

动态报告/公司快评

食品饮料

贵州茅台（600519）

谨慎推荐

饮料

提价快评

（维持评级）

2009年12月7日

提价有限 销量开闸

分析师：黄茂 huangmao@guosen.com.cn 0755-82133476

分析师：谢鸿鹤 xiehh@guosen.com.cn 0755-82130646

事项：

茅台宣布将高低度茅台及年份酒产品的出厂价自2010年1月1日起平均上调13%。

评论：

■ 提价时点提前 幅度偏低

茅台本次将其主要的高度茅台酒出厂价上调60元至499元，上调了近14%，其他产品的调价幅度也大多在13-15%之间。总的来看，提价时点早于我们和市场预期的春节附近，而提价幅度小于市场普遍预期的80元，但和我们一直坚持的茅台限价放量的逻辑相印证。

■ 茅台批发价格回升 渠道利润空间仍在扩大

提价时点早于预期，我们判断，一部分是由于公司近期销售态势显著好转，一批价已经达到680-700元，加上经济回暖的预期，使得公司提价的底气充足；另外，消费税对业绩的压力可能也是一个重要原因。对于提价幅度，我们注意到目前茅台市场零售价主要集中在738-758元之间，而08年初上次提价时零售价在658-688元之间。零售价的上漲幅度仍然大于出厂价的上调，渠道的利润空间仍在扩大。

■ 2010：茅台的放量元年

最近半年以来，我们一直对茅台坚持如下的逻辑：①地方政府的财税利益导向迫使茅台把销量放到非常重要的位置；②04年以来新建产能使得09年及以后茅台每年都有2000吨的可销售增量；③年份酒销量有限，大量长期储存不具有可行性，大部分新产能只能转向普通高度茅台酒；④保持渠道的高价差，控制销售价格，积极扩大销量才是比较合理的选择。本次茅台保持较低的提价幅度，已从侧面印证了茅台会限价放量的判断，但仍需年度经销商大会上对明年销售计划的进一步落实。

■ 引发新一轮提价潮 高端白酒市场向茅台集中

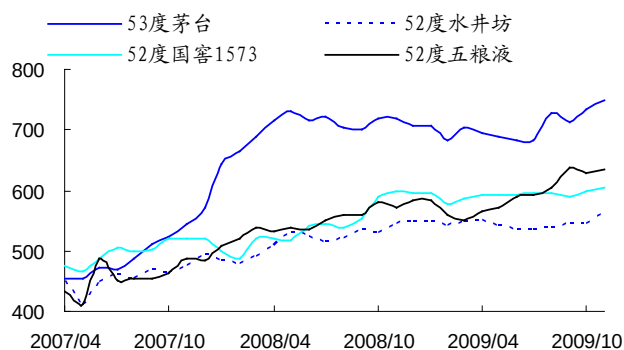
本次茅台提价后，对其终端价格的影响估计不会太大，但可能会引来五粮液、国窖1573的连锁反应。目前不到30000吨的高端白酒市场，正常年度的新增需求估计在2000-2500吨。我们估计2010年茅台酒将会增加1500-2000吨的销量，增长15%-20%，其他白酒的销量增长可能会受到一定抑制，市场份额进一步向茅台集中。

■ 合理价格192-225元 维持“谨慎推荐”

考虑上述因素变化，以及茅台可能会加大预收账款释放以平滑业绩的预期，按照09和10年预收账款分别减少12

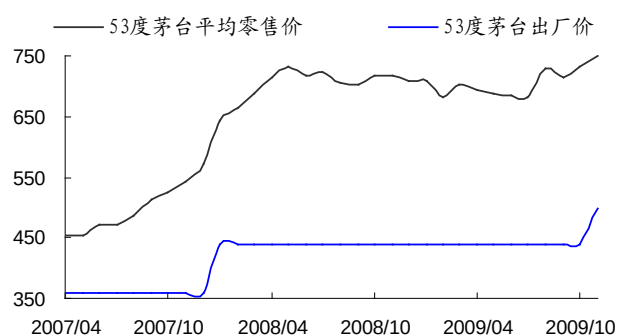
和 7 个亿的假设，我们预计 09-11 年公司 EPS 分别为 5.14、6.42 和 7.88 元，分别调整 2.4%、2.0%和-2.9%，目前股价对应 PE 分别为 33、27 和 22 倍。我们认为茅台市场份额提升，估值应有相对溢价。按照 10 年 30-35 倍估计，公司目前的合理价格是 192-225 元，相对目前价格还有 13-31%的空间。我们维持贵州茅台“谨慎推荐”投资评级。

图 1：白酒终端价格变化



资料来源：糖酒快讯

图 2：茅台出厂价与零售价格对比



资料来源：国信证券经济研究所

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10 % 之间
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

分析师承诺:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

免责条款:

本报告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询价。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。本报告版权归国信证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。