

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

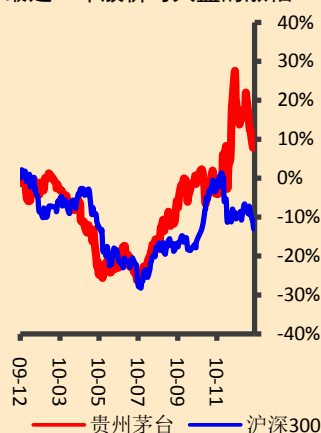
姓名：巢枫

Tel: 021-68634510-8528

E-Mail: cf2255@xcsc.com

市场数据	2010/12/29
收盘价(元)	186.00
一年内最高价(元)	222.00
一年内最低价(元)	124.56
市净率	10.0
流通A股市值(亿元)	1755.5

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：“2009 年，国际酒业巨头帝亚吉欧实现销售净额 98 亿英镑，净利润 17 亿英镑，其海外市场的贡献率高达 60%以上。保乐利加实现销售净额 71 亿欧元，净利润 9.5 亿元，15 个主要品牌酒全世界销量为 5100 万箱，旗下品牌马爹利在中国市场的销量就达 70 万箱。”公司董事长袁仁国称，以帝亚吉欧为对比，贵州茅台的经济总量与之差距近十倍。

点评：

- **市值万亿不是梦，超越帝亚吉欧亦不难。**我们在调研茅台后的研究报告《盛世造就奇迹 伟大的企业伟大的人》中指出了十年后茅台万亿市值的说法，我们的理由是茅台酒的价格在未来五年具备年均增长15%的空间，而后五年具备年均10%的增长空间；产量方面，公司目前按照省委更好更快发展的要求制定了十二五末年产茅台酒基酒4万吨的目标，也就意味着2020年茅台酒供应市场量可达4万吨，也就是目前市场供应量（1万吨左右）的4倍；销量方面，国内市场承载2-3万吨的茅台酒，国际市场承载1-2万吨的茅台酒。以此一系列假设进行计算，十年后销售额将超1000亿元，净利润可达500亿元，以20倍市盈率计算，市值可达万亿。

茅台市值万亿的观点遇到怀疑的声音。

怀疑一：贵州茅台市值超万亿，难道会超过帝亚吉欧？ 答：超过帝亚吉欧不是梦。十年前也许还难以想象当今的中国经济总量上会超过日本，二十年前更是难以想象。现在超过日本之后，大家讨论的是中国何时才能超过美国。同样，贵州茅台的市值超过帝亚吉欧似乎也不是会不会超过的问题，而是如何超过、何时超过的问题。目前，帝亚吉欧的市值为466亿美元左右，以汇率6.62元/美元折算，大约3084亿人民币。而按照我们预计的贵州茅台未来十二个月目标价300元/股计算，茅台的市值将会在未来十二个月触及2831亿元。可以预见贵州茅台的市值将在未来三年内超过帝亚吉欧。因此，茅台市值超帝亚吉欧不是梦。

怀疑二：贵州茅台的经营管理能力做好了这方面准备了吗？我们认为这才是问题的关键所在。我们的回答是，1）中国庞大的国内市场在未来五年内足以支撑贵州茅台的发展。国内经济将在结构调整的大背景下继续高速发展五年（李稻葵教授也有类似观点），能够支撑茅台酒年均提价15%以上，年均放量15%左右；2）五年之后，贵州茅台则需要也必须依靠国际化才能实现其更大发展，而这对茅台公司的经营管理能力提出了更高的要求。

- **国际化才是贵州茅台的更大挑战；且茅台是最先具备国际化条件的白酒企业。**

其一、宏观环境有利于茅台的国际化，中国国力的快速发展需要以文化为主体的软实力的发展。强大的中国需要强大的企业，优秀的中国文化、悠久的历史、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，服务并贡献于全世界消费者；其二、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；其三、茅台酒2020年4万吨的供应量如果仍以目前收入水平对

应的高价（十年后市场价可达2500-3000元）销售，其国内需求的容量估计也就在2-3万吨。剩下的供应量（1-2万吨）也只能且必须由国际市场来消化；其四、茅台酒的国际化已经开始了有意义的探索。2009年6月3日，茅台在京与全球最大干邑世家法国卡慕酒业集团签订5年海外战略合作协议，后者承诺，将茅台酒分销到全球25个销量最高的免税店一半以上数量的店面，以打造国际免税市场中国国酒第一品牌的高端形象。这是茅台与卡慕酒业的第二次合作，**茅台分步骤、分阶段向国际市场进军，其试图跻身世界高端酒业市场行列之心由此可见。**走出去成果方面：2010年有586吨茅台走向海外，比去年同期增长了55%，实现出口创汇5000万美元以上，虽然数目不大，但是个不错的开始。其五、茅台公司未来存在市值管理和股权激励的可能。这为公司未来进一步的管理改进和管理动力提升提供了很好的预期和想象。以上五点使我们相信，**茅台是中国白酒业中最先有条件实现国际化的白酒企业。**然而，国际化是很好的愿景，但也充满了各种挑战。

□ **他山之石可以攻玉；贵州茅台可以学习和借鉴帝亚吉欧的成功经验。**

口味不是国际化的障碍。有种观点认为外国人因为文化差异和消费习惯等原因不会饮烈性酒，难以接受中国白酒口味。董事长袁仁国对此不太认同：“形形色色的进口酒涌入中国时，并未照顾过中国人的饮酒习惯，但它们仍然成功地改变了部分中国人的饮酒喜好，并占领了庞大的中国市场。国际酒业品牌在中国长期培育市场引导饮酒习惯的做法证实，有强大的文化底蕴支撑，有强大的品牌魅力，有成功的商业运作模式，**习惯的口味是可以改变的。**”我们认为啤酒、葡萄酒、洋酒等外来酒种在中国能够蔓延开来，中国白酒一样有可能走出中国，走出华人圈，**走向世界各国的消费者。**即，口味不是国际化的障碍。

品牌经营是帝亚吉欧成功之道。帝亚吉欧全球CEO保罗·华尔士认为“没有品牌，再高档的酒，只是一瓶变了味道的水。”帝亚吉欧对如何融入不同国家的文化风情也有着自己独特的做法。因为一个市场的成功经验未必能够自动移植到另一个市场去。在澳大利亚有很好的成绩，但不是说把同样方法移植到英国去也会成功。每个市场都要投入新的人力物力去研究，在英国找到英国的方法，在中国找到中国的办法，这就需要不断学习、不断修正的过程。这或许也是茅台酒需要做的，**免税店销售只是一个自然销售的探索，背后的品牌国际化经营才是茅台未来的努力方向。**

帝亚吉欧的“理性饮酒”理念也许值得贵州茅台学习。茅台酒需要为自己的国际化树立品牌理念。茅台酒在国内的营销，消费者所能感受到的是“国酒茅台为您报时”、茅台酒的口碑传播、媒体对茅台酒高价、缺货和提价的免费宣传等。然而茅台酒的理念是什么，这一上升到更高品牌层次的内涵，茅台似乎缺少了些，至少在消费者当中没有形成，也许只是超高端酒代表的形象。其实茅台公司有自己的文化理念——“**酿造高品位生活**”，但消费者并没有感知，所以茅台公司在与消费者的沟通方面还有进一步完善的空间。

□ **未来长期高速发展值得期待，未来三年理应享受高估值，大市值不应成为压低相对估值倍数的理由。**市场总是说茅台市值已经1800亿了，未来可能会保

持那么高的增速吗？我们已经从未来五年国内经济的高速发展支撑茅台的量价齐升和茅台国际化解决茅台庞大产能规划等两个方面回答了茅台的高成长。相对估值只是与公司成长有关，大市值只是涉及到推动股价上涨的资金量的问题而对公司的估值影响不大，如果大市值并未对公司业绩的高速增长构成障碍，那么茅台在未来两三年内享受35倍左右的动态市盈率就是合理的。

- **盈利预测及估值。**我们维持10-12年EPS预测 5.25元、7.39元、10.57元的保守预测。未来12个月的DCF估值为388元。考虑11年底12年初茅台的提价因素和持续放量，维持未来12个月目标价300元。维持“买入”评级。建议投资者长期投资贵州茅台。
- **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；业绩报告的公布。

主要财务指标	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入（百万元）	9670.00	11594.33	15814.66	22150.02
收入同比(%)	17.33%	19.90%	36.40%	40.06%
归属母公司净利润（百万元）	4312.45	4951.68	6971.26	9975.69
净利润同比(%)	13.50%	14.82%	40.79%	43.10%
毛利率(%)	90.17%	90.50%	90.80%	91.00%
每股收益(元)	4.57	5.25	7.39	10.57
P/E	40.71	35.45	25.18	17.60
P/B	12.14	9.59	7.38	5.54
EV/EBITDA	26.99	23.98	17.09	12.00

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

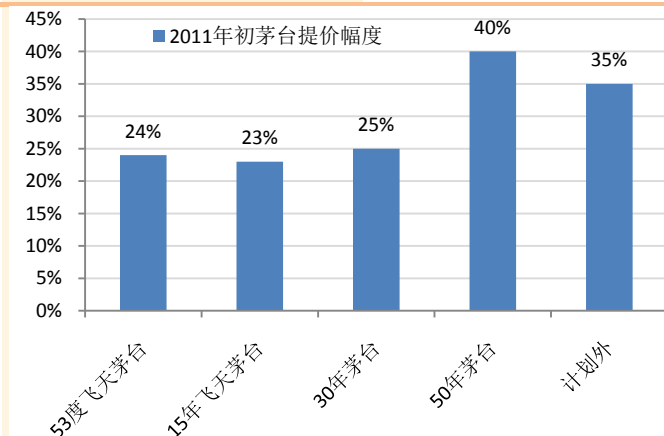
《立足一千元茅台展望两千甚至三千》2010/12/12

《万亿市值的茅台，上调 12 个月目标价至 300 元》2010/12/16

《高估值下精选超群核心竞争优势的白酒企业》2010/12/17

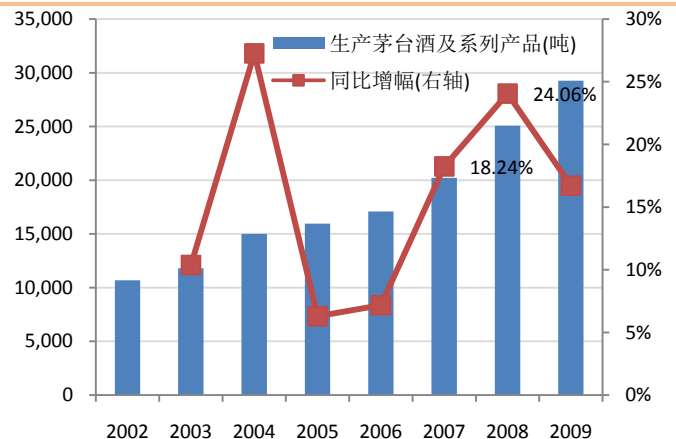
《高营业税金率和高净利润率是未来政策波动的缓冲墙》2010/12/29

图 1 2011 年初茅台酒平均提价幅度在 24%以上



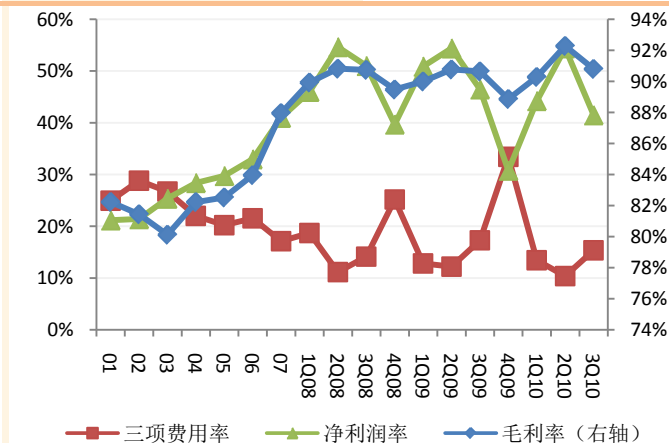
资料来源：湘财证券研究所

图 2 07 年产茅台酒系列基酒增量为茅台放量提供支撑



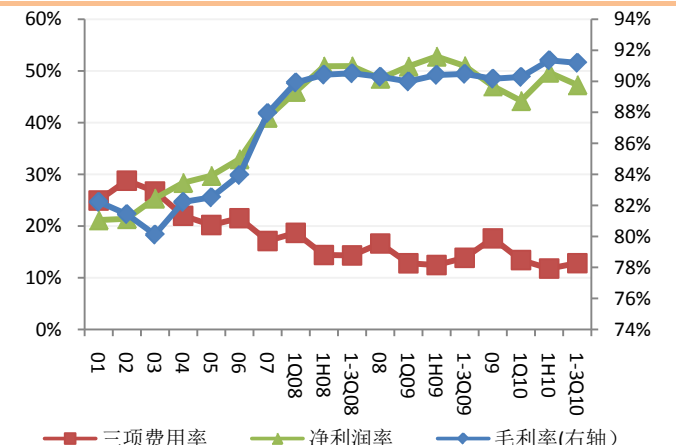
资料来源：公司公告，湘财证券研究所

图 3 2010 年第三季度毛利率同比增加 0.16 个百分点



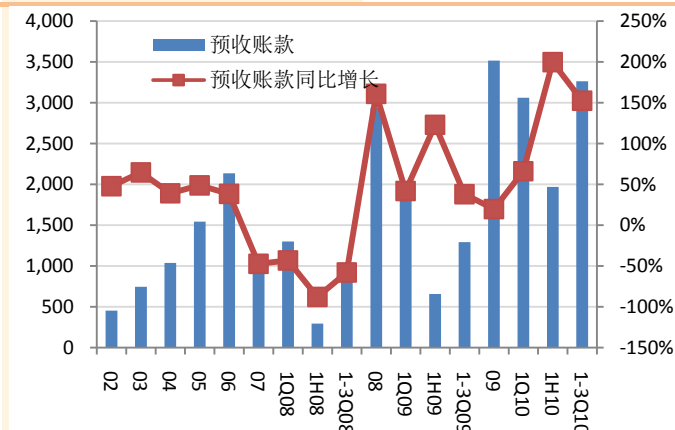
资料来源：湘财证券研究所

图 4 2010 年前三季度毛利率同比增加 0.71 个百分点



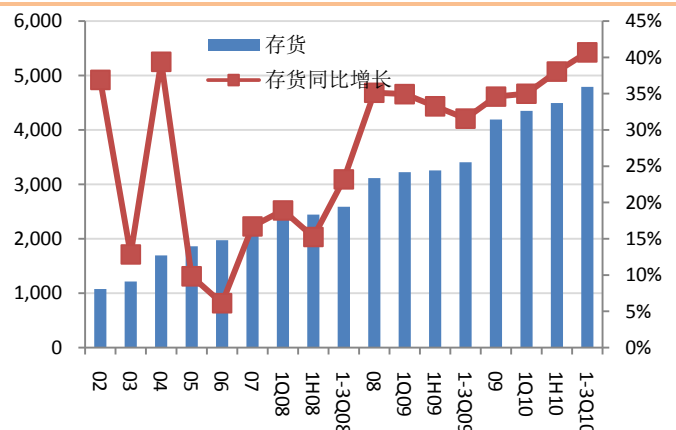
资料来源：公司公告，湘财证券研究所

图 5 2010 年三季度末预收账款同比大幅增加 152%



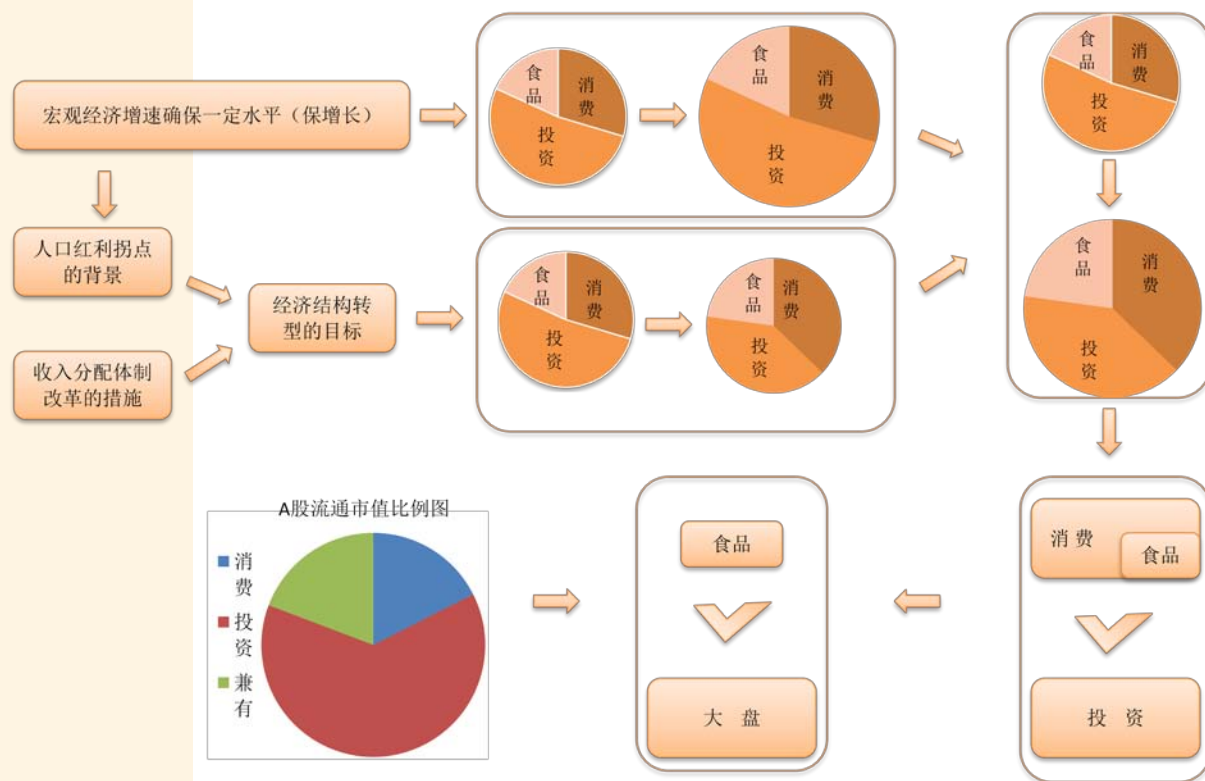
资料来源：公司公告，湘财证券研究所

图 6 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 7 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 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

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	26857	37148	营业收入	9670	11594	15815	22150		
现金	9743	12623	17291	23831	营业成本	951	1101	1455	1994		
应收账款	21	51	59	81	营业税金及附加	941	1753	2391	3349		
其他应收款	96	116	158	221	营业费用	621	696	854	1130		
预付账款	1203	1270	1732	2348	管理费用	1217	1391	1724	2215		
存货	4192	5285	7127	9964	财务费用	-134	-334	-446	-614		
其他流动资产	400	335	491	703	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	9839	14079		
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	31959	42781	利润总额	6081	6989	9839	14080		
流动负债	5108	5679	7312	9686	所得税	1528	1758	2475	3541		
短期借款	0	50	50	50	净利润	4553	5231	7365	10539		
应付账款	139	163	215	294	少数股东损益	240	280	394	563		
其他流动负债	4969	5466	7047	9342	归属母公司净利润	4312	4952	6971	9976		
非流动负债	10	3	3	4	EBITDA	6149	6920	9713	13831		
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	4.57	5.25	7.39	10.57		
其他非流动负债	10	3	3	4	获利能力						
负债合计	5118	5682	7315	9690	毛利率(%)	90.17%	90.50%	90.80%	91.00%		
少数股东权益	186	465	859	1422	ROE(%)	29.81%	27.06%	29.31%	31.50%		
股本	944	944	944	944	ROIC(%)	92.56%	82.28%	96.97%	110.15%		
资本公积	1375	1375	1375	1375	估值比率						
留存收益	12147	15980	21466	29351	P/E	40.71	35.45	25.18	17.60		
归属母公司股东权益	14466	18299	23785	31669	P/B	12.14	9.59	7.38	5.54		
负债和股东权益	19770	24446	31959	42781	EV/EBITDA	26.99	23.98	17.09	12.00		

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)	0.97
无风险利率 (%)	2.75%
市场的预期收益率 (%)	12.00%
股权资本成本 (K_e)	11.73%
债务成本 K_d (%)	3.75%
债务比率 $D/(D+E)$ (%)	0.00%
WACC	11.73%

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%
6.73%	554.53	629.98	737.33	902.25	1187.99	1804.09
7.73%	461.92	513.35	582.73	681.44	833.08	1095.82
8.73%	391.92	428.40	475.72	539.56	630.40	769.94
9.73%	337.44	364.13	397.73	441.31	500.10	583.75
10.73%	294.06	314.07	338.67	369.63	409.80	463.98
11.73%	258.88	274.19	292.64	315.33	343.88	380.92
12.73%	229.89	241.80	255.93	272.97	293.90	320.26
13.73%	205.70	215.10	226.10	239.15	254.89	274.22
14.73%	185.29	192.80	201.49	211.65	223.72	238.26
15.73%	167.91	173.97	180.91	188.94	198.35	209.50
16.73%	152.97	157.91	163.52	169.94	177.38	186.08
17.73%	140.04	144.10	148.67	153.87	159.82	166.70

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。