

白酒

署名人: 张镭

S0960209060260

0755-82026705

zhanglei@cjis.cn

参与人: 柯海东

S0960110080062

0755-82026712

kehaidong@cjis.cn

贵州茅台

600519

强烈推荐

量价齐升助力茅台市值看至 3000 亿元

在贵州省政府“更快更好”地发展的要求及新管理层上任的背景下，“十二五”将有望成为茅台量价齐升发展的新阶段。结合茅台酒终端价自 2009 年中期以来在投资性需求（经销商、消费者囤酒行为）推动下飙涨，公司有放量、进一步提高出厂价（提高经销商囤货成本）来平抑终端价过快增速的战略考虑，公司业绩有望重归高速增长的路径，我们给予“强烈推荐”的投资评级。

6-12 个月目标价: 300.00 元

当前股价: 177.99 元

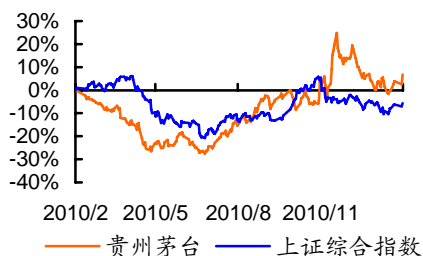
评级调整: 首次

基本资料

上证综合指数	2818.16
总股本(百万)	944
流通股本(百万)	944
流通市值(亿)	1746
EPS (TTM)	4.98
每股净资产(元)	15.52
资产负债率	25.9%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
贵州茅台	6.15	2.95	26.08
上证综合指数	0.94	-9.54	8.59



相关报告

投资要点:

- **品牌力最强，投资回报率最高的白酒巨头。** 贵州茅台以绝佳的品质、不可复制的国酒文化成为中国消费品中品牌力最强的公司。强大的品牌力构成了公司的核心竞争力，使公司在上市后持续高成长、高分红，盈利能力居于行业首位，给股东带来了 20 倍以上的投资回报率。
- **“十二五”将成为茅台量价齐升发展的新阶段。** 在贵州省政府提出“更好更快”地发展产业经济的大背景下，随着 2010 年新管理层上任，公司有强烈的恢复到高成长路径的动机，制定了今后五年收入复合增速 17.4%，产量复合增速 12.5% 的发展目标，有望进入量价齐升发展的新阶段。
- **投资性需求推动茅台酒终端价飙涨，通过放量、提高出厂价平抑终端价过快增速是公司最佳的战略措施。** 2009 年中期起在新增投资性需求（包括经销商、消费者囤酒行为）的推动下，茅台酒终端价增速一改过去 10 年与城镇居民月均可支配收入增速基本同步的规律，达 60%+，目前终端价与出厂价差比例已达 123%，为史上最高，公司已通过限购限价来平抑消费者投资性需求，未来通过放量、提高出厂价（提高经销商囤货成本）来平抑经销商投资性需求是公司最佳的战略措施。
- **“十一五”产能扩张为明后 5 年放量打下基础，“十二五”产能继续扩张将保障公司持续发展。** 由于 5 年的生产周期，公司在“十一五”期间每年新增的 2000 吨产量将在 2012 年左右释放，我们估算在 2012 年—2016 年间，普通高度茅台酒销量增速有望提高到 12%+，为量价齐升打下坚实的基础。公司制定的“十二五”产能规划到 2015 年达到 40000 吨，较当前产能几近翻倍增长，将保障长期持续发展。
- **预收帐款重归蓄水池高位，保障业绩平稳增长。** 在公司预收帐款/营业收入已恢复至 2007 年前的平均水平的情况下，公司再通过预收帐款“储蓄”业绩的动力在减少，相反，巨额的预收帐款在账上，对公司业绩的平稳增长起到了保障的作用。
- **目标价 300 元，首次给予“强烈推荐”评级。** 我们预测 2010/2011/2012 公司 EPS 分别为 5.58、7.91、9.98 元，复合增速达到 33.73%，针对 2012 年的 EPS，给予 30 倍市盈率的估值，未来 12 个月目标价为 300 元，首次给予“强烈推荐”评级。
- **股价催化剂：季报、年报业绩超预期**
- **风险提示：政务消费受限制、经济下行、业绩释放进程**

主要财务指标

单位: 百万元	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	9670	12360	16997	21265
同比(%)	17%	28%	38%	25%
归属母公司净利润(百万元)	4553	5506	7815	9875
同比(%)	14%	22%	42%	26%
毛利率(%)	90.2%	91.9%	93.3%	93.8%
ROE(%)	29.8%	28.3%	30.5%	29.7%
每股收益(元)	4.57	5.58	7.91	9.98
P/E	41.30	31.54	22.25	17.64
P/B	12.31	9.57	7.27	5.62
EV/EBITDA	27	22	16	13

资料来源: 中投证券研究所

目 录

一、公司简介：品牌力最强，投资回报率最高的白酒巨头，即将迈进量价齐升发展的新阶段	5
二、高档酒市场：投资性需求推高终端价，平抑终端价过快增速是厂商最佳战略选择	7
2.1 投资性需求推动高档酒终端价飙涨	7
2.2 终端价飙涨存在风险，平抑终端价过快增速是厂商最佳战略选择	10
三、公司分析：走入量价齐升发展的新阶段	11
3.1 品牌战略：高档酒—>量价齐升；超高档—>顶级奢侈品；系列酒—>调整运作思路	11
3.2.1 高档酒：普通 53 度茅台酒迈进量价齐升发展的新阶段	14
3.2.2 超高档酒：年份酒成为顶级奢侈品，贡献收入占比在逐步加大	16
3.2.3 中低档酒：茅台系列酒运作模式仍有较大改进空间	16
3.2 茅台酒产能扩张效应开始稳步释放	17
3.2.1 难以复制的生产环境及工艺增加了茅台酒的稀缺性	17
3.2.2 “十一五”产能扩张为放量打下基础，“十二五”产能扩张将保障公司持续发展	19
3.3 团购+专卖店发展空间仍很大，为放量打下坚实基础	21
3.4 成为世界级烈酒巨头将是长远目标	23
四、盈利预测及投资建议：强烈推荐	24
4.1 预收帐款重归蓄水池高位，保障业绩平稳增长	24
4.2 盈利预测及投资建议	25

图目录

图 1 贵州茅台（600519）组织结构	5
图 2 贵州茅台品牌力来源	6
图 3 贵州茅台上市后收入持续高成长	6
图 4 贵州茅台上市后持续高分红	6
图 5 贵州茅台股价累计上涨 20 倍以上	6
图 6 贵州茅台行业地位	6
图 7 近 5 年高档白酒供给量	7
图 8 高档白酒供给来源	7
图 9 我国财政收入随 GDP 增长而稳定增长	8
图 10 行政管理费用占财政支出之比达 20%	8
图 11 PMI 指数	8
图 12 工业增加值仍将高位增长	8
图 13 理论上宏观经济波动与高档酒需求变化情况	9
图 14 普通 53 度茅台酒价格与城镇居民月均可支配收入的变化趋势	9
图 15 普通 53 度茅台酒终端价飙升分析逻辑	10
图 16 普通 53 度茅台酒终端价飙升存在的风险	11
图 17 减少投资性需求的措施	11
图 18 贵州茅台主要荣誉展示	11
图 19 贵州茅台营业费用率远低于同行	13
图 20 普通 53 度茅台销量情况	14
图 21 普通 53 度茅台出厂价提价情况	14
图 22 高档酒终端价与出厂价价差情况	14
图 23 普通 53 度茅台酒终端价与出厂价价差	14
图 24 普通 53 度茅台酒的专卖店限购价	15
图 25 茅台 15 年年份酒	16
图 26 15 年年份酒出厂价与终端价	16
图 27 贵州茅台系列酒收入情况	17
图 28 茅台镇地理位置	18
图 29 茅台酒的酿造工艺流程	19
图 30 贵州茅台账面有高额现金	20
图 31 贵州茅台资产负债率很低	20
图 32 茅台及系列酒产量情况	21
图 33 茅台酒基酒产量预测情况	21
图 34 茅台酒理论销量预测情况	21
图 35 泸州老窖、贵州茅台、五粮液渠道比较	22
图 36 贵州茅台专卖店及特约经销商网点覆盖范围	22
图 37 茅台、五粮液、泸州老窖前 5 大客户贡献收入比例对比	23
图 38 茅台出口收入	23
图 38 2010 年国际烈酒巨头市值、收入、利润情况	24
图 38 公司预收帐款/营业收入的情况	24
图 38 公司净利润增速与预收帐款对比分析	25

表目录

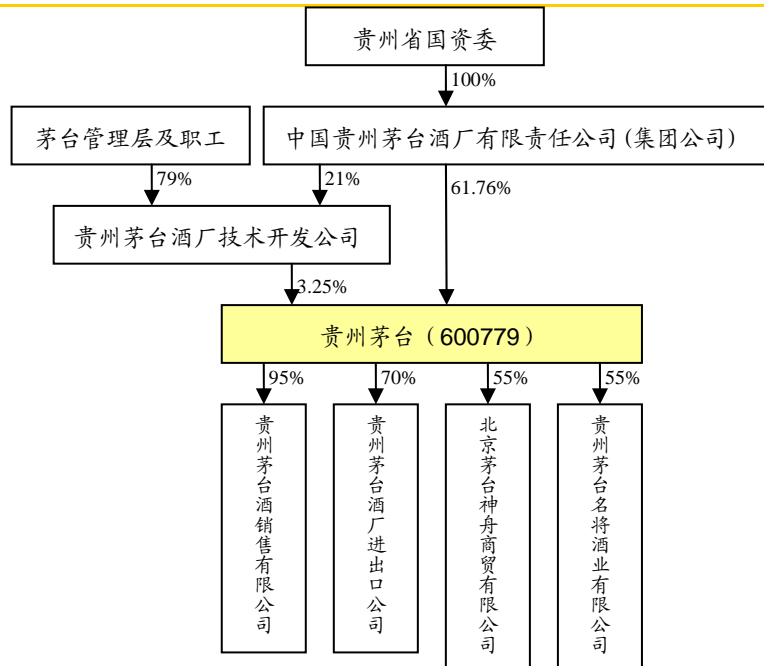
表 1 历届评酒会评出的中国名酒	12
表 2 贵州茅台与其他白酒文化诉求对比	13
表 3 贵州茅台产品结构及品牌发展战略	13
表 4 高档酒出厂价与终端价价差（元/瓶）	14
表 5 平抑茅台酒价飙升的措施.....	15
表 6 白酒吨酒产能扩张所需投资及建设时间	20
表 7 盈利预测关键假设表.....	25
表 8 估值对比.....	26

一、公司简介：品牌力最强，投资回报率最高的白酒

巨头，即将迈进量价齐升发展的新阶段

贵州茅台（600519）前身是1951年贵州省茅台镇三家老烧房合并组建的国营茅台酒厂，1997年成功改制为贵州茅台酒厂有限责任公司（以下简称集团公司），1998年起开始市场化经营，2001年，由贵州茅台酒厂有限责任公司作为主发起人，联合贵州茅台酒厂技术开发公司（**公司管理层及职工持股比例达79%**）、贵州省轻纺集体工业联社、深圳清华大学研究院、中国食品发酵工业研究院、北京市糖业烟酒公司、江苏省糖烟酒总公司、上海捷强烟草糖酒（集团）有限公司等经销商共同发起设立贵州茅台酒股份有限公司（600519）在上交所上市，上市后，经过多次送转股，股本从最初的25000万股增至94380万股。

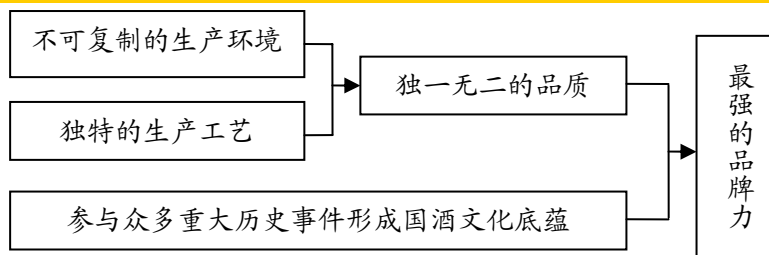
图 1 贵州茅台（600519）组织结构



资料来源：公司公告、中投证券研究所搜集整理

贵州茅台以绝佳的品质、不可复制的国酒文化成功塑造了中国消费品中最强的品牌力。茅台酒被称为世界三大名酒之一，品质绝佳，其品质取决于不可复制性的环境、工艺，有“离开了茅台镇生产不了茅台酒”的说法。而茅台酒的国酒文化则来源于四渡赤水战役、1949年开国大典、每年国庆招待会、日内瓦和谈、中美建交、中日建交等一系列重大历史性事件中，茅台酒所起的庆功酒的作用，奠定了其国酒的地位。据福布斯“2010年中国企业品牌价值排行榜”评定茅台品牌价值为中国制造业第一，高达214.3亿元。

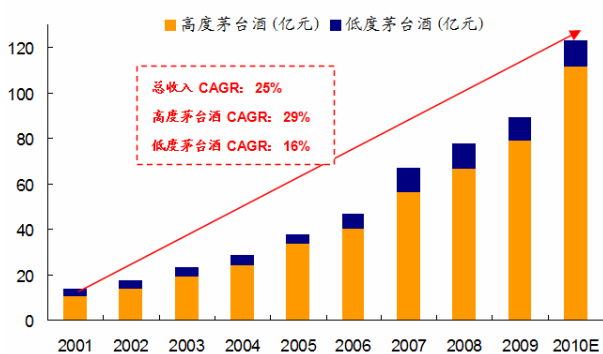
图 2 贵州茅台品牌力来源



资料来源：中投证券研究所

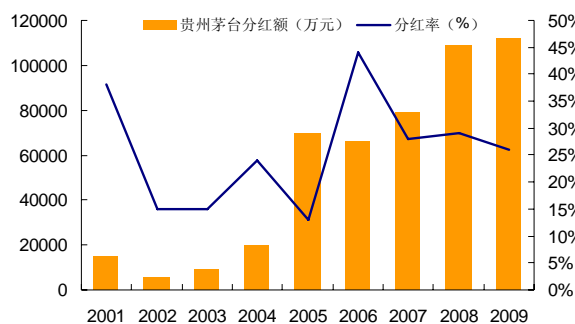
由于强大的品牌力，使得公司的主力产品高度茅台酒在高档酒市场极具竞争力，上市以来公司持续高成长、高分红，给股东带来了丰厚的回报，成为利润水平最高的白酒企业。

图 3 贵州茅台上市后收入持续高成长



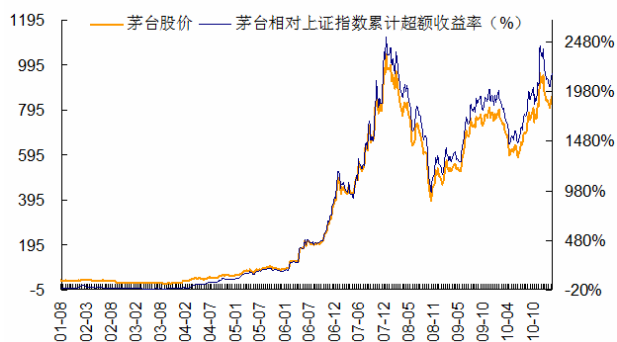
资料来源：公司公告、中投证券研究所搜集整理

图 4 贵州茅台上市后持续高分红



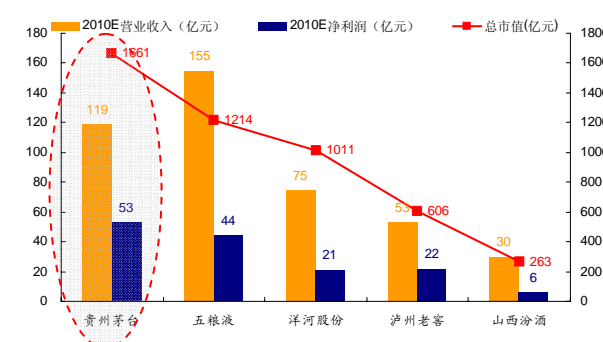
资料来源：公司公告、中投证券研究所搜集整理

图 5 贵州茅台股价累计上涨 20 倍以上



资料来源：公司公告、中投证券研究所搜集整理

图 6 贵州茅台行业地位



资料来源：wind、中投证券研究所搜集整理

茅台在上市的十年里(2001—2010)，受限于产能及控量提价的战略措施，量价增长一直难以同步。过去两年只提出厂价不放量，且遇上宏观层面的流动性过剩，投资性需求推动了茅台酒的终端价暴涨，不利于公司的品牌及长远发展，且与公司的业绩增速有所下滑形成鲜明的对比。2010年，贵州省政府提出“更好更快”地发展产业经济，且公司新管理层上任，有强烈的恢复到高成长路径的动机。

中长期的发展规划：大股东茅台集团（股份公司占集团收入约为87%）希

望能以更快的节奏，力争到“十二五”末，即 2015 年，茅台酒产量达到 40000 吨，集团销售收入达 260 亿元以上，“十三五”末茅台酒产量达到 50000 吨，集团的销售收入超过 500 亿元。按此规划，今后五年，上市公司收入复合增速约为 17.4%，产量复合增速约为 12.5%。

我们认为通过放量及提高出厂价增加国酒成本来平抑茅台酒终端价格过快增速是公司最佳战略措施，结合公司力图回到高增长轨道的十二五规划，我们判断，贵州茅台开始进入量价齐升的新发展阶段。

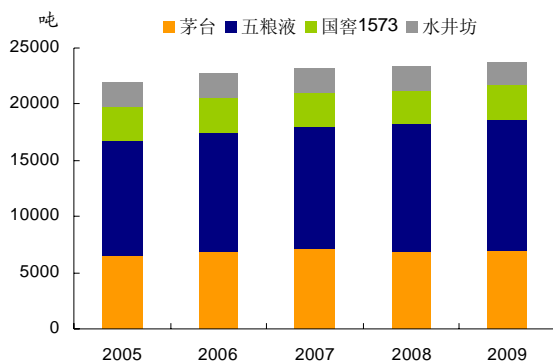
二、高档酒市场：投资性需求推高终端价，平抑终端价过快增速是厂商最佳战略选择

2.1 投资性需求推动高档酒终端价飙涨

为了便于分析，我们将定位、定价与普通 53 度茅台酒（也称为普通高度茅台酒）接近的白酒定义为高档酒，则当前高档酒主要有茅台酒、五粮液、国窖 1573、水井坊。

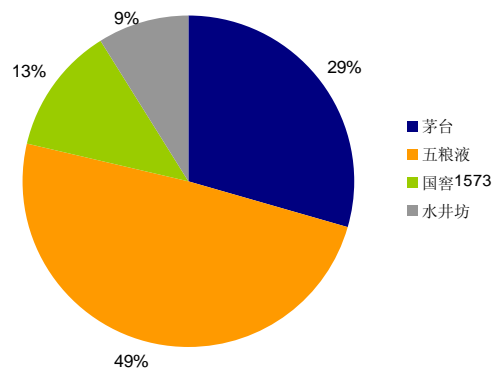
高档酒供给量增速慢。从供给来看，受限于生产工艺，我国高档白酒供给量增速较低，近 5 年复合增速仅 5.6%，即供给具有相对刚性。

图 7 近 5 年高档白酒供给量



资料来源：公司公告、中投证券研究所

图 8 高档白酒供给来源

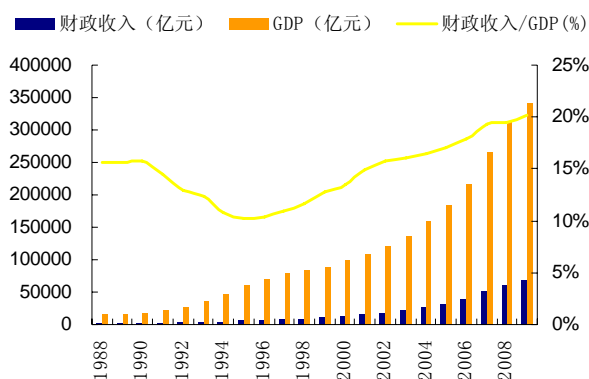


资料来源：公司公告、中投证券研究所搜集整理

从需求结构看，高档白酒需求源于公务、商务、私人消费需求，其中公务、商务需求约占总需求的九成，近两年来投资性需求出现进一步推动了高档白酒的需求。

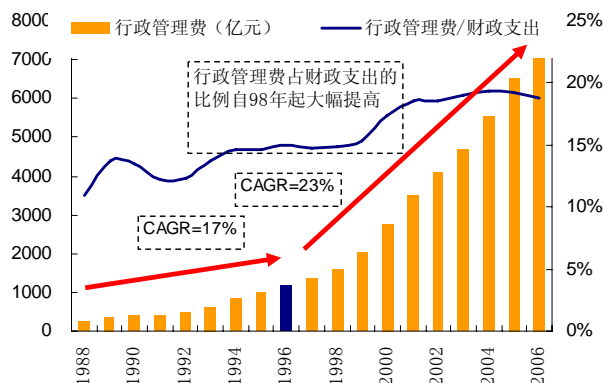
公务需求刚性较强，随 GDP 增长而增长。公务需求可以概括为“四个 20%”：财政收入占 GDP 比重为 20%，而财政支出与财政收入基本持平，行政管理费用支出约占财政支出的 20%，行政管理费用支出约有 20% 用于公款吃喝，按照酒水在宴席中占比 20% 保守估算的话，目前对高档白酒消费需求至少有 600 亿元，并且随着 GDP 的增长而继续增长。这一块需求只会受政府政策的影响，刚性较强。

图 9 我国财政收入随 GDP 增长而稳定增长



资料来源：统计局、中投证券研究所

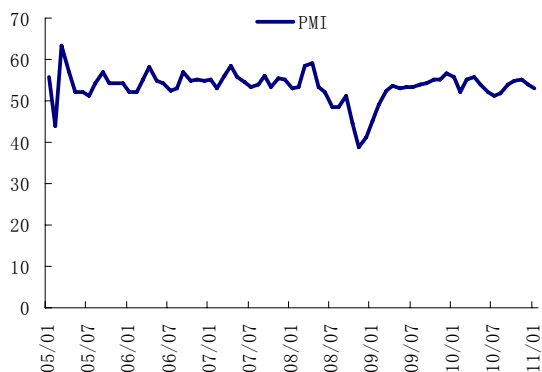
图 10 行政管理费用占财政支出之比达 20%



资料来源：统计局、中投证券研究所

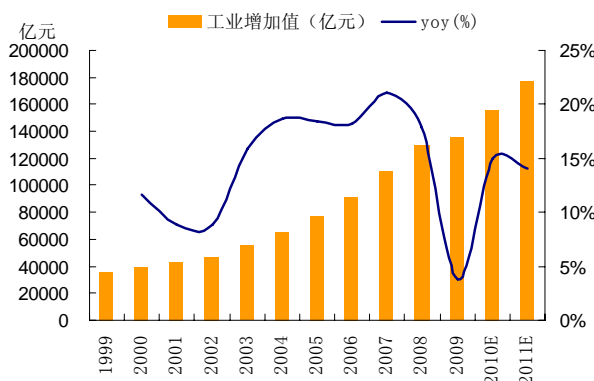
商务需求易受宏观经济波动影响。根据业内的市场调研，商务需求约占高档白酒需求量的五成，但商务需求的刚性比公务需求弱，受宏观经济波动影响。如 2008 年的金融危机，就对高档白酒造成了一定的影响，迫使茅台曾控量保价，但这一影响在 2009 年中期消除。根据我们宏观经济研究小组的研究，预测今年的工业增加值增速与 2010 年接近，达 14%，因此，我们认为商务需求仍将稳定增长。

图 11 PMI 指数



资料来源：统计局、中投证券研究所

图 12 工业增加值仍将高位增长

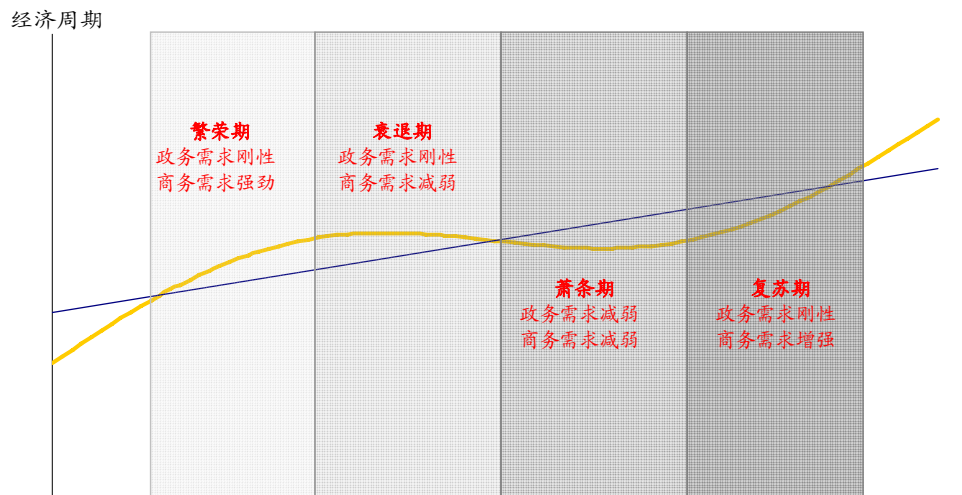


资料来源：统计局、中投证券研究所

私人消费需求受收入水平驱动而增长。2002 年我国突破了国际公认的消费升级标准线 1000 美元，2009 年我国人均 GDP 更是跨越 3711 美元大关，上海、北京、天津、浙江、江苏、广东等 10 个省市更是超过 4500 美元，根据国际惯例，人均 GDP 超过 4500 美元，对奢侈品的消费就进入快速增长期，对高档酒的私人消费需求将有望持续。

如果仅看公务、商务需求、私人消费需求，我们认为，高档酒应该具有典型的奢侈品属性，即需求量受宏观经济影响较大，收入弹性 > 1。

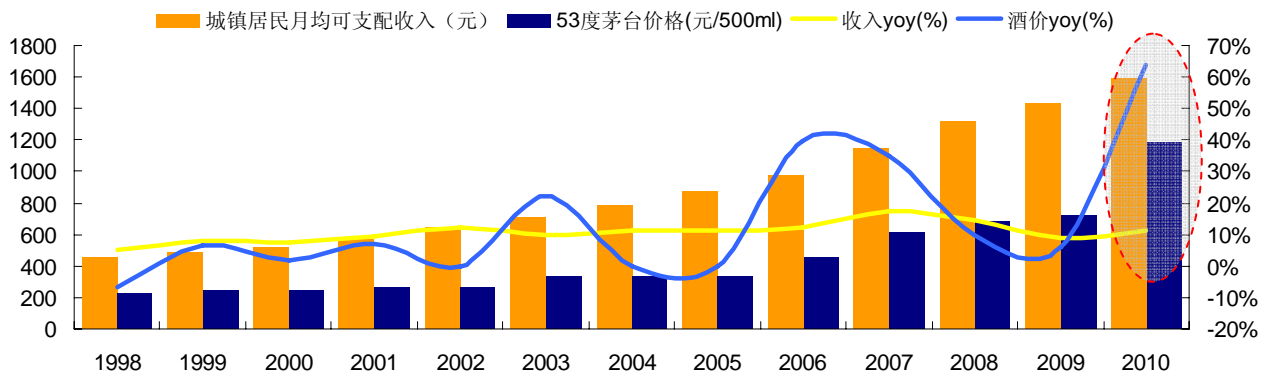
图 13 理论上宏观经济波动与高档酒需求变化情况



资料来源：中投证券研究所

从 1998—2009 年普通 53 度茅台酒（1998 年后茅台开始市场化运作）的终端价格变化与城镇居民月均可支配收入（每年城镇居民年均可支配收入/12）变化趋势来看，普通 53 度茅台酒价格确实表现出了理论上宏观经济波动与高档酒需求变化相关的情况，1998—2009 年间，城镇居民月均可支配收入复合增速为 11.04%，而普通 53 度茅台酒终端价格复合增速为 10.89%，两者基本一致，但显然普通 53 度茅台酒价格增速跟随城镇居民月均可支配收入增速剧烈波动。但 2010 年普通 53 度茅台酒终端价增速（64%）远超城镇居民月均可支配收入的增速（11%），表现异常，我们认为原因是投资性需求涌入导致普通 53 度茅台酒终端价格飙涨。

图 14 普通 53 度茅台酒价格与城镇居民月均可支配收入的变化趋势



资料来源：中投证券研究所搜集整理

我们将投资定义为经销商、消费者的囤酒行为，投资性需求出现进一步推涨了高档白酒，尤其是普通 53 度茅台酒的终端价格。我们认为，产品、企业经营、宏观经济三个层面的原因，及白酒拍卖会的兴起这一催化剂，推动了对高档白酒投资性需求的出现。

产品层面：高档白酒一般都是有一定年份的高度白酒，具有长期的储存价值，尽管年份酒一般只做基酒调味，但我国历来有“酒是陈的香”的观念，加之近年来白酒厂商大量推出“年份酒”，炒热了年份酒的概念，更是使“年份陈酒价值高”的观念深入人心。

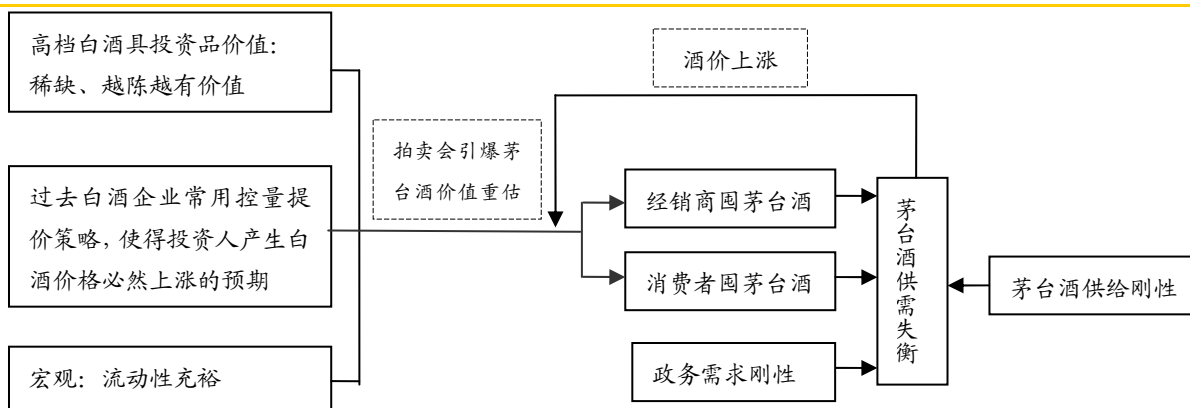
企业经营层面：控量提价是高档白酒厂商的常用策略，尤其是 2000 年后，高档白酒更是在厂商的主导下价格开始大幅攀升。一些厂商更是有意识地将年份酒赋予金融属性，如 2009 年 9 月，泸州老窖联手民生银行推出名为“国窖 1573 高档定制白酒收益选择权”的理财产品。如此一来，就给投资人产生了高档白酒必然会涨价的预期。

宏观经济层面：货币超发。2008 年以来，我国采取扩张性的货币政策刺激经济复苏，造成流动性充裕，游资炒楼、炒绿豆、炒蒜等新闻屡见报端。在国家当前对房地产采取高压政策的情况下，不少资金很可能将持续进入陈年白酒市场进行投资。

高档白酒拍卖会，尤其是陈年茅台酒的拍卖迅速升温：2009 年 6 月 14 日北京荣宝拍卖公司拍卖的一瓶 1959 年出厂的茅台酒拍出了 25.5 万元的天价震动了业界，尽管可比性并不算高，但我们可以作一估算：1959 年的茅台酒到 2009 年存放时间为 50 年，价值 25.5 万元，2009 年以 720 元购置一瓶普通 53 度茅台酒，储存 50 年后假定价值 25.5 万元，则年复合收益率高达 12.5%，正是此次拍卖后，陈年茅台酒的价值开始被重新认识，拍卖成交价开始一路飙升，从而带动普通 53 度茅台酒终端价飙涨。尽管过去几年也有白酒拍卖，但大部分都是厂商的营销措施，影响力并不大，这次拍卖会后，白酒拍卖会开始密集出现，陈年茅台酒的交易价格也越炒越高，普通 53 度茅台酒终端价也跟着加速上扬。最近一次拍卖在 2011 年 3 月 6 日，在上海拍卖行拍卖的 1978 年五星牌三大革命茅台从 30000 元起拍，46000 元成交。

拍卖会上陈年茅台酒价格飙升，使得经销商及消费者开始重新审视普通 53 度茅台酒的价值，投资性需求被激发，使其在各级流通渠道的储存量开始增加，又进一步加剧了其供需失衡，刺激终端价格上涨，由此产生自反馈效应。

图 15 普通 53 度茅台酒终端价飙升分析逻辑

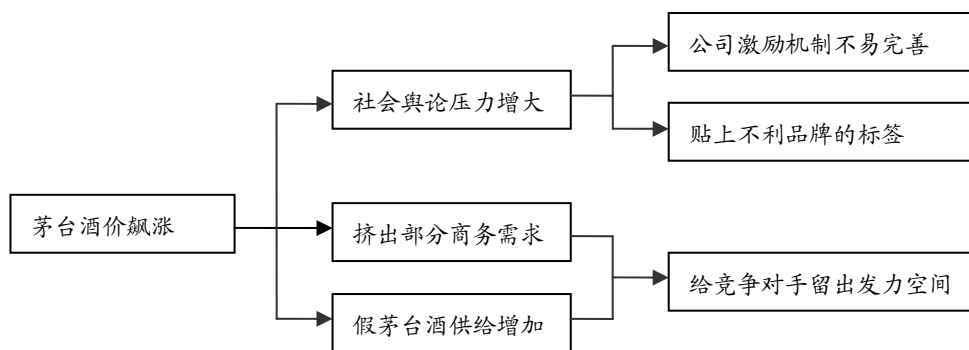


资料来源：中投证券研究所

2.2 终端价飙涨存在风险，平抑终端价过快增速是厂商最佳的选择

我们认为，普通 53 度茅台酒的终端价增速过快，存在着三方面的风险：一是社会舆论压力会增大，使得茅台酒被贴上不利于品牌的标签，长期来看损害品牌价值，而且在高舆论关注度的情况下，再想运作股权激励等激励机制的方案无疑压力重重；二是部分商务需求不如政务需求刚性，酒价飙涨会挤出这部分需求；三是高利润的驱使下，假酒的供给将会大增，结合挤出的部分商务需求来看，将会给竞争对手留出发力空间。

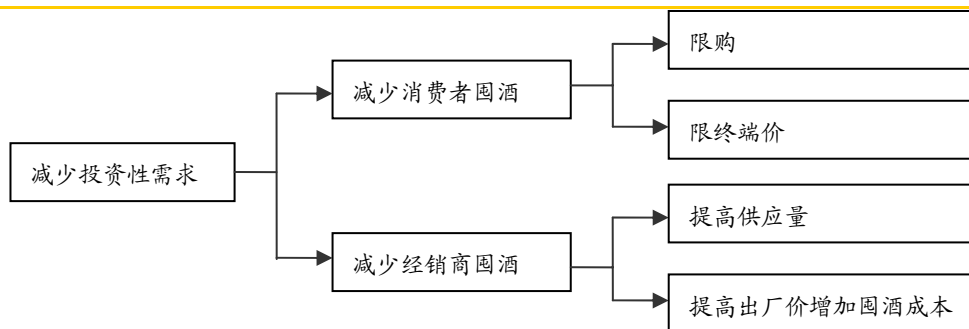
图 16 普通 53 度茅台酒终端价飙升存在的风险



资料来源：中投证券研究所

我们认为，要消除普通 53 度茅台酒的终端价增速过快的风险，对企业最佳做法就是放量销售、减少投资性需求，减少投资性需求既包括减少消费者的囤酒行为，也包括经销商的囤酒行为。具体措施包括增大出厂供给量，缩减终端价与出厂价的价差，提高经销商的囤货成本以打击经销商的投资性需求。

图 17 减少投资性需求的措施



资料来源：中投证券研究所

三、公司分析：走入量价齐升发展的新阶段

3.1 品牌战略：高档酒—>量价齐升；超高档—>顶级奢侈品；系列酒—>调整运作思路

茅台酒的品牌力是高档白酒中最强的，是其核心竞争能力，其品牌力来源于绝佳的品质与国酒文化的不可复制性。

从品质看，茅台酒属于酱香型白酒的典型代表，具有空杯留香幽雅持久，好喝不上头的绝佳品质，在国内外名酒评比均获得很高荣誉，获得广泛赞誉。

图 18 贵州茅台主要荣誉展示



1915年茅台酒荣获巴拿马万国博览会金奖



荣获历届国家质量金奖



荣获巴黎第12届国际食品博览会金奖



国际美食及旅游金桂叶奖（1985年）



全国企业最高奖——金马奖（1994年）



纪念巴拿马万国博览会80周年国际名酒品评会国际特别金奖第一名

资料来源：中投证券研究所搜集整理

表 1 历届评酒会评出的中国名酒

获奖产品	届次
贵州茅台	①②③④⑤
泸州老窖	①②③④⑤
山西汾酒	①②③④⑤
西凤酒	①② ④⑤
五粮液	②③④⑤
古井贡酒	②③④⑤
董酒	②③④⑤
全兴大曲酒	② ④⑤
剑南春	③④⑤
洋河大曲	③④⑤

资料来源：中投证券研究所搜集整理

从文化诉求来看，茅台酒的文化诉求最核心的就是国酒，其国酒文化来自于历史的选择，有着其不可复制的历史背景。概括起来，主要有三个不可复制：

第一个不可复制：见证红军长征，与军队情不可分。1935年长征期间，红军战士在茅台镇用酒消毒疗伤、止痛解乏。茅台酒与军队的渊源从此联系在一起，其他品牌无法复制。

第二个不可复制：开国第一宴用酒，此后成为国宴必用酒。1949年10月1日开国大典之后的开国第一宴，经周恩来总理直接审定，以茅台酒为主酒。从此，茅台酒就成了国宴和其他重要宴会的必用酒。

第三个不可复制：重要外交时刻均有茅台酒庆功。1972年，总理把茅台酒带进了中美两国的历史，实现了中美关系的正常化。1984年中英联合声明正式签署，为香港回归铺平了道路，邓小平用茅台酒宴请撒切尔夫人，以示庆贺。茅台酒见证了众多的外交成功时刻，成了外交酒。

国酒根基不可复制，相对于其他品牌有更强的文化生命力。从军队情结、国宴必备、外交庆功这三个方面茅台历史不可复制，茅台能够牢牢嵌入主流文化，相对于其他酒拥有有更强的文化生命力，茅台的文化根基得益于历史选择。

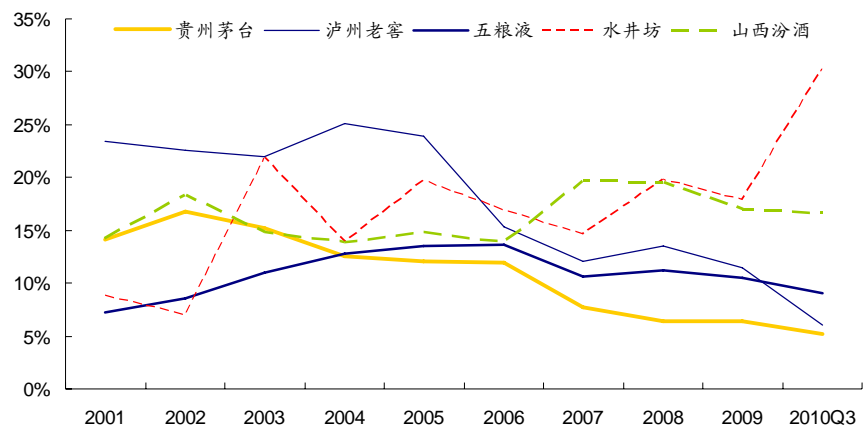
表 2 贵州茅台与其他白酒文化诉求对比

品牌	诉求点
贵州茅台	国酒茅台
五粮液	中国的五粮液 世界的五粮液
国窖 1573	中国荣耀
水井坊	高尚生活元素
山西汾酒	借问酒家何处有 牧童遥指杏花村

资料来源：中投证券研究所搜集整理

在深厚的品牌底蕴基础上，公司对军队、政府等相关核心消费群体，意见领袖进行持续不懈地公关营销，占领了品牌塑造的高地，起到了强大的辐射作用，对品牌形象的塑造起到了小投入大产出的高效果。使得公司的营业费用率不断下降，业内最低。

图 19 贵州茅台营业费用率远低于同行



资料来源：中投证券研究所搜集整理

当前公司的品牌运作战略是扩张高档酒普通 53 度茅台酒的产能，实现量价齐升；超高档酒茅台年份酒将被打造成顶级奢侈品；中低档酒则积极改变运作模式，抢占市场份额。

表 3 贵州茅台产品结构及品牌发展战略

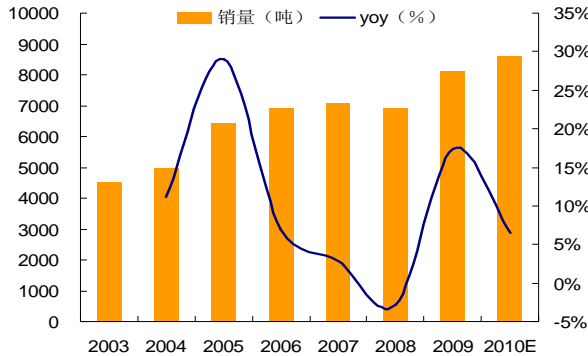
产品定位	产品	贡献收入比重	终端价 (元/500ml)	发展战略
超高档酒	茅台年份酒	30%	8000+	打造成顶级奢侈品
高档酒	普通 53 度茅台酒 (普通高度茅台)	60%	1380	量价齐升
中低档酒	茅台系列酒: 水立方、灿烂人生	10%-	500 ~ 600	放量抢占市场
	茅台系列酒: 王子酒、迎宾酒		180-	

资料来源：中投证券研究所搜集整理

3.2.1 高档酒：普通 53 度茅台酒迈进量价齐升发展的新阶段

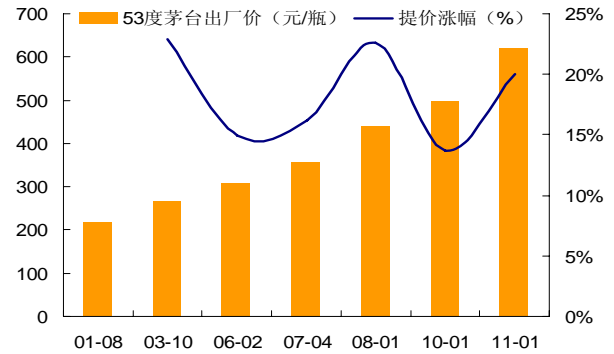
普通 53 度茅台酒（普通高度茅台酒）是贵州茅台的主力产品，贡献了其近 60% 的收入。过去 10 年，公司通过控量—>提价—>放量—>价平—>控量—>提价……的量价调控措施，其营业收入实现了接近 30% 的年复合增长率。

图 20 普通 53 度茅台销量情况



资料来源：公司公告、中投证券研究所搜集整理

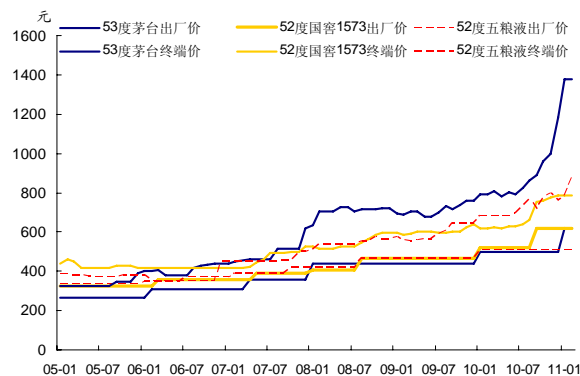
图 21 普通 53 度茅台出厂价提价情况



资料来源：公司公告、中投证券研究所搜集整理

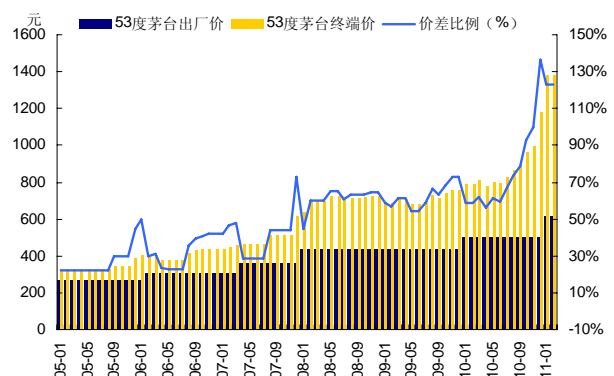
由于投资性需求的出现，使得普通 53 度茅台酒终端价出现飙升，终端价与出厂价间的价差越拉越大，价差比例（（终端价-出厂价）/出厂价）从 2005 年初的 22% 到 2011 年 2 月份的 123%。

图 22 高档酒终端价与出厂价价差情况



资料来源：中投证券研究所搜集整理

图 23 普通 53 度茅台酒终端价与出厂价价差



资料来源：中投证券研究所搜集整理

表 4 高档酒出厂价与终端价价差（元/瓶）

	出厂价	终端价	价差幅度
普通 53 度茅台	619	1380	123%
52 度国窖 1573	619	788	27%
52 度五粮液	509	889	75%
52 度水井坊	438	530	53%

资料来源：中投证券研究所搜集整理

前面我们分析了普通 53 度茅台酒终端价格飙升并不符合公司的长远利益，我们认为长期来看，普通 53 度茅台酒终端价格将有可能回归到 1998—2009 年间与城镇居民月均可支配收入增速相当的水平，这种观点也类似于集团董事长季克良长期以来的观点：即普通 53 度茅台酒终端价格不应该超过全国

最低工人工资。公司有强烈的平抑终端价过快增速的动机，目前我们也看到公司在采取措施，希望通过限价（限制终端价 959 元/瓶）限购（如不少专卖店每天每人限购 2 瓶）等措施平抑终端价的过快增速。

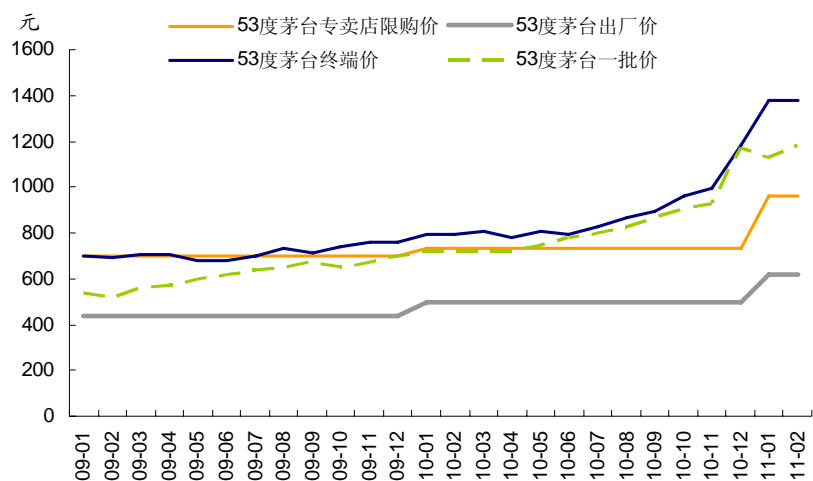
表 5 平抑茅台酒价飙涨的措施

政策执行层面	措施	中投证券点评
公司层面	<p>在 2011 年初，53 度茅台酒终端限价为 959 元，派出 10 个工作组检查全国销售情况，公布了违反限价令的惩罚措施：在茅台省区市场，如发现价格违规现象，将处罚所在片区大区经理和经销商每次 2000 元，副经理、营销员等也依次给予处罚；对擅自更改价格体系，放任价格违规的，相关责任人调离销售公司，撤销职务。</p> <p>对违反经营管理规定，如对月度销售计划、销售发票、销售收据、销售记录存根不齐全不详实的经销商，立即停止合同计划，扣减保证金 50%；对拒不配合市场检查的经销商，立即停止合同计划，扣减保证金 50%，并扣减茅台酒年度合作计划 20%。此外，如经销商两次价格违规，或两次跨区域销售，则坚决取缔合同。</p> <p>每瓶酒都有唯一身份识别条码，通过这一条码就可以追踪供货渠道。</p>	有利于打击经销商层面的涨价行为，措施严厉，但持续执行难度较大
经销商层面	<p>在全国多个城市，部分茅台酒专卖店纷纷实行限购：有的规定只有年满 18 周岁的消费者，凭身份才能每次购买一瓶，每周购买两瓶；有的则规定每个顾客最多一次只能购买两瓶，还要凭身份证购买。</p>	有利于打击消费者层面的投资性需求

资料来源：中投证券研究所搜集整理

公司限价是希望通过行政手段实现终端价格平抑，限价限购是针对消费者的囤货炒作行为，希望减少消费者的投资性需求。我们判断公司的终端限价会跟随全国最低工人工资增速提高，在未来几年增速将在 10% 左右。

图 24 普通 53 度茅台酒的专卖店限购价



资料来源：中投证券研究所搜集整理

但我们认为，采取限价限购的行政措施平抑价格难以持续，公司仍可以采取两方面的措施来平抑终端价：一是通过提高出厂价增加经销商的囤货成本减少经销商层面的投资性需求；二是通过放量来增加供给量。

我们判断，在 2011 年、2012、2013 年这几年，公司仍有动机每年提高出

厂价 100 元以上，增幅 15%左右，结合 2012 年茅台酒的产能释放，那么普通 53 度茅台酒将迈进量价齐升新时代。

3.2.2 超高档酒：年份酒成为顶级奢侈品，贡献收入占比在逐步加大

茅台现有 100 多栋库房，储酒有七八万吨，每年都留存部分新基酒作为年份酒。90 年代末，茅台相继开发出 80、50、30、15 年的年份茅台酒，产品结构不断优化，目前对茅台的收入贡献逐渐已经逐步提高到 30%左右了。

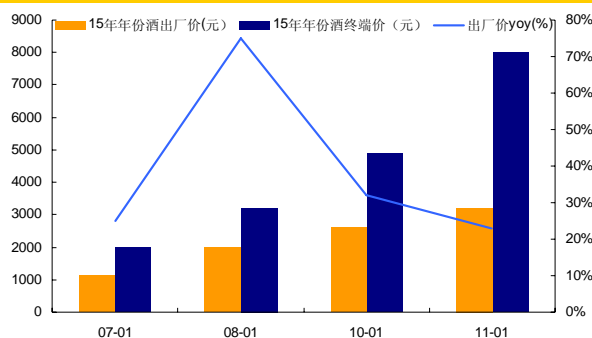
由于产量很少，年份酒非常稀缺，每年销量在 500 吨左右，提价能力远超普通茅台酒，以 15 年年份酒为例，自 2007 年起，共提出厂价 4 次，从 1128 元/瓶提到 3199 元/瓶，涨幅高达 184%，远高于同期 53 度飞天茅台出厂价 73% 的涨幅，终端价从 2000 元涨到 8000 元左右，涨幅更是高达 300%，显示出强劲的需求量。

图 25 茅台 15 年年份酒



资料来源：中投证券研究所搜集整理

图 26 15 年年份酒出厂价与终端价



资料来源：中投证券研究所搜集整理

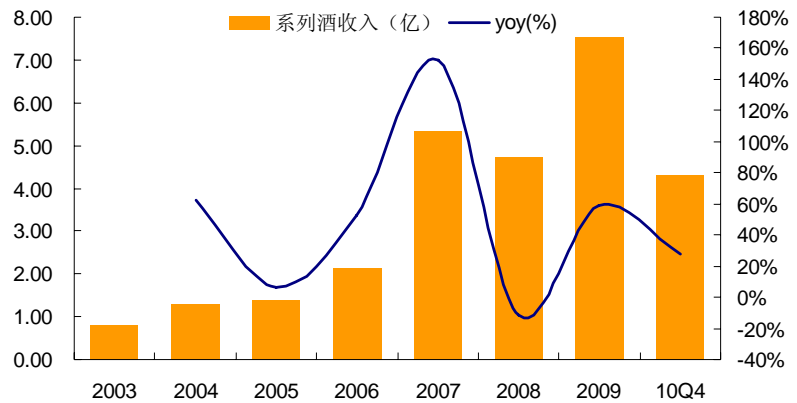
我们认为，通过纪念重大事件，推出收藏级的年份酒是将年份酒打造成顶级奢侈品的重要措施，是公司未来重要的增长点。如公司针对世博会，特别推出的世博茅台纪念酒，分大套 81 瓶(全球限量 160 套以纪念世博会 160 年的历史)和小套 36 瓶(全球限量 2010 瓶)。大套和小套的售价分别为 91.3 万元和 23.8 万，照此估算，公司约收入 1.5 亿元。

我们预计未来年份酒将持续走奢侈品路线，提价能力将强于普通 53 度茅台酒，随着出厂价的持续提高，年份酒贡献的收入和利润越来越高，将会是茅台未来业绩的重要增长点。

3.2.3 中低档酒：茅台系列酒运作模式仍有较大改进空间

茅台系列酒主要包括茅台王子酒、迎宾酒、水立方、仁酒、灿烂人生、盛世国藏等中低档酒，目前对总收入贡献尚不足 10%。

图 27 贵州茅台系列酒收入情况



资料来源：公司公告、中投证券研究所搜集整理

公司对中低档酒的运作模式与高档酒及超高档酒不同，主要走省级总经销制及品牌开发的路线。

终端价在 180 元以下的茅台王子酒、迎宾酒以省级总经销制为主运作。由于定价偏低，在各区域市场面临着同等价位的地产酒的激烈竞争，而品牌运作上卖点并不算特别突出，渠道运作也不如大部分地产酒那样精细化，未来在品牌诉求点及渠道运作精细化上仍有待进一步改善。

公司近几年还与不少经销商合作开发了系列酒品牌：如水立方酒（主销全国）、华堂酒（主销全国）、盛世国藏（主销全国）、名门（主销黑龙江、吉林、辽宁等）、金赤水（主销山东、内蒙、山西、四川等）、灿烂人生（主销上海、浙江、江苏和安徽等）、仁酒（主销贵州、云南、湖南等）、华窖酒（主销湖北、河南、江西等）、财富酒（主销四川、重庆、云南等）。这些开发品牌终端价定为在 200~600 中间，合计收入不到 5 亿元，仍有较大提升空间。

公司对系列酒的运作思路与泸州老窖刚好相反，老窖是自主品牌的中档酒，如特曲、百年老窖系列为自主运营，而特曲价位以下的产品则与经销商合作开发了大量品牌，我们认为这种运营模式更有助于掌控主导品牌，可能值得茅台借鉴。

3.2 茅台酒产能扩张效应开始稳步释放

3.2.1 难以复制的生产环境及工艺增加了茅台酒的稀缺性

茅台的生产是开放式自然发酵过程，对自然条件依赖性很强，茅台酒产地地理位置在东经 105°、北纬 27°，为亚热带气候，海拔高度 420~550 米；地处低凹河谷地带，风速小，形成了相对稳定的小气候环境，赤水河从中缓缓流过，为茅台提供了发酵所需的适宜温度和相对湿度。1972 年，周恩来总理指示：“在茅台河上游一百公里范围内不能建工厂，特别是化工厂。”使得赤水河保持原生态状态，远离工业污染，且茅台地区的长期酿酒生产工艺对当地微生物起到了自然驯化、筛选的作用，为茅台酒生产提供了丰富的、难以复制的微

生物资源。历史上“异地茅台”实验（在遵义依据茅台生产工艺生产珍酒）的失败说明了：离开了茅台镇生产不出茅台酒。

图 28 茅台镇地理位置

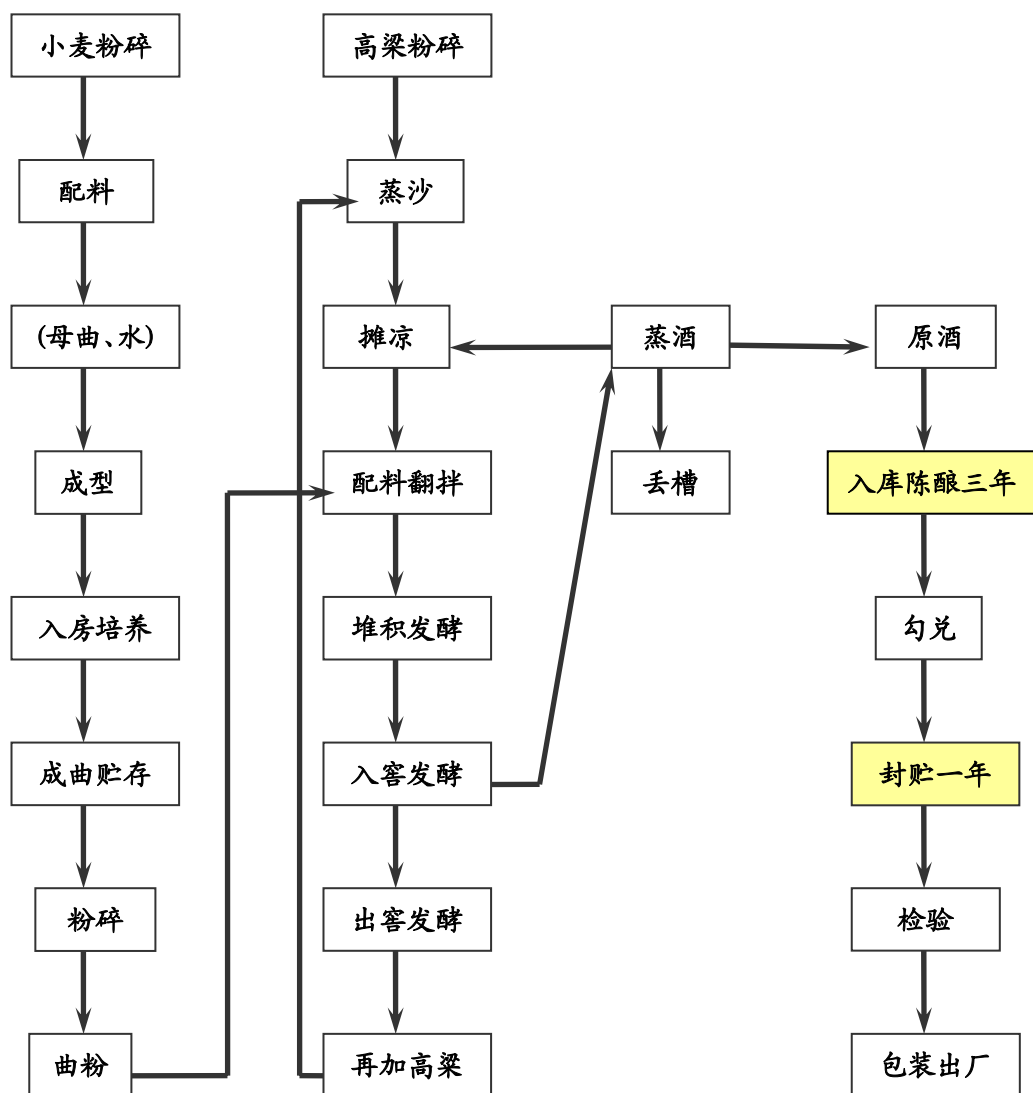


资料来源：Baidu 电子地图、中投证券研究所搜集整理

茅台酒的酿造过程经过前人的不断摸索完善，逐渐形成了“高温制曲、高温堆积、轻水入窖、2次投料、8次加曲、8次发酵、9次烤酒、高温接酒、以酒养窖、7次摘酒、长期贮存、精心勾兑”的完整工艺，精选赤水河沿岸种植的糯性高粱作为原料，出酒率不断提高，目前约 2.4 斤红高粱，2.6 斤小麦能出 1 斤茅台酒。

茅台酒的生产时间为端午踩曲、重阳投料，一月一个小周期，一年一个中周期，六年一个大周期，因此意味着茅台酒的产能扩张需要 5~6 年的时间才能够形成商品酒的产量，体现出经济价值。茅台酒的生产从投料到出商品酒的六年时间是这样分配的：制曲及贮存一年，制酒生产一年，生产的基酒陈酿三年，勾兑后贮存一年，茅台酒经过陈酿，在贮存过程中发生一系列物理化学变化，可以使茅台酒的风格更加明显。

图 29 茅台酒的酿造工艺流程



资料来源：招股说明书、中投证券研究所搜集整理

3.2.2“十一五”产能扩张为放量打下基础，“十二五”产能扩张将保障公司持续发展

随着酿酒粮食供应的充足，茅台酒生产工艺完善出酒率提高，及不断扩建，茅台酒的产能扩张速度逐步提高。

茅台酒产能从 1953 年的 75 吨增至 1000 吨，花了 26 年时间；从 1978 年的 1000 吨增至 2000 吨，用了 14 年时间；从 1992 年的 2000 吨增至 10000 吨，用了 13 年时间；2006 年，茅台酒产能达到约 15000 吨，开始进入“十一五”每年 2000 吨的产能扩张阶段，到 2010 年产能达 25000 多吨。2009 年起，公司开始进行“十二五”的产能扩张规划，通过关闭茅台镇的露天酿酒小作坊和居民搬迁，腾出生产用地，进行产能扩张，从 2010 年末起每年有望新增 2600 吨茅台酒产能，预计到 2015 年将完成 40000 吨左右的产能规划。结合公司高层在接受媒体采访时披露的资料，我们认为整个茅台镇酿酒空间充分利用的

话，产能潜力将在 50000 吨左右。

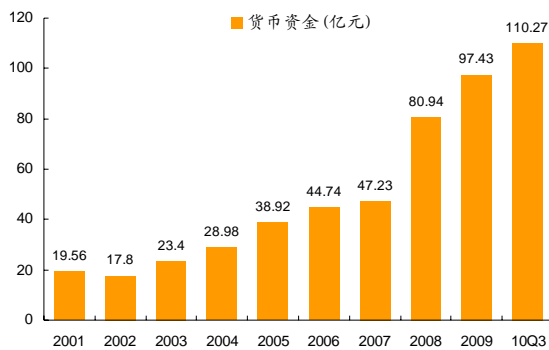
公司单栋制酒生产厂房约年产 200 吨基酒，厂房建设周期在一年以内，尽管吨酒生产设备投资资金高达 26 万元，远超其他香型的白酒，预计再扩张 20000 吨产能至少需要 52 亿元。但是由于公司账面现金充足，仅靠自有资金即可实现产能扩张，属于内生性增长的典范。

表 6 白酒吨酒产能扩张所需投资及建设时间

	酱香型	浓香型	清香型
吨酒产能扩张所需投资(万元)	26	8	2
建设时间(年)	1	2	1

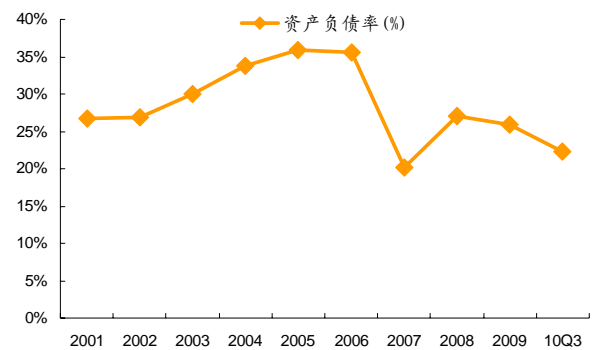
资料来源：公司公告、中投证券研究所搜集整理

图 30 贵州茅台账面有高额现金



资料来源：公司公告、中投证券研究所

图 31 贵州茅台资产负债率很低

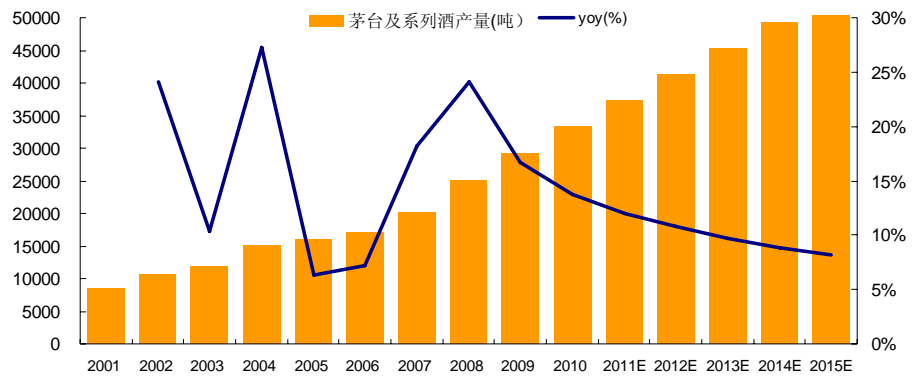


资料来源：公司公告、中投证券研究所

原料供应充足确保茅台酒产能扩张无虞。我们测算若 2015 年生产 40000 吨茅台酒，则约需要红高粱 96000 吨，小麦 104000 吨。根据贵州省政府在 2009 年出台的《贵州省白酒产业振兴计划》，省政府规划在仁怀市、习水县、金沙县、遵义县、桐梓县、正安县、道真县等地规划种植有机糯高粱 100 万亩、有机小麦 70 万亩，研究建立白酒与原料价格的协调互动机制和酒税反哺原料基地建设机制，加强原料质量检测，为以茅台酒为主的白酒生产企业提供质量保证的有机原料。若按照亩产 200 公斤高粱的数据估算，100 万亩土地即能产 200000 吨高粱，按亩产 500 公斤小麦的数据估算，70 万亩土地将能产 350000 吨小麦，届时原料的充足供应将确保茅台酒产能扩张无虞。

结合公司历年报表产量数据（值得注意的是，产量数据是将茅台基酒及系列酒基酒合计计算的，我们估算茅台基酒将占比在 80%左右）及我们对公司产能释放进度的预测，在 2011 年—2015 年间，公司产量增速将在 8%~10%左右。

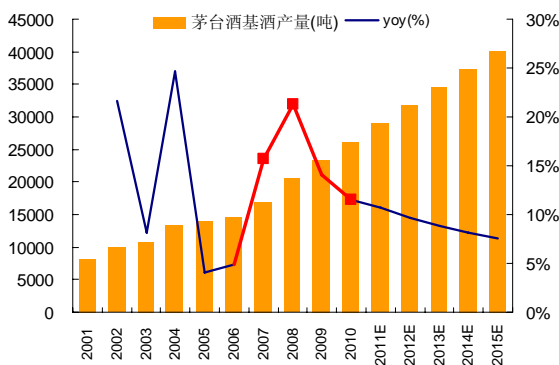
图 32 茅台及系列酒产量情况



资料来源：公司公告、中投证券研究所

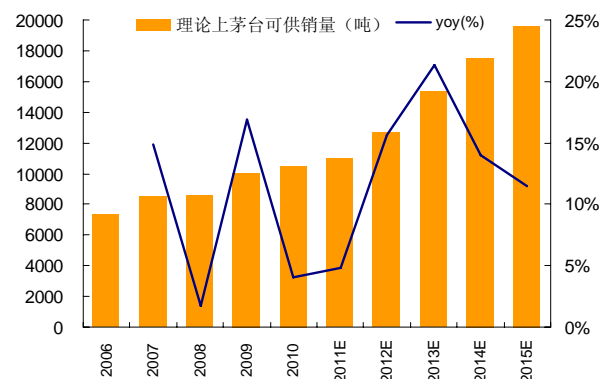
由于5年的生产周期，茅台在2007年起每年新增的2000吨产量，经过5年时间，预计将在2012年左右释放，从2011年开始每年新增的2600吨产能预计将在2016年开始释放。茅台生产的基酒，经过3年的存储约有3%左右的挥发，另外勾兑、包装过程中有一定的损耗，我们估计有5%的总损耗，另外有20%的酒被储存起来做老酒，这样最后可以用于销售的普通茅台酒约为原产量的75%。我们估算公司从2012年—2016年，可供销售的普通茅台酒数量增速有望提高到12%以上，为公司进入量价齐升的发展阶段打下坚实的基础。

图 33 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 34 茅台酒理论销量预测情况

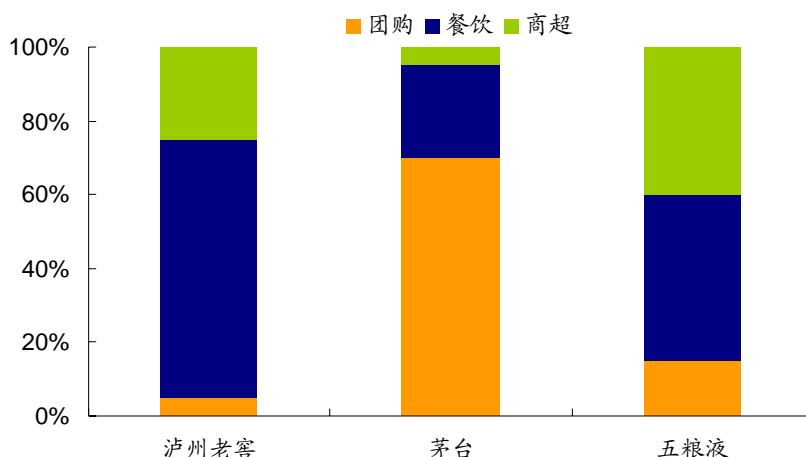


资料来源：中投证券研究所

3.3 团购+专卖店发展空间仍很大，为放量打下坚实基础

公司根据产品定位建设渠道，目前主力产品普通53度茅台酒及以上产品主要通过团购、建设专卖店及特约经销商渠道实现销售，经团购、专卖店及特约经销商等渠道销售占比约60%~70%，在同行中渠道扁平化程度最高。

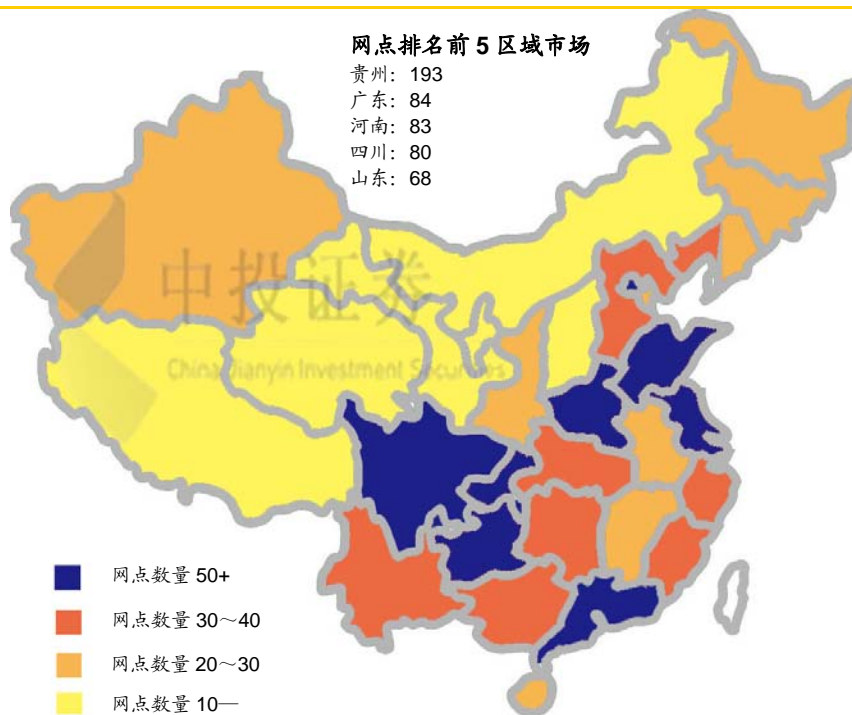
图 35 泸州老窖、贵州茅台、五粮液渠道比较



资料来源：中投证券研究所搜集整理

截至 2011 年 2 月份，公司在全国共有专卖店 929 家，特约经销商 296 家，分别比 2009 年末增长了 10%、35%，合计共 1225 家，领先于五粮液的 872 家。若按照公司每个县级行政区至少有一家专卖店的规划，我国目前有 2860 个县级行政区，则茅台专卖店及特约经销商数量仍有翻两番的空间。

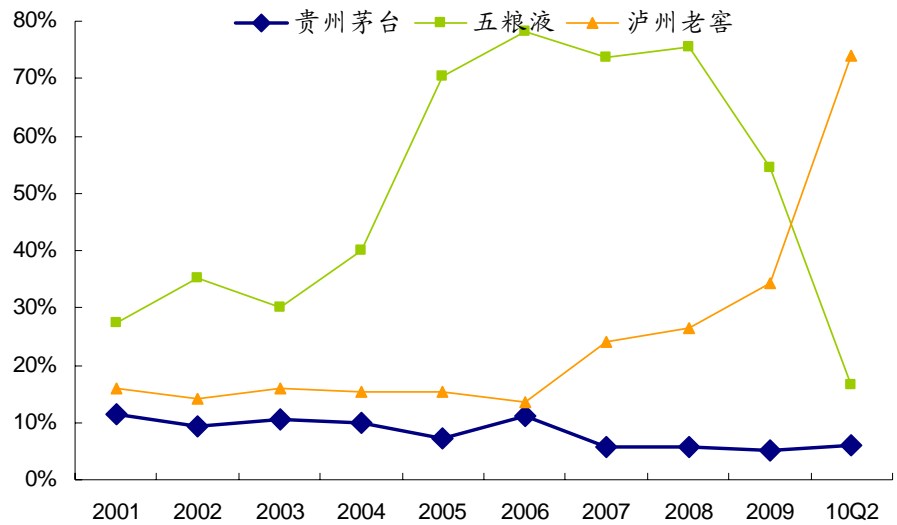
图 36 贵州茅台专卖店及特约经销商网点覆盖范围



资料来源：公司主页、中投证券研究所

由于公司渠道扁平化程度最高，因此在与经销商博弈过程中占据主导地位，前 5 大客户贡献收入约 6%，原低于同行的水平。公司相对经销商的强势地位有助于公司今后有能力持续提高出厂价。

图 37 茅台、五粮液、泸州老窖前 5 大客户贡献收入比例对比

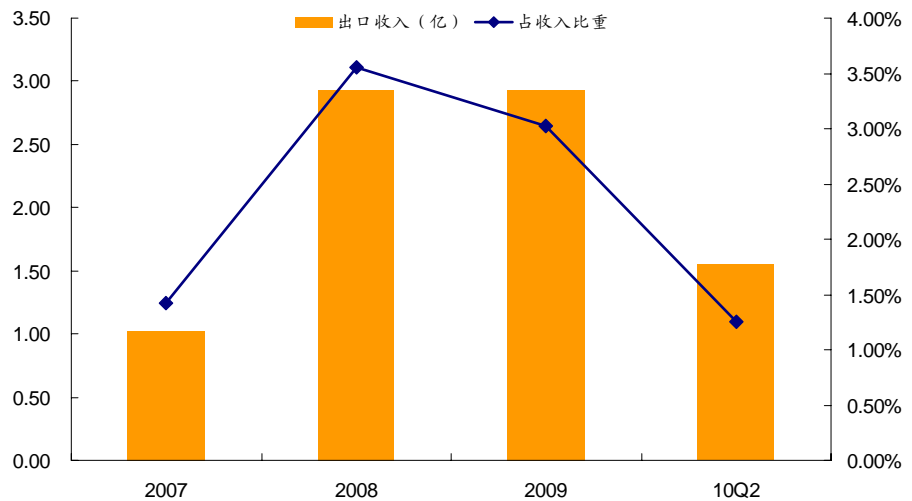


资料来源：公司公告、中投证券研究所

3.4 成为世界级烈酒巨头将是长远目标

在 2007 年起，茅台酒的出口收入迅速上升，到 2010 年中期，出口收入达到 1.55 亿元，略低于国内最大的白酒出口厂商五粮液的 2 亿元。

图 38 茅台出口收入



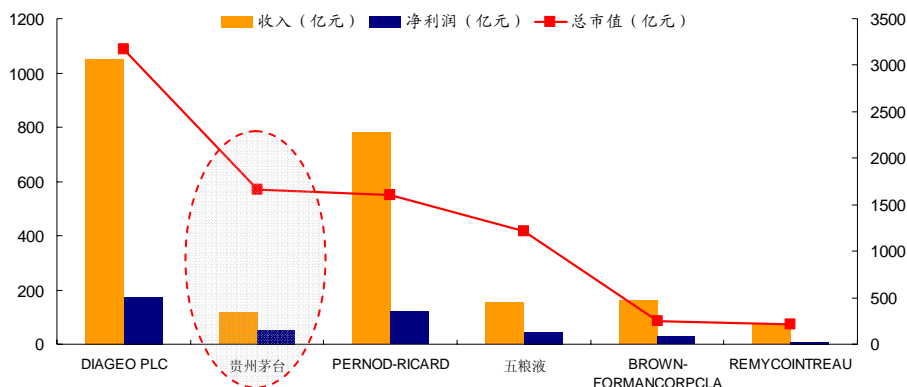
资料来源：公司公告、中投证券研究所

随着中国经济地位的提高，代表中国文化的中国白酒有望为更多的外国人接受，茅台作为中国白酒中品牌力最强的厂商，海外认可度有望得到逐步提升。我们认为除了扎根海外华人华侨市场外，从文化、影响力的角度来看，公司在东南亚、非洲等地区的推广可能更容易一些。

从市值来看，当前公司已经成为全球第二大烈酒公司，从收入、净利润来看，尽管公司收入仅为 DIAGEO 的 11%，但销售净利率却高达 44%，远超 DIAGEO 的 17%，使得公司的净利润为 DIAGEO 的 30%。随着公司步入量价齐升的发展新阶段，收入持续高增长，可以预见的是，公司净利润超越 DIAGEO

将是长远的目标，进而带动市值超越 DIAGEO，成为全球烈酒巨头。

图 39 2010 年国际烈酒巨头市值、收入、利润情况



资料来源：彭博、中投证券研究所（注：单位均已折算成人民币）

四、盈利预测及投资建议：强烈推荐

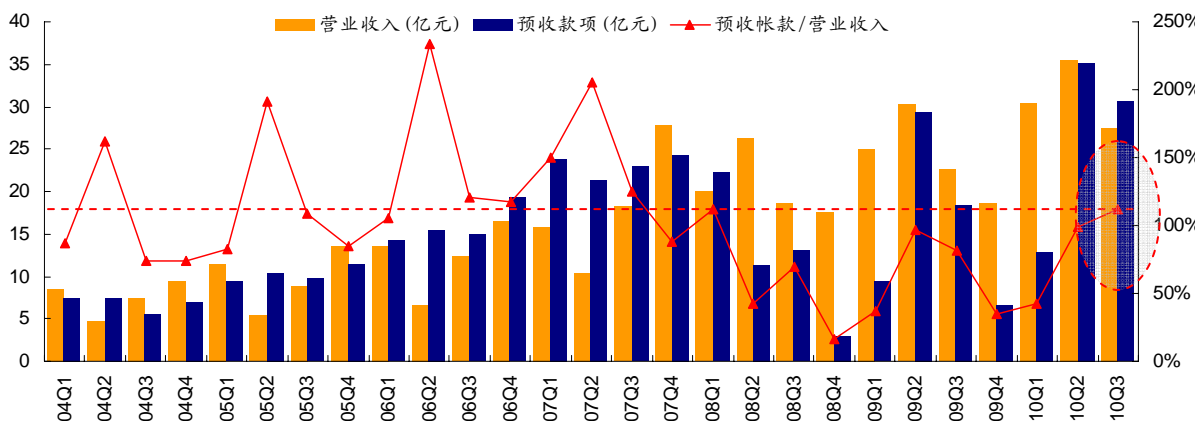
4.1 预收帐款重归蓄水池高位，保障业绩平稳增长

公司业绩波动受预收帐款政策变化影响较大，观察公司过去几年的预收帐款/营业收入的比例，在 2007 年以前，该比值在每年的第二季度呈现季节性上升，反映了公司在第二季度淡季收入较低的情况，较为客观。

但 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，这说明了公司的预收帐款起到了业绩蓄水池的作用。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。

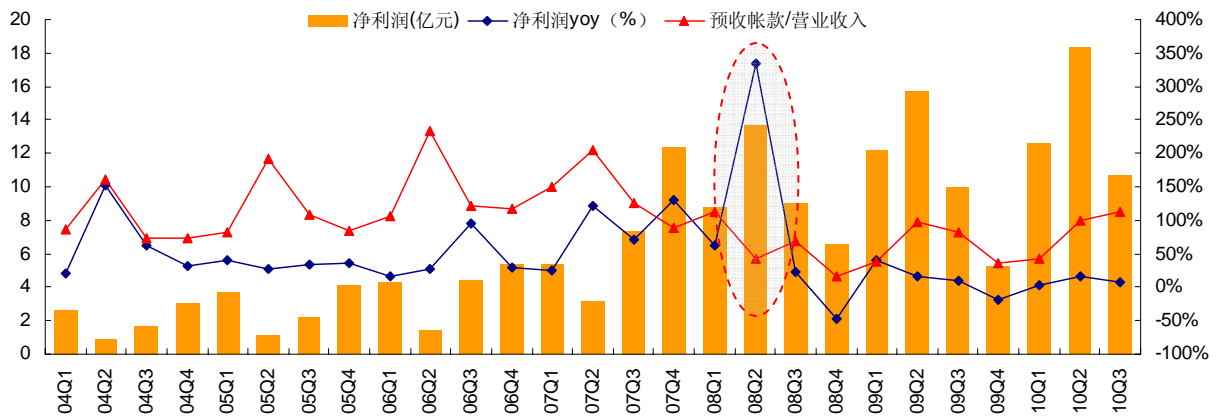
我们认为，在公司当前预收帐款/营业收入已经恢复至 2007 年前高位的平均水平的情况下，再通过预收帐款“储蓄”业绩的动力在逐步减少，相反，巨额的预收帐款在账上，对公司业绩的平稳增长起到了保障的作用。

图 40 公司预收帐款/营业收入的情况



资料来源：公司公告、中投证券研究所

图 41 公司净利润增速与预收帐款对比分析



资料来源：公司公告、中投证券研究所

4.2 盈利预测及投资建议

我们对盈利预测作出如下关键假设：

- 1、公司在 2011 年 1 月起上调出厂价，平均上调水平为 20%，我们假设未来三年，出厂价上调幅度在 15% 左右；
- 2、2011/2012/2013 年普通 53 度茅台酒逐步开始放量，新增销量逐步达到 1500 吨/年，增速分别为 11%、13%、12%；

表 7 盈利预测关键假设表

	2008	2009	2010E	2011E	2012E	2013E
普通 53 度茅台						
销量 (吨)	6900.00	8040.00	8420.00	9330.00	10630.00	11930.00
yoy (%)	-2.82%	16.52%	4.73%	10.81%	13.93%	12.23%
吨酒收入 (万/吨)	78.45	78.45	91.27	113.22	129.31	147.61
yoy (%)	25.12%	0.00%	16.34%	24.05%	14.22%	14.14%
收入 (百万)	5413.10	6307.43	7684.94	10563.31	13746.13	17609.29
yoy (%)	21.59%	16.52%	21.84%	37.45%	30.13%	28.10%
毛利率 (%)	91.55%	91.77%	92.59%	93.82%	94.35%	94.99%
低度茅台						
销量 (吨)	1650.00	1630.00	1900.00	2100.00	2300.00	2500.00
yoy (%)	-13.16%	-1.21%	16.56%	10.53%	9.52%	8.70%
吨酒收入 (万/吨)	65.11	62.17	75.11	92.89	100.71	109.60
yoy (%)	17.84%	-4.51%	20.82%	23.67%	8.42%	8.83%
收入 (百万)	1074.25	1013.36	1427.11	1950.67	2316.36	2740.00
yoy (%)	2.33%	-5.67%	40.83%	36.69%	18.75%	18.29%
毛利率 (%)	90.41%	89.87%	91.28%	92.68%	93.00%	93.34%
年份酒						
销量 (吨)	420.00	524.00	570.00	620.00	670.00	720.00
yoy (%)	-12.50%	24.76%	8.78%	8.77%	8.06%	7.46%

吨酒收入 (万/吨)	304.76	304.76	450.00	600.00	650.00	700.00
yoy (%)	21.90%	0.00%	47.66%	33.33%	8.33%	7.69%
收入 (百万)	1280.00	1596.94	2565.00	3720.00	4355.00	5040.00
yoy (%)	6.67%	24.76%	60.62%	45.03%	17.07%	15.73%
毛利率 (%)	95.23%	95.87%	97.09%	97.73%	97.83%	97.91%
茅台酒合计						
销量合计 (吨)	8550.00	9670.00	10320.00	11430.00	12930.00	14430.00
yoy (%)	-5.00%	13.10%	6.72%	10.76%	13.12%	11.60%

资料来源: 中投证券研究所

预测公司 2010、2011、2012 年分别实现销售收入 124、170、213 亿元, 实现 EPS 分别为 5.58、7.91、9.98 元, 对 2012 年 EPS 给予 30 倍 PE, 未来 12 个月目标价为 300 元, 对应市值约 3000 亿元, 较当前的 177.99 元还有 70% 的涨幅, 给予“强烈推荐”的投资评级。未来随着业绩逐步释放, 季报、年报业绩超预期将成为股价催化剂。

表 8 估值对比

公司	EPS				P/E				PS			PEG11
	09A	10E	11E	12E	09A	10E	11E	12E	10E	11E	12E	
贵州茅台	4.57	5.58	7.91	9.98	38.42	31.54	22.25	17.64	13.44	9.77	7.81	0.66
五粮液	0.86	1.15	1.54	1.86	38.42	27.82	20.77	17.20	7.83	6.83	5.78	0.76
洋河股份	3.04	4.91	6.94	9.30	68.25	45.79	32.40	24.18	13.41	9.87	7.34	0.86
泸州老窖	1.20	1.57	1.99	2.56	33.33	27.68	21.84	16.98	11.27	8.79	7.03	0.79
水井坊	0.66	0.66	0.77	1.00	31.14	31.67	27.14	20.90	5.90	7.35	6.21	1.18

资料来源: wind、中投证券研究所 (注: 泸州老窖、贵州茅台、洋河股份、水井坊盈利预测来源于中投证券, 其余来自 wind 一致预期)

风险提示: 政务消费受限制、经济下行、业绩释放进程

附：财务预测表

资产负债表					利润表				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	15656	19683	26570	34772	营业收入	9670	12360	16997	21265
现金	9743	13738	19837	27443	营业成本	951	996	1136	1318
应收账款	21	99	136	170	营业税金及附加	941	1854	2550	3190
其它应收款	96	145	199	249	营业费用	621	803	1020	1276
预付账款	1203	731	1108	1306	管理费用	1217	1483	2040	2552
存货	4192	4785	5035	5285	财务费用	-134	-117	-168	-236
其他	400	185	255	319	资产减值损失	-0	0	0	0
非流动资产	4114	4764	5821	6789	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	4	4	4	4	投资净收益	1	0	0	0
固定资产	3169	4121	5222	6221	营业利润	6076	7341	10420	13166
无形资产	466	486	506	526	营业外收入	6	3	3	3
其他	476	153	90	38	营业外支出	1	3	3	3
资产总计	19770	24447	32391	41561	利润总额	6081	7341	10420	13166
流动负债	5108	5409	7117	8652	所得税	1528	1835	2605	3292
短期借款	0	0	0	0	净利润	4553	5506	7815	9875
应付账款	139	50	57	66	少数股东损益	240	238	350	455
其他	4969	5359	7060	8586	归属母公司净利润	4312	5268	7465	9420
非流动负债	10	0	0	0	EBITDA	6149	7522	10633	13401
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	4.57	5.58	7.91	9.98
其他	10	0	0	0					
负债合计	5118	5409	7117	8652	主要财务比率				
少数股东权益	186	423	773	1228	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
股本	944	944	944	944	成长能力				
资本公积	1375	1375	1375	1375	营业收入	17.3%	27.8%	37.5%	25.1%
留存收益	12147	16297	22181	29362	营业利润	12.7%	20.8%	42.0%	26.4%
归属母公司股东权益	14466	18615	24500	31680	归属于母公司净利润	13.5%	22.2%	41.7%	26.2%
负债和股东权益	19770	24447	32391	41561	获利能力				
					毛利率	90.2%	91.9%	93.3%	93.8%
					净利率	44.6%	42.6%	43.9%	44.3%
					ROE	29.8%	28.3%	30.5%	29.7%
					ROIC	123.6	135.8%	189.3	239.3%
					偿债能力				
					资产负债率	25.9%	22.1%	22.0%	20.8%
					净负债比率				
					流动比率	3.06	3.64	3.73	4.02
					速动比率	2.24	2.75	3.02	3.41
					营运能力				
					总资产周转率	0.54	0.56	0.60	0.58
					应收账款周转率	252	160	116	111
					应付账款周转率	7.30	10.54	21.31	21.48
					每股指标 (元)				
					每股收益(最新摊薄)	4.57	5.58	7.91	9.98
					每股经营现金流(最新摊薄)	4.48	6.66	9.53	11.75
					每股净资产(最新摊薄)	15.33	19.72	25.96	33.57
					估值比率				
					P/E	41.30	33.81	23.86	18.91
					P/B	12.31	9.57	7.27	5.62
					EV/EBITDA	27	22	16	13

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

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。

柯海东: 中投证券研究所食品饮料行业分析师, 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。

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

免责声明

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