

# CPI 决定提价幅度 进入“袁仁国时代”

投资要点:

## 1. 事件

公司 2011 年上半年实现营业收入 98 亿元, 同比增长 49%; 净利润 49 亿元, 同比增长 58%; 实现每股收益 4.73 元(摊薄后)/5.20 元(摊薄前)。茅台集团和股份公司进入“袁仁国时代”。

净利润增长幅度与我们 5 月 18 日的判断相同, 营业收入增长幅度则非常接近(误差在 2 个百分点内)。5 月 18 日, 我们在市场中率先调高 2011、2012 年 EPS 到 8.5 和 12 元(摊薄后分别为 7.71 和 10.9 元), 随着时间的推移, 一个季度后部分分析师调高到我们 5 月 18 日预测值附近, 我们即日起再次大幅调高 2012 年 EPS, 未来市场一致预期有望共同再次上调。

## 2. 我们的分析与判断

### (一)、费用率下降带动销售净利率提升 2.9 个百分点, 预收账款环比减少 14 亿元

二季度收入同比上升 58%, 增速同比提升 41.1%, 环比提升 19.2%, 季度收入增速年内呈现环比提升态势。

上半年公司毛利率同比持平, 营业费用率同比下降 1.5 个百分点至 3.3%, 管理费用率同比下降 2 个百分点至 6.5%; 主营业务税金及附加率同比持平, 销售净利率同比上升 2.9 个百分点至 49.9%。

预收账款环比一季度下降 14 亿元至 49.35 亿元, 可视为管理层释放业绩的积极信号, 巨额预收账款为 2011 年业绩释放预留空间。

### (二)、年底大幅提价概率相当大, 新增产能量价齐升再超预期, 2011-2013 年业绩将远超市场普遍预期

茅台一批价和终端价格一路上涨, 终端价格目前接近出厂价的三倍, 一批价差远高于同行业企业。十一五期间的万吨茅台扩产产能逐渐进入放量期, 可供销售量十二五期间复合增长率可达 15%; 远高于行业的大空间的价差安排使得公司具备持续的提价能力, 年内再次全面提价或超预期。

## 3. 投资建议

“情人节玫瑰”——2011 年是“十二五”的开局之年, 被动和主动力量交织或成为业绩释放的动力。具体逻辑请参看“情人节”开始推荐以来发出的四篇含公司深度报告。

我们延续 2011 年情人节以来的推荐观点, 大幅调高 2012 年 EPS 到 13.18 元(摊薄后)/14.50 元(摊薄前), 调高幅度为 20%, 2012PE 仅为 16 倍, 维持推荐的评级, 未来总市值有望超越帝亚吉欧。

友情提示, 同时也是本文重要观点: **CPI 走向将决定茅台提价与否和提价幅度**。我们倾向于重大利好的判断。

贵州茅台 (600519.sh)

**推荐** 维持评级

合理价位区间 300-360 元

分析师

董俊峰 (首席)

☎: (8610) 6656 88780

✉: dongjunfeng@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130511010002

特此鸣谢

郭怡娴 (8610) 6656 8229

(guoyixian@chinastock.com.cn)

对本报告的编制提供信息

市场数据

时间 2011.08.30

A 股收盘价(元)	214.82
A 股一年内最高价(元)	218.79
A 股一年内最低价(元)	124.56
上证指数	2566.59
市净率	12.0
总股本(万股)	103818
实际流通 A 股(万股)	103818
限售的流通 A 股(万股)	103818
流通 A 股市值(亿元)	2230.22

相关研究

- (1) 贵州茅台(600519): 重返业绩高速增长通道, 力量交织下理想选择 20110214
- (2) 贵州茅台(600519): 情人节玫瑰, 重申业绩再现拐点 20110321
- (3) 贵州茅台(600519): 重申业绩重返高速增长通道, 情人节玫瑰绽放 20110423
- (4) 贵州茅台(600519): 价量齐升再超预期, 内外因素和谐发展 20110526

**表 1: 财务报表预测**

利润表	2010A	2011E	2012E	主要财务指标	2010A	2011E	2012E
营业总收入	1163328	1762262	2837057	成长性			
营业总成本	447285	633868	908757	营业收入增长	20.3%	51.5%	61.0%
营业成本	105293	122520	144347	营业成本增长	10.8%	16.4%	17.8%
财务费用	-17658	-13806	-24293	营业利润增长	17.9%	57.6%	70.9%
销售费用	67653	96924	141853	利润总额增长	17.8%	57.6%	70.9%
管理费用	134601	188562	261009	净利润增长	17.1%	58.5%	70.9%
投资净收益	47	120	120	盈利能力			
营业利润	716091	1128514	1928420	毛利率	90.9%	93.0%	94.9%
营业外收支	151	200	200	销售净利率	43.4%	45.4%	48.2%
利润总额	716242	1128714	1928620	ROE	27.1%	29.5%	32.9%
所得税	182266	282179	482155	ROIC	97.5%	163.3%	461.7%
少数股东损益	28857	45713	78109	营运效率			
净利润	505119	800823	1368356	销售费用/营业收入	5.8%	5.5%	5.0%
资产负债表 (万元)				管理费用/营业收入	11.6%	10.7%	9.2%
货币资金	1288839	2262597	3986325	投资收益/营业利润	0.0%	0.0%	0.0%
应收帐款	125	190	306	所得税/利润总额	25.4%	25.0%	25.0%
应收票据	20481	31026	49948	应收帐款周转率	1027.63	11170.79	11439.36
存货	557413	673861	837215	存货周转率	0.22	0.20	0.19
流动资产合计	2030028	3166880	5115150	流动资产周转率	0.65	0.68	0.69
固定资产	447384	426448	404327	总资产周转率	0.51	0.57	0.61
资产总计	2558758	3677759	5606598	偿债能力			
短期借款	0	0	0	资产负债率	27.5%	26.4%	25.8%
应付款项	23201	26954	31756	流动比率	2.89	3.26	3.53
流动负债合计	702819	971285	1448659	速动比率	2.10	2.57	2.95
长期借款	0	0	0	每股指标 (元)			
负债合计	703819	971285	1448659	摊薄 EPS	4.87	7.71	13.18
股本	103818	103818	103818	每股净资产	17.96	26.11	40.04
留存收益	1745497	2546320	3914676	每股经营现金流	5.97	9.52	16.75
少数股东权益	15062	60774	138884	每股经营现金/EPS	1.2	1.2	1.3
权益合计	1864377	2710912	4157378	估值			
负债股东权益总计	2568196	3687197	5616036	PE	44.2	27.8	16.3
现金流量表 (万元)				PEG	0.68	0.43	0.25
经营活动现金流	620148	988758	1738728	PB	12.0	8.2	5.4
其中营运资本减少	42067	105372	252833	EV/EBITDA	30.69	19.35	11.48
投资活动现金流	-176339	-15000	-15000	EV/SALES	19.17	12.66	7.86
其中资本支出	-173191	-15000	-15000	EV/IC	38.71	49.79	130.69
融资活动现金流	-129285	0	0	ROIC/WACC	9.30	15.57	44.02
净现金总变化	314524	973758	1723728	REP	4.16	3.20	2.97

资料来源: 中国银河证券研究部

做到了在貌似大势已去的时刻，果断地发出买点信号。

☞ 市场领先、坚定、成功推荐**贵州茅台(600519.ss)**——**情人节玫瑰**

自2月“情人节”共发出四篇公司深度研究报告，市场上率先调高今明两年业绩到8.5和12元（除权前），且成功做到了用各种方式在关键时点及时提示买入时机！

- ☞ 4月底发布《食品饮料行业：投资机会有望提前到来》领先市场、及时、坚定提出食品饮料板块整体机会到来，且成功做到了用各种方式及时提示；5月份以后食品饮料板块一改颓势，开始出现大幅度超额收益。

贵州茅台(600519.ss)今年报告列表：

(1) 贵州茅台(600519): 重返业绩高增长通道, 力量交织下理想选择	20110214
(2) 贵州茅台(600519): 情人节玫瑰, 重申业绩再现拐点	20110321
(3) 贵州茅台(600519): 重申业绩重返高增长通道, 情人节玫瑰绽放	20110423
(4) 贵州茅台(600519): 价量齐升再超预期, 内外因素和谐发展	20110526

## 评级标准

### 银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

**推荐：**是指未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

**谨慎推荐：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

**中性：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

**回避：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

### 银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

**推荐：**是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

**谨慎推荐：**是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%-20%。该评级由分析师给出。

**中性：**是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

**回避：**是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

**董俊峰，食品饮料行业证券分析师。**1994—1998 年消费品营销策划业四年从业经历、1998—1999 年超市业一年从业经历、2001 年至今证券业十年从业经历。清华大学硕士。2003 年首创消费品行业数量化研究模型《品牌渠道评级体系》，已获国家版权局著作权登记证书。

**周颖，食品饮料行业证券分析师。**2007 年至 2011 年 2 月在中信证券从事行业研究工作，2011 年 3 月至今在银河证券从事证券业行业研究工作。清华大学硕士。

**郭怡娴，食品饮料行业证券分析师。**2008 年至今从事食品饮料行业研究。武汉大学金融学硕士。

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

## 免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

银河证券有权在发送本报告前使用本报告所涉及的研究或分析内容。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

## 联系

中国银河证券股份有限公司 研究部  
北京市西城区金融街35号国际企业大厦C座 100033  
电话：010-66568888  
传真：010-66568641  
网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：  
北京地区联系： 010-66568849  
上海地区联系： 010-66568281  
深圳广州地区联系： 010-66568908