

重返业绩高增长通道 力量交织下理性选择

投资要点:

- 从2011年开始公司重返业绩高增长通道,是各种力量交织环境下的理性选择。

量价和产品结构等多方面积极因素确保未来若干年销售收入和净利润高速增长,其中2011年1月1日起上调出厂价格24%以上,茅台酒销量同比增长超过15%,有助于支撑业绩释放力度,我们预计全年公司销售收入增长40%以上,消费税无负面影响,净利润增长54.7%,净利率提升4个百分点,2012年分别同比增长30%和1个百分点;至于都是哪些力量在交织,请探寻一年来的各种人文环境变化,投资者懂的。

- 根据银河证券《消费品行业成长期竞争三阶段模型》分析,公司处于“同谋竞争期”,这将有力支撑未来的高速增长。

作为品牌拉动型的贵州茅台,品类忠诚度极高,近年来品牌知名度和美誉度在公司经营层顺“消费环境和行业竞争格局”势的努力下快速飙升,由此在高端白酒行业同谋竞争期,市场地位和经营业绩遥遥领先于竞争对手。展望未来,我们认为目前各种条件均未发生变化,因此延续上述良好趋势的概率相当大。

- 大空间的价差安排、消费环境的持续推进和宏大企业发展战略将保证未来若干年业绩高速增长。
- 股价催化剂:各季度报告超市场预期;主要投资风险因素:政策消费管理政策变化
- 我们延续《快速消费品(食品饮料为主)行业:穿越未来 寻找长期投资“五大天王”》观点,调高此抗通胀题材品种到“重点推荐”评级,2010、2011和2012年盈利预测为5.19、8.03和10.43元,未来12个月合理价位上限为310元,上涨空间为68%。

主要财务指标

	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	8241.69	9670.00	11960.04	16858.68	21496.06
收入增长率%	13.88%	17.33%	23.68%	40.96%	27.51%
EBITDA(百万元)	5451.66	6147.94	7109.87	10948.69	14198.30
净利润(百万元)	4000.76	4552.89	5170.21	8000.77	10398.12
摊薄 EPS(元)	4.03	4.57	5.19	8.03	10.43
PE	46.48	40.95	36.07	23.31	17.93
EV/EBITDA(X)	43.27	38.37	33.18	21.54	16.61
PB	9.37	6.97	5.23	4.02	3.15
ROIC	111.5%	106.9%	110.8%	189.7%	252.1%

资料来源:中国银河证券研究部

贵州茅台(600519.ss)

重点推荐 调高评级

合理估值区间 260-310元

分析师

董俊峰 郭怡娴

☎: (8610) 6656 8780

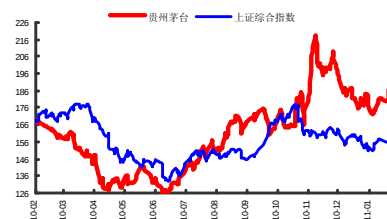
✉: dongjunfeng@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130511010002

市场数据 时间 2011.02.14

A股收盘价(元)	184.93
A股一年内最高价(元)	222
A股一年内最低价(元)	124.56
上证指数	2899.13
市净率	1.93
总股本(万股)	94380
实际流通A股(万股)	94380
限售的流通A股(万股)	0
流通A股市值(亿元)	1745.36

相对上证综指表现图



资料来源:中国银河证券研究部

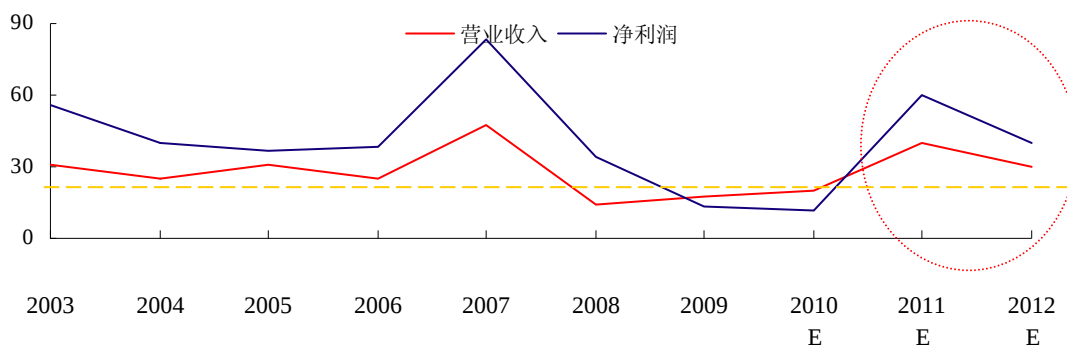
相关研究

《快速消费品(食品饮料为主)行业:穿越未来 寻找长期投资“五大天王”》
10.10.20

一、各种力量交织推动 2011 年开始重返业绩高增长通道

公司 2003 年以来一直处于高速增长阶段，在 2007 年销售收入和净利润增速达到了巅峰，分别高达 48%和 83%，然后一直下滑到 2010 年的略高于 10%的低位水平。

图 1: 2011 年业绩增速重返高增长通道

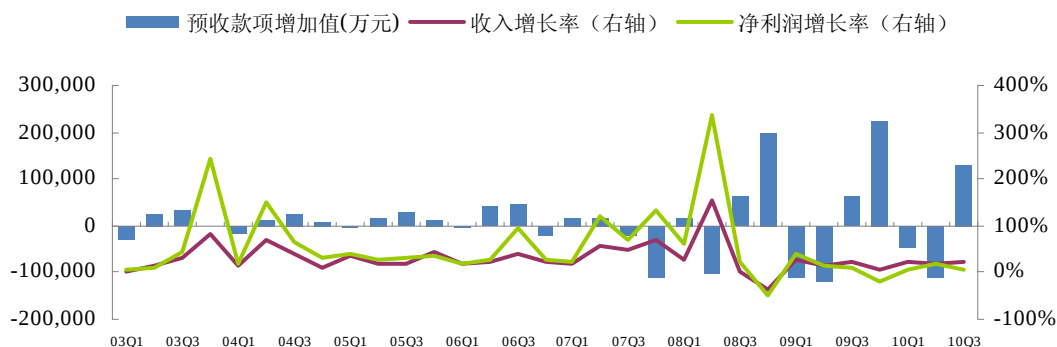


资料来源: 中国银河证券研究部

关于 2011 年开始重返业绩高增长通道的逻辑，请参看本文题目，不应多言。至于批零差价和断货现象的草根调研，更形成了公司业绩高增长的间接论据。本文仅为投资者提供图 2—图 5 供投资者思考：

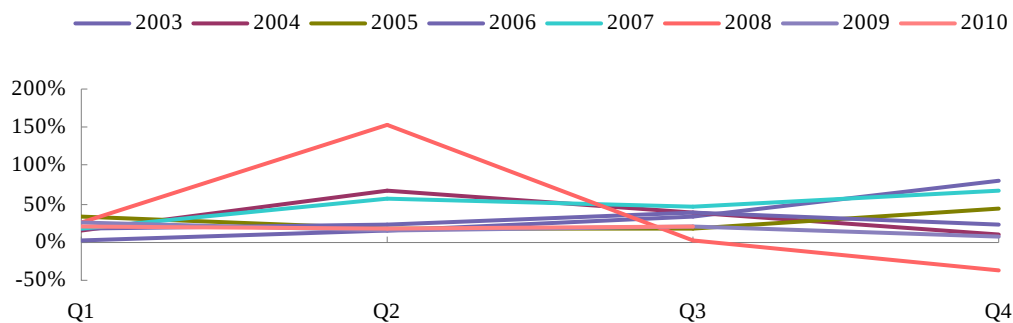
2007 年第四季度到 2009 年第一季度，单季度收入和净利润增速与预收账款增加值呈现出负相关；2009 年第二季度以来，相关程度又明显降低。长期跟踪公司财务报表的投资者，貌似可能会心一笑。

图 2: 公司各季度收入和净利润增长率与预收账款增加值相关性可分两个阶段



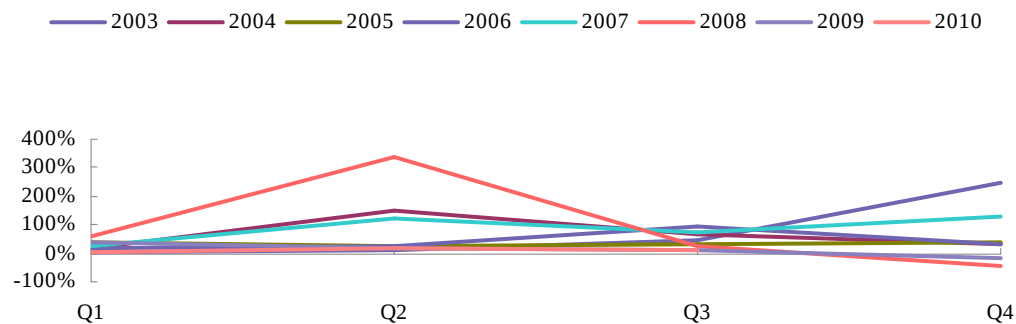
资料来源: 中国银河证券研究部

图 3: 分季度收入增长率对比



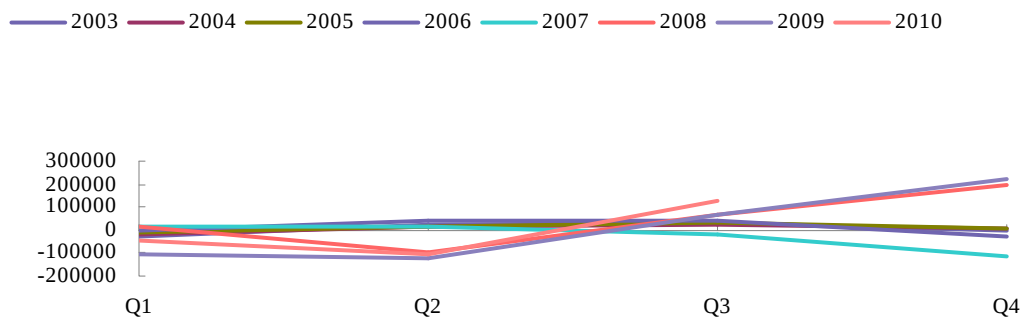
资料来源: 中国银河证券研究部

图 4: 分季度净利润增长率对比



资料来源: 中国银河证券研究部

图 5: 分季度预收款项增加值对比



资料来源: 中国银河证券研究部

二、量价齐升构筑业绩高成长坚实基础

(一) 量价两方面确保 11 年收入增长 40%以上

公司自 2011 年 1 月 1 日起适当上调贵州茅台酒出厂价格，其中 53 度茅台酒出厂价由 499 元/瓶调升为 619 元/瓶，提价幅度约为 24%；15 年和 30 年提价幅度达到 23-25%，50 年茅台提价 40%；综合提价幅度在 24%以上。

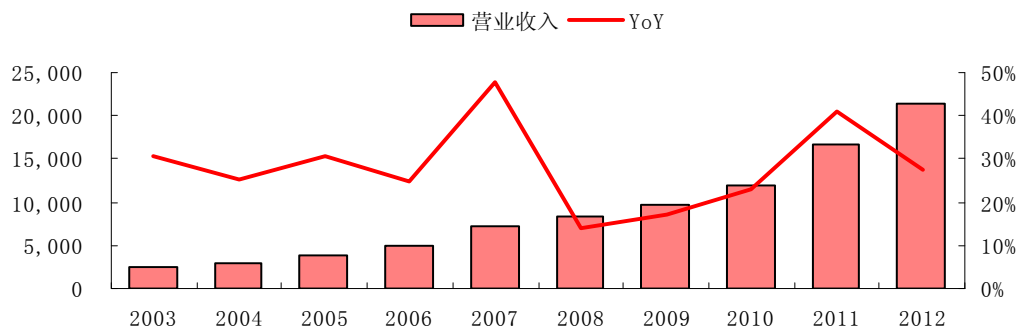
表 1: 历年上调出厂价格 (元/瓶)

	高度酒	提价幅度	低度酒	提价幅度
2007 年 4 月 1 日	358	50	258	30
2008 年 1 月 11 日	439	81	298	40
2010 年 1 月 1 日	499	60	338	40
2011 年 1 月 1 日	619	120		

资料来源: 中国银河证券研究部

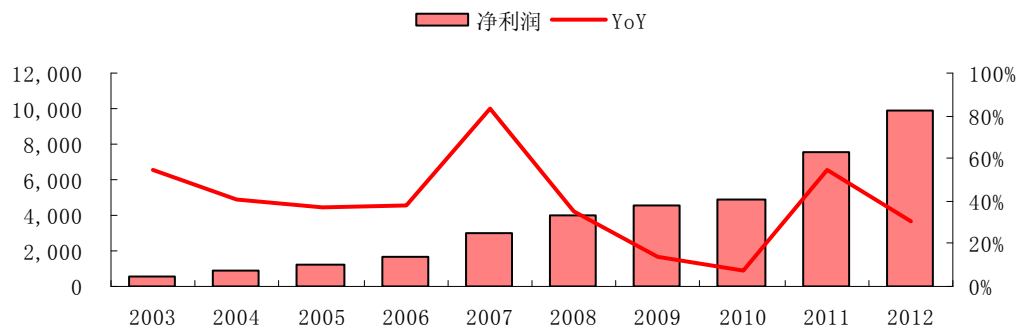
茅台酒的终端销售极为火爆，供不应求现象最为突出，茅台计划 2011 年茅台酒销量增长至 12700 吨，估计同比增长约 15%，量价两方面确保 2011 年收入增长 40%以上。

图 6: 2003-2012 年营业收入及增速情况 (百万元, %)



资料来源: 中国银河证券研究部

图 7: 2003-2012 年净利润及增速情况 (百万元, %)



资料来源: 中国银河证券研究部

（二）、被动和主动力量交织促 2011 年业绩释放动力充足

公司制定三步走的发展规划：集团 2010 年目标是 130 亿元目标，2015 年 260 亿元，2020 年达到 500 亿元。2015 年产能达到 3 万吨，2020 年 4 万吨，销量亦接近此。2011 年是“十二五”的开局之年，被动和主动力量交织或成为业绩释放的动力。茅台管理层与投资者的沟通交流逐渐改善向市场传达积极信号。五粮液规划十二五期间实现收入翻番，达到 300 亿的收入规模，引入市值考核并明确赶超茅台的目标，也从侧面构成茅台的业绩释放动力。2010 年预收账款和消费税报表提取充分也为 2011 年业绩释放预留空间。

（三）、长期看经营基础牢固

2010 年生产经营情况达到历史最好之年，产量 2.6 万吨，未来每年新增产量 3000 吨左右，多年来的产能建设为未来放量提供了保障。“十二五”期间茅台年投放量增速预计可到达 15%。

公司计划对营销网络的建设进行全方位的铺垫，每年产品投放市场的量和营销网络建设的扩大同步推进。地级城市销售渠道都要铺设起来，百强县铺设营销网络基本做到不留死角。未来 5-10 年每个县都有茅台的专卖店，在全国范围内达到基本不留空白。

三、投资建议

我们延续《快速消费品（食品饮料为主）行业：穿越未来 寻找长期投资“五大天王”》观点，调高此抗通胀题材品种到“重点推荐”评级，2010、2011 和 2012 年盈利预测为 5.19、8.03 和 10.43 元，对应目前 PE 为 36.1、23.3 和 17.9 倍。

表 2: 财务报表预测

利润表 (万元)	2010E	2011E	2012E	主要财务指标	2010E	2011E	2012E
营业收入	1188082	1674175	2132985	成长性			
营业成本	110738	126985	150701	营业收入增长	22.9%	40.9%	27.4%
销售费用	74849	98776	119447	营业成本增长	16.5%	14.7%	18.7%
管理费用	144946	154024	189836	营业利润增长	13.5%	54.7%	30.0%
财务费用	-7923	-11693	-16621	利润总额增长	13.4%	54.7%	30.0%
投资净收益	120	120	120	净利润增长	13.5%	54.7%	30.0%
营业利润	689361	1066770	1386416	盈利能力			
营业外收支	0	0	0	毛利率	90.7%	92.4%	92.9%
利润总额	689361	1066770	1386416	销售净利率	41.2%	45.3%	46.2%
所得税	172340	266692	346604	ROE	26.0%	29.9%	29.2%
少数股东损益	27402	42404	55110	ROIC	110.8%	189.7%	252.1%
净利润	489619	757673	984702	营运效率			
资产负债表 (万元)				销售费用/营业收入	6.3%	5.9%	5.6%
流动资产	2126501	2930203	3937341	管理费用/营业收入	12.2%	9.2%	8.9%
货币资金	1454165	2129923	2964745	财务费用/营业收入	-0.7%	-0.7%	-0.8%
应收帐款	2376	3348	4266	投资收益/营业利润	0.0%	0.0%	0.0%
应收票据	46781	65921	83987	所得税/利润总额	25.0%	25.0%	25.0%
存货	498322	584130	708294	应收帐款周转率	526.31	584.91	560.26
非流动资产	538193	653281	758126	存货周转率	0.24	0.23	0.23
固定资产	461415	574157	676986	流动资产周转率	0.64	0.66	0.62
资产总计	2664695	3583484	4695467	总资产周转率	0.51	0.54	0.52
流动负债	779441	1049688	1318798	偿债能力			
短期借款	0	0	0	资产负债率	29.3%	29.3%	28.1%
应付款项	16205	18583	22054	流动比率	2.73	2.79	2.99
非流动负债	1000	1000	1000	速动比率	2.09	2.24	2.45
长期借款	0	0	0	每股指标 (元)			
负债合计	780441	1050688	1319798	EPS	5.19	8.03	10.43
股东权益	1884254	2532796	3375668	每股净资产	19.96	26.84	35.77
股本	94380	94380	94380	每股经营现金流	7.78	10.41	12.57
留存收益	1743913	2350052	3137814	每股经营现金/EPS	1.5	1.3	1.2
少数股东权益	45960	88364	143475	估值	2010E	2011E	2010A
负债和权益总计	2664695	3583484	4695467	PE	36.1	23.3	17.9
现金流量表 (万元)				PEG	0.86	0.56	0.43
经营活动现金流	734231	982293	1186763	PB	9.4	7.0	5.2
其中营运资本减少	187542	142304	96795	EV/EBITDA	24.84	16.13	12.44
投资活动现金流	-156458	-155000	-155000	EV/SALES	14.86	10.55	8.28
其中资本支出	-150000	-150000	-150000	EV/IC	41.01	43.77	42.91
融资活动现金流	-97924	-151535	-196940	ROIC/WACC	8.92	15.26	20.28
净现金总变化	479849	675758	834822	REP	4.60	2.87	2.12

公司战略与竞争力分析

公司基本情况介绍

公司主要生产销售茅台酒，同时进行饮料、食品、包装材料的生产和销售，防伪技术开发，信息产业相关产品的研制开发。茅台酒历史悠久，源远流长，是酱香型白酒的典型代表，享有“国酒”的美称。目前，公司茅台酒年生产量已突破一万吨，43°、38°、33°茅台酒拓展了茅台酒家族低度酒的发展空间，茅台王子酒、茅台迎宾酒满足了中低档消费者的需求，15年、30年、50年、80年陈年茅台酒填补了我国极品酒、年份酒、陈年老窖的空白，在国内独创年代梯级式的产品开发模式。公司产品形成了低度、高中低档、极品三大系列 70 多个规格品种。

公司战略分析	SWOT 评价	总分值 4.0
优势	获得“中国驰名商标”，政务消费市场占有率连续多年位居行业前列	分值：4.5
劣势	优势产品仅一个规格	分值：3.0
机会	政商务消费市场根基未变化	分值：4.5
威胁	消费大环境变化和健康理念日益深入人心	分值：3.0

注：分值 1-5，越高越好

公司竞争力分析	波特“五力”评价	总分值 4.0
供应商力量	供应商无绝对价格控制力	分值：4.0
新进入壁垒	品牌对新进入者分享全国市场形成了较大壁垒	分值：4.5
客户力量	客户基本上不具备谈判力量	分值：4.5
替代产品	替代品较少	分值：3.5
竞争对手	行业竞争激烈，主要竞争对手也在快速抢占市场份额	分值：4.0

注：分值 1-5，越高越好；+ 表示未来好转，- 号表示未来变差

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%-20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

董俊峰，食品饮料行业证券分析师。1994 年—1998 年消费品营销策划业四年从业经历、1998 年—1999 年超市业一年从业经历、2001 年至今证券业十年从业经历。清华大学工商管理硕士。2003 年业界首创消费品行业数量化研究模型《品牌渠道评级体系》，已获国家版权局著作权登记证书。

郭怡娴，食品饮料行业证券分析师。2008 年至今从事食品饮料行业研究。武汉大学金融学硕士。

上述两人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映研究观点。两人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接受到任何形式的补偿。

覆盖股票范围：

港股：青岛啤酒股份（0168.HK）、汇源果汁（1886.HK）、中国食品（0506.HK）

A 股：青岛啤酒（600600.SH）、张裕（000869.SZ、200869.SZ）、双汇发展（000895.SZ）、泸州老窖（000568.SZ）、三全食品（002216.SZ）、贵州茅台（600519.SH）、五粮液（000858.SZ）等

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

银河证券有权在发送本报告前使用本报告所涉及的研究或分析内容。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究部

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座 100033

电话：010-66568888

传真：010-66568641

网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

北京地区联系：010-66568849

上海地区联系：010-66568281

深圳广州地区联系：010-66568908