

白酒  
署名人: 张镭  
S0960209060260  
0755-82026705  
zhanglei@cjis.cn  
参与人: 柯海东  
S0960110080062  
kehaidong@cjis.cn  
0755-82026712

贵州茅台

600519

强烈推荐

新管理层上任有望带来茅台价值重估

2011/10/12 媒体报道, 贵州茅台集团党委书记、总经理袁仁国接任季克良担任贵州茅台集团董事长, 刘自力出任副董事长, 并提名为总经理。纵观今年以来公司的诸多变化, 新管理层主政, 将从短期业绩释放和明确长期发展战略两方面提升公司价值, 有望带来公司价值重估, 我们持续强烈推荐。

投资要点:

- **短期释放业绩动力、能力强。** 集团公司新任董事长袁仁国是仁怀本地人, 从公司基层做起, 逐步进入管理层, 在 2007 年原股份公司总经理乔洪受贿事发后, 袁仁国接任集团公司董事长是预期之中的。新任总经理刘自力曾任习酒公司董事长, 其接手濒临破产的习酒后, 在短时间内实现扭亏为盈, 能力很强。纵观公司历史, 业绩受预收帐款政策影响较大, 尤其是 2007—2008 年, 公司的预收帐款大幅减少, 预收帐款/营业收入也大幅下降, 与此相对应的是当年净利润大幅增长, 随后公司的预收帐款在 2009 年起又逐步增长, 预收帐款/营业收入从 17% 提高到 112%, 但与此相对应的是 2009、2010 年公司的营业收入、净利润增速明显下降, 至 2011H1, 预收帐款/营业收入=88%, 预收帐款仍处 49.35 亿元的高位, 经测算, 每 15 亿预收款对应 EPS1 元, 我们认为新管理层主政短期释放业绩动力、能力强。
- **长期发展战略逐步明确将打开公司长期增长的空间。** 今年以来, 已逐步看到公司推行直营店收回部分渠道价差利润及大力发展中档酒的新思路。
- **茅台酒较复杂稀缺的生产工艺决定了通过产能释放、整合价值链实现内涵式增长是最佳策略, 而推行直营店收回部分渠道价差利润则是实现途径之一。** 酱香型白酒复杂的生产工艺及稀缺性决定了茅台难以通过并购实现外延式扩张, 只能通过产能释放增加销量, 而目前 619 元的出厂价与 1600 元的市场终端价间巨大的价差, 则给茅台推行直营店整合价值链收回部分渠道价差利润提供了极大的想象空间。如果保守假设从 12 年~14 年, 每年新增高度茅台酒 1500 吨的销量有 1000 吨通过直营店销售, 售价为目前的终端限价 1099 元, 每年上提 10%, 则较原通过经销商的销售模式下的 EPS 多了 3%, 5.3%, 7.5%。当然, 推行直营店的运营模式尚需平衡与老经销商的利益关系, 我们将紧密跟踪公司的政策。
- **中档酒(低度茅台+系列酒)被公司重新定位为重要的利润增长点, 今年公司新推档次较高的汉酱(终端价 699)极大地完善了系列酒的产品体系, 且传统系列酒(王子酒、迎宾酒)提价 40%+, 完成系列酒重新定位的第一步。** 基于公司的品牌优势及路径依赖, 我们看好汉酱的发展, 其上市以来铺货顺利, 销售情况良好, 二次消费率约 20%, 预计全年销售 500 吨, 随着品牌投入加大, 有望迎来高速增长。传统系列酒短期铺货实现增长无忧, 长期持续增长值得密切跟踪。
- **维持盈利预测, 持续强烈推荐。** 维持 11/12/13 年 EPS 预测分别为 7.99/10.15/12.67 元, 其中系列酒分别贡献 0.49/0.70/0.99 元, PE 分别为 24/18.9/15.15, 持续强烈推荐。
- **风险提示:** 政务消费受限制、经济下行

12 个月目标价: 240.00 元

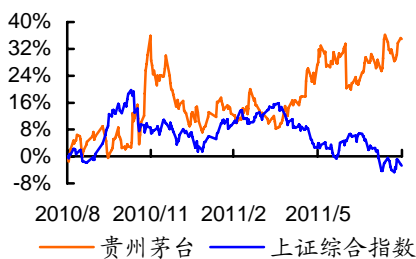
当前股价: 192 元  
评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	2566.60
总股本(百万)	1038
流通股本(百万)	1038
流通市值(亿)	2230
EPS (TTM)	5.46
每股净资产(元)	17.87
资产负债率	27.5%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
贵州茅台	3.93	17.95	33.69
上证综合指数	-5.00	-5.16	-11.65



相关报告

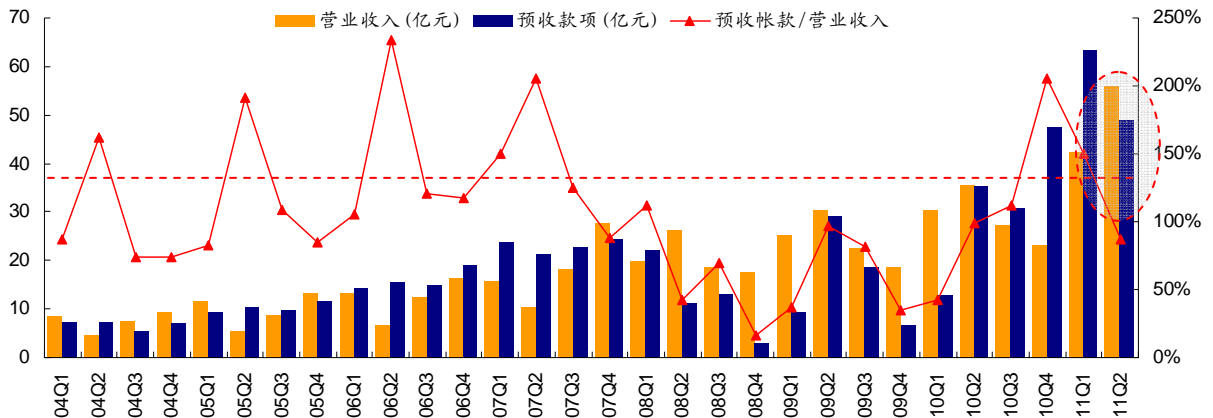
《贵州茅台-中档酒经重新定位, 将有望成为新利润增长点——2011 年秋季糖酒会经》  
《贵州茅台-中报业绩超预期, 印证了今年将是茅台业绩高速增长的新起点——2011 年》  
《贵州茅台-如期而至的高增长书写十二五开局新篇章——2011 年 1 季报点评》  
《贵州茅台-放量、提高出厂价平抑终端价过快增速是公司最佳的战略措施——季克良接受上证报专访》 2011.2.20

主要财务指标

单位: 百万元	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	11633	17698	22262	27602
同比(%)	20%	52%	26%	24%
归属母公司净利润(百万元)	5340	8767	11126	13900
同比(%)	17%	64%	27%	25%
毛利率(%)	90.9%	92.7%	93.1%	93.5%
ROE(%)	27.5%	33.7%	33.3%	32.5%
每股收益(元)	5.35	7.99	10.15	12.67
P/E	39.46	24.02	18.92	15.15
P/B	10.83	8.10	6.31	4.92
EV/EBITDA	23	14	11	9

资料来源: 中投证券研究所

图 1 贵州茅台预收帐款/营业收入的情况



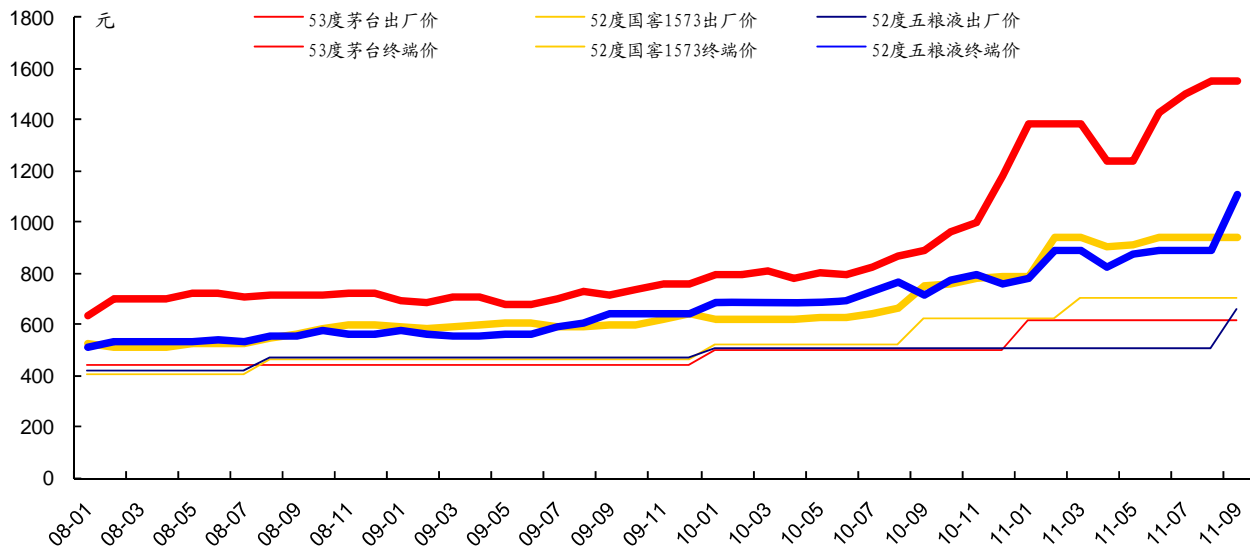
资料来源：公司公告、中投证券研究所

表 1 贵州茅台产品结构及品牌发展战略

产品定位	产品	收入比重	发展战略	终端价（元/500ml）
超高档酒	茅台年份酒	30%	打造成顶级奢侈品	8000+
高档酒	普通 53 度茅台酒（普通高度茅台）	60%	量价齐升	1780
	低度茅台酒（43 度，38 度）	6%	价增量缩	500 ~ 700
中档酒	茅台系列酒：汉酱、水立方、灿烂人生	7%	放量抢占市场	180-
	茅台系列酒：王子酒、迎宾酒			

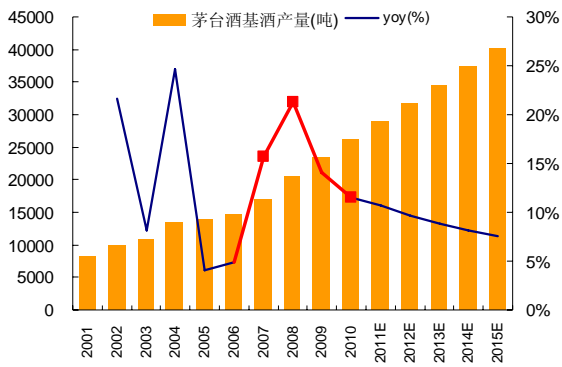
资料来源：中投证券研究所

图 2 近三年高档白酒出厂价/终端价情况



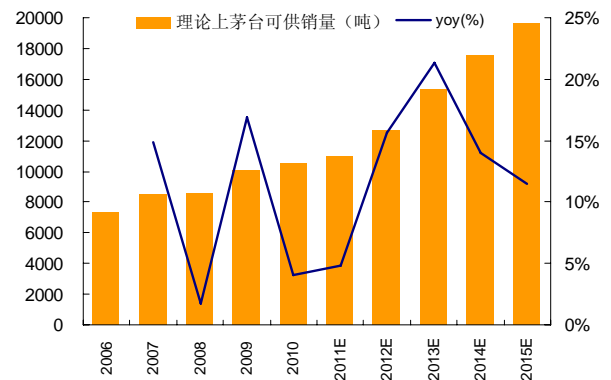
资料来源：中投证券研究所

图 3 茅台酒基酒产量预测情况



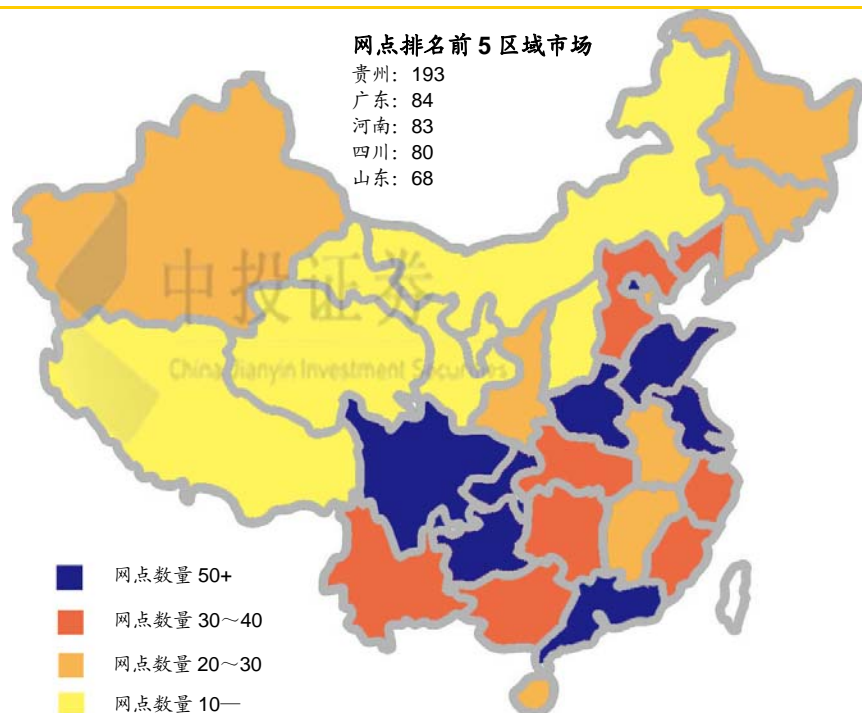
资料来源：公司公告、中投证券研究所

图 4 茅台酒理论销量预测情况



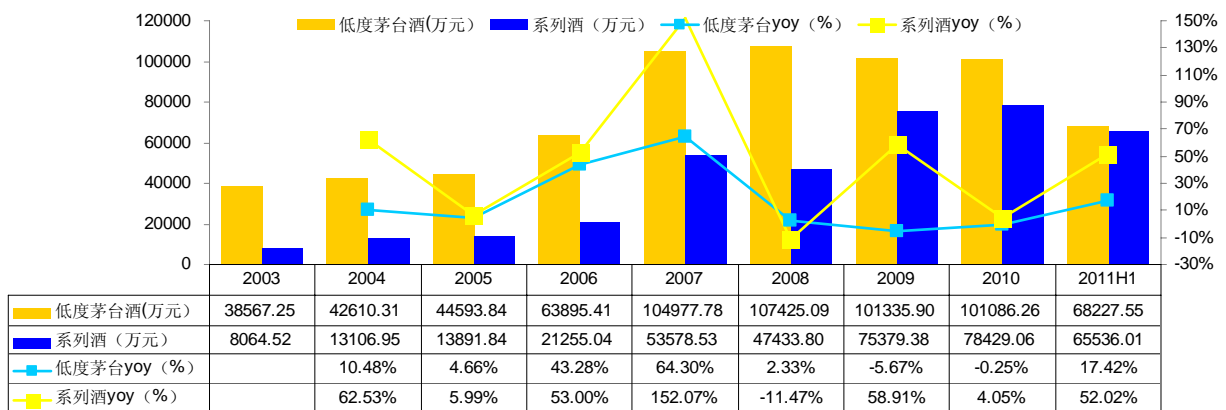
资料来源：中投证券研究所

图 5 贵州茅台专卖店及特约经销商网点覆盖范围



资料来源：公司主页、中投证券研究所

图 6 公司中档酒收入情况



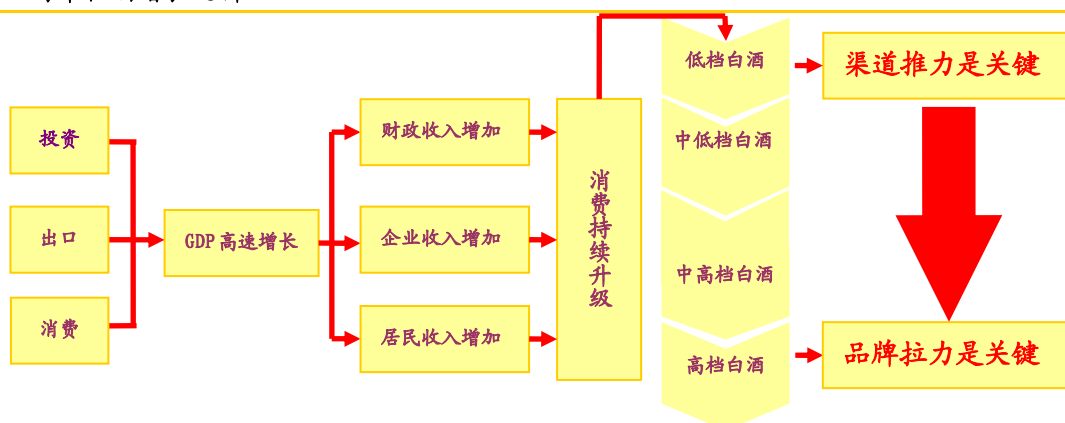
资料来源：公司公告、中投证券研究所

图 7 茅台系列酒（左起分别是汉酱、王子酒普门经典、普通装王子酒、迎宾酒）

				
特点	千载经典，盛世汉酱 度数规格：51%、500ml	天工地造，一脉相承 同宗同源，世家风范 度数规格：53%/46%/39%、 500ml	天工地造，一脉相承 同宗同源，世家风范 度数规格： 53%/46%/39%、 500ml	国酒工艺，百姓茅台 度数规格：53%/43%、 500ml
终端价	699	300	180	130

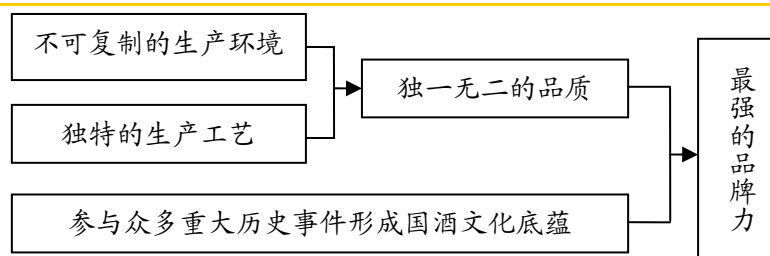
资料来源：中投证券研究所

图 8 公司中档酒增长逻辑



资料来源：公司公告、中投证券研究所

图 9 贵州茅台品牌力来源



资料来源：中投证券研究所

**附录：中投证券食品饮料团队近 1 年来发布的报告**

贵州茅台-新管理层上任有望带来茅台价值重估	2011/10/12
贵州茅台-中档酒经重新定位，将有望成为新利润增长点——2011 年秋季糖酒会经销商大会点评	2011/10/11
白酒-高档酒提价预期延后，行业整体高增长持续——发改委限价座谈会点评	2011/9/25
好想你-调研简报：经销商期权激励政策促进未来持续的高增长	2011/9/23
双汇发展-调研简报：产销量同比已有增长，盈利能力不断提升	2011/9/23
五粮液-基本面持续强劲，十二五末市值有望冲击 5000 亿——深圳投资者交流会纪要	2011/9/8
贵州茅台-中报业绩超预期，印证了今年将是茅台业绩高增长的新起点——2011 年中报点评	2011/8/30
五粮液-提价幅度超市场预期，明年业绩有望继续增长 40%+	2011/8/30
水井坊-中高档酒下滑趋势扭转，控股权稳定后关注如何重塑品牌渠道	2011/8/26
酒鬼酒-定增获批利好兑现，复兴进程有待跟踪	2011/8/24
白酒-高景气度下白酒行业的发展趋势及风险隐患——中投证券白酒行业研讨会会议纪要	2011/8/24
皇氏乳业-成本拐点已现，期待省外扩张	2011/8/22
双汇发展-中报符合预期，预计三季度环比大幅改善	2011/8/18
五粮液-基本面强劲大超预期，上调 12 个月目标价至 55 元——五粮液调研简报	2011/8/16
青岛啤酒-成本拐点渐显，期待四季度毛利率回升	2011/8/13
伊利股份-中报高增长，净利率出现上行拐点	2011/8/5
葡萄酒-进口酒冲击对国产酒的影响——中投证券葡萄酒行业研讨会会议纪要	2011/8/4
酒鬼酒-基本面向好，定向增发方案获批将成股价催化剂	2011/8/3
洽洽食品-调研简报：基本面持续好转，成长空间巨大	2011/8/1
五粮液-年内团队有望彻底稳定，基本面良好，股价回落正是买入良机——董事会秘书辞职公告点评	2011/8/1
酒鬼酒-费用控制显效，期待省内持续发力	2011/7/28
洽洽食品-中报符合预期，毛利率持续回升	2011/7/27
双汇发展-恢复符合预期，价值回归继续推进	2011/7/24
洽洽食品-股价连续上涨点评：进入利润率拐点的休闲食品新贵	2011/7/22
五粮液-公司研究：老茅市值创新高，五粮液还远吗？（差 29%！）	2011/7/21
酒鬼酒-营销中心拟前移至长沙，加快决策速度	2011/7/13
葡萄酒行业深度研究系列报告一以资源、品牌、渠道全产业链视角，畅享葡萄酒行业下一个黄金 10 年	2011/7/12
CPI 再超预期，中报向好，进入旺季催生酒类行情——食品饮料股价异动点评	2011/7/12
洽洽食品-下一个中国旺旺	2011/7/07
酒鬼酒-销售好转，增发稳步推进，关注管理持续改善为复兴奠定扎实基础	2011/6/28
双汇发展-利空出尽走出阴霾，重上高速发展轨道	2011/6/22
2011 年食品饮料行业中期策略报告-通胀预期变化下高端品和大众品的轮动表现	2011/6/20
五粮液-重申我们推荐五粮液的三逻辑，公司是抗通胀、增速预期有提升、低估值的绝佳品种	2011/6/12
泸州老窖-集中主业，决战高端——股东大会、投资者交流会点评	2011/6/10
五粮液-增长预期大幅加强，估值相对显著偏低	2011/6/09
洽洽食品-调研简报：二季度毛利率大幅回升，目前市盈率偏低	2011/6/08
双汇发展-发货量已恢复九成，资产重估不改变重组结果	2011/5/30
伊利股份-成本趋稳、提价效果显现、费用控制促进净利润大幅提升	2011/5/25
伊利股份-定向增发项目将加速产能投放进程，支持未来三年高速增长	2011/5/18
青岛啤酒-品牌加速升级，销售持续扩张	2011/5/11
洽洽食品-调研简报：收入有望突破 30 亿，利润弹性来自原材料价格下降	2011/5/02
光明乳业-一季报点评：海外收购贡献收入增长主要来源	2011/4/30



伊利股份-年报、一季报点评: 收入保持高速增长, 盈利能力逐步回升	2011/4/30
双汇发展-年报、一季报点评: 一季度收入增速大幅降低, 销量逐步恢复	2011/4/28
水井坊-调整影响短期业绩, 期待并购提升价值——2010 年年报点评	2011/4/28
<b>贵州茅台-如期而至的高增长书写十二五开局新篇章——2011 年 1 季报点评</b>	<b>2011/4/23</b>
酒鬼酒-增长仍有余力, 增发尚需时日——2011 年 1 季报点评	2011/4/22
双汇发展-股价逼近要约收购价格, 估值偏离基本面	2011/4/21
双汇发展-瘦肉精事件创造绝佳的中长期买入机会	2011/4/19
皇氏乳业-调研简报: 与分众传媒合作, 五一开始水牛奶在上海大规模铺货	2011/4/14
洽洽食品-一季报点评: 收入快速增长, 成本趋稳促盈利能力回升	2011/4/14
白酒-整体波澜不惊, 个体静待催化剂	2011/4/11
白酒-短期禁止涨价不改白酒年内确定性增长——发改委评价酒类企业涨价行为点评	2011/4/7
蒙牛乳业-蒙牛乳业业绩公告点评: 长期受惠于行业整合的龙头企业	2011/4/4
光明乳业-区外市场销售提速, 差异化战略见成效	2011/4/1
<b>贵州茅台-放量、提高出厂价平抑终端价过快增速是公司最佳的战略措施——季克良接受采访报道点评</b>	<b>2011/3/29</b>
泸州老窖-2011 年将重返业绩增长的快车道——2010 年业绩年报点评	2011/3/27
洽洽食品-糖酒会休闲食品行业调研简报—薯片行业空间巨大	2011/3/25
金字火腿-巴玛火腿在糖酒会上面向全国招商	2011/3/25
水井坊-2011 年仍是调整转型年	2011/3/24
<b>贵州茅台-期待“十二五”的开局之年——2010 年年报点评</b>	<b>2011/3/21</b>
洽洽食品-稳居炒货龙头 打造休闲食品新贵	2011/3/14
伊利股份-加大重点消费市场产能布局 建设华南地区运营中心	2011/3/14
<b>贵州茅台-量价齐升助力茅台市值看至 3000 亿元</b>	<b>2011/3/10</b>
金字火腿-旧时王谢堂前燕, 飞入寻常百姓家	2011/3/4
皇氏乳业-2010 年业绩快报点评: 产能释放效应将在 2011 年逐步显现	2011/2/27
乳制品行业-新政点评: 许可证重审和降低进口奶粉关税加速乳制品行业整合	2011/2/26
泸州老窖-业绩超预期, 重返快车道——2010 年业绩快报点评	2011/2/22
食品饮料-白酒板块股价异动点评——成长确定性强, 估值吸引力大	2011/2/21
水井坊-扩产能, 五年再造 4 个水井坊	2011/2/16
双汇发展-以史为鉴, 双汇十二五末股价超 300 元, 市值超 4000 亿	2011/2/16
酒鬼酒-增发方案获批将成股价催化剂	2011/2/14
水井坊-股价凸显套利空间, 经营拐点仍需等候	2011/2/10
酒鬼酒-业绩大幅增长, 期待省内发力——2010 年年报点评	2011/1/28
伊利股份-加码宁夏吴忠液态奶项目, 产能布局进一步优化	2011/1/20
泸州老窖-整固已近尾声, 再次腾飞在即	2011/1/19
伊利股份-品牌升级推动公司向世界一流健康食品集团迈进	2010/12/21
白酒行业-以五因素分析模型为工具, 前瞻把握地产酒投资机会	2010/12/20
白酒-中国白酒行业的发展趋势和预测——2011 年度策略会柴俊发言纪要	2010/12/20
乳制品行业-从奶源、产品、渠道全产业链精选优势企业	2010/12/20
皇氏乳业-高端差异化产品水牛奶即将迈开全国化战略步伐	2010/12/20
光明乳业-国内首款常温酸奶在全国上市, 引领公司进入突变期	2010/12/3
蒙牛乳业-高端产品奶源供给瓶颈突破在即	2010/11/29
伊利股份-深耕产业链, 扩大自有奶源, 加大产能布局, 渠道继续下沉	2010/11/29
古井贡酒-扩产能、布网点, 加速回归一线名酒	2010/11/29

资料来源: 中投证券研究所



## 投资评级定义

### 公司评级

- 强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上  
推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%  
中性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在±10%以内  
回避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

### 行业评级

- 看好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上  
中性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平  
看淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

## 研究团队简介

张 镭: 中投证券研究所首席行业分析师。

蒋 鑫: 中投证券研究所食品行业分析师, 南开大学经济学硕士, 天津大学信息工程工学学士。

柯海东: 中投证券研究所酒类行业分析师, 中山大学财务与投资学硕士, 华中科技大学工业设计工学学士, 武汉大学营销管理双学士。

## 免责条款

本报告由中国建银投资证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经事先书面同意, 本报告不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

## 中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

### 深圳

深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼  
邮编: 518000  
传真: (0755) 82026711

### 北京

北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层  
邮编: 100032  
传真: (010) 63222939

### 上海

上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼  
邮编: 200041  
传真: (021) 62171434