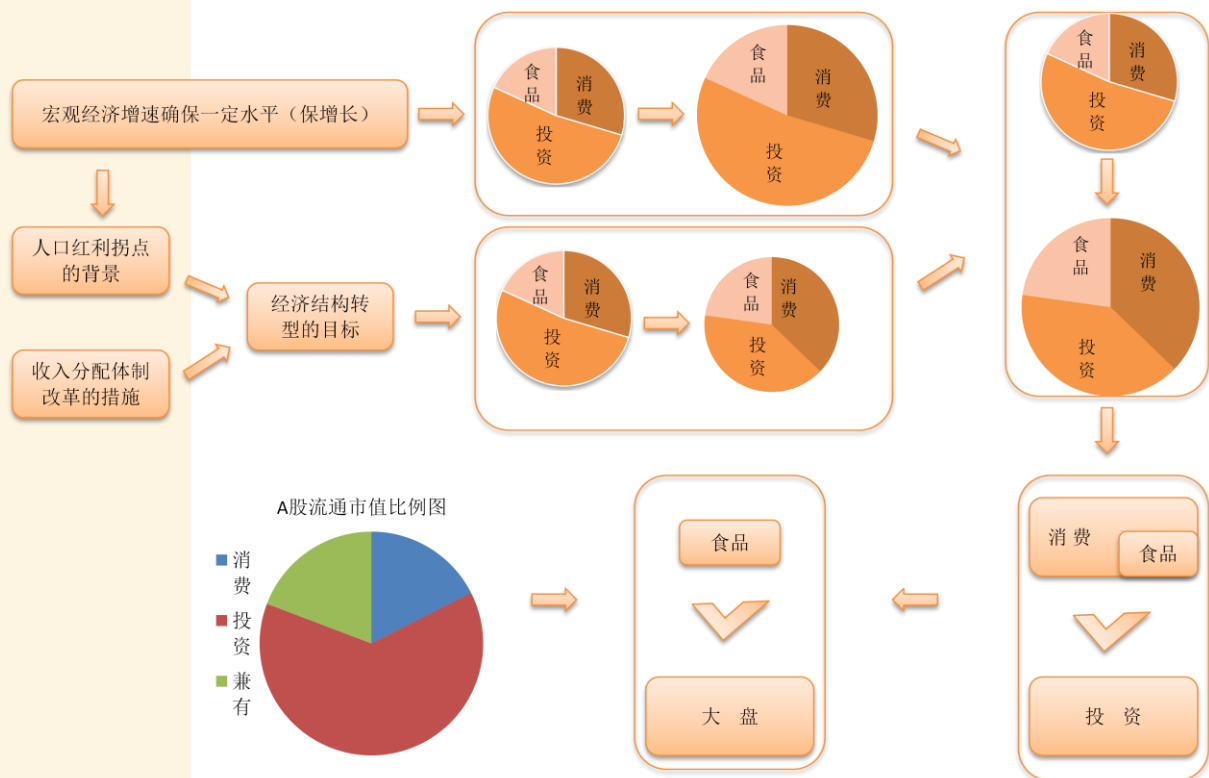
资料来源：公司公告，湘财证券研究所

图 4 2010 年三季度末存货同比增加 40.7%



资料来源：公司公告，湘财证券研究所

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	26428	36207	营业收入	9670	11594	15536	21760		
现金	9743	12623	17030	23124	营业成本	951	1101	1429	1958		
应收账款	21	51	58	80	营业税金及附加	941	1753	2349	3290		
其他应收款	96	116	155	217	营业费用	621	696	932	1262		
预付账款	1203	1270	1702	2307	管理费用	1217	1391	1864	2524		
存货	4192	5285	7001	9789	财务费用	-134	-334	-442	-600		
其他流动资产	400	335	482	690	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	9405	13327		
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	31530	41840	利润总额	6081	6989	9406	13328		
流动负债	5108	5679	7207	9540	所得税	1528	1758	2366	3352		
短期借款	0	50	50	50	净利润	4553	5231	7041	9976		
应付账款	139	163	211	289	少数股东损益	240	280	376	533		
其他流动负债	4969	5466	6947	9201	归属母公司净利润	4312	4952	6664	9443		
非流动负债	10	3	3	4	EBITDA	6149	6920	9284	13094		
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	4.57	5.25	7.06	10.01		
其他非流动负债	10	3	3	4	获利能力						
负债合计	5118	5682	7211	9544	毛利率(%)	90.17%	90.50%	90.80%	91.00%		
少数股东权益	186	465	841	1375	ROE(%)	29.81%	27.06%	28.39%	30.54%		
股本	944	944	944	944	ROIC(%)	92.56%	82.28%	93.36%	105.13%		
资本公积	1375	1375	1375	1375	估值比率						
留存收益	12147	15980	21159	28603	P/E	43.92	38.25	28.42	20.06		
归属母公司股东权益	14466	18299	23478	30922	P/B	13.09	10.35	8.07	6.13		
负债和股东权益	19770	24446	31530	41840	EV/EBITDA	29.25	25.99	19.37	13.74		

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 (%)	2.52%
市场的预期收益率 (%)	12.00%
股权资本成本 (K_e)	11.95%
债务成本 K_d (%)	3.75%
债务比率 $D/(D+E)$ (%)	0.00%
WACC	11.95%

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%
6.95%	499.38	564.02	654.76	791.42	1020.69	1484.91
7.95%	418.07	462.56	522.00	605.45	731.14	941.99
8.95%	356.16	387.96	428.91	483.61	560.42	676.09
9.95%	307.70	331.11	360.40	398.11	448.50	519.24
10.95%	268.95	286.58	308.15	335.15	369.91	416.36
11.95%	237.39	250.93	267.19	287.09	311.99	344.06
12.95%	211.31	221.88	234.38	249.39	267.76	290.75
13.95%	189.49	197.85	207.61	219.16	233.03	250.00
14.95%	171.03	177.73	185.46	194.48	205.16	217.98
15.95%	155.27	160.69	166.88	174.04	182.39	192.26
16.95%	141.71	146.13	151.15	156.88	163.50	171.23
17.95%	129.95	133.59	137.69	142.33	147.64	153.78

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。