

茅台出厂价涨13% 调升评级至“强烈推荐”

——贵州茅台（600519）涨价公告点评

2009年12月7日

强烈推荐/调升

贵州茅台

事件点评

刘宏伟	食品饮料行业分析师
	liujw@dxzq.net.cn 010-66507309
	MSN: ynynljw999@hotmail.com

事件：

贵州茅台12月7日发布公告：鉴于产品原辅材料价格上涨、市场供求状况以及企业发展战略需要等因素，决定自2010年1月1日起贵州茅台酒出厂价格平均上调约13%。此次价格调整将会对本公司2010年经营业绩产生一定的影响，敬请投资者注意投资风险。

观点：

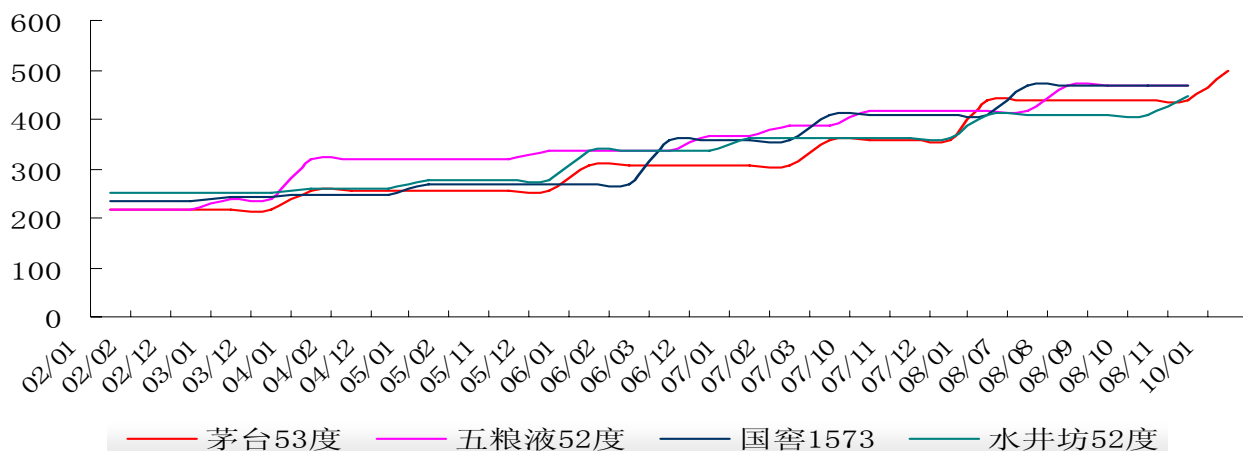
1.本次涨价对公司 2010 年业绩提升幅度不会很大，预计净利润增速会从 25%左右提升 5 个百分点至 30%左右。主要理由是：第一，本次涨价幅度不大，对业绩贡献幅度不会太高；第二，茅台的出厂价一直过低，与国税总局在 2009 年 8 月开始实施的白酒消费税新规有一定差距，也就是说，茅台必须提高出厂价，以便符合出厂价必须达到批发价（外销价）70%的规定。提价后的出厂价的 20%将作为消费税计税依据上缴，所以，本次提价能够给公司带来多大业绩改善，需要先扣除这一部分再做讨论；第三，茅台的出厂价和销量大多只能推测，无法就此较为准确地预测提价后对业绩的贡献程度。公司此前主要披露高度茅台酒的外销价为 468 元/瓶，不披露茅台酒的销量；即便是披露生产茅台酒及其系列酒的相关数量，但有时候是披露“基酒”，有时候披露“产品”，两者并不是同一个概念，也难以判断茅台酒的销量；第四，本次提价后相当一部分成果将被用于冲减公司原辅材料等成本费用上涨因素。公司原辅材料价格主要是高粱、小麦和包装等，国家对水稻、小麦等主要粮食 2010 年的最低收购价平均提高 15%左右也会推动高粱价格相应上涨；近期各类原材料价格不同程度上涨、油价不断攀升、人工成本上涨、销售与管理费用增加等，都会冲减提价对业绩的贡献度；第五，基于对 2010 年及以后几年茅台酒放量幅度有限、涨价幅度不会很大但有涨价惯性和压力、成本及销售与管理等费用会不断上涨等因素的考虑，我们初步测算未来两三年公司净利润增速将会有所提升，大约从年均 25%提升至 30%左右。

2.本次涨价对酿酒行业形成涨价预期。贵州茅台是目前白酒行业高端酒第一品牌，公司选择目前处于迎接一年之中白酒消费最大节日元旦和春节的较好时机来公开宣布提价，对于整个白酒行业无疑带来了涨价的预期——高端和中低端白酒企业都面临同样的情况：原辅材料价格上涨、市场需求好转，以及企业发展战略需要等。我们近日获悉，国窖 1573 一批价上涨 50 元/瓶，五粮液也有较强的涨价预期。

3.业绩预测与投资评级：未来几年净利润增速将会加快，投资评级从“推荐”持调升为“强烈推荐”。我们认为，公司未来几年每年净利润增速一般不超过 25%，由于提价因素，我们将上调公司的年净利润增速至 30%左右，公司 2008 年 EPS 为 4.03 元，以此推算，2009 年为 5.04 元，2010-2012 年将达到 6.55 元、8.5 元和 11.07 元左右，以 35-38 倍 PE 估值，公司 2010 年目标价可达 229-246 元左右，2011 年目标价可达 298 元-323 元左右，与目前股价 170 元相比提升空间为 34.21%-89.30%，故投资评级从“推荐”调升至“强烈推荐”。

4.相关上市公司维持原有评级（强烈推荐）：五粮液、金种子酒、金枫酒业、水井坊和莫高股份等。

2002.01-2010.01 贵州茅台、五粮液、国窖 1573 和水井坊涨价基本情况



资料来源：公司各年中报，东兴证研究所

公司分季度财务指标

指标	07Q4	08Q1	08Q2	08Q3	08Q4	09Q1	09Q2	09Q3
营业收入（百万元）	2779.05	1993.50	2626.22	1866.80	1755.17	2512.54	3033.47	2261.20
增长率（%）	68.33	25.57	152.15	2.05	-36.84	26.04	15.51	21.13
毛利率（%）	92.48	89.93	90.81	90.74	89.47	89.99	90.76	90.64
期间费用率（%）	13.01	18.68	11.15	14.13	25.17	12.81	12.19	17.28
营业利润率（%）	72.67	61.30	73.19	67.88	55.78	67.85	72.53	61.96
净利润（百万元）	1296.83	917.05	1434.89	952.26	696.56	1278.84	1650.00	1050.95
增长率（%）	131.67	63.34	331.54	22.83	-46.29	39.45	14.99	10.36
每股盈利（季度，元）	3.00	0.93	2.37	3.33	4.03	1.29	2.96	4.01
资产负债率（%）		19.65	12.61	16.80	26.98	19.31	17.57	15.07
存货周转率（%）	0.41	0.09	0.19	0.25	0.30	0.08	0.17	0.23
应收账款周转率（%）	126.14	32.10	98.05	138.38	202.92	55.25	148.49	204.40

资料来源：公司公开披露信息

公司盈利预测表

万元	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	723,743.07	824,168.56	960156.37	1200195.46	1512246.28
(+/-)%	47.60	13.88	0.17	0.25	0.26
经营利润（EBIT）	452,534.10	539,038.49	646819.23	832779.76	1080781.57
(+/-)%	81.95	19.12	0.20	0.29	0.30
净利润	296,605.25	400,075.93	475277.40	618100.66	801490.53
(+/-)%	83.25	34.22	0.19	0.30	0.30
每股净收益（元）	3.00	4.03	5.04	6.55	8.49

资料来源：公司公开披露信息，东兴证券研究所

分析师简介

刘家伟

经济学博士，食品饮料行业研究员，消费品行业研究小组负责人，2007 年加盟东兴证券研究所。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，研究报告中所引用信息均来自公开资料，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。

本研究报告内容及观点仅供参考，不构成任何投资建议。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。

本研究报告版权仅为东兴证券股份有限公司研究所所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用发布，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。东兴证券股份有限公司保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

投资评级体系

公司投资评级：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准，定义如下：

- 强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；
- 推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；
- 中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；
- 回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准，定义如下：

- 看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；
- 中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；
- 看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

本报告体系采用沪深 300 指数为基准指数。