

证券研究报告—调研简报

食品饮料

饮料

贵州茅台（600519）

股东大会调研快评

推荐

（维持评级）

2011年5月26日

贵州振兴 茅台给力

证券分析师： 黄茂 0755-82138922 huangmao@guosen.com.cn 证券投资咨询执业资格证书编码：S0980510120030

事项：

我们参加了贵州茅台 2010 年度股东大会，并进行了简要交流。

评论：

■ 贵州省将茅台作为贵州振兴的一面旗帜 未来几年公司会保持快速增长

如我们之前反复强调的，贵州新一届省委提出了贵州省经济振兴的目标。而茅台作为最大的省属企业，受到了省委省政府的高度重视。4月9日，贵州省省委书记、省长、7位常委、3位副省长来茅台召开现场办公会。对公司未来发展提出了更高的要求，要求茅台管理层进一步解放思想。同时，贵州省也会在交通、税务等方面对公司给予支持。公司表示未来几年会维持今年的发展态势。我们认为，茅台未来3年保持较快发展的大格局已经确定。

■ 主品牌稳步放量和提价 渠道利润不可能无限扩张

我们估计11年茅台酒销量增幅在13-14%，增幅比10年有明显提升，其中高度茅台酒占90%。茅台04年以来新建的产能目前正在进入释放期，我们预计未来茅台酒销量增速会保持10-15%的节奏。而年份酒近年来虽然提价幅度较大，但销量基本稳定，保证了其超高端定位。同时，公司表示茅台酒有其稀缺性和独特的文化内涵，不会因为一些非主流的舆论报道而不考虑提价。此外，目前茅台一批价超过1300元，而出厂价和团购价仅分别为619元和779元，我们认为公司应该会考虑限制渠道利润不断上升，确保国家和股东的利益。

■ 茅台系列酒将大幅提升价位 填补中高端的价格空白

茅台系列酒去年销量超过8000吨，受产能限制，今年销量估计基本持平。公司对系列酒下一步的规划主要是大幅提升产品档次，重新定位，以填补茅台中高端价格带的空白。例如，公司下一步可能会重点推进的“汉酱”酒，零售价定位600-700元，已经接近其他高端白酒的定位。从目前来看，销售形势非常不错。

■ 消费税正在争取公平待遇

未来确保茅台的加速发展，贵州省已经向国税总局反映了茅台消费税税负明显高于同行的问题，国税总局可能在近期排除考察组，了解茅台的消费税问题。茅台未来的税负可能有获得适当减轻。

■ 公司存货价值已经接近公司目前的市值

公司目前有库存基酒超过 10 万吨，按照吨酒单价 110-130 万/吨，存货价值超过 1000 亿。按照 11 年茅台酒产量 2.6 万吨，销售单价 1000 元（含税）来估算，对应年销售额接近 450 亿。也就是说 2015 年开始销售 2011/12 年生产的茅台酒时，其销售额可能接近 450 亿。目前茅台 1800 亿的市值，也仅仅相当于未来 4 年左右的销售额。

■ 行业并购是公司发展的大方向

洋河并购双沟已经打响了大型白酒企业并购的第一枪，未来大型白酒企业并购可能会进一步加速。茅台作为行业龙头，我们认为公司也会看清这一大趋势，通过并购做强做大，获取所需要的管理和营销资源。

■ 上调 6 个月目标价至 287 元，维持“推荐”

我们上调公司 11-13 年 EPS 至 8.21、11.58 和 15.88 元，对应动态 PE 分别为 24、17 和 12 倍。我们认为公司行业地位强势，业绩释放思路清晰，未来还有进一步业绩提升空间，估值应有一定溢价。我们上调 6 个月目标价至 287 元，相当于 11 年 35 倍 PE，维持“推荐”。

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10 % 之间
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

分析师承诺:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示:

本报告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询价。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。本报告版权归国信证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。

证券投资咨询业务的说明:

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。