

2010-12-16

白酒与葡萄酒

贵州茅台 600519-SH

提价符合预期，放量值得期待

◇ 事件：公司上调贵州茅台酒平均出厂价格 20%

◆ 提价符合预期：

公司公告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，同时考虑到公司产品市场供求状况、原辅材料价格上涨及企业发展战略需要等因素，公司决定自 2011 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 20%，上调幅度和上调时点符合市场及我们的预期。其中 53 度茅台酒出厂价由 499 元/瓶调升为 619 元/瓶，提价幅度约为 24%。我们认为，公司目前的实际一批价格已经超过 1000 元/瓶，在不提高一批价的情况下，一批价与出厂价的价差仍很大，经销商的利润高于其他高档白酒，预计未来几年仍有较大的提价空间。

◆ 管理层释放积极信号：

公司管理层目前与投资者的沟通交流正在逐渐加强与改善，公司公告中也体现出对投资者的利益更加关注，这是一个非常积极的信号。我们认为，交流创造价值，公司与投资者之间交流的顺畅会使得投资者对公司的认识度和信心上一个新的台阶。同时随着公司对国家、消费者、企业、经销商和投资者等各方的利益的更好兼顾，公司未来的业绩释放动力也会逐步增强。

◆ 放量值得期待：

新的贵州省委政府对公司有加快发展的要求，明年是十二五规划的第一年，我们认为公司从明年开始将会适度放量。公司现有的库存酒超过 7 万吨，今年茅台酒产量 2.6 万吨，未来每年新增产量 3000 吨左右，从生产上来看每年放量 10-15% 是完全没有问题的。从销售上看，茅台酒的终端销售极为火爆，供不应求现象是所有白酒中最为突出的，每年放量 10-15% 完全能被市场消化。

◆ 盈利预测与投资评级：

我们调整公司 2010-2012 年的 EPS 分别为 5.28、7.75、9.37 元，以 12 月 15 日收盘价 200.70 元计算，10-12 年动态 PE 分别为 38X、26X 和 21X。基于公司稳健的基本面和较低的估值，我们对公司维持买入评级，目标价上调至 271.25 元。

业绩预测和估值指标

指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入（百万元）	8,242	9,670	11,320	15,674	19,127
营业收入增长率	13.88%	17.33%	17.06%	38.46%	22.03%
净利润（百万元）	3,799	4,312	4,982	7,314	8,848
净利润增长率	34.22%	13.50%	15.53%	46.81%	20.97%
EPS（元）	4.03	4.57	5.28	7.75	9.37
ROE（归属母公司） （摊薄）	33.79%	29.81%	27.18%	30.06%	28.32%
P/E	50	44	38	26	21
P/B	17	13	10	8	6
EV/EBITDA	35	31	25	17	14

维持

买入

当前价格	200.70 元
目标价格	271.25 元
目标期限	6 个月

分析师：

李婕（执业证书编号：F0050108120160）

联系人：

李卓

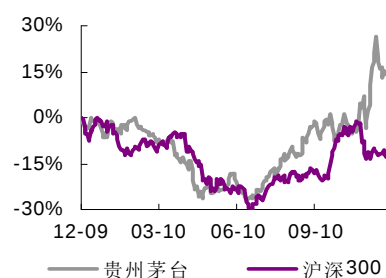
021-22169079

lizhuo_yjs@ebsecn.com

市场数据

总股本(百万股)	944
总市值(百万元)	189,421
流通比例(%)	100.00%
12 个月最高/最低(元)	222.00/124.56
近 3 月日均成交量(百万股)	5.04
主要股东	中国贵州茅台酒厂有限责任公司

股价表现(12 个月)



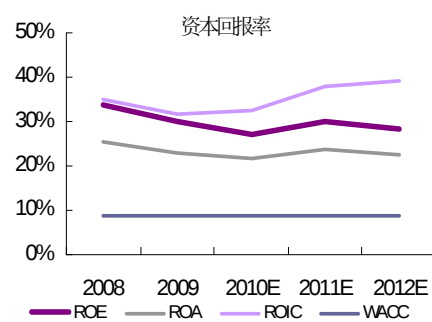
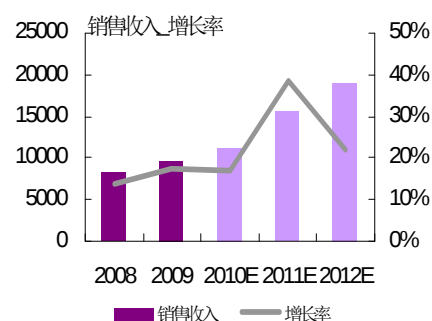
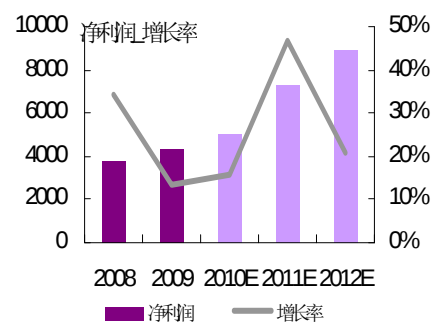
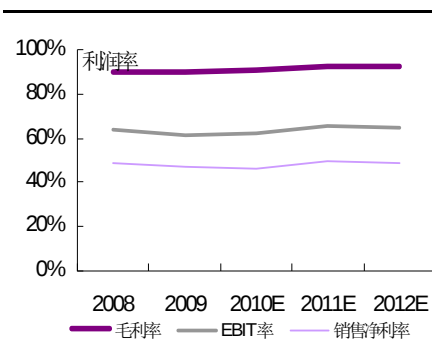
%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	11.29	12.07	26.52
绝对收益	9.26	23.55	17.15

相关报告：

光大证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的情况下可能与本报告所分析的企业存在业务关系，并且继续寻求发展这些关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为投资决策的唯一因素。

敬请参阅最后一页之重要声明。

财务报表及预测



利润表 (百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	8,242	9,670	11,320	15,674	19,127
营业成本	800	951	1,004	1,199	1,370
折旧和摊销	165	208	404	470	527
营业税费	682	941	1,698	2,194	2,869
销售费用	532	621	594	737	899
管理费用	941	1,217	1,030	1,317	1,607
财务费用	-103	-134	-34	-65	-102
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	1	1	1	1	1
营业利润	5,390	6,076	7,029	10,293	12,486
利润总额	5,385	6,081	7,034	10,298	12,491
少数股东损益	201	240	279	409	495
归属母公司净利润	3,799.48	4,312.45	4,982.28	7,314.31	8,847.83

资产负债表 (百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
总资产	15,754	19,770	24,391	32,664	41,539
流动资产	12,241	15,656	19,517	27,059	35,461
货币资金	8,094	9,743	13,493	19,754	27,055
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收账款	35	21	34	47	57
应收票据	171	381	441	611	746
其他应收款	83	96	113	157	191
存货	3,115	4,192	4,214	5,034	5,752
可供出售投资	0	0	0	0	0
持有到期金融资产	42	10	0	0	0
长期投资	4	4	4	4	4
固定资产	2,190	3,169	3,956	4,558	4,963
无形资产	445	466	442	420	399
总负债	4,251	5,118	5,597	7,461	8,924
无息负债	4,251	5,118	5,597	7,461	8,924
有息负债	0	0	0	0	0
股东权益	11,503	14,652	18,794	25,203	32,615
股本	944	944	944	944	944
公积金	2,376	2,961	2,961	2,961	2,961
未分配利润	7,925	10,562	14,425	20,424	27,341
少数股东权益	259	186	464	874	1,369

现金流量表 (百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	5,247	4,224	6,224	8,711	10,128
净利润	3,799	4,312	4,982	7,314	8,848
折旧摊销	165	208	404	470	527
净营运资金增加	414	2,265	1,200	3,552	2,919
其他	869	-2,561	-363	-2,625	-2,167
投资活动产生现金流	-993	-1,340	-1,389	-1,199	-999
净资本支出	1,011	1,357	1,400	1,200	1,000
长期投资变化	4	4	0	0	0
其他资产变化	-2,007	-2,700	-2,789	-2,399	-1,999
融资活动现金流	-884	-1,235	-1,085	-1,251	-1,829
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	0	0	0	0	0
无息负债变化	2,138	867	479	1,864	1,463
净现金流	3,371	1,649	3,750	6,262	7,300

资料来源：光大证券、上市公司

关键指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	13.88%	17.33%	17.06%	38.46%	22.03%
净利润增长率	34.22%	13.50%	15.53%	46.81%	20.97%
EBITDA 增长率	17.06%	12.79%	20.33%	44.59%	20.68%
EBIT 增长率	18.04%	12.37%	17.73%	46.23%	21.07%
估值指标					
PE	50	44	38	26	21
PB	17	13	10	8	6
EV/EBITDA	35	31	25	17	14
EV/EBIT	36	32	27	18	15
EV/NOPLAT	48	43	36	24	20
EV/Sales	23	20	17	12	10
EV/IC	17	13	12	9	8
盈利能力 (%)					
毛利率	90.30%	90.17%	91.13%	92.35%	92.84%
EBITDA 率	66.14%	63.58%	65.35%	68.25%	67.50%
EBIT 率	64.14%	61.43%	61.78%	65.25%	64.74%
税前净利润率	65.34%	62.88%	62.13%	65.70%	65.31%
税后净利润率 (归属母公司)	46.10%	44.60%	44.01%	46.67%	46.26%
ROA	25.39%	23.03%	21.57%	23.65%	22.49%
ROE (归属母公司) (摊薄)	33.79%	29.81%	27.18%	30.06%	28.32%
经营性 ROIC	35.09%	31.59%	32.59%	37.72%	39.04%
偿债能力					
流动比率	2.88	3.06	3.49	3.63	3.98
速动比率	214.69%	224.42%	273.89%	295.60%	333.28%
归属母公司权益/有息债务	-	-	-	-	-
有形资产/有息债务	-	-	-	-	-
每股指标(按最新预测年度股本计)					
EPS	4.03	4.57	5.28	7.75	9.37
每股红利	1.16	1.19	1.39	2.05	2.47
每股经营现金流	5.56	4.48	6.59	9.23	10.73
每股自由现金流(FCFF)	2.83	1.10	3.22	3.59	6.22
每股净资产	11.91	15.33	19.42	25.78	33.11
每股销售收入	8.73	10.25	11.99	16.61	20.27

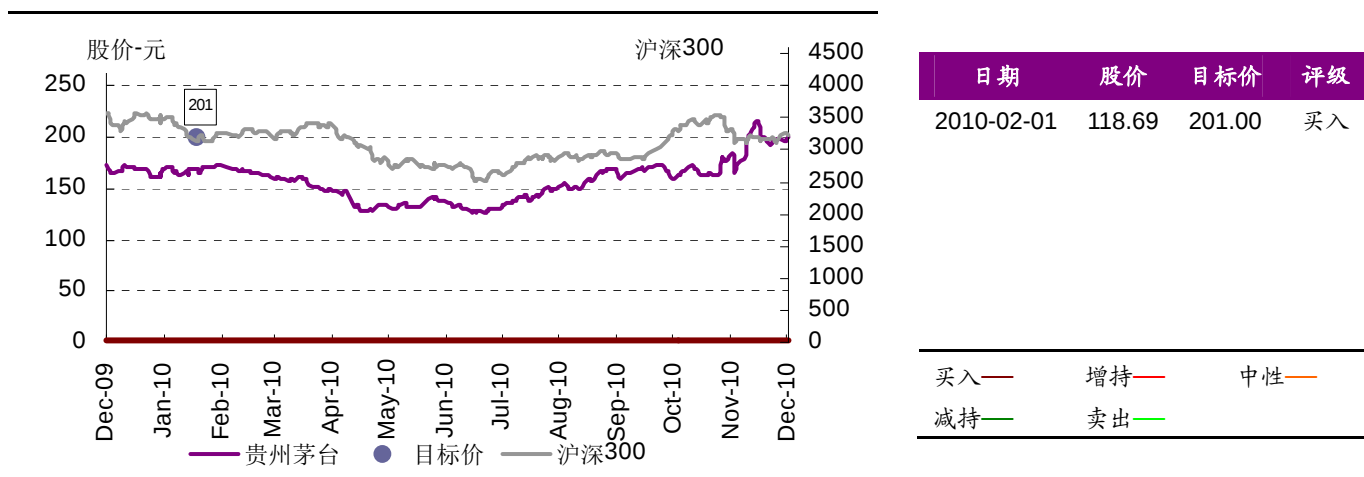
资料来源：光大证券、上市公司

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

投资建议历史表现图

贵州茅台（600519）



资料来源：光大证券研究所

行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。
 市场基准指数为沪深 300 指数。

特别声明

在法律允许的情况下，光大证券及其附属机构可能持有报告中提到公司所发行证券的头寸并进行交易，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。因此，投资者不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。

光大证券股份有限公司

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 邮编: 200040
总机: 021-22169999

光大证券研究所

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 3 楼 邮编: 200040
总机: 021-22169999 传真: 021-22169114

销售小组	姓名	办公电话	手机	电子邮件
北京				
	李大志(主管)	010-68567189	13810794466	lidz@ebsecn.com
	郝辉	010-68561722	13511017986	haohui@ebsecn.com
	孙威	010-68567231	13701026120	sunwei@ebsecn.com
	吴江	010-68561595	13718402651	wujiang@ebsecn.com
	黄怡	010-68567231	13699271001	huangyi@ebsecn.com
	吴朝阳	010-68561722	15811098222	wuzy@ebsecn.com
上海				
	杨日昕(主管)	021-22169082	13817003122	yangrx@ebsecn.com
	平珂(主管)	021-22169152	13818133101	pingke@ebsecn.com
	周薇薇	021-22169087	13671735383	zhouww1@ebsecn.com
	严非	021-22169086	13127948482	yanfei@ebsecn.com
	王宇	021-22169131	13918264889	wangyu1@ebsecn.com
深圳				
	王汗青(主管)	0755-83024403	13501136670	wanghq@ebsecn.com
	黎晓宇	0755-83024434	13823771340	lix1@ebsecn.com
	黄鹂华	0755-83024396	13802266623	huanglh@ebsecn.com
	张晓峰	0755-83024431	13926576680	zhangxf@ebsecn.com
QFII				
	濮维娜	021-62152373	13301619955	puwn@ebsecn.com
	陶奕	021-62152393	13788947019	taoyi@ebsecn.com
	满国强	021-62152393	15821755866	mangq@ebsecn.com

免责声明

本研究报告仅供光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。

本报告由光大证券股份有限公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。光大证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，供投资者参考。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，光大证券股份有限公司及其附属机构（包括研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员，交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不一致的投资决策。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版，复制，刊登，发表，篡改或者引用。