

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

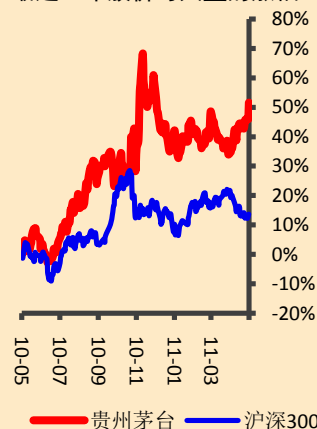
Tel: 021-68634510-8715

E-Mail: zj2890@xcsc.com

市场数据 2011/5/19

收盘价(元)	194.95
一年内最高价(元)	222.00
一年内最低价(元)	124.56
市净率	9.1
流通 A 股市值(亿元)	1839.9

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 年度股东大会会议资料, 在董事会 2010 年度工作报告中, 公司提出到 2015 年茅台酒生产达到 4 万吨; 销售收入力争突破 400 亿元 (含税)。

点评:

- **大幅提高十二五目标, 提高幅度高达54%。**公司在2010年年报中公布的"十二五"时期公司发展的战略目标和规划是: 到2015年, 茅台酒生产达到4万吨, 力争多一点; 销售收入突破260亿元 (含税), 力争多一点。而时间过了不到两个月, 公司提出"十二五"时期公司发展的战略目标和规划是: 到2015年, 茅台酒生产达到4万吨; 销售收入力争突破400亿元 (含税) 较之前260亿元提升幅度高达54%。
- **未来五年复合增速从13.9%提升至24.1%。**2010年公司实现销售收入116亿元, 含税收入135.7亿元。以原先五年目标260亿元 (含税) 测算未来五年的复合增速是13.9%, 而以最新五年目标400亿元 (含税) 测算, 未来五年的复合增速是24.1%, 比之前提高了10.2个百分点。
- **提升目标远远超出市场预期, 但符合我们去年12月16日报告中指出的千亿销售额, 万亿市值茅台的预期。**其实在去年我们大力推荐茅台之前, 市场一直不看好茅台, 理由是业绩低于预期。然而我们首先提出了茅台的放量规律和提价规律之后, 市场开始重新认识茅台。我们指出茅台酒未来十年年均放量15%左右, 十二五期间年均提价14%以上, 十三五期间年均提价10%左右, 有的年份高些, 有的年份低。简单测算后得出茅台十年后销售额1000亿元, 以50%净利润率和20倍市盈率测算, 公司市值大约在一万亿左右。
- **茅台十二五期间发展无忧, 但我们更关心十三五。**茅台酒的国内市场容量, 据我们测算大约在2-3万吨。随着十二五期间建设产能的投放市场, 十三五期间茅台需要寻找新的市场。我们认为国际化是其必然之选。相关的分析请参见我们去年12月30日发出的报告《茅台市值超帝亚吉欧不难, 国际化才是更大挑战》。可喜的是公司相关方面的信息已经表明公司正在进行这方面的谋划—公司表示会积极参与国际市场竞争, 我们将保持跟踪, 如果国际化取得积极进展, 那么茅台的万亿市值将最终诞生。
- **盈利预测及估值** 我们维持公司11-13年的EPS预测: 8.41元、11.55元、15.22元。DCF估值大约在500元左右, 给予11年40倍市盈率, 合理价值在336元。维持十二个月目标价至336元。维持“买入”评级。看好茅台十二五期间的发展, 展望十年后万亿市值茅台。

主要财务指标	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入（百万元）	11633.28	16868.26	22772.15	29603.80
收入同比(%)	20.30%	45.00%	35.00%	30.00%
归属母公司净利润（百万元）	5051.19	7939.75	10903.85	14367.08
净利润同比(%)	17.13%	57.19%	37.33%	31.76%
毛利率(%)	90.95%	91.58%	91.80%	92.00%
每股收益(元)	5.35	8.41	11.55	15.22
P/E	36.43	23.17	16.87	12.81
P/B	10.00	6.99	5.28	4.00
EV/EBITDA	23.51	15.42	11.31	8.64

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

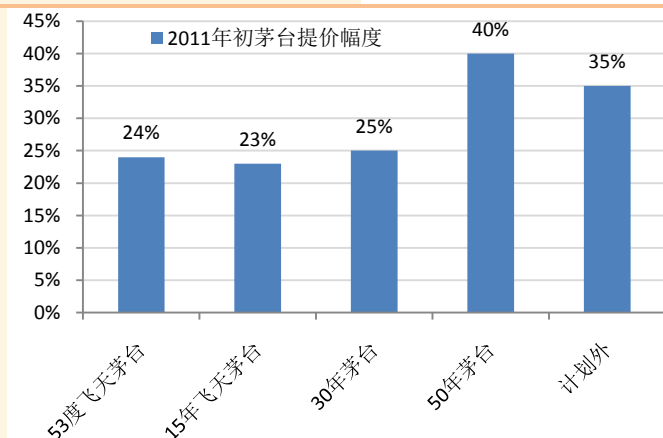
《高估值下精选超群核心竞争优势的白酒企业》2010/12/17

《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

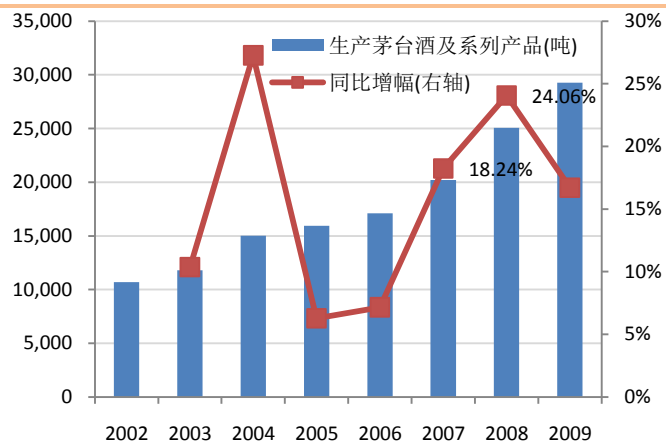
《持续提价不是问题，社会与其眼红不如投资茅台》2011/03/31

图 1 2011 年初茅台酒平均提价幅度在 24%以上



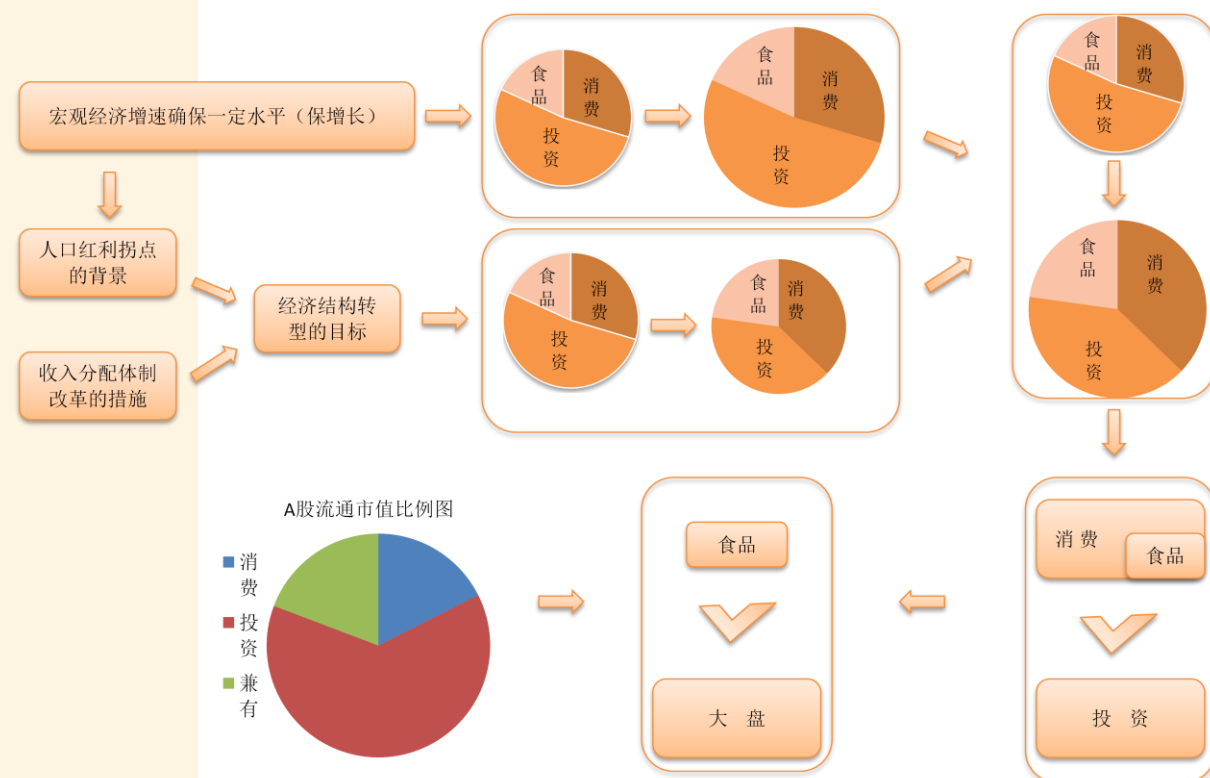
资料来源：湘财证券研究所

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 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 预测资产负债表和利润表

资产负债表					利润表				
			单位:百万元					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	29731	41240	55564	营业收入	11633	16868	22772	29604
现金	12888	19498	27571	38026	营业成本	1053	1420	1867	2368
应收账款	1	20	19	24	营业税金及附加	1577	2129	2869	3730
其他应收款	59	113	141	187	营业费用	677	877	1139	1421
预付账款	1530	1975	2635	3326	管理费用	1346	1687	2163	2724
存货	5574	7667	10267	13259	财务费用	-177	-486	-706	-984
其他流动资产	248	457	606	741	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	11243	15442	20348
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	35559	47304	62002	利润总额	7162	11246	15445	20350
流动负债	7028	8615	11219	14005	所得税	1823	2857	3923	5169
短期借款	0	0	0	0	净利润	5340	8390	11522	15181
应付账款	232	278	381	476	少数股东损益	289	450	618	814
其他流动负债	6796	8337	10839	13529	归属母公司净利润	5051	7940	10904	14367
非流动负债	10	5	6	8	EBITDA	7270	11083	15114	19787
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	5.35	8.41	11.55	15.22
其他非流动负债	10	5	6	8	获利能力				
负债合计	7038	8620	11226	14013	毛利率(%)	90.95%	91.58%	91.80%	92.00%
少数股东权益	151	600	1218	2032	ROE(%)	27.45%	30.14%	31.28%	31.26%
股本	944	944	944	944	ROIC(%)	92.80%	109.73%	131.12%	146.77%
资本公积	1375	1375	1375	1375	估值比率				
留存收益	16080	24020	32542	43638	P/E	36.43	23.17	16.87	12.81
归属母公司股东权益	18399	26339	34860	45956	P/B	10.00	6.99	5.28	4.00
负债和股东权益	25588	35559	47304	62002	EV/EBITDA	23.51	15.42	11.31	8.64

资料来源：公司公告，湘财证券研究所

表 2 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 (%)	12.00%
股权资本成本 (K_e)	11.83%
债务成本 K_d (%)	4.50%
债务比率 $D/(D+E)$ (%)	0.00%
WACC	11.83%

资料来源：公司公告，湘财证券研究所

表 3 DCF 估值敏感性分析

	永续增长率					
WACC (%)	0.00%	1.00%	2.00%	3.00%	4.00%	5.00%
6.83%	771.76	873.97	1018.50	1238.52	1614.09	2400.35
7.83%	644.81	714.79	808.77	941.67	1144.00	1489.36
8.83%	548.50	598.31	662.70	749.19	871.50	1057.70
9.83%	473.34	509.88	555.75	615.06	694.71	807.35
10.83%	413.35	440.81	474.48	516.76	571.42	644.84
11.83%	364.59	385.63	410.96	442.02	481.01	531.43
12.83%	324.35	340.75	360.17	383.54	412.21	448.20
13.83%	290.72	303.67	318.82	336.76	358.35	384.83
14.83%	262.30	272.66	284.63	298.63	315.21	335.16
15.83%	238.06	246.43	256.01	267.08	280.03	295.36
16.83%	217.20	224.03	231.78	240.64	250.89	262.87
17.83%	199.13	204.74	211.06	218.24	226.45	235.94

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。