



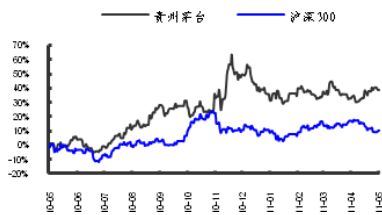
贵州茅台 (600519):

高端白酒一骑绝尘 提价扩产双轮驱动

消费品-食品饮料

提高评级: 买入

相对沪深 300 表现



表现 (%)	1m	3m	12m
贵州茅台	4.5	3.2	38.8
沪深 300	-6.0	3.7	10.3

市场数据 2011. 05. 11

当前价格 (元)	183.59
52 周价格区间 (元)	124.56-222
总市值 (百万)	173272.24
流通市值 (百万)	173272.24
总股本 (万股)	94380.00
流通股 (万股)	94380.00
日均成交额 (百万)	574.32
近一月换手 (%)	6.54

相关报告

《预收账款蓄水 长期增长不改》
2010 年 4 月
《定价权为王时代的标杆》
2008 年 1 月

分析师

刘金沪
电话: 0755-83704943
邮件: liujh01@ghzq.com.cn
证书编号: S0350209030572

合规申明:

公司持有该股票是否超过该公司已发行股份的 1%?

☒ 是 ☐ 否

- 公司 2010 年和 2011 年 1 季报表现稳健。2010 年白酒子行业景气持续, 产业规模逼近 3 千亿元, 利润增速 34%, 遥遥领先其他子行业, 继续扮演酿酒行业增长主引擎角色。
- 白酒被公认为是我国传统文化的有形载体之一, 具有悠久的历史文化底蕴和强大的消费者影响力, 目前仍然是我国政务、商务活动和以中年男性为主的社交聚会的主流用酒。近年来白酒在餐桌上的社交功能日益凸显, 饮用酒的档次和价位往往体现着宾主的身份和感情亲疏, 中国特有的面子文化导致其消费日趋高端化, 并被赋予了越来越多的文化内涵。
- 中高端白酒的主流消费群体聚焦于成功的对中国传统文化认可的中年男性, 长期来看其消费增长的动力强劲。
- 终端价格突破千元, 呈现一骑绝尘之势; 丰厚的渠道利润赋予其强大的渠道掌控力。
- 产能释放有望加速, 每年新增 2000 吨商品酒销售潜力。
- 合计高达 120 亿元的预收账款和存货继续充当利润蓄水池; 坐拥百亿现金, 现金分红水平有待于提高。
- 在白酒作为我国社交润滑剂功能未明显弱化和茅台继续作为政务军务首选用酒的前提下, 打击醉驾、征收高额消费税都不能改变其长期增长的趋势。公司业绩有望在提价扩产的双重因素驱动下保持稳定增长, 未来 3 年保持 25% 的复合增长率应无问题。
- 基于目前的股本规模, 2011-13 年的 EPS 分别为 7.44 元、9.50 元和 11.66 元, 对应 2011 年动态市盈率不足 25 倍, 作为稀缺资源类的代表品种之一, 估值优势明显。我们坚定的看好高端白酒和公司的长远发展前景, 提高其评级至“买入”。

预测指标	2007A	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
主营收入 (百万元)	7,237	8,242	9,670	11,632	15,927	20,384	25,025
营业利润 (百万元)	4,523	5,389	6,076	7,161	9,897	12,637	15,512
净利润 (百万元)	2,831	3,799	4,312	5,051	7,022	8,965	11,005
摊薄每股收益 (元)	3.00	4.03	4.57	5.35	7.44	9.50	11.66
摊薄每股净资产 (元)	8.72	11.91	15.33	19.50	24.71	31.36	39.52
加权平均ROE (%)	39.6	39.0	33.6	30.9	33.7	33.9	32.9

2010 年报和 2011 年 1 季报表现稳健

2010 年，公司共生产茅台酒及系列产品 32,611.75 吨，同比增长 11.42%；实现营业收入 116.3 亿元，同比增长 20.30%；实现净利润 50.5 亿元，折合每股收益 5.35 元，同比增长 17.13%。

2011 年 1 季度销售收入和净利润分别为 42.2 亿元和 18.84 亿元，一季度实现每股收益 2 元，同比增长 48.8%，显示了在年初宣布整体提价 20%以后强劲的利润增长。

白酒子行业景气持续，继续扮演酿酒行业增长主引擎角色

2010 年，在宏观经济持续稳定增长和消费升级的大背景下，我国饮料酒市场消费保持旺盛，作为行业利润主引擎的白酒子行业保持了几年来高速发展的势头，产业规模逼近 3 千亿元，继续遥遥领先其他酿酒子行业。

2010 年白酒行业规模以上企业 1607 家，全年完成产量 890.83 万千升，工业总产值 2793.3 亿元；实现销售收入 2713 亿元，利税总额 678 亿元，其中，利润 351 亿元。各项指标均创 2003 年以来的历史新高，资产和产量增速在 25%左右，销售收入和利润分别同比增长 31.0%和 34.1%。

白酒是传统文化的有形载体之一，社交消费属性突出

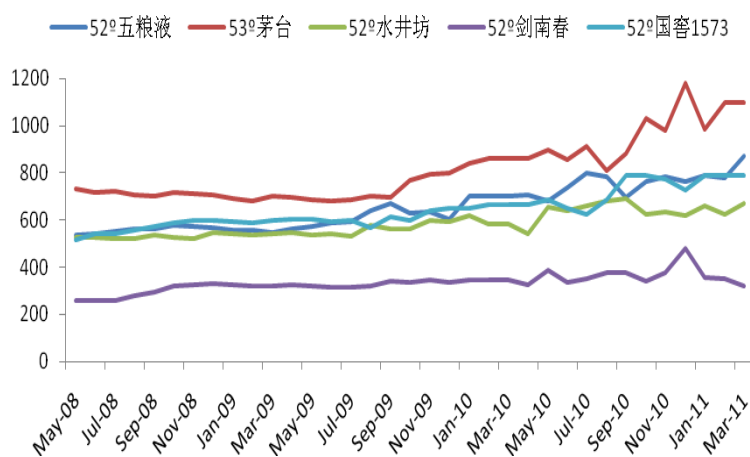
白酒被公认为是我国传统文化的有形载体之一，具有悠久的历史文化底蕴和强大的消费者影响力，目前仍然是我国政务、商务活动和以中年男性为主的社交聚会的主流用酒。近年来白酒在餐桌上的社交功能日益凸显，饮用酒的档次和价位往往体现着宾主的身份和感情亲疏，中国特有的面子文化导致其消费日趋高端化，并被赋予了越来越多的文化内涵。

目前来看，高端白酒的主流消费群体聚焦于成功的对中国传统文化认可的中年男性，洋河等企业更是通过高超的营销手段赋予其明确的“男人情怀”定位。这些消费者是当前我国社会的中流砥柱，其强大的支付能力。

终端价格一骑绝尘，国酒尊崇地位稳固，渠道掌控力强大

作为我国酱香型白酒的典型代表，贵州茅台从登陆 A 股起便是资本市场的明星，其基本面无庸赘述。通胀大背景下，自去年起茅台酒价格在全国范围内开始飙升，节假日期间甚至有价无市。其标志性产品 53 度飞天茅台目前在各大城市的主流终端价格已普遍在 1100 元左右，一批价也稳定在 950 元左右。综合来看，茅台国酒的尊崇地位稳固，已经有效拉开了和昔日高端白酒“四大天王”阵营中其他三家的距离，是我国大消费行业中少数几个称得上奢侈品的公司之一。

图 1 53 度茅台的终端价格突破千元，呈现一骑绝尘之势



资料来源：糖酒快讯、国海证券研究所

目前 53 度茅台出厂价 619 元，和零售价的差价近 500 元，渠道利润的丰厚程度有目共睹，由此也可知厂商在与渠道的博弈中所处的优势地位，公司的渠道掌控力不言而喻。

产能释放有望加速，每年新增 2000 吨商品酒销售潜力

公司上市以来不断努力寻求扩张产能，2006 年之前年产能增量在 1000 吨左右，之后每年新增 2000 吨产能。按照 5 年的基酒储存期，2011 年产能扩张后的基酒具备了投放市场的能力。但考虑到基酒储备和勾兑年份酒等产品的需要，公司肯定不会把每年新增的可销售商品酒卖掉，但保守估计，每年 1000 吨左右的增量可望投入市场，2011 年高度茅台酒销售超过 1 万吨将是大概率事件。

茅台系列酒将获更多重视，有助于完善产品结构

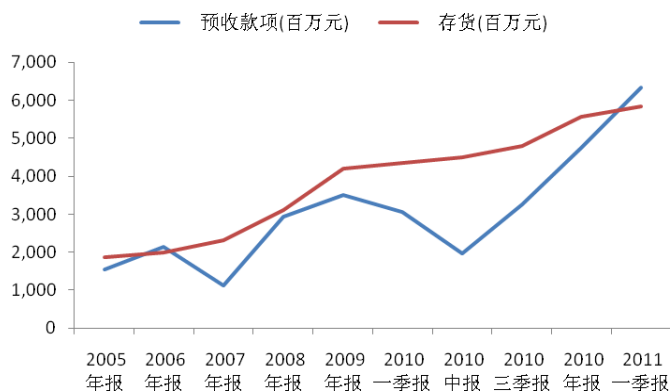
公司一贯以来的强项是高端酒，而业内近几年增长最迅猛的是中端酒，其市场定位和运作模式也更趋于真正的消费内需，公司在这方面进展较弱。2011 年 1 月公司公告，投资 6 亿元实施 2000 吨茅台王子酒技改工程及配套设施项目，将新增 2000 吨茅台王子酒基酒生产能力。项目建成后每年销售收入达到 4.06 亿元，利润总额 1.8 亿元。

短期来看，定位中端的茅台系列酒难以在利润贡献度和传统茅台酒媲美，但系列酒不断得到重视将有助于完善公司的产品结构，使一些不具备消费主流茅台酒能力的人群也有机会获得“茅台”的品牌体验，从而有望获取最具前途的中端酒市场增量。

预收账款和存货继续充当利润蓄水池

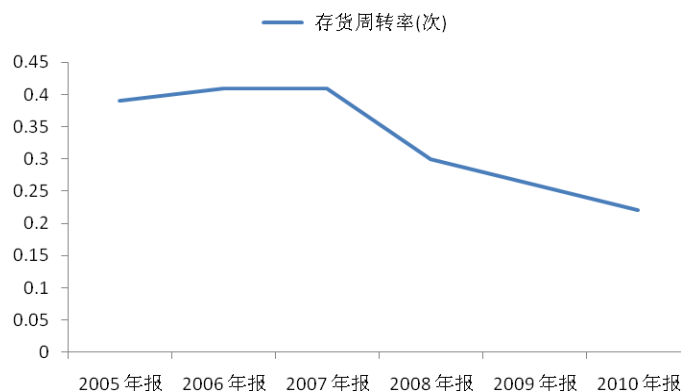
公司 09、10 年业绩增速低于前几年，明显低于市场的预期。这显然和边涨价边供不应求的实际情况不符，主要原因是公司通过控制发货节奏有意识放慢了利润释放的速度，因此，其真实利润水平需结合预收账款和存货的蓄水池来综合判断，预收账款可以根据需要迅速释放为销售和利润，存货更是有随着时间推移自然增值的属性，这些都是茅台独有的特殊属性。

图 2 预收账款和存货的利润蓄水池水位迅猛升高



资料来源：公司公告，国海证券研究所

图 3 公司存货周转率近年来下降明显



资料来源：公司公告，国海证券研究所

2010 年底预收账款高达 47 亿元，11 年一季度提价之后更是攀升至 63 亿元的历史新高，按照 47% 的净利润率简单估算即有近 30 亿元的净利润释放能力。而随着产能释放和基酒储备力度加大，存货额也稳步增至 58 亿元的水平，而公司是以历史成本法核算成本，这些至少 5 年前

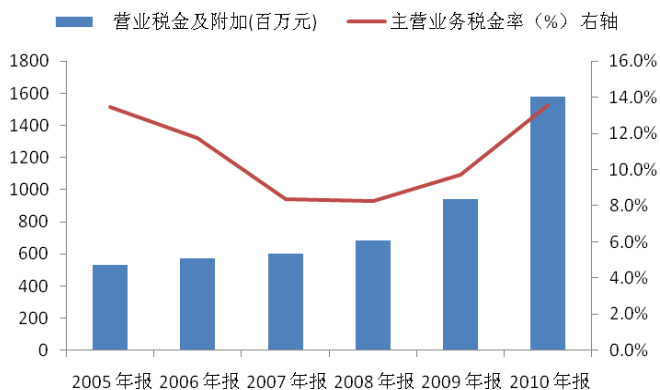
的静态成本如折合成目前的商品酒销售价格，简单按照 90% 的毛利率计算则至少有 500 亿元的销售收入，资源价值难以估量。随着公司出厂价的日渐升高，存货周转率也呈明显的下降态势，已从 5 年前的 0.40 左右下降至目前的 0.20 附近，预计随着茅台奢侈品定位的日益明晰和出厂价的持续提高，该比例还会继续下降。

消费税短期预期明确

2009 年出台的《白酒消费税最低计税价格核定管理办法（试行）》规定：生产规模较大，利润水平较高的企业生产的白酒，税务机关对其从价消费税核价幅度原则上应选择在销售单位对外销售价格 60% 至 70% 范围内。自此，业内广泛采用的成立销售公司的避税效果将大打折扣，简单来算，茅台的从价消费税要达到 12% ($20\% \times 60\%$)。从世界各国对奢侈品以及烈性酒的税收政策导向来看，高端白酒的高税率预期将更加明确。

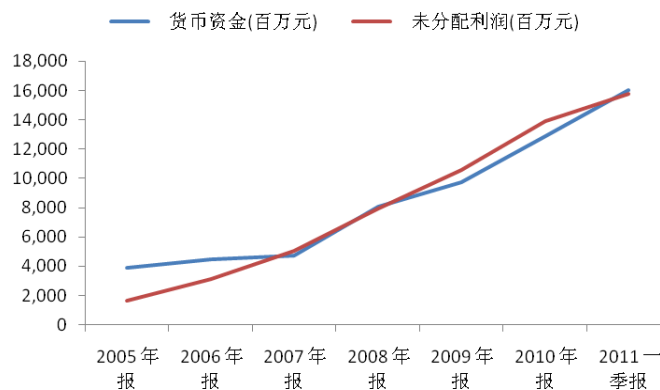
2010 年公司共缴纳 12.4 亿元消费税，约占同期销售收入的 10.7%，已经很接近 12% 的水平。2010 年的主营业务税金率为 13.6%，相对于 2009 年的 9.7% 大幅增加，未来几年预计随着消费税的从严征收，主营业务税金率将逐步攀升至 14% 以上的水平。

图 4 消费税对主营业务税金的影响较大



资料来源：公司公告，国海证券研究所

图 5 公司的现金库存和未分配利润达到 160 亿元



资料来源：公司公告，国海证券研究所

坐拥百亿现金，现金分红水平有待于提高

作为中国盈利能力最强的公司之一，公司的现金流之充裕当属 A 股顶尖之列，伴随这几年行业和公司的高速增长，公司手头持有的现金在 2011 年 1 季度达到史无前例的 160 亿元之巨，非常接近于同期的未分配

利润 157.9 亿元。即使刨除 63 亿元的预收账款影响，可供分红的滚存利润也达百亿之巨。以茅台的经营现状是根本不缺运营资金的，这部分巨款 2010 年存在银行获取的利息收入约 2 亿元左右，这个收益水平显然是大幅低于公司的 ROE 水准的。从股东价值最大化的角度看，公司现金分红的水平有待于提高。

盈利预测

根据我们对白酒行业长期景气持续和提价扩产进度的判断，我们更新了业绩预测。

盈利预测主要假设：

- 1、根据宏观经济运行趋势和前几年行业增长情况，2011 年公司高度茅台酒提价 24%，低度茅台酒平均销售价格提高 20%，系列酒提价 10%。2012、2013 年高度茅台酒分别提价 15%、10%。
- 2、2011 年高度茅台酒销售 10500 吨，低度酒销售 2300 吨。
- 3、2011 年整体毛利率 91.6%，在 2010 年 90.9% 的水平上稳步提升，此后每年增长约 0.2%。
- 4、2011 年主营业务税金率 13.8%，此后 14.0%。
- 5、销售费用率 6.0%，管理费用率 11.0%，2011 年利息收入 2.3 亿元，以后每年递增 10%。
- 6、公司 2011 年综合所得税率 25%。

表 1 2006 - 2013 年实际盈利及预测表： 单位：人民币百万元

	2006A	2007A	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
销售收入	4,903	7,237	8,242	9,670	11,632	15,927	20,384	25,025
销售成本	787	872	800	951	1,053	1,337	1,662	2,013
毛利	4,117	6,366	7,442	8,719	10,580	14,590	18,722	23,012
毛利率	84.0%	88.0%	90.3%	90.2%	90.9%	91.6%	91.8%	92.0%
主营业务税金及附加	575	604	682	941	1,577	2,198	2,854	3,504
期间费用	1,047	1,239	1,371	1,705	1,846	2,302	2,302	2,302
期间费用率	21.4%	17.1%	16.6%	17.6%	15.9%	14.5%	11.3%	9.2%
营业利润	2,487	4,523	5,389	6,076	7,161	9,897	12,637	15,512
营业利润率	50.7%	62.5%	65.4%	62.8%	61.6%	62.1%	62.0%	62.0%
利润总额	2,488	4,522	5,385	6,081	7,162	9,897	12,637	15,512
所得税	872	1,556	1,385	1,528	1,823	2,474	3,159	3,878
归属母公司的净利润	1,545	2,831	3,799	4,312	5,051	7,022	8,965	11,005
净利润率	31.5%	39.1%	46.1%	44.6%	43.4%	44.1%	44.0%	44.0%
EPS (摊薄)	1.64	3.00	4.03	4.57	5.35	7.44	9.50	11.66
P/E		61.5	45.8	40.4	34.5	24.8	19.4	15.8

资料来源：国海证券研究所

估值分析及投资建议

综合来看，白酒作为我国社会的主流社交用酒在可预见的将来继续存在，以全国和地方知名品牌为主的中高端白酒更是被赋予了社交润滑剂的功能，其作为我国悠久传统文化的有形载体和现代政务、商务交往的重要工具将长期存在。社交消费习惯短期内很难改变，“少喝酒、喝好酒”的观念日益深入人心，高端白酒行业将持续成为通胀时代典型的受益行业之一。在白酒作为我国社交润滑剂功能未明显弱化和茅台继续作为政务军务首选用酒的前提下，打击醉驾、征收高额消费税都不能改变其长期增长的趋势。

公司通过预收账款和存货调节利润释放进度，茅台产品整体供不应求的局面未来几年不会改变，公司业绩有望在提价扩产的双重因素驱动下保持稳定增长，未来 3 年保持 25% 的复合增长率应无问题。但公司现金管理和分红水平有待于提高。业内泸州老窖已经通过了股权激励计划，五粮液也在进行中，这或许可能成为业绩加快释放的催化剂。

作为行业中最耀眼的龙头，公司以一系列不可复制的历史、文化、工艺和地缘等优势确立了其稀缺的奢侈品定位，并凭借极其强势的定价权和渠道掌控力奠定了在白酒乃至我国整个食品饮料界的王者地位，是我国资本市场中不可多得战略性投资配置品种。基于目前的股本规模，2011-13 年的 EPS 分别为 7.44 元、9.50 元和 11.66 元，对应 2011 年动态市盈率不足 25 倍，作为稀缺资源类的代表品种之一，估值优势明显。我们坚定的看好高端白酒和公司的长远发展前景，提高其评级至“买入”。

国海证券投资评级标准

行业投资评级

强于大市：相对沪深 300 指数涨幅 10%以上；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

弱于大市：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

风险提示

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其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。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归国海证券所有。