

CPI 趋势有望提升明年提价预期

贵州茅台 (600519.sh)

推荐 维持评级

投资要点:

1. 事件

近日国家发改委价格司、经贸司、价监局共同召开白酒价格座谈会,要求白酒骨干企业要维护市场价格稳定,不能再出现涨价现象。

2. 我们的分析与判断

(一)、明年提价概率较大,源于 CPI 趋势有望下行

近日国家发改委价格司、经贸司、价监局共同召开白酒价格座谈会,参加会议的有中国酿酒工业协会、中国酒类流通协会、茅台酒厂股份有限公司、五粮液股份有限公司、苏酒集团股份有限公司、泸州老窖股份有限公司、古井贡酒股份有限公司。会议就白酒价格问题进行了广泛交流,鉴于目前通胀预期的压力,白酒虽然不是必须消费品,但是在稳定市场消费方面也起着特殊作用,发改委领导提出要求行业协会及白酒骨干企业要起到维护白酒市场价格的作用,同时保障市场供应、稳定价格、不能再出现涨价现象,加强行业自律,加强对经销商的管理。

我们认为在此前提下,公司明年提价概率较大,虽然年内实施提价概率低,但也不排除年底公告明年提价;尤其是 CPI 趋势有望下行,因此明年放开白酒提价的概率较大。

(二)、新增产能量价齐升再超预期,2011-2013 年业绩将超市场普遍预期

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,继续维持 2012 年 EPS 到 13.18 元(摊薄后)/14.50 元(摊薄前)判断,2012PE 仅为 16 倍,维持推荐的投资评级。

再次友情提示,即继续重申 8 月 31 日研究报告重要观点: CPI 走向将决定茅台提价与否和提价幅度。我们倾向于明年提价是大概率事件的判断。

分析师

董俊峰 (首席)

☎: (8610) 6656 8780

✉: 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 2011.09.23

| | |
|---------------|--------|
| A 股收盘价(元) | 194.05 |
| A 股一年内最高价(元) | 219.50 |
| A 股一年内最低价(元) | 139.21 |
| 上证指数 | 2433.1 |
| 市净率 | 9.53 |
| 总股本(万股) | 103818 |
| 实际流通 A 股(万股) | 103818 |
| 限售的流通 A 股(万股) | 0 |
| 流通 A 股市值(亿元) | 2015 |

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
- (5) 贵州茅台(600519): CPI 决定提价幅度 进入“袁仁国时代” 20110831

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 | 39.93 | 25.11 | 14.72 |
| 现金流量表 (万元) | | | | PEG | 0.61 | 0.39 | 0.23 |
| 经营活动现金流 | 620148 | 988758 | 1738728 | PB | 10.84 | 7.41 | 4.88 |
| 其中营运资本减少 | 42067 | 105372 | 252833 | EV/EBITDA | 27.72 | 17.48 | 10.37 |
| 投资活动现金流 | -176339 | -15000 | -15000 | EV/SALES | 17.32 | 11.44 | 7.10 |
| 其中资本支出 | -173191 | -15000 | -15000 | EV/IC | 34.97 | 44.98 | 118.05 |
| 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 | 3.76 | 2.89 | 2.68 |

资料来源: 中国银河证券研究部

做到了“在市场最没有信心时果断给出买点”。

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

今年在卖方分析师里面“超前”——情人节开始——按正确逻辑坚定推荐；业绩预测“时间领先”“EPS 最高”——情人节预计 2011EPS 为 8 元、5 月 18 日调高 2011EPS 到 8.5 元、8 月 31 日调高 2012EPS 到 13.18 元。

自 2 月“情人节”共发出多篇公司深度研究报告，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 |
| (5) 贵州茅台(600519): CPI 决定提价幅度 进入“袁仁国时代” | 20110831 |

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。

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。

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。

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
上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 26 楼
深圳市福田区福华一路中心商务大厦 26 层
公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

北京地区：傅楚雄 010-83574171 fuchuxiong@chinastock.com.cn
上海地区：于淼 021-20257811 yumiao_jg@chinastock.com.cn
深广地区：詹璐 0755-83453719 zhanlu@chinastock.com.cn