



中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

消费品：食品及饮料

刘都

证券投资咨询业务证书编号：S1300510120001
(8621) 2032 8511
du.liu@bocigroup.com

*苏斌为本报告重要贡献者

贵州茅台 2011 年业绩预增 超预期

贵州茅台(600519.SS/人民币 180.44, 买入)发布 2011 年业绩预增公告：经初步测算，预计公司 2011 年度实现归属上市公司股东净利润较上年同期增长 65%以上。

2010 年度，公司实现归属上市公司股东净利润 50.51 亿元，按最新股本计，折合每股收益 4.87 元；按公司预增口径，2011 年度归属上市公司股东净利润超过 83.34 亿元，每股收益超过 8.03 元，大大超过市场一致预期 7.70 元，也超过我们 12 月 31 日报告《贵州茅台：扛起消费防守反击大旗》当中 7.78 元的预测。

我们认为，贵州茅台业绩超预期也在意料之中，更多反映的是公司坚实的业绩释放基础和坚定的信心。2011 年，高端白酒需求旺盛，53 度飞天茅台酒市场价频创新高，由年初的 1,000 多元附近上升至目前 2,000 元以上，出厂价自 2011 年 1 月 1 日起上调约 24%，此外，2011 年是贵州茅台“十一五”万吨茅台酒实现放量的第一年，量价齐升的良好局面造就公司业绩高增事实。

2011 年，公司全年销售偏紧，预收账款持续高位，截至 6 月底，公司账面预收账款余额 49.35 亿元，较年初增加约 2 亿元，上半年收入不依靠年初存量预收账款的收入确认，反映公司产品的市场需求旺盛，经销商打款积极；截至 9 月底，公司账面预收款（绝大部分是货款）余额 68.18 亿元，较半年报余额继续增长 18.83 亿元，预计截至 2011 年末，公司账面预收账款余额仍居高位，这为 2012 年的业绩增长打下良好基础。

2012 年公司仍有多种措施保障增长。公司有序提高计划外产品出厂价和计划内供应量的出厂价，自 2012 年 1 月 1 日起，单个经销商供应量在 30 吨以上的，超过部分出厂价提高至 959 元，提升幅度近 55%；而计划内供应量部分的出厂价预计 3 月中旬提价的可能性最大；公司 2012 年将力推次高端汉酱酒，着眼解决低度茅台酒和茅台系列酒不畅销的问题，销售省份将由目前的 10 余个覆盖至全国，在 2011 年销量近 500 吨的基础上保守估计 100%以上的增长；公司还将增开直营店，目前直营店约 14 家，未来直营店比例或升至 10%-20%，即至少 100 家，增开直营店，非常有利于公司主打的高端和超高端产品市场的中长期健康发展，加强前端市场价格的引导力。

近期茅台终端价和一批价略有松动，我们认为是正常现象，12 月下旬茅台经销商大会未能传出提价消息，而且大会距离春节不足 1 个月，这导致春节前供需平衡暂时被打破。另外，我们也认为，节后淡季价格或有小幅回调，均属正常现象，渠道库存情况仍较为乐观。

舆情对腐败和政务消费的高度关注引发市场焦虑情绪，我们认为情绪影响大于实质影响。关于中央级预算单位推行公务卡强制结算对高端酒消费的影响，我们已做评论，结论是影响有限。部分人大代表建议政务“禁喝茅台”，是缺乏建设性的建议，有哗众取宠之嫌，舆论监督和批判政府铺张浪费，应当从监督政府预算，提高其透明度着手，而不应将矛头对向企业。关于茅台“入奢”的议论也存在不理性，国人更应从正面去解读，这是对其国际品牌影响力的确认。

我们认为茅台健康发展的基础仍在，从增长的确定性、增长的质量和速度等几个方面综合考虑，茅台估值便宜，存在低估。2011 年报预增超预期，反映公司业绩增长实力、动力和意愿。我们预计 2012-13 年每股收益为 11.73 元和 15.25 元，维持买入评级，目标价 258.00 元，较目前股价有可观的增长空间。

披露声明

本报告准确表述了分析员的个人观点。每位分析员声明，不论个人或他/她的有联系者都没有担任该分析员在本报告内评论的上市法团的高级人员，也不拥有与该上市法团有关的任何财务权益。本报告涉及的上市法团或其它第三方都没有或同意向分析员或中银国际集团提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。中银国际集团的成员个别及共同地确认：(i)他们不拥有相等于或高于上市法团市场资本值的 1%的财务权益；(ii)他们不涉及有关上市法团证券的做市活动；(iii)他们的雇员或其有联系的个人都没有担任有关上市法团的高级人员；及(iv) 他们与有关上市法团之间在过去 12 个月内不存在投资银行业务关系。

本披露声明是根据《香港证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则》第十六段的要求发出，资料已经按照 2009 年 9 月 3 日的情况更新。中银国际控股有限公司已经获得香港证券及期货事务监察委员会批准，豁免披露中国银行集团在本报告潜在的利益。

免责声明

本报告是机密的，只有收件人才能使用。

本报告并非针对或打算在违反任何法律或规则的情况，或导致中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司(统称“中银国际集团”)须要受制于任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域的注册或牌照规定，向任何在这些地方的公民或居民或存在的机构准备或发表。未经中银国际集团事先书面明文批准下，收件人不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予任何其它人。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际集团的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供給閣下作参考之用，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的邀请，亦并未考虑到任何特别的投資目的、財務狀況、特殊需要或個別人士。本報告中提及的投資產品未必適合所有投資者。任何人收到或閱讀本報告均須在承諾購買任何報告中所指之投資產品之前，就該投資產品的適合性，包括投資人的特殊投資目的、財務狀況及其特別需要尋求財務顧問的意見。本報告中發表看法、描述或提及的任何投資產品或策略，其可行性將取決於投資者的自身情況及目標。投資者須在採取或執行該投資(無論有否修改)之前諮詢獨立專業顧問。中銀國際集團不一定採取任何行動，確保本報告涉及的證券適合個別投資者。本報告的內容不構成對任何人的投資建議，而收件人不會因為收到本報告而成為中銀國際集團的客戶。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际集团从相信可靠的来源取得或达到，但中银国际集团不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。收件人不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。中银国际集团可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。这些报告反映分析员在编写报告时不同的设想、见解及分析方法。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接(包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接)的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

中银国际集团在法律许可的情况下，可参与或投资本报告涉及的股票的发行人的金融交易，向有关发行人提供或建议服务，及/或持有其证券或期权或进行证券或期权交易。中银国际集团在法律允许下，可于发报材料前使用于本报告中所载资料或意见或他们所根据的研究或分析。中银国际集团及编写本报告的分析员(“分析员”)可能与本报告涉及的任何或所有公司(“上市法团”)之间存在相关关系、财务权益或商务关系。详情请参阅《披露声明》部份。

本报告所载的资料、意见及推测只是反映中银国际集团在本报告所载日期的判断，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或任何保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人咨询的建议。

本报告在中国境内由中银国际证券有限责任公司准备及发表；在中国境外由中银国际研究有限公司准备，分别由中银国际研究有限公司及中银国际证券有限公司在香港发送，由中银国际(新加坡)有限公司(BOC International (Singapore) Pte. Ltd.)在新加坡发送。

在沒有影響上述免責聲明的情況下，如果閣下是根據新加坡 Financial Advisers Act (FAA) 之 Financial Advisors Regulation (FAR) (第 110 章)之 Regulation 2 定義下的“合格投資人”或“專業投資人”，BOC International (Singapore) Pte. Ltd. 仍將(1)因為 FAR 之 Regulation 34 而獲豁免按 FAA 第 27 條之強制規定作出任何推薦須有合理基礎；(2)因為 FAR 之 Regulation 35 而獲豁免按 FAA 第 36 條之強制規定披露其在本報告中提及的任何證券(包括收購或出售)之利益，或其聯繫人或關聯人士之利益。

中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司 2009 版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构：

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852) 2867 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打：10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打：10800 1521065
新加坡客户请拨打：800 852 3392
传真:(852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852) 2867 6333
传真:(852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
金融大街 28 号
盈泰中心 2 号楼 15 层
邮编:100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

英国伦敦嘉能街 90 号
EC4N 6HA
电话: (4420) 7022 8888
传真: (4420) 7022 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371