

证券研究报告

食品饮料

强烈推荐 (维持)

证券分析师

文献

S1060209040123
22627143
wenxian001@pingan.com.cn

贵州茅台(600519): 投资建设 2800 吨王子酒 产能盈利贡献小, 推断 21 日前后茅台酒提价

事项:

贵州茅台 12 月 9 日发布公告, 拟投资约 8.37 亿元, 用于建设“2012 年新增 2800 吨茅台王子酒制酒技改工程及配套设施”项目和“多功能会议中心”项目, 前者投资约 4.37 亿元, 后者投资约 4 亿元。

平安观点:

■ 静态估算亦仅增厚公司 2011 年净利润 2.6%

公司公告中测算, 估计拟投资建设的 2800 吨王子酒项目完全达产后能年增加销售额 5.7 亿元, 增加税后利润 2.16 亿元。但即使与 2011 年我们估计的 83.7 亿元的净利润相比, 2.16 亿元也仅相当于 2.6%, 对公司的净利影响较小。

■ “茅台酒”品牌和利润空间应会推动渠道销售王子酒

根据公告, 本次拟投资建设的王子酒项目建设期为一年, 预计 2012 年投产。2011 年, 我们估计茅台王子酒销售约 3500 吨, 本次新项目 2800 吨投产则可支持进一步的销量增长。当前 53 度茅台酒一批价普遍在 1700 元以上, 每吨给经销商带来的毛利超过 186 万元。据此, 我们认为茅台经销商有足够底气不介意销售“茅台王子酒”。

■ 我们推断 21 日前后茅台酒会提价

四点理由: 一是 2009、2010 年茅台是经销商大会前第三、第四天提价, 算历史经验; 二是我们 2010 年下半年以来一直在讲的逻辑, 贵州省新领导上台后提出要加快发展, 对省第一大国企茅台寄予厚望。但如不提价, 茅台 2012 年收入、净利增速可能低于 20%, 将难以满足政府要求; 三是当前茅台出厂价低于一批价超过 1000 元, 经销商利润非常丰厚, 提价阻力非常小; 四是 CPI 已进入下行通道, 此时提价压力并不大。

■ 2012 年赚钱最确定品种, 维持“强烈推荐”评级

我们预计贵州茅台 11-13 年 EPS 分别为 7.63、10.72 和 13.81 元, 同比分别增 57%、40%和 29%, 以 203 元价格计算, 动态 PE 为 26、18 和 14 倍, “强烈推荐”。

请通过合法途径获取本公司研究报告, 如经由未经许可的渠道获得研究报告, 请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

附注：财务报表

损益表（百万元，元/股）					现金流量表（百万元）				
2010A	2011E	2012E	2013E		2010A	2011E	2012E	2013E	
营业收入	11,633	16,834	22,539	28,322	净利润	5,340	8,374	11,760	15,151
YoY	20.3%	44.7%	33.9%	25.7%	折旧摊销	286	372	368	373
营业成本	1,053	1,462	1,838	2,284	营运资金投资	323	-368	187	-313
毛利率	90.9%	91.3%	91.8%	91.9%	经营活动现金净流量	6,201	8,409	12,263	15,022
营业税金及附加	1,577	2,180	2,913	3,660	资本开支	-1,360	-329	-429	-427
股权激励费用	0	0	0	0	投资活动现金净流量	-1,763	-335	-429	-427
销售费用	677	710	746	783	债务融资	0	0	0	0
管理费用	1,346	1,548	1,703	1,873	股权融资	0	0	0	0
财务费用	-177	-229	-337	-478	支付红利	-1,118	-2,171	-3,169	-4,450
投资净收益	0	0	0	0	融资活动现金净流量	-1,235	-1,293	-1,942	-2,831
营业利润	7,161	11,164	15,678	20,200	当年现金净流量	3,145	6,131	9,003	10,624
加：营业外收入	5	5	5	5					
减：营业外支出	4	4	4	4					
利润总额	7,162	11,165	15,680	20,202					
减：所得税	1,823	2,791	3,920	5,050					
净利润	5,340	8,374	11,760	15,151					
减：少数股东损益	289	453	636	819					
归属母公司所有者净利	5,051	7,921	11,124	14,332					
YoY	17.1%	56.8%	40.4%	28.8%					
销售净利率	45.9%	49.7%	52.2%	53.5%					
EPS（当年股本）	5.35	7.63	10.72	13.81					
EPS（最新股本摊薄）	4.87	7.63	10.72	13.81					
重要指标速览					资产负债表（百万元）				
2010A	2011E	2012E	2013E		2010A	2011E	2012E	2013E	
估值					货币资金	12,888	19,020	28,023	38,647
PE(P=203)	37.9	25.8	18.4	14.3	应收款项	206	499	534	755
PEG	0.9	0.8	0.6	0.7	预付款项	1,530	1,987	2,584	3,159
PB	10.4	9.8	7.4	5.6	存货	5,574	7,091	9,323	11,336
PS	16.5	12.5	9.4	7.4	其他流动资产	102	174	215	281
EV/EBITDA	25.3	17.5	12.6	9.9	流动资产合计	20,300	28,771	40,679	54,178
股息收益率	1.1%	1.5%	2.2%	2.8%	长期股权投资	4	4	4	4
经营回报率					固定资产	4,455	4,409	4,467	4,518
ROE	30.7%	40.2%	45.7%	44.9%	无形资产	452	455	457	459
ROA	23.0%	27.5%	28.8%	28.0%	其他非流动资产	376	383	383	384
资本结构及偿债能力					非流动资产合计	5,287	5,251	5,311	5,365
资产负债率	27.5%	36.6%	37.2%	35.7%	资产总计	25,588	34,022	45,990	59,543
速动比率	2.1	1.7	1.8	2.0	短期借款	0	0	0	0
运营效率					应付款项	232	268	371	440
存货周转率	0.2	0.2	0.2	0.2	预收款项	4,739	6,489	8,935	11,072
流动资产周转率	0.6	0.7	0.6	0.6	应付股利	0	3,169	4,450	5,733
固定资产周转率	3.0	3.8	5.1	6.3	其他流动负债	2,058	2,502	3,330	3,975
					流动负债合计	7,028	12,428	17,086	21,221
					长期借款	0	0	0	0
					应付债券	0	0	0	0
					其他非流动负债	10	10	10	10
					非流动负债合计	10	10	10	10
					负债合计	7,038	12,438	17,096	21,231
					归属母公司所有者权益	18,399	20,981	27,655	36,255
					其中：实收资本	944	1,038	1,038	1,038
					少数股东权益	151	603	1,239	2,058
					股东权益合计	18,549	21,584	28,894	38,312
					负债及股东权益总计	25,588	34,022	45,990	59,543

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在 $\pm 10\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 10%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%至 10%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在 $\pm 5\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在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 2011 版权所有。保留一切权利。

中国平安 PINGAN

平安证券综合研究所

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：4008866338

传真：(0755) 8244 9257