

分析师：赵大晖 刘晓峰  
 执业证书编号：S0050200010079  
 Tel: 010-59355902  
 Email: zhaodh@chinans.com.cn  
 地址：北京市金融大街5号新盛大厦7层(100140)

**食品饮料**

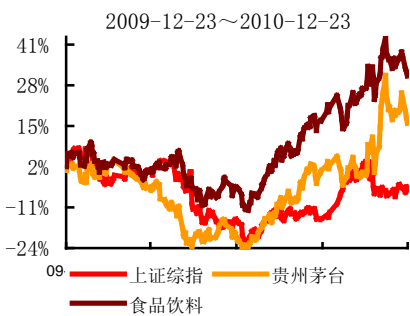
**投资评级**

本次评级:	谨慎推荐
跟踪评级:	调低
目标价□:	250

**市场数据**

市价(元)	190.95
上市的流通 A 股(亿股)	9.44
总股本(亿股)	9.44
52 周股价最高最低(元)	124.56-222.0
上证指数/深证成指	2877.90/12766.95
2009 年股息率	0.51%

**52 周相对市场表现**



**相关研究**

# 贵州茅台 (600519. SH)

## 提价增利润 限价争民心

**投资要点**

- 2011 年将是“量价齐升”。“十一五”期间形成的产能在明年将开始释放，实施限价令也需要有效供给数量的明显增加。
- 限价令有望真正实施。过高的终端价格虽然扩大了公司的可用提价空间，但过快的增速容易引发诸多利益相关方的“不满”，保证“限价令”有效实施可以缓解舆论和市场压力。
- 预计 2010 年、2011 年和 2012 年 EPS 分别为 5.73 元、8.26 元和 10.05 元，对应的动态市盈率分别为 33.33 倍、23.13 倍和 19 倍，估值偏低，但考虑到公司未来增速的持续性，给予“谨慎推荐”评级。

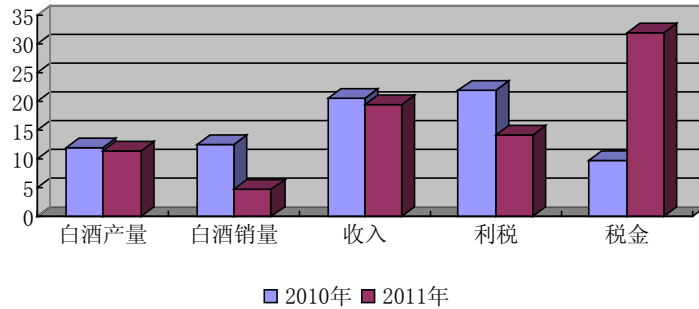
公司财务数据及预测				
项目	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	9670.00	12087	16922	20307
增长率(%)	17.33	25.00	40.00	20.00
归属于母公司所有者的净利润(百万元)	4312.45	5408	7793	9485
增长率(%)	13.50	25.40	44.11	21.72
毛利率(%)	90.17	91.76	93.31	93.59
净资产收益率(%)	29.81	27.85	28.64	25.85
EPS(元)	4.57	5.73	8.26	10.05
P/E(倍)	41.79	33.33	23.13	19.00
P/B(倍)	13.50	9.01	6.48	4.83

来源：公司年报、民族证券

## 一、2010 年主要数据

截止到 11 月底，茅台集团生产白酒 49539 吨，同比增长 11.53%，增幅略有回调（去年同期 11.93%）；销售 35810 吨，同比增长 4.90%，增幅明显下降（去年同期 12.43%）；销售收入 143.27 亿元，同比增长 19.39%；实现利税 105 亿元，同比增长 14.25%，比去年同期有所下降（去年为 21.8%）；上缴税金 52.69 亿元，同比增长 31.73%（去年同期为 9.87%）。

图 1：2009 年和 2010 年主要数据增幅对比（%）



数据来源：民族证券

**销量增幅大幅度下降。**与其他主要数据相比，销量增幅从 12.43% 下降到 4.90%，销量增幅下降、需求量稳定增长，应该是引发今年茅台价格大幅飙升的主要原因。其中需求种类多样化，收藏需求应该是导致需求量较快增长的主要原因之一。

**上缴税金大幅增长。**今年 1~11 月份上缴税金增幅高达 31.73%，是去年同期增幅的 3 倍还多，加强消费税基监管带动税金大幅增长。

## 二、提高出厂价、限制终端价

**兼顾多方利益，提高出厂价。**12 月 16 日，公司发布公告称，“为更好地统筹兼顾好国家、消费者、企业、经销商和投资者等各相关方的利益，同时考虑到本公司产品市场供求状况、原辅材料价格上涨以及企业发展战略需要等因素，本公司决定自 2011 年 1 月 1 日起适当上调产品出厂价格，平均上调幅度为 20% 左右。”53 度飞天茅台价格从 499 元/瓶提升至 619 元/瓶。

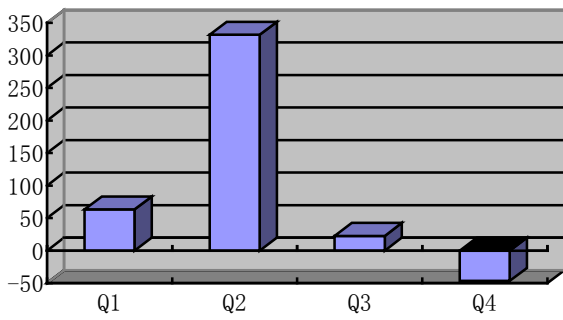
**限制终端价格，避免出厂价推动终端价格上涨。**往年提价过程表明，提高出厂价往往会大幅推动终端价格上涨；如果不对终端价格予以限制，那么终端价上涨额度还要高于出厂价上涨额度，目前北京等部分区域的茅台终端价格已经上涨至 1300~1400 元/瓶。本次大会明确终端限价 959 元/瓶，比去年同期限价高出 200 余元。

**高管明确表示，终端价格过快上涨不利于公司的长期发展。**终端价格涨速过快、过高，虽然在短期内为出厂价的提高留出了很宽的价格区间，但也会抑制需求的稳步增长、引发舆论的高度关注。本次经销商联谊大会的主题是“忠诚国酒、感恩茅台、共谋发展”，公司高管在会议上频繁强调限价的必要性、经销商在限价体系中的重要性和责任。股份公司董事长袁仁国在会后接受媒体采访也表示，公司将出台限价监管措施，欢迎社会监督。

## 三、十二五开局将是高增长之年

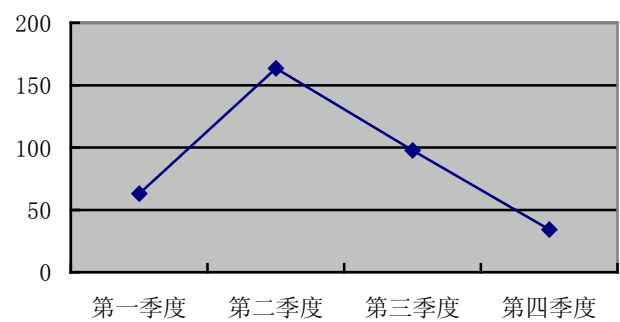
**2011 年将是“量价齐升”。**明年公司业绩将极有可能重演 2008 年走势，当时公司于 2008 年 1 月 11 日提价 20%，上半年业绩同比增长 163%。目前公司已经宣布于明年 1 月 1 日提价，而且主力产品 53 度茅台价格增幅为 24%，高于 2008 年同期；与当年不同的是，公司现在面临着很大的终端限价压力。如果公司不采取放量供应，那么很难让经销商完成“限价”工作；从公司产能扩张速度来看，十一五期间每年扩产 2000 吨，明年相应产能也将逐步释放。

图 2：2008 年公司单季度净利润同比增幅（%）



资料来源：WIND，民族证券

图 3：2008 年净利润同比增幅变化（%）



资料来源：WIND，民族证券

#### 四、盈利预测与评级

预计 2010 年、2011 年和 2012 年 EPS 分别为 5.73 元、8.26 元和 10.05 元，对应的动态市盈率分别为 33.33 倍、23.13 倍和 19 倍，估值偏低，但考虑到公司未来增速的持续性，给予“谨慎推荐”评级。

**附录：财务预测表**
**资产负债表**

单位：百万元	2009	2010E	2011E	2012E
<b>流动资产</b>	15656	22088	31612	42350
现金	9743	16497	25279	35000
应收账款	402	503	490	588
其它应收款	98	122	171	206
预付账款	1203	545	619	712
存货	4192	4413	5039	5823
其他	17	7	13	21
<b>非流动资产</b>	4114	4342	5016	5786
长期投资	14	14	14	14
固定及无形资产	3853	4037	4587	5275
其他	247	291	416	497
<b>资产总计</b>	19770	26430	36628	48136
<b>流动负债</b>	4971	5919	7885	9376
短期借款	0	0	0	0
应付账款	3656	4541	6319	7575
其他	1315	1378	1566	1801
<b>非流动负债</b>	10	13	18	21
长期借款	0	0	0	0
其他	10	13	18	21
<b>负债合计</b>	4981	5932	7903	9397
少数股东权益	186	487	922	1450
归属母公司股东权益	14603	20011	27804	37289
<b>负债和股东权益</b>	19770	26430	36628	48136

**现金流量表**

单位：百万元	2009	2010E	2011E	2012E
<b>经营活动现金流</b>	3532	6971	9303	10335
净利润	4553	5709	8227	10014
折旧摊销	208	217	247	284
财务费用	-134	-179	-276	-362
投资损失	-1	-2	-2	-3
营运资金变动	-1045	1270	1223	473
其它	-49	-45	-116	-72
<b>投资活动现金流</b>	-758	-398	-803	-979
资本支出	-791	-400	-806	-981
其他投资	33	2	2	3
<b>筹资活动现金流</b>	-1124	182	281	365
短期借款	10	3	5	4
新发股份	137	0	0	0
其他	-1271	179	276	362
<b>现金净增加额</b>	1649	6754	8781	9721

**利润表**

单位：百万元	2009	2010E	2011E	2012E
<b>营业收入</b>	9670	12087	16922	20307
营业成本	743	778	885	1017
营业税金及附加	208	217	247	284
销售费用	621	718	904	983
管理费用	1217	1485	1986	2282
财务费用	-134	-179	-276	-362
资产减值损失	0	0	0	0
公允价值变动收	0	0	0	0
投资净收益	1	2	2	3
<b>营业利润</b>	7224	9287	13426	16389
营业外收支	5	6	9	11
<b>利润总额</b>	7229	9293	13435	16400
所得税	1527651	1915665	2760598	3360067
<b>净利润</b>	4553	5709	8227	10014
少数股东损益	240	302	435	529
<b>归属母公司净利</b>	4312	5408	7793	9485
<b>EBITDA</b>	6148	7655	10948	13283
<b>EPS (元)</b>	4.57	5.73	8.26	10.05

**主要财务比率**

	2009	2010E	2011E	2012E
<b>成长能力</b>				
营业收入	17.33%	25.00%	40.00%	20.00%
营业利润	12.72%	25.39%	44.11%	21.72%
归属母公司净利润	13.50%	25.40%	44.11%	21.72%
<b>获利能力</b>				
毛利率	90.17%	91.76%	93.31%	93.59%
净利率	47.08%	47.23%	48.62%	49.31%
ROE	30.79%	27.85%	28.64%	25.85%
ROIC	30.52%	27.52%	28.26%	25.41%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	25.19%	22.44%	21.58%	19.52%
净负债比率	-65.88%	-80.48%	-88.00%	-90.35%
流动比率	3.15	3.73	4.01	4.52
速动比率	2.31	2.99	3.37	3.90
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.49	0.46	0.46	0.42
应收帐款周转率	24.05	24.05	34.53	34.53
应付帐款周转率	5.34	5.34	5.34	5.34
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益	4.57	5.73	8.26	10.05
每股经营现金	4.48	7.39	9.86	10.95
每股净资产	15.47	21.20	29.46	39.51
<b>估值比率</b>				
P/E	41.79	33.33	23.13	19.00
P/B	12.34	9.01	6.48	4.83
EV/EBITDA				

资料来源：公司报表、民族证券

## 分析师简介

赵大晖，博士，9年证券从业经验。擅于在行业景气周期循环中把握板块轮动规律，并对农业食品行业有着深刻的理解，能够从宏观、中观、微观三个层面综合分析上市公司的投资价值。曾获得深交所会员单位科研课题评选二等奖。证券投资咨询资格证书号S0050200010079。

## 分析师承诺

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。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接受到任何形式的报酬。

## 投资评级说明

类别	级别	定义
行业投资评级	推荐	未来6个月内行业指数强于沪深300指数5%以上
	中性	未来6个月内行业指数相对沪深300指数在±5%之间波动
	回避	未来6个月内行业指数弱于沪深300指数5%以上
股票投资评级	推荐	未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅在20%以上
	谨慎推荐	未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅介于10%——20%之间
	中性	未来6个月内股价相对沪深300指数波动幅度介于±10%之间
	回避	未来6个月内行业指数弱于沪深300指数10%以上

## 免责声明

本报告中的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征价。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。本报告版权归中国民族证券有限责任公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或转载，或以任何侵犯本公司版权的其它方式使用。

## 机构销售联系人

姓名	电话	手机	邮箱
袁泉	010-59355995	13671072405	yuanquan@chinans.com.cn
赵玲	010-59355762	13426225346	zhaoling@chinans.com.cn
曾荣	010-59355412	15801398822	zengr@chinans.com.cn
赵玉洁	010-59355897	13701002591	zhaoyujie@chinans.com.cn
姚丽	010-59355950	13911571192	yaol@chinans.com.cn