

价量齐升再超预期 内外因素和谐发展

投资要点:

- 年底大幅提价概率相当大,新增产能量价齐升再超预期,内外因素力促 2011-2013 年业绩将远超市场普遍预期

作为品牌拉动型生产商,解决价差逐年扩大这个反常现象迫在眉睫。在有限供给、政务消费刚性需求和投资需求等诸多环境影响下,茅台一批价和终端价格一路上涨,终端价格目前在出厂价的两倍以上,一批价差远高于同行业公司。十一五期间的万吨茅台扩产产能逐渐进入放量期,可供销售量十二五期间复合增长率可达 15%;远高于行业的大空间的价差安排使得公司具备持续的提价能力,新增产能大幅提价到团购价,年内有望再次全面提价或超预期。

- 上调十二五发展目标,业绩释放动力充足,验证今年情人节《贵州茅台:重返业绩高增长通道,力量交织理想选择》以来观点

2011 年是十二五的开局之年,新一届贵州省委省政府提出了“又快又好、更快更好”的发展方针。公司上调“十二五”时期公司发展的战略目标和规划: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)。

- 财务报表与基本面并轨,业绩释放正在进行

2010 年以来收入增速逐季提升,预收账款不断提高并创出新高。终端销售火爆,收入、利润、预收账款同步走高,财务报表与基本面并轨,业绩释放正在进行。

- 调高盈利预测:

2011-2012 年盈利预测为 8.5 元和 12 元,对应目前 PE 为 22.9 和 16.2 倍,维持重点推荐评级,年底合理价位 300 元-360 元。

- 主要风险因素:受宏观经济影响的产品量价关系变化有可能超过我们的预期,从而影响对公司的盈利预测。

主要财务指标

	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	8241.69	9670.00	11633.28	17622.62	24276.89
EBITDA(百万元)	5451.66	6147.94	7266.36	11524.38	16176.06
净利润(百万元)	3799.48	4312.45	5051.19	8008.23	11359.39
摊薄 EPS(元)	4.03	4.57	5.35	8.49	12.03
PE	48.34	42.59	36.36	22.94	16.17
EV/EBITDA(X)	62.29	55.23	46.73	29.46	20.99

资料来源:中国银河证券研究部

贵州茅台(600519.sh)

重点推荐 维持评级

合理估值区间 300-360 元

分析师

郭怡娴(白酒行业)

☎: (8610) 6656 8229

✉: guoyixian@chinastock.com.cn

执业证书编号: S1070510120021

董俊峰(首席)

☎: (8610) 6656 88780

✉: dongjunfeng@chinastock.com.cn

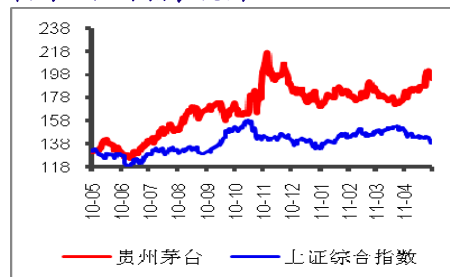
执业证书编号: S0130210070013

市场数据

时间 2011.05.25

A 股收盘价(元)	194.61
A 股一年内最高价(元)	222.00
A 股一年内最低价(元)	124.56
上证指数	2852.77
市净率	6.55
总股本(万股)	94380
实际流通 A 股(万股)	94380
限售的流通 A 股(万股)	94380
流通 A 股市值(亿元)	1836.73

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

1. 贵州茅台:重返业绩高增长通道,力量交织理想选择 20110214
2. 贵州茅台(600519):情人节玫瑰绽放 重申业绩重返高增长通道 20110423
3. 贵州茅台(600519):情人节玫瑰 重申业绩再现拐点 20110321

投资概要:

驱动因素与主要假设条件假设:

判断内外因素促成的（1）大幅度的提价空间、（2）消费环境的持续推进和（3）宏大企业发展战略将保证未来若干年业绩高增长，未来3年仍延续量价齐生的态势；

主要假设条件：2011年新增产能计划外价格按850团购价、年底全部产能产品大幅提价；

十一五期间的万吨茅台扩产产能逐渐进入放量期，可供销售量十二五期间复合增长率可达15%；

系列酒销售稳定发展等。

我们与市场不同的观点:

市场仍然对公司业绩释放存在疑虑。

我们认为，在内外力量交织下，公司将重返业绩高增长通道，年底大幅提价概率相当大，新增产能量价齐升再超预期，2011-2013年业绩将远超市场普遍预期。

估值与投资建议:

2011-2012年盈利预测为8.49元和12.03元，对应目前PE为22.9和16.2倍，维持强烈推荐评级，目标价300-360元。

股价表现的催化剂:

公司再次提价；各季度报告超市场预期；消费税利好；管理层继续释放积极信号。

主要风险因素:

政务消费市场环境发生巨大转变；

受宏观经济减速影响的产品量价关系变化有可能超过我们的预期，从而影响对公司的盈利预测。

一、量价齐升构筑业绩高成长坚实基础

(一) 量价齐升再超预期，年内再次全面提价或超预期

在有限供给、政务消费刚性需求和投资需求等多重因素影响下，茅台一批价和终端价格一路上涨，终端价格目前在出厂价的两倍以上，一批价差远高于同行业企业。

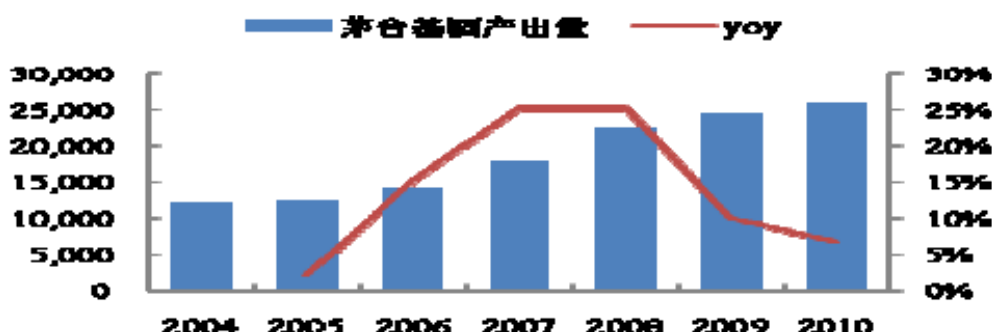
十一五期间的万吨茅台扩产产能逐渐进入放量期，可供销售量十二五期间复合增长率可达15%；远高于行业的大空间的价差安排使得公司具备持续的提价能力，新增产能大幅提价到团购价，年内再次全面提价或超预期。

表1：茅台、五粮液、国窖1573出厂价、一批价、零售价及价差情况（元）

	出厂价	一批价	一批价/出厂价	终端价	终端价/出厂价
53度茅台	619	1100	177.71%	1350	218.09%
52度国窖1573	619	680	109.85%	842	136.03%
52度五粮液	509	740	145.38%	849	166.80%

资料来源：中国银河证券研究部

图1：2004-2010年茅台酒基酒产出量（吨，%）



资料来源：中国银河证券研究部

表2：公司年报披露的高度茅台酒历年扩产情况（吨）

年份	投产项目	新增产能（吨）	产能释放时间
	1000吨茅台酒技改工程		
2002	800吨老区茅台酒扩建工程	2500	2007
	700吨茅台酒扩建工程		
2004	2004年1000吨项目	3000	2009
	2004年2000吨项目		
2006	“十一五”万吨茅台酒一期2000吨工程	2000	2011
2007	“十一五”万吨茅台酒二期2000吨工程	2000	2012
2008	“十一五”万吨茅台酒三期2000吨工程	2000	2013
2009	“十一五”万吨茅台酒四期2000吨工程	2000	2014

2010 “十一五”万吨茅台酒五期 2000 吨工程 2000 2015

资料来源：公司年报，中国银河证券研究部

（二）上调十二五发展目标，业绩释放动力充足

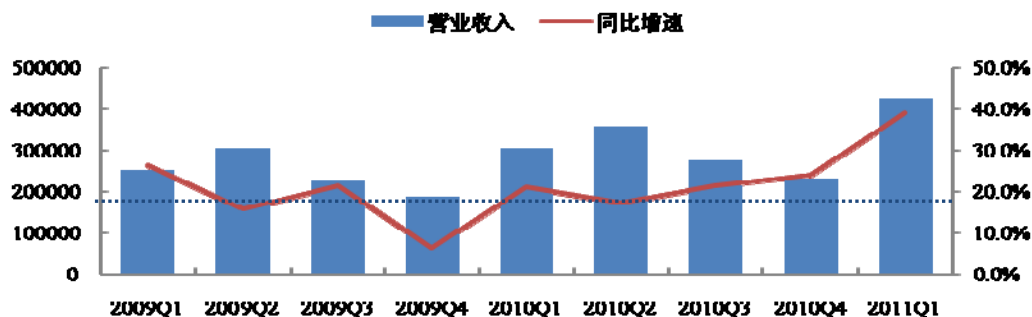
2011 年是十二五的开局之年，新一届贵州省委省政府提出了“又快又好、更快更好”的发展方针。

4月9日上午，贵州省委、省政府支持茅台酒厂加快发展专题会议在仁怀市召开，全面研究部署推进茅台酒厂和全省白酒行业加快发展的重大举措。会议强调，要进一步解放思想、优化理念、拓展思路、形成共识，拿出十足的信心和强有力的措施，用5至10年时间，把茅台酒打造成“世界蒸馏酒第一品牌”，把茅台镇打造成为“中国国酒之心”，把仁怀市打造成为“中国国酒文化之都”，推动全省白酒产业跨越式发展。

公司上调“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）。（对比原计划：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）

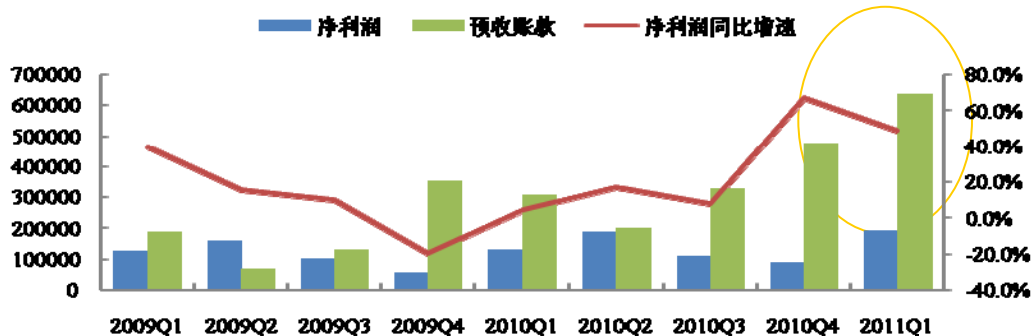
（三）财务报表与基本面并轨，业绩释放正在进行

图 2：贵州茅台单季度收入及同比增长情况（万元，%）



资料来源：中国银河证券研究部

图 3：贵州茅台单季度净利润及同比增长、预收账款情况（吨，%）



资料来源：中国银河证券研究部

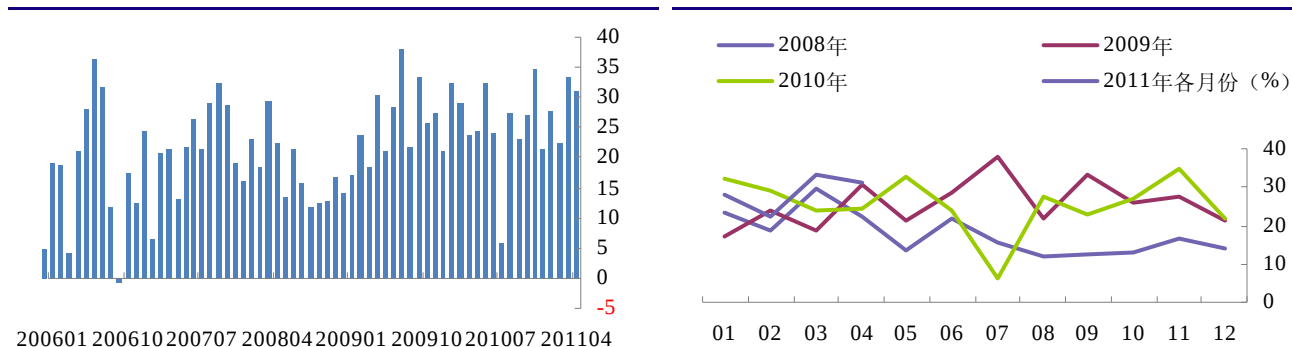
2010年以来收入增速逐季提升，预收账款不断提高，并于11年一季度创出新高。终端销售火爆，收入、利润、预收账款同步走高，财务报表与基本面并轨，业绩释放正在进行。

二、白酒行业：生产端景气度表现喜人

高中端白酒是典型的政商务消费品行业，近年来增速突出；未来几年作为个人消费品的中低端白酒在宏观经济波动时表现也可能跟上甚至好于近年来傲视群酒的高中端白酒，特别是受益于消费降级的地产酒市场。我们预计下半年经销商备货的动力较足。总之，未来几年 GDP 增速等关键因素能否产生实质性变化，将决定政商务消费品市场的景气度水平和延续高速增长通道强度。

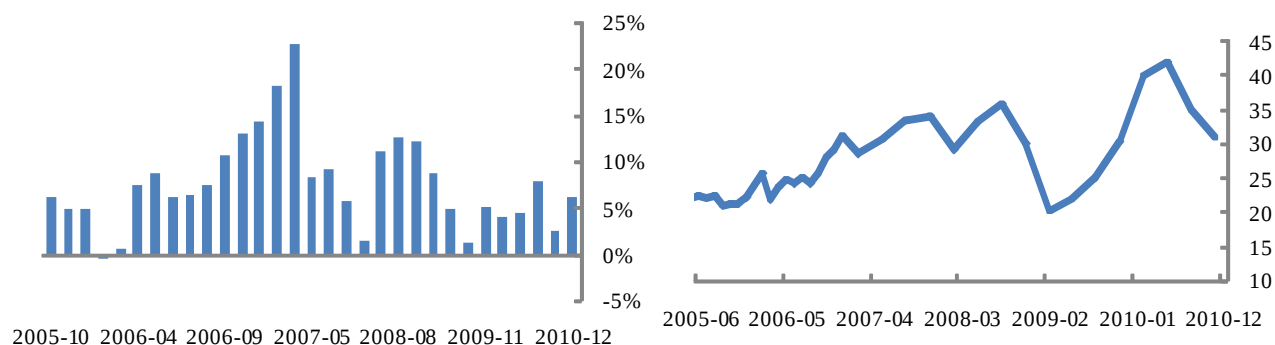
产量方面表现较好。2011 年将延续盘升态势，前三个月增速更是趋势喜人，体现了中高端白酒的良好景气度。

图 4：白酒当月产量增速继续保持较高水平（%）



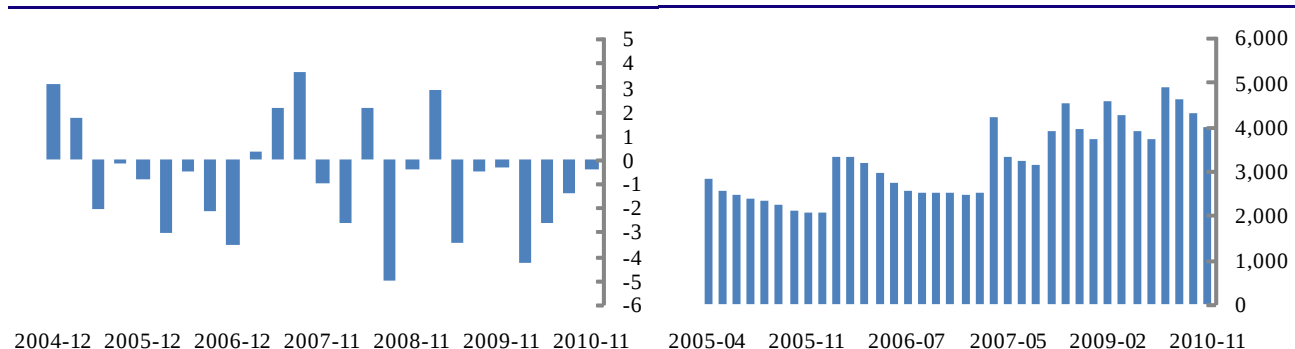
资料来源：中国银河证券研究部，WIND

图 5：2011 年白酒吨酒价格增长率和销售收入增长率有望达到 7% 和 26% 左右



资料来源：中国银河证券研究部，WIND

图 6: 白酒毛利率和吨利润 (百分点, 元/吨)



资料来源: 中国银河证券研究部, WIND

我们认为白酒行业 2011 年重现往年量价齐升局面, 如果通胀好转则可能再次直接提价, 综合判断吨酒价格增长率为 7%左右、产量增长率和销售收入增长率均有望达到 18%和 26%、毛利率稳定, 吨酒利润和利润率将稳固在近几年水平。

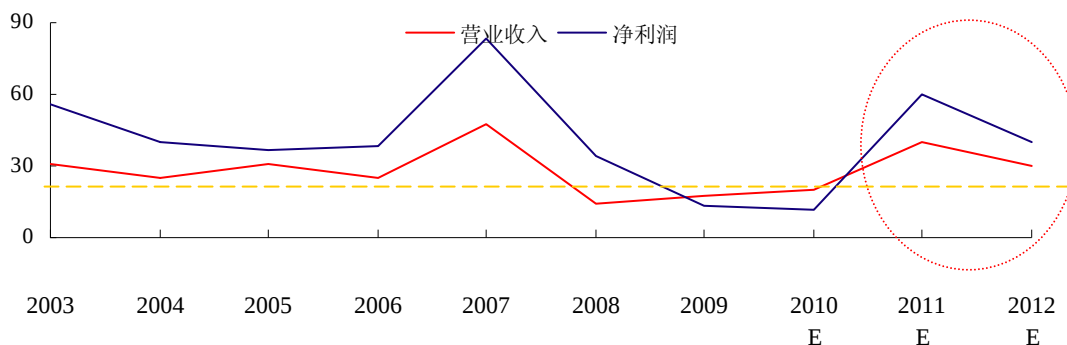
三、投资建议

我们延续今年情人节《贵州茅台: 重返业绩高增长通道, 力量交织理想选择》等3篇公司分析报告和《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, 维持“重点推荐”评级, 2011-2012年盈利预测为8.5元和12元, 对应目前PE为22.9和16.2倍, 维持强烈推荐评级, 目标价300元-360元。

参考：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 7：2011 年业绩增速重返高增长通道



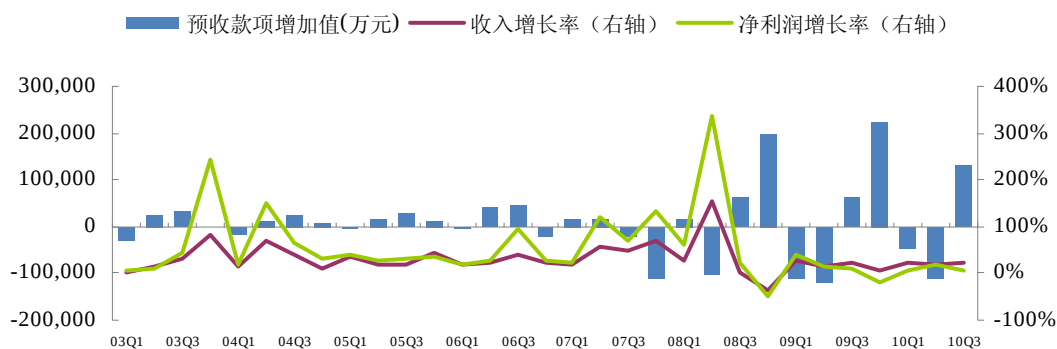
资料来源：中国银河证券研究部

关于从 2011 年开始重返业绩高增长通道的逻辑，请参看今年情人节《贵州茅台：重返业绩高增长通道，力量交织理想选择》。

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 8——图 11 供投资者思考：

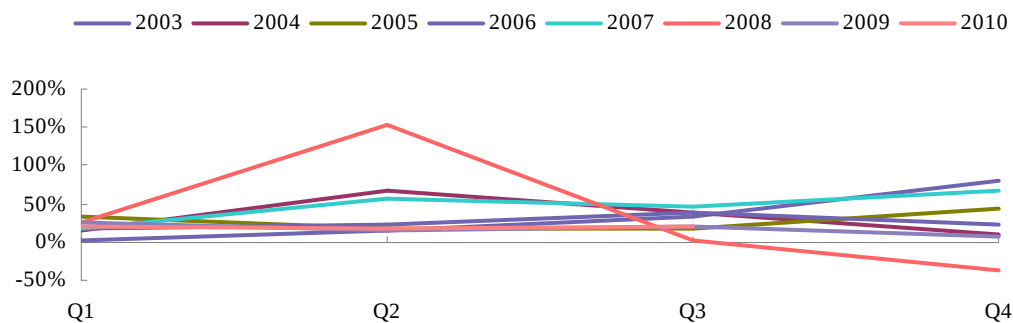
2007 年第四季度到 2009 年第一季度，单季度收入和净利润增速与预收账款增加值呈现出负相关；2009 年第二季度以来，相关程度又明显降低。长期跟踪公司财务报表的投资者，貌似可能会心一笑。

图 8：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



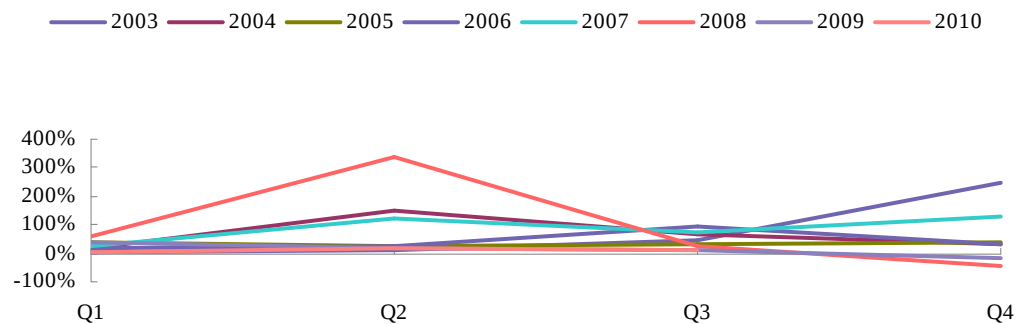
资料来源：中国银河证券研究部

图 9: 分季度收入增长率对比



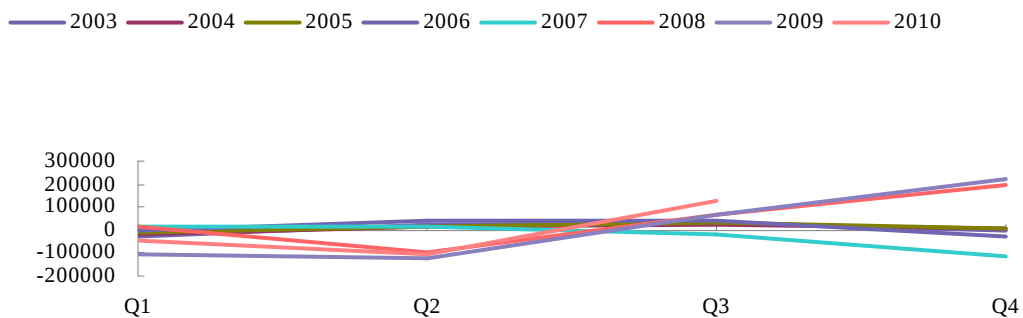
资料来源: 中国银河证券研究部

图 10: 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 11: 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

表 3: 财务报表预测

利润表	2010A	2011E	2012E	主要财务指标	2010A	2011E	2012E
营业总收入	1163328	1762262	2427689	成长性			
营业总成本	447285	633868	826967	营业收入增长	20.3%	51.5%	37.8%
营业成本	105293	122520	154224	营业成本增长	10.8%	16.4%	25.9%
财务费用	-17658	-13806	-22546	营业利润增长	17.9%	57.6%	41.9%
销售费用	67653	96924	127211	利润总额增长	17.8%	57.6%	41.8%
管理费用	134601	188562	237913	净利润增长	17.1%	58.5%	41.8%
投资净收益	47	120	120	盈利能力			
营业利润	716091	1128514	1600841	毛利率	90.9%	93.0%	93.6%
营业外收支	151	200	200	销售净利率	43.4%	45.4%	46.8%
利润总额	716242	1128714	1601041	ROE	27.2%	29.6%	29.1%
所得税	182266	282179	400260	ROIC	98.4%	166.3%	294.7%
少数股东损益	28857	45713	64842	营运效率			
净利润	505119	800823	1135939	销售费用/营业收入	5.8%	5.5%	5.2%
资产负债表 (万元)				管理费用/营业收入	11.6%	10.7%	9.8%
货币资金	1288839	2262597	3537105	投资收益/营业利润	0.0%	0.0%	0.0%
应收帐款	125	190	262	所得税/利润总额	25.4%	25.0%	25.0%
应收票据	20481	31026	42741	应收帐款周转率	1027.63	11170.79	10745.12
存货	557413	673861	894497	存货周转率	0.22	0.20	0.20
流动资产合计	2030028	3166880	4727191	流动资产周转率	0.65	0.68	0.62
固定资产	447384	426448	404327	总资产周转率	0.51	0.57	0.55
资产总计	2558758	3677759	5218639	偿债能力			
短期借款	0	0	0	资产负债率	27.5%	26.4%	25.0%
应付款项	23201	26954	33929	流动比率	2.89	3.26	3.62
流动负债合计	702819	971285	1306384	速动比率	2.10	2.57	2.93
长期借款	0	0	0	每股指标 (元)			
负债合计	703819	971285	1306384	摊薄 EPS	5.35	8.49	12.03
股本	94380	94380	94380	每股净资产	19.65	28.62	41.35
留存收益	1745497	2546320	3682259	每股经营现金流	6.57	10.48	13.66
少数股东权益	15062	60774	125617	每股经营现金/EPS	1.2	1.2	1.1
权益合计	1854939	2701474	3902256	估值	2010	2011E	2012E
负债股东权益总计	2558758	3677759	5218639	PE	36.4	22.9	16.2
现金流量表 (万元)				PEG	0.73	0.46	0.32
经营活动现金流	620148	988758	1289508	PB	9.9	6.8	4.7
其中营运资本减少	42067	105372	49297	EV/EBITDA	25.28	15.94	11.35
投资活动现金流	-176339	-15000	-15000	EV/SALES	15.79	10.42	7.57
其中资本支出	-173191	-15000	-15000	EV/IC	32.41	41.89	50.36
融资活动现金流	-129285	0	0	ROIC/WACC	9.38	15.86	28.10
净现金总变化	314524	973758	1274508	REP	3.46	2.64	1.79

资料来源: 中国银河证券研究部

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，行业研究主管兼食品饮料行业证券分析师（首席）。1994—1998 年消费品营销策划业四年从业经历、1998—1999 年超市业一年从业经历、2001 年至今证券业十年从业经历。清华大学硕士。2003 年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。

周颖，食品饮料行业证券分析师（非白酒行业）。2007 年至 2011 年 2 月在中信证券从事行业研究工作，2011 年 3 月至今在银河证券从事食品饮料行业研究工作。清华大学硕士。

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

上述三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。本报告清晰准确地反映研究观点。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受到任何形式的补偿。

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