



食品饮料/必需消费

贵州茅台 (600519)

坚定信心 分享茅台新一轮高增长!

——贵州茅台调研简报

 **胡春霞**
 021-38676186
 huchunxia@gtjas.com
 编号 S0880511010015

本报告导读:

贵州省对茅台做大做强积极给予支持保障公司步入十二五发展快车道,股东大会交流沟通情况比较正面可进一步提振市场对于茅台业绩符合高增长预期的信心。

事件:

- 我们协助组织并参加了5月25日贵州茅台股东大会暨投资者交流会,与公司管理层就公司十二五规划、2011年预算计划等问题进行了深入的交流和沟通。
- 本年度贵州茅台股东大会参会人数众多,交流沟通情况正面。

评级: **增持**

上次评级: 增持

目标价格: **260.00**

上次预测: 260.00

当前价格: 198.69

2011.05.27

交易数据

52周内股价区间(元)	124.56-222.
总市值(百万元)	187,524
总股本/流通A股(百万股)	944/944
流通B股/H股(百万股)	0/0
流通股比例	100%
日均成交量(百万股)	3
日均成交值(百万元)	567

52周内股价走势图



相关报告

《季报靓丽强化业绩释放预期》	2011.04.24
《预收款再创新高 继续提价预期强烈》	2011.03.21
《预期内的提价幅度与预期外的提价时...	2010.12.15
《销售情况非常好,但利润释放不尽人意》	2010.10.29
《消费税率回归正常水平,提价预期强烈》	2010.08.11

评论:

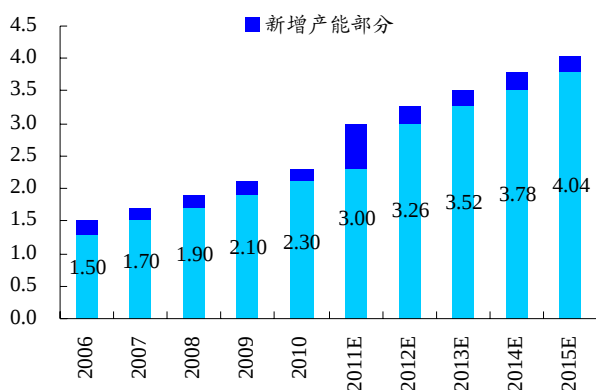
贵州茅台股东大会沟通情况比较正面,预计达到2015年计划的4万吨产量、400亿含税收入完全有可能。经营方面:预计今年增加销量1500吨,达到1.25-1.30万吨,53度茅台酒出厂价去年已经提高24%,支持今年业绩增长。贵州茅台出厂、批发、零售价格的高额价差使得公司有完全足够的提价空间,未来几年提价趋势仍然明显。贵州省委省政府也提出支持茅台做大做强,并积极给予各方面的支持,这应该是公司业绩释放的主要动力。贵州茅台是国内白酒销售最好的,长期看业绩增长趋势明确,值得积极配置。上调2011、2012年Eps至8.22、10.76元,维持增持评级,目标价格260元。

- **量价齐升保证十二五增长提速:** 公司计划到2015年实现4万吨产量、400亿含税收入,集团公司实现500亿含税收入,以此计算股份公司2010-2015年收入复合增速将达24%。

请务必阅读正文之后的免责条款部分

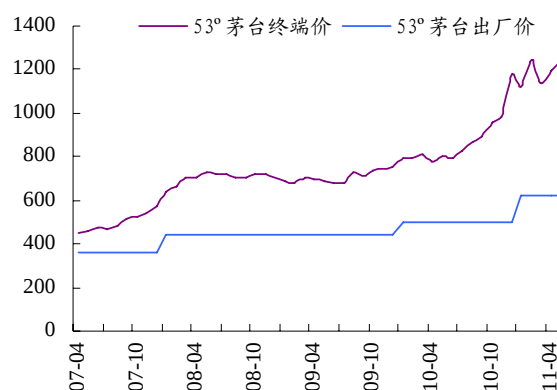
- **十二五末产量达到 4 万吨：**2010 年茅台酒产能 2.3 万吨，11 年计划产能 2.6 万吨，实际产出预计可达 3 万吨。2012-2015 年以每年增加 2600 多吨计算，到 2015 年末可实现 4 万吨目标。
- **未来几年提价趋势明显：**目前 53 度茅台酒出厂价为 619 元/瓶，一批价 1100-1200 左右，终端价在 1300-1400 左右，巨额渠道利润也是公司一直希望解决的问题，如此高的“一批/出厂”和“终端/出厂”价差使得公司有完全足够的提价空间，即使未来几年出厂价提高至 900 元对应于现在的终端价价差依然高达 50%。
- **库存老酒超 10 万吨，长期增长完全有保障：**公司现有茅台酒库房 100 多栋，存储老酒超过 10 万吨，完全有能力保障未来年份酒的继续增长和普通茅台酒持续放量。

图 1：茅台酒产能



数据来源：国泰君安证券研究

图 2：茅台出厂与终端价



数据来源：国泰君安证券研究

2015 年末收入测算：假定 2011 年实际产出 2.6-3.0 万吨茅台酒，这批酒将于 2015 年上市销售（茅台 5 年生产期包含三个阶段：生产 1 年，陈储 3 年，勾调完毕再储存 1 年），以此计算 2015 年茅台酒极限总销量 2.6-3.0 万吨。如果扣掉存放老酒、挥发及损耗，预计到 2015 年实际可供销售高度茅台酒数量较 2010 年接近翻一倍。其中，仅茅台酒（不含系列酒）至 2015 年就可达含税 400 亿收入。根据十一五期间年均增加茅台酒产能 2000 吨来计算，2011 年至 2015 年，每年茅台酒销量增加 1500-2000 吨左右也与我们测算的产量年均增量基本相符。我们认为完成十二五含税 400 亿目标完全有可能，甚至有望提前实现。

表 1：2015 年茅台酒收入测算表

编号	基本假设与测算	备注
①	2011 年茅台酒总产量 (吨)	29,000 2011 年计划产量 2.6-3.0 万吨茅台酒
②	储藏年损耗	3%
③	存放老酒 (含制作年份酒) 占比	25%
④	2015 年低度茅台酒销量 (吨)	1500 假定销量与 2010 年基本持平
⑤	2015 年可销售高度茅台酒数量 (吨)	17,755 ⑤=①*(1-②)^4*(1-③)-④，对应于年均增加 1750 吨左右
⑥	2015 年年份茅台酒销量 (吨)	800 2010 年销量 400 吨+，假定至 2015 年销量翻倍
⑦	2015 年高度茅台酒出厂价 (元)	900 假定 2011-2015 年均提价 9.8%
⑧	2015 年低度茅台酒出厂价 (元)	600 假定与高度酒出厂价比例为 3: 2
⑨	2015 年年份茅台酒出厂均价 (元)	4500 假定 2011-2015 年均提价 10%左右
2015 年茅台酒含税总收入 (亿)		409.6

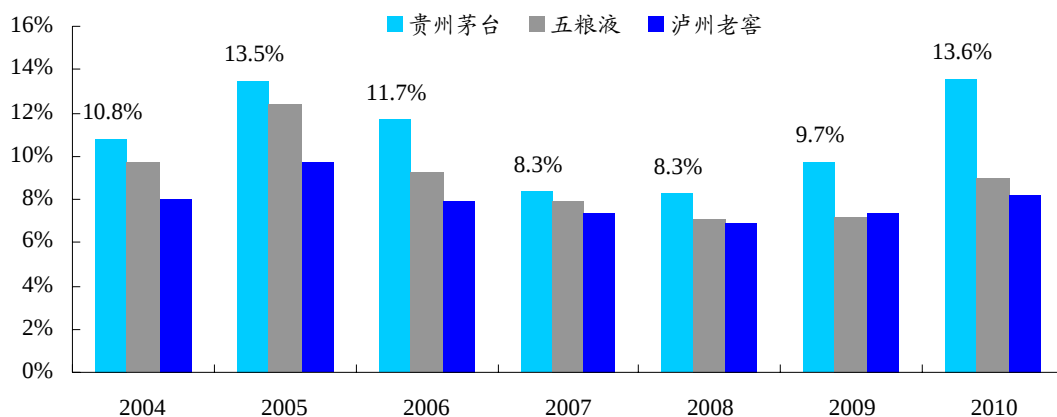
数据来源：国泰君安证券研究。注：蓝色字体部分为假设值，其余为测算值。

- **贵州省委省政府大力支持茅台做强做大：**2010 年 8 月，贵州省委省政府实现了新一届领导班子上任，贵州省去年提出了工业强省和城镇化带动战略，在省长工作报告中也提出要进一步支持茅台酒做强做大。今年 4 月 9 日，省委、省政府在仁怀市召开专题会议，研究部署推进茅台酒厂和全省白酒行业加快发展。

提出一个口号,“未来 10 年中国白酒看贵州!”。省委省政府对茅台发展高度支持,计划为茅台镇打通几条高等级公路,未来还有建机场和火车站的计划,提出要在茅台镇建设立体交通。

- **营业税金率高于同行,未来存在下降的可能:** 2009 年 8 月起对白酒消费税从严征管,保全从价税税基,2010 年是消费税从严征收后的第一个完整财年,贵州茅台的消费税率上升的幅度显著高于川酒五粮液和泸州老窖,公司表示正在积极与政府和税务部门沟通,如果未来不出现全行业性继续提高消费税率,公司未来主营业务税金率存在下降的可能,起码不会继续大幅上升。

图 3: 一线白酒主营业务税金率对比



数据来源: 国泰君安证券研究

- **计划推出新品汉酱,覆盖次高端价格带:** 公司今年要推一款中高档酱酒,拟定名为汉酱,出厂价在 400 元左右,终端零售价预计在 600 多元。公司现有的系列酒基酒分 6 个档次,汉酱所用基酒为系列酒中级别最高的一档,今年系列酒总体销量计划为 8000-8500 吨左右,与 2010 年相比总量持平,系列酒增长主要依靠产品结构升级。汉酱的新品发布会将于近期召开,未来运作采取大经销商制,正在积极招商,我们预计 11 年销量在 500 吨左右。当然,短期内中档酒对于公司业绩的贡献并不大,推出新品汉酱应该主要还是出于战略布局的考虑。
- **2011 年高增长无忧:** 2010 年实现茅台酒销售合计 1.1 万吨(含年份、高度、低度,其中高度酒销量 9000 吨左右),2011 年计划总量 1.25 万吨,我们预计销量在 1.25-1.30 万吨左右,增加 1500-2000 吨。2010 年系列酒销量 8400 吨,2011 年年计划 8000-8500 吨,量不增加,主要依靠推新品汉酱提升产品结构。高度茅台酒去年底提价 24%,按照销量增加 1500 吨来计算这块收入将增长 45%左右;加上超高端年份酒和新品汉酱所带来的结构升级,我们认为总体完成 45%的收入增长目标难度不大,按照公司今年制定的财务预算指标来计算 Eps 将达 8.35 元左右(增速 56%),考虑到贵州省领导对茅台做大做强积极给予各方面支持有望激发管理层释放业绩的动力,我们认为公司 2011 年最终业绩符合预期甚至超预期的可能性很大,一季报高增长已经释放出了非常积极的信号,而上调十二五规划目标和披露 11 年预算高增长计划又在持续释放利好,本次股东大会则是进一步提振了大家对于茅台业绩符合高增长预期的信心。

表 2: 公司 2011 年财务预算方案及对应相关财务数据测算

2011 年财务预算计划			2010A	yoy	2011E	yoy
收入	较 2010 年增 45%左右	收入（亿元）	116.3	同增 20.3%	168.7	同增 45.0%
成本	较 2010 年增 35%左右	毛利率	90.9%	提高 0.8pp	91.6%	提高 0.6pp
消费税及附加	较 2010 年增 35%左右	主营业务税金率	13.6%	提高 3.8pp	12.6%	下降 0.9pp
营业费用	较 2010 年增 25%左右	营业费用率	5.8%	下降 0.6pp	5.0%	下降 0.8pp
管理费用	较 2010 年增 25%左右	管理费用率	11.6%	下降 1.0pp	10.0%	下降 1.6pp

数据来源: 国泰君安证券研究。注: pp=百分点。

作者简介:**胡春霞:**

执业资格证书编号: S0880511010015

电话: 021-38676186

邮箱: huchunxia@gtjas.com

武汉大学金融学硕士, 国泰君安证券食品饮料行业研究员, 从业六年。2007 年进入国泰君安, 2008 年新财富食品饮料行业最佳分析师第五名, 2010 年新财富食品饮料行业最佳分析师第五名。

张楷湜 (贡献作者):

执业资格证书编号: S0880110090037

电话: 021-38674752

邮箱: zhangkaixi008735@gtjas.com

武汉大学金融学硕士, 国泰君安证券食品饮料行业助理研究员, 2010 年进入国泰君安。

本公司具有中国证监会核准的的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。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决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		