

湘财证券研究所

食品行业

徐广福 分析师

执业编号：S0500511010003

联系人：

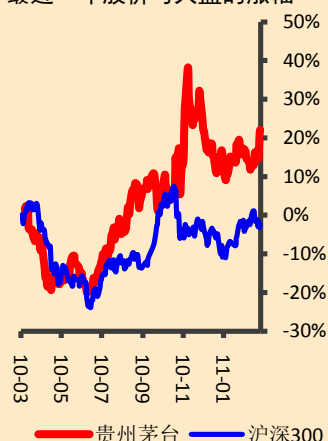
赵 军

Tel: 021-68634510-8715

E-Mail: zj2890@xcsc.com

市场数据	2011/3/21
收盘价(元)	191.15
一年内最高价(元)	222.00
一年内最低价(元)	124.56
市净率	9.8
流通 A 股市值(亿元)	1804.1

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：今日茅台公布 2010 年年报，全年实现营业收入 116.3 亿元，同比增长 20.3%，实现净利润 50.51 亿元，同比增长 17.13%，实现每股收益 5.35 元，同比增长 17.13%。利润分配预案为：每 10 股派送红股 1 股、每 10 股派发现金红利 23 元（含税）。

点评：

- 2010年业绩低于Wind一致预期，但远高于市场之前实际预期。公司 2010年业绩实现每股收益5.35元，虽低于wind的一致预期5.55元，但远超过之前的市场实际预期，因为当时因公司第三季度业绩同比增长7.8%、前三季度累计增长10.23%，市场对茅台丧失信心。公司全年业绩也略超我们5.25元的业绩预期。
- 2010年年报结果验证我们的前期判断。我们通过研究发现了茅台存在的内在规律，是市场上首家指出茅台的提价规律（与居民收入增速同步）和放量规律。市场某些因素（公司延后确认收入的现象）而产生2010年业绩低于预期的市场氛围，被公司和资本市场的沟通所化解。我们在2010年10月29日指出，如果市场不能正确认识公司三季报的话茅台股价会有下跌的压力，但我们当时建议投资者抓住机会择机而入，因为投资茅台将超过黄金，并上调目标价至220元，后续随着市场对茅台认识的变化，我们进一步上调了目标价至280元，在公司公布大幅提价方案后，我们再次上调目标价至300元。2010年年报验证了我们对业绩的判断，年底的大幅提价验证了我们提价预期的判断（顶住了公司迫于通胀压力而不可能提价的传言）。但市场担心茅台高增长的可持续性，因而股价随白酒板块回落而有所下降，但随着业绩的明朗，茅台的投资时点逐步显现。
- 茅台持续提价不是问题。市场对茅台提价的持续性一直存有疑虑，我们给出了收入增长推升茅台酒价格的逻辑（具体请详见我们前期的报告）。而近期茅台集团季克良董事长表示：“虽然茅台酒生产工艺复杂、成本较高，但作为民族品牌要为消费者考虑，要让老百姓喝得起茅台酒，所以价格上相对洋酒低很多，未来可能还有上涨空间。目前来看，“限价令”达到了预期的目的。”我们认为限价令的实施使得未来茅台酒存在更大的提价空间。
- 社会与其眼红不如投资茅台。对茅台酒提价，社会有某些观点不同茅台提价，使得酒业龙头的茅台承担了巨大的舆论压力。我们认为社会应该以宽容的态度来看待茅台酒提价，茅台酒提价没有错，不提才是错，社会应该将精力花在茅台提价的深层次土壤上面而不是紧追茅台酒提价不放。基于我们对目前社会环境的判断，我们认为茅台提价的深层次土壤在中短期内仍会存在，因此，公众在无法改变社会环境的情况下，不如接受茅台提价的现实来投资茅台，享受茅台增长的收益。

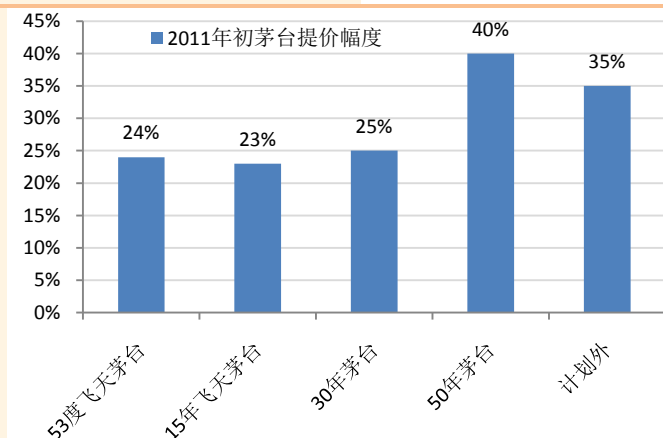
- **盈利预测及估值。**我们预期11-13年的EPS为7.44元、10.09元、13.14元，未来12个月的DCF估值超过500元。考虑11年底12年初茅台的提价因素和持续放量因素，**维持未来12个月目标价300元。维持“买入”评级。**建议投资者长期投资贵州茅台，**投资茅台股票睡觉也放心，跌了还会涨回来。**
- **股价催化剂：**市值管理的实质性进展，其他管理激励机制的设计；茅台未来年份的持续提价；**业绩报告的公布。**

主要财务指标	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入（百万元）	11633.28	15588.60	21044.61	27357.99
收入同比(%)	20.30%	34.00%	35.00%	30.00%
归属母公司净利润（百万元）	5051.19	7019.51	9523.28	12401.42
净利润同比(%)	17.13%	38.97%	35.67%	30.22%
毛利率(%)	90.95%	91.60%	91.80%	91.80%
每股收益(元)	5.35	7.44	10.09	13.14
P/E	35.72	25.70	18.94	14.55
P/B	9.81	7.10	5.49	4.26
EV/EBITDA	23.05	17.12	12.70	9.81

附录 1: 相关研究报告

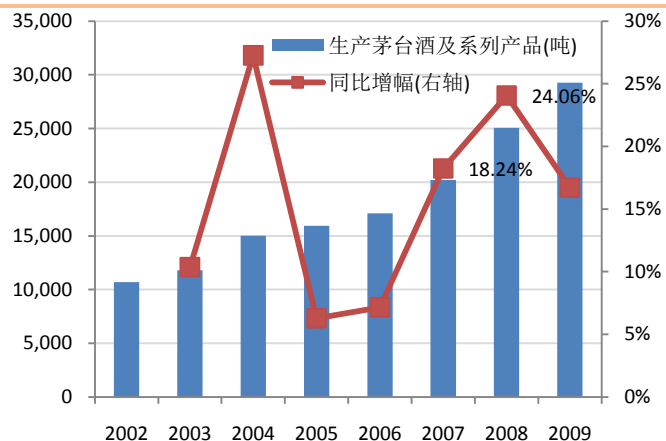
- 《09 年业绩低于预期，10 年业绩仍可期待》2010/04/02
- 《正确认识茅台，消费税政策调整的影响同比将消失》2010/08/12
- 《食品板块现巨大投资机会-白酒行业高估值将成为常态》2010/10/25
- 《茅台不仅是黄金，而且超越黄金》2010/10/29
- 《市场开始重新认识茅台，目标价 280 元》2010/11/11
- 《盛世造就奇迹 伟大的企业伟大的人》2010/11/30
- 《立足一千万的茅台展望两千甚至三千》2010/12/12
- 《万亿市值的茅台，上调 12 个月目标价至 300 元》2010/12/16
- 《高估值下精选超群核心竞争优势的白酒企业》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
- 《茅台市值超帝亚吉欧不难，国际化才是更大挑战》2010/12/30

图 1 2011 年初茅台酒平均提价幅度在 24% 以上



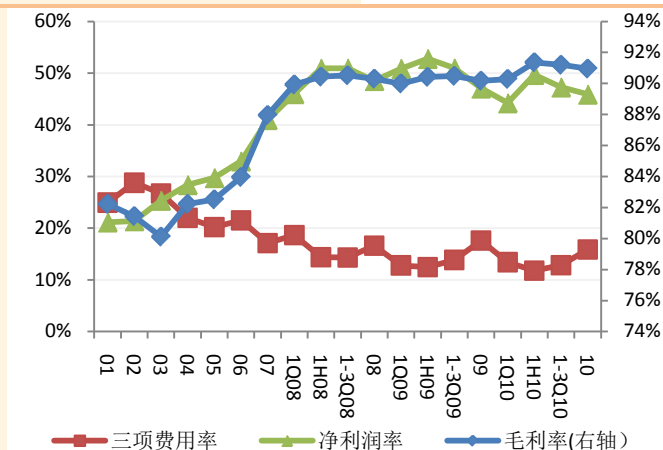
资料来源：湘财证券研究所

图 2 07 年产茅台酒系列基酒增量为茅台放量提供支撑



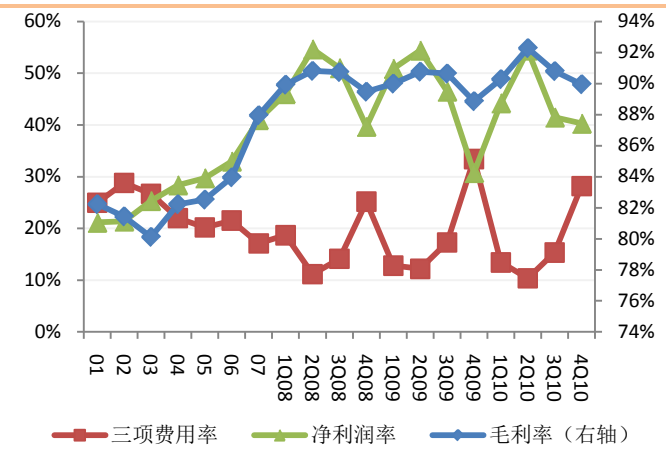
资料来源：公司公告，湘财证券研究所

图 3 2010 年第四季度毛利率同比增加 1.09 个百分点



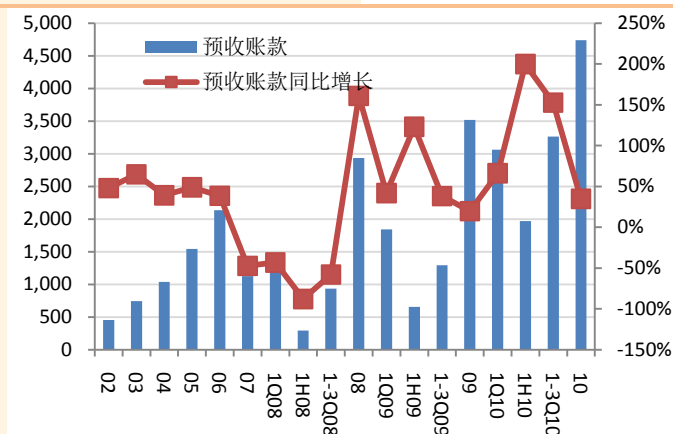
资料来源：湘财证券研究所

图 4 2010 年全年毛利率同比增加 0.78 个百分点



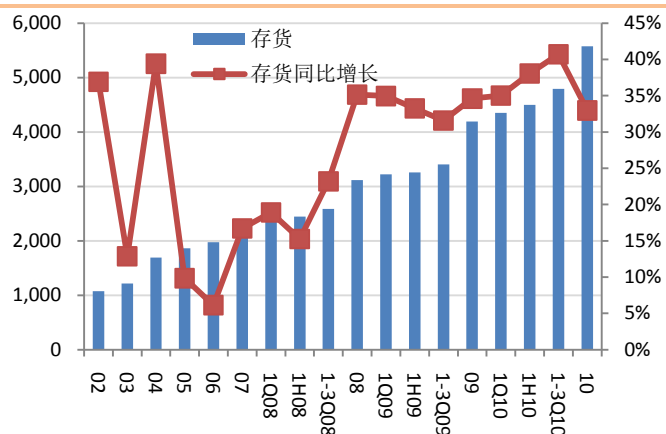
资料来源：公司公告，湘财证券研究所

图 5 2010 年年末预收账款同比大幅增加 34.76%



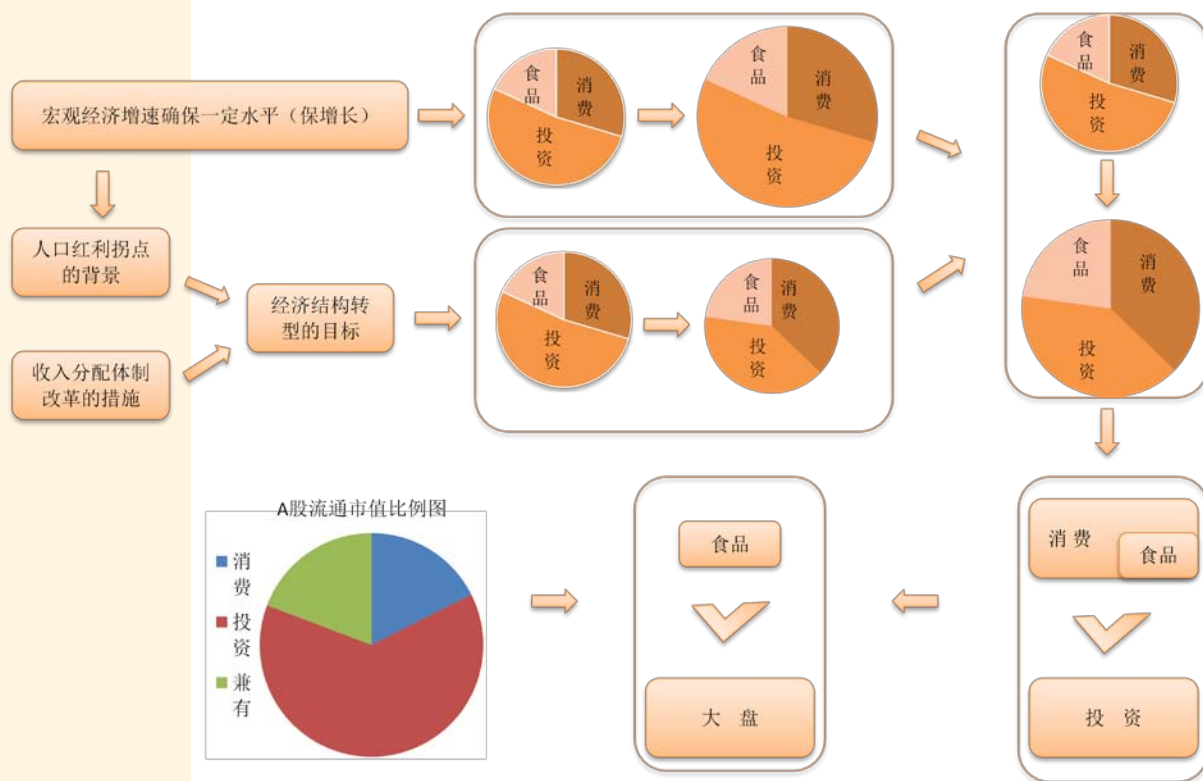
资料来源：公司公告，湘财证券研究所

图 6 2010 年年末存货同比增加 32.96%



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 年第四季度业绩大爆发，同比增长 67%，受益于去年同期低基数效应和营业税金率下降。

	1Q10	2Q10	3Q10	4Q10	1Q10 同比	2Q10 同比	3Q10 同比	4Q10 同比
一、营业总收入	3039.91	3547.36	2740.31	2305.71	20.99%	16.94%	21.19%	23.78%
二、营业总成本	1244.34	962.46	1223.65	1042.40	54.00%	15.43%	42.22%	-4.67%
营业成本	295.39	273.80	252.10	231.64	17.47%	-2.27%	19.15%	11.65%
营业税金及附加	540.77	318.21	550.91	167.12	130.40%	73.58%	113.40%	-36.77%
销售费用	144.72	170.04	167.82	193.96	-19.89%	26.01%	35.26%	6.79%
管理费用	309.69	251.17	290.35	494.80	39.17%	4.06%	7.84%	2.23%
财务费用	-46.25	-53.53	-37.56	-39.25	-43.12%	726.37%	1320.03%	-9.17%
资产减值损失	0.02	2.76	0.02	-5.86				
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	0.00	0.28	0.09	0.09				
四、营业利润	1795.57	2585.19	1516.75	1263.40	5.32%	17.50%	8.26%	64.17%
加：营业外收入	0.01	0.39	1.57	3.34				
减：营业外支出	2.80	0.84	0.06	0.10				
五、利润总额	1792.78	2584.74	1518.27	1266.63	5.15%	17.45%	8.48%	63.40%
减：所得税	448.40	654.56	381.73	337.98	5.21%	18.85%	9.50%	67.25%
六、净利润	1344.38	1930.18	1136.54	928.66	5.13%	16.98%	8.14%	62.04%
减：少数股东损益	78.72	96.09	62.13	51.64	27.31%	25.22%	14.46%	8.48%
归属于母公司所有者的净利润	1265.66	1834.09	1074.42	877.02	4.00%	16.58%	7.80%	66.89%
每股收益	1.34	1.94	1.14	0.93	4.00%	16.58%	7.80%	66.89%
以上同比为相对数，以下同比为绝对数								
	1Q10	2Q10	3Q10	4Q10	1Q10 同比	2Q10 同比	3Q10 同比	4Q10 同比
毛利率	90.28%	92.28%	90.80%	89.95%	0.29%	1.52%	0.16%	1.09%
营业税金及附加率	17.79%	8.97%	20.10%	7.25%	8.45%	2.93%	8.69%	-6.94%
营业费用率	4.76%	4.79%	6.12%	8.41%	-2.43%	0.35%	0.64%	-1.34%
管理费用率	10.19%	7.08%	10.60%	21.46%	1.33%	-0.88%	-1.31%	-4.52%
财务费用率	-1.52%	-1.51%	-1.37%	-1.70%	1.71%	-1.30%	-1.25%	0.62%
三项费用率	13.43%	10.36%	15.35%	28.17%	0.62%	-1.83%	-1.93%	-5.24%
利润率	58.97%	72.86%	55.40%	54.93%	-8.89%	0.31%	-6.49%	13.32%
实际所得税率	25.01%	25.32%	25.14%	26.68%	0.01%	0.30%	0.23%	0.61%
净利润率	44.22%	54.41%	41.47%	40.28%	-6.67%	0.02%	-5.00%	9.51%
归属母公司净利润率	41.63%	51.70%	39.21%	38.04%	-6.80%	-0.16%	-4.87%	9.83%

资料来源：公司公告，湘财证券研究所

表 2 2010 年下半年业绩增速快于上半年业绩增速

	1H09	2H09	1H10	2H10	1H09 同比	2H09 同比	1H10 同比	2H10 同比
一、营业总收入	5546.01	4123.99	6587.27	5046.02	20.05%	13.86%	18.77%	22.36%
二、营业总成本	1641.79	1953.89	2206.79	2266.05	11.21%	41.97%	34.41%	15.98%
营业成本	531.62	419.05	569.19	483.74	20.26%	17.17%	7.07%	15.44%
营业税金及附加	418.03	522.48	858.98	718.03	12.84%	67.84%	105.48%	37.43%
销售费用	315.58	305.70	314.76	361.77	-7.62%	60.55%	-0.26%	18.34%
管理费用	463.90	753.25	560.86	785.15	25.48%	31.81%	20.90%	4.23%
财务费用	-87.78	-45.85	-99.77	-76.80	90.33%	-18.67%	13.66%	67.50%
资产减值损失	0.44	-0.74	2.78	-5.84				
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	0.47	0.28	0.19				
四、营业利润	3904.95	2170.57	4380.76	2780.15	24.20%	-3.37%	12.18%	28.08%
加：营业外收入	1.86	4.39	0.40	4.91				
减：营业外支出	1.01	0.22	3.64	0.16				
五、利润总额	3905.80	2174.74	4377.52	2784.90	24.57%	-3.34%	12.08%	28.06%
减：所得税	976.96	550.69	1102.95	719.70	24.68%	-8.36%	12.90%	30.69%
六、净利润	2928.84	1624.05	3274.56	2065.20	24.53%	-1.50%	11.80%	27.16%
减：少数股东损益	138.57	101.88	174.81	113.76	23.30%	14.60%	26.15%	11.67%
归属于母公司所有者的净利润	2790.28	1522.17	3099.76	1951.44	24.59%	-2.42%	11.09%	28.20%
每股收益	2.96	1.61	3.28	2.07	24.59%	-2.42%	11.09%	28.20%
以上同比为相对数，以下为绝对数								
	1H09	2H09	1H10	2H10	1H09 同比	2H09 同比	1H10 同比	2H10 同比
毛利率	90.41%	89.84%	91.36%	90.41%	-0.02%	-0.29%	0.94%	0.57%
营业税金及附加率	7.54%	12.67%	13.04%	14.23%	-0.48%	4.07%	5.50%	1.56%
营业费用率	5.69%	7.41%	4.78%	7.17%	-1.70%	2.16%	-0.91%	-0.24%
管理费用率	8.36%	18.27%	8.51%	15.56%	0.36%	2.49%	0.15%	-2.71%
财务费用率	-1.58%	-1.11%	-1.51%	-1.52%	-0.58%	0.44%	0.07%	-0.41%
三项费用率	12.47%	24.57%	11.78%	21.21%	-1.93%	5.09%	-0.69%	-3.36%
利润率	70.43%	52.73%	66.45%	55.19%	2.55%	-9.38%	-3.97%	2.46%
实际所得税率	25.01%	25.32%	25.20%	25.84%	0.02%	-1.39%	0.18%	0.52%
净利润率	52.81%	39.38%	49.71%	40.93%	1.90%	-6.14%	-3.10%	1.55%
归属母公司净利润率	50.31%	36.91%	47.06%	38.67%	1.83%	-6.16%	-3.25%	1.76%

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	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E		
流动资产	20300	28234	38369	50831	营业收入	11633	15589	21045	27358		
现金	12888	18797	25735	34238	营业成本	1053	1309	1726	2243		
应收账款	1	18	18	22	营业税金及附加	1577	2182	2946	3830		
其他应收款	59	105	130	173	营业费用	677	873	1178	1532		
预付账款	1530	1821	2435	3151	管理费用	1346	1762	2378	3091		
存货	5574	7069	9489	12559	财务费用	-177	-475	-668	-900		
其他流动资产	248	425	562	687	资产减值损失	-3	-2	-2	-2		
非流动资产	5287	5828	6064	6438	公允价值变动收益	0	0	0	0		
长期投资	4	4	4	4	投资净收益	0	1	1	1		
固定资产	4192	4984	5289	5701	营业利润	7161	9940	13487	17563		
无形资产	452	437	421	405	营业外收入	5	6	6	6		
其他非流动资产	639	404	350	327	营业外支出	4	3	3	3		
资产总计	25588	34062	44433	57269	利润总额	7162	9943	13489	17566		
流动负债	7028	8091	10504	13091	所得税	1823	2525	3426	4462		
短期借款	0	0	0	0	净利润	5340	7417	10063	13104		
应付账款	232	256	352	451	少数股东损益	289	398	540	703		
其他流动负债	6796	7835	10152	12639	归属母公司净利润	5051	7020	9523	12401		
非流动负债	10	5	6	8	EBITDA	7270	9790	13196	17087		
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	5.35	7.44	10.09	13.14		
其他非流动负债	10	5	6	8	获利能力						
负债合计	7038	8096	10510	13098	毛利率(%)	90.95%	91.60%	91.80%	91.80%		
少数股东权益	151	548	1088	1791	ROE(%)	27.45%	27.62%	29.00%	29.26%		
股本	944	944	944	944	ROIC(%)	92.80%	100.26%	118.57%	126.69%		
资本公积	1375	1375	1375	1375	估值比率						
留存收益	16080	23100	30517	40061	P/E	35.72	25.70	18.94	14.55		
归属母公司股东权益	18399	25418	32836	42380	P/B	9.81	7.10	5.49	4.26		
负债和股东权益	25588	34062	44433	57269	EV/EBITDA	23.05	17.12	12.70	9.81		

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 (%)	3.00%
市场的预期收益率 (%)	10.00%
股权资本成本 (K_e)	9.87%
债务成本 K_d (%)	4.50%
债务比率 $D/(D+E)$ (%)	0.00%
WACC	9.87%

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%
4.87%	1019.03	1239.15	1612.83	2386.80	4946.18	-30981.35
5.87%	807.24	940.45	1142.55	1485.63	2196.24	4546.08
6.87%	659.66	746.41	868.81	1054.51	1369.76	2022.71
7.87%	551.60	611.10	690.87	803.43	974.20	1264.10
8.87%	469.55	511.96	566.71	640.13	743.71	900.88
9.87%	405.48	436.62	475.67	526.10	593.72	689.12
10.87%	354.32	377.74	406.44	442.43	488.91	551.23
11.87%	312.73	330.69	352.28	378.76	411.96	454.83
12.87%	278.40	292.40	308.97	328.91	353.34	383.99
13.87%	249.70	260.77	273.70	289.01	307.42	329.99
14.87%	225.45	234.30	244.53	256.48	270.64	287.66
15.87%	204.76	211.92	220.11	229.57	240.62	253.71

资料来源：湘财证券研究所

分析师声明:

本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,以独立诚信、谨慎客观、勤勉尽职、公正公平准则出具本报告。

本报告准确清晰地反映了本人的研究观点。本人不曾因,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收到任何形式的补偿。

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。