

本报告仅供内部交流，不得复制、转载或摘录！请务必阅读正文之后的免责条款。

公司点评

贵州茅台 (600519)

推荐 (维持)

茅台提价抬高行业价格天花板

2009年12月7日

文献 CFA 食品饮料高级研究员 86-755-22627143

wenxian@pasc.com.cn

事项

12月7日，贵州茅台公告，公司决定自2010年1月1日起适当上调贵州茅台酒出厂价格，平均上调幅度约为13%。

主要观点

一、提价可推动2010年净利升约23%，且仍可保2011年20%以上增长

提价可保2010年净利升约23%。若销量增长10%，平均提价13%后，我们预测茅台2010年EPS为5.90元，同比升约23%。削弱价量齐升效果的原因包括：消费税率升6-7个百分点在2009年只体现4个月，2010年全年体现；连续多年固定资产投资增加折旧；人员费用增长。

提价仍可保2011年净利同比升20%以上。本次上调价格后约500元(普通飞天茅台)的出厂价仍比约760元的零售价低约260元，即使零售价不再上涨，2011年出厂价仍有提价空间。假设2011年量增10%，价升10%，我们测算茅台2011年EPS为7.32元，同比升约24%。

图表 1 茅台最新业绩预测

	股价			EPS(调整后)			PE			评级
	2009-12-4	10E	11E	09E	10E	11E	09E	10E	11E	
2011年不提价	170.90	23.2%	11.1%	4.78	5.90	6.55	35.7	29.0	26.1	推荐
2011年提价10%		23.2%	24.2%	4.78	5.90	7.32	35.7	29.0	23.3	

资料来源：平安证券

业绩压力驱动提价，符合我们此前预期。本次提价基本与我们3季报点评对时点和幅度的分析相符。提前一月宣布提价，可保证经销商12月预付的2010年货款亦按新价格执行，价格仅升13%则应当考虑了2010业绩和2011两年业绩平稳增长。

二、高档白酒价格天花板进一步抬高，继续看好五粮液

高端价格天花板进一步抬高。本次提价后，普通飞天53度茅台出厂价高于同档次竞争对手。作为价格领导者，茅台本次提价抬高了高档白酒价格天花板。五粮液、老窖和水井坊可能跟进提价。值得注意的是，本次提价后，茅台出厂价与零售价之差仍是最大的，从这个角度看，未来茅台提价空间仍最大。

图表 2 茅台出厂价开始领先竞争对手

单位：元/500ml

	贵州茅台	五粮液	国窖 1573	水井坊
	普通飞天 53 度	普五 52 度	普通 52 度	普通 52 度
出厂价	496	469	468	445
零售价	758	638	568	538
绝对价差	262	169	100	93
相对价差	52.8%	36.0%	21.4%	20.9%

资料来源：平安证券

继续看好五粮液。茅台提价大大提高了五粮液2010年跟进提价的概率，根据我们的测算，若普五提价40元/瓶，五粮液2010年EPS可达约1.16元，同比升约59%。考虑股价列入业绩考核压力下，公司管理层有动力推动业绩释放，在1.16元的基础上，我们分析，五粮液2010年业绩仍有一定想象空间。基于上述等理由，我们在10月21日邮件推荐买入并持有五粮液，判断2010年五粮液股价到36元以上问题不大，当前我们仍坚持看好。

注意弹性是把双刃剑。茅台和五粮液两高端巨头2010年注定要放量，在市场总体增长并不乐观背景下，我们认为2010年对高端弱势品牌将是挑战。因此，我们暂对在高端白酒品种上追求弹性持保守态度，也提醒投资者注意，弹性是把双刃剑。

三、维持茅台“推荐”评级

维持“推荐”评级。以12月4日170.9元的收盘价计算，若2011年不提价，茅台2010、2011年动态PE分别为29和26倍，若2011年提价10%，动态PE分别为29和23倍。我们认为2011年继续提价仍是大概率事件，维持“推荐”评级。

图表 3 重点公司估值对比

股票名称	股票代码	股票价格（元）	EPS（元/股）			PE（倍）			评级
		12月4日	09E	10E	11E	09E	10E	11E	
双汇发展	000895	49.43	1.48	1.75	2.01	33.42	28.29	24.64	强烈推荐
贵州茅台	600519	170.90	4.78	5.90	6.55	35.72	28.98	26.10	推荐
贵州茅台备考	11年继续提10%		4.78	5.90	7.32	35.75	28.97	23.35	
五粮液	000858	28.97	0.73	1.03	1.13	39.49	28.21	25.60	中性
五粮液备考	10年提价40元/瓶		0.73	1.16	1.28	39.68	24.97	22.63	
泸州老窖	000568	37.30	1.08	1.07	1.16	34.38	34.78	32.06	推荐
张裕A	000869	69.90	2.10	2.42	2.79	33.36	28.88	25.02	推荐
张裕B	200869	56.84	2.10	2.42	2.79	27.12	23.48	20.35	
青岛啤酒	600600	35.57	1.01	1.19	1.48	35.07	29.77	24.06	推荐
燕京啤酒	000729	17.36	0.50	0.53	0.59	35.03	32.75	29.35	中性
*ST 伊利	600887	27.33	0.80	0.87	0.95	34.16	31.41	28.77	中性

资料来源：平安证券，WIND

近期相关报告

2009 年 10 月 24 日—《贵州茅台 09 年 3 季报点评——2010 年业绩增长压力可能倒逼提价，维持“推荐”评级》

2009 年 10 月 17 日—《食品饮料行业季报（2009Q3）—09Q4 防守价值胜于进攻》

2009 年 8 月 7 日—《贵州茅台中报点评——Q2 预收款回升显示需求良好，维持“推荐”评级》

2009 年 7 月 26 日—《白酒消费税新政利空压力强于预期》

附：财务报表

损益表（百万元，元/股）	2008	2009E	2010E	2011E	资产负债表（百万元）	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	8,241.7	9,859.6	12,113.8	14,519.5	流动资产				
营业收入增长率	13.9%	19.6%	22.9%	19.9%	货币资金	8,093.7	10,576.4	14,743.7	20,847.6
营业成本	799.7	958.3	1,039.1	1,137.8	交易性金融资产	0.0	0.0	0.0	0.0
营业税金及附加	681.8	1,036.5	1,661.2	2,000.2	应收票据	170.6	170.9	230.4	263.9
主营业务利润	6,760.2	7,864.8	9,413.5	11,381.6	应收账款	34.8	52.4	57.8	73.3
主营业务利润率	82.0%	79.8%	77.7%	78.4%	预付款项	741.6	448.1	724.8	662.8
主营利润增长率	17.3%	16.3%	19.7%	20.9%	其他应收款	82.6	108.1	127.1	155.7
股权激励费用	0.0	0.0	0.0	0.0	存货	3,114.6	3,133.1	3,722.0	3,897.6
销售费用	532.0	525.0	551.3	578.9	待摊费用	0.0	0.0	0.0	0.0
管理费用	941.2	1,121.1	1,233.2	1,356.5	其他流动资产	2.8	4.1	4.6	5.8
财务费用	(102.5)	(134.2)	(181.8)	(255.4)	流动资产合计	12,240.8	14,493.1	19,610.2	25,906.6
资产减值损失	0.5	0.4	0.0	0.0	非流动资产：				
公允价值变动净收益	0.0	0.0	0.0	0.0	可供出售金融资产	0.0	0.0	0.0	0.0
投资净收益	1.3	1.5	1.5	1.5	持有至到期投资	42.0	42.0	42.0	42.0
对联营和合营企业的投资收益	0.0	0.0	0.0	0.0	长期应收款	0.0	0.0	0.0	0.0
汇兑净收益	0.0	0.0	0.0	0.0	长期股权投资	4.0	4.0	4.0	4.0
营业利润	5,390.4	6,353.9	7,812.3	9,703.0	投资性房地产	0.0	0.0	0.0	0.0
营业利润率	65.4%	64.4%	64.5%	66.8%	固定资产	2,773.0	3,817.2	4,787.2	4,714.5
营业利润增长率	19.1%	17.9%	23.0%	24.2%	无形资产	445.2	440.3	441.5	440.1
加：营业外收入	6.3	1.9	2.3	2.1	开发支出	0.0	0.0	0.0	0.0
减：营业外支出	11.4	1.0	1.2	1.1	商誉	0.0	0.0	0.0	0.0
利润总额	5,385.3	6,354.8	7,813.4	9,704.0	长期待摊费用	10.1	13.0	11.3	11.5
减：所得税	1,384.5	1,599.7	1,953.3	2,426.0	递延所得税资产	176.7	176.7	176.7	176.7
净利润	4,000.8	4,755.1	5,860.0	7,278.0	其他非流动资产	62.4	62.4	62.4	62.4
减：少数股东损益	201.3	239.2	294.8	366.2	非流动资产合计	3,513.4	4,555.6	5,525.2	5,451.3
归属于母公司所有者的净利润	3,799.5	4,515.8	5,565.2	6,911.8	资产总计	15,754.2	19,048.7	25,135.4	31,357.9
净利润率	48.5%	48.2%	48.4%	50.1%	流动负债：				
净利润增长率	34.2%	18.9%	23.2%	24.2%	短期借款	0.0	0.0	0.0	0.0
EPS（当年股本）	4.03	4.78	5.90	7.32	应付票据	0.0	0.0	0.0	0.0
EPS（最新股本摊薄）	4.03	4.78	5.90	7.32	应付账款	121.3	105.5	136.0	137.1
DPS(当年股本)	1.16	1.37	1.69	7.18	预收款项	2,936.3	2,522.8	3,707.7	4,079.6
					应付职工薪酬	361.0	239.8	354.2	334.3
					应交税费	256.3	412.3	506.8	656.4
					应付股利	0.0	1,296.7	1,598.1	6,773.6
					其他应付款	575.9	577.9	687.4	719.4
					一年到期的非流动负债	0.0	0.0	0.0	0.0
					其他流动负债	0.0	23.0	12.5	20.5
					流动负债合计	4,250.8	5,178.0	7,002.7	12,720.8
					非流动负债：				
					长期借款	0.0	0.0	0.0	0.0
					应付债券	0.0	0.0	0.0	0.0
					长期应付款	0.0	0.0	0.0	0.0
					递延所得税负债	0.0	0.0	0.0	0.0
					其他非流动负债	0.0	0.0	0.0	0.0
					非流动负债合计	0.0	0.0	0.0	0.0
					负债合计	4,250.8	5,178.0	7,002.7	12,720.8
					股东权益：				
					实收资本	943.8	943.8	943.8	943.8
					资本公积金	1,375.0	1,375.0	1,375.0	1,375.0
					减：库存股	0.0	0.0	0.0	0.0
					留存收益及其他	8,925.8	11,053.9	15,021.0	15,159.2
					少数股东权益	258.8	498.1	792.9	1,159.1
					归属于母公司所有者权益	11,244.6	13,372.6	17,339.8	17,478.0
					股东权益合计	11,503.4	13,870.7	18,132.7	18,637.1
					负债及股东权益总计	15,754.2	19,048.7	25,135.4	31,357.9

现金流量表（百万元）	2008	2009E	2010E	2011E
经营活动现金净流量	5,247.5	4,647.3	6,474.0	7,644.3
投资活动现金净流量	-992.6	-1,207.8	-1,191.9	-197.6
融资活动现金净流量	-705.4	-883.9	-956.8	-1,114.9
外汇变化引致现金变化	0.0	0.0	0.0	0.0
当年现金净流量	3,371.0	2,482.7	4,167.2	6,103.9
期初现金余额	4,722.7	8,093.7	10,576.4	14,743.7
期末现金余额	8,093.7	10,576.4	14,743.7	20,847.6

重要指标速览	2008	2009E	2010E	2011E
PB	13.0	12.1	9.3	9.2
PEG	1.7	1.9	2.0	2.3
EV/S	16.8	15.6	12.7	10.7
EV/EBIT	26.2	24.8	20.2	16.4
EV/FCFF	31.3	45.4	29.6	21.6
ROE	39.0%	36.7%	36.2%	39.7%
ROA	29.9%	26.7%	25.9%	25.1%
ROIC	100.3%	104.5%	107.2%	130.2%
毛利率	90.3%	90.3%	91.4%	92.2%
销售净利率	48.5%	48.2%	48.4%	50.1%
资产负债率	27.0%	27.2%	27.9%	40.6%
总资产周转率	62.8%	56.7%	54.8%	51.4%
固定资产周转率	294.6%	299.2%	281.6%	305.6%

平安证券综合研究所投资评级：

- 强烈推荐（预计6个月内，股价上涨幅度在20%以上）
- 推荐（预计6个月内，股价上涨幅度介于10%至20%之间）
- 中性（预计6个月内，股价上涨幅度介于±10%之间）
- 回避（预计6个月内，股价下跌幅度超过10%）

此报告旨为发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能尽依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司2009版权所有。保留一切权利。

平安证券有限责任公司

综合研究所

地址：深圳市福田区金田路大中华国际交易广场 8 层

邮编：518048

电话：（0755）22200900

传真：（0755）82449257