



买入 **19% ↑**

目标价格: 人民币 266.00

600519.SS 原目标价格: 人民币 258.00

价格: 人民币 223.19

目标价格基础: 20倍 12年市盈率

板块评级: 增持

本报告要点

■ 财务预算收入增长超预期

■ 调升盈利预测

我们的观点有何不同?

■ 调高 2012-2013 盈利预测

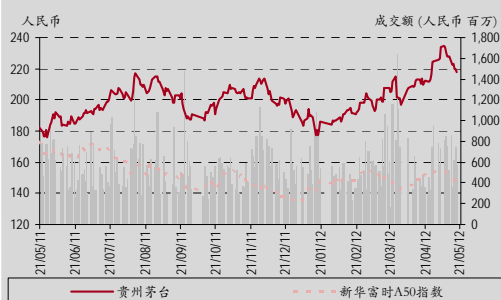
■ 茅台仍是一线首选

主要催化剂/事件

■ 提价; 直营店回收渠道利润

■ 1季报业绩释放风向标, 半年报继续高增长

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	20	5	16	22
相对新华富时 A50 指数	11	8	17	37

发行股数(百万)	1,038
流通股(%)	38.24
流通股市值(人民币 百万)	88,606
3个月日均交易额(人民币 百万)	576
净负债比率(%) (2012E)	净现金
主要股东(%)	
贵州茅台酒厂	61.76

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究
以 2012 年 5 月 21 日收市价为标准

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

(8621) 2032 8510

du.liu@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300510120001

*苏斌为本报告重要贡献者

贵州茅台

预算传递超预期增长的信心

公司公告 2012 年财务预算, 对收入、营业税金、销售成本和费用等做出了较为明晰的计划, 其中收入目标增长超出市场预期较多, 计划收入增长 51%。我们认为公司公告的 2012 财务预算反映了公司有能力保证快速增长的信心。我们维持贵州茅台一线投资首选的地位: 政府和企业两个层面对加快上市公司快速发展的期望和动力都很充分; 虽然当前形势具有一定不确定性, 但整个经济前期持续快速发展带来实际消费能力的提升、及茅台前期打下的宽阔的价差护城河以及公司有效生产能力的扩张和高度健康的财务面等各个层面都使得茅台仍然具备较好的增长基础, 能够在不利环境当中较好达到预期。我们提高 2012-13 年盈利预测至 13.31 元、18.37 元, 提高目标价至 266.00 元, 维持买入评级。

支撑评级的要点

- 茅台 2012 年财务预算给人惊喜: 收入增长 51%左右, 营业成本增长 32%左右, 营业税金及附加增长 28%左右, 销售费用增加 28%左右, 管理费用增长 25%左右。收入增长大幅高于成本和各项费用增速。
- 公布投资预算, 对 2011 年度董事会已经决议通过的 2,500 吨茅台酒技改项目、2,800 吨王子酒技改工程等项目以及其他已经开建或待开工项目进行投入, 合计约 36.14 亿元。
- 白酒消费淡季高端白酒动销情况不甚乐观, 同 4 月份相比, 茅台和五粮液的一批价格继续小幅下探, 五粮液在 730-740 元, 茅台在 1,350-1,450 元。
- 收入达到预算要求的有效途径是茅台直营店快速铺开 (目前贵阳、重庆和成都等地直营公司已经陆续开张), 同时供应量向直营店倾斜; 条件成熟时提高出厂价。

评级面临的主要风险

- 经济增长减速导致高端白酒消费下滑; 不利于白酒行业的政策或通知的颁布。

估值

- 我们调升 2012-13 每股收益预测至 13.31 元和 18.37 元, 目前市价相当于 2012 年 16.8 倍市盈率, 我们将目标价由 258.00 元提高至 266.00 元, 相当于 2012 年 20 倍和 2013 年 12.2 倍市盈率, 维持买入评级。

投资摘要

年结日: 12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
销售收入(人民币 百万)	11,633	18,402	27,231	36,464	47,101
变动(%)	20.3	58.2	48.0	33.9	29.2
净利润(人民币 百万)	5,050	8,763	13,816	19,068	24,962
全面摊薄每股收益(人民币)	4.87	8.44	13.31	18.37	24.04
变动(%)	17.1	73.5	57.7	38.0	30.9
市场预期每股收益(人民币)	-	-	12.10	16.45	21.40
先前预测每股收益(人民币)	-	-	12.11	16.13	19.48
调整幅度(%)	-	-	9.89	13.87	17.00
核心每股收益(人民币)	4.86	8.44	13.31	18.37	24.04
变动(%)	17.1	73.5	57.7	38.0	30.9
全面摊薄市盈率(倍)	45.9	26.4	16.8	12.2	9.3
核心市盈率(倍)	45.9	26.4	16.8	12.2	9.3
每股现金流量(人民币)	6.57	9.78	16.42	21.37	27.11
价格/每股现金流量(倍)	34.0	22.8	13.6	10.4	8.2
企业价值/息税折旧前利润(倍)	27.2	17.3	10.6	7.2	4.9
每股股息(人民币)	2.09	4.00	3.47	5.71	7.45
股息率(%)	0.94	1.79	1.55	2.56	3.34

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

预算点评

公司公告 2012 年财务预算，对收入、营业税金、销售成本和费用等做出了较为明晰的计划，其中收入目标增长超出市场预期较多，计划收入增长 51%，营业成本增长 32%左右，营业税金及附加增长 28%左右，销售费用增加 28%左右，管理费用增长 25%左右。收入增长大幅高于成本和各项费用增速。

我们原先预计 2012 年公司收入增长 43%左右，预算收入增速高出我们预计 8 个百分点左右，也高出市场预期增速。我们认为该预算是公司较为乐观的情况下做出的，在不考虑提价的情况下，可能有一定的难度。

预算反映的是信心。1 季度公司收入和利润增长已经传递出公司今年保持快速增长的信心和决心，决心的背后是政府的推动，目前政府和企业两个层面对加快上市公司快速发展的期望和动力都很充分，中期不太可能改变。

茅台的优势在于：虽然当前形势具有一定不确定性，但整个经济前期持续快速发展带来实际消费能力的提升、及茅台前期打下的宽阔的价差护城河以及公司有效生产能力的扩张和高度健康的财务面等各个层面都使得茅台仍然具备较好的增长基础，能够在不利环境当中较好达到预期。

所以，我们看到：

茅台直营店开张，销售旺盛，民间高端消费在价格适度范围内基础仍然存在；直营店开张利于市场管理，专卖店价格指导力增强，带动前期非理性上涨的渠道价格理性回落；

茅台力图模式转变，加强市场掌控，稳步回收渠道利润，**而其他企业回收渠道利润的能力不可同日而语；**

产品结构向下丰满，例如，今年终端价格 699-799 元的汉酱将成为主推品种之一，糖酒会期间，招商情况非常理想。

另外，在外部环境不明朗情况下，我们淡化提价对公司投资价值的实质性影响，因为公司多种举措达到价格的实际提升，包括开直营店、提高计划外价格、提高计划外比例、新增产能向计划外和直营店倾斜等。但合适时机提价仍存很大可能性，并能化解公司业绩财务预算达成压力。

我们提高 2012-13 年盈利预测至 13.31 元、18.37 元，提高目标价至 266.00 元，**相当于 2012 年 20 倍和 2013 年 12.2 倍市盈率，维持买入评级。**

损益表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
销售收入	11,633	18,402	27,231	36,464	47,101
销售成本	(1,053)	(1,551)	(2,048)	(2,570)	(3,147)
经营费用	(3,597)	(4,866)	(6,363)	(8,087)	(10,305)
息税折旧前利润	7,269	12,334	19,184	26,308	34,287
折旧及摊销	(286)	(348)	(364)	(500)	(638)
经营利润(息税前利润)	6,984	11,985	18,820	25,808	33,649
净利息收入/(费用)	177	351	381	551	709
其他收益/(损失)	2	(2)	0	0	0
税前利润	7,161	12,335	19,201	26,359	34,358
所得税	(1,823)	(3,084)	(4,800)	(6,590)	(8,590)
少数股东权益	(289)	(487)	(585)	(702)	(807)
净利润	5,050	8,763	13,816	19,068	24,962
核心净利润	5,050	8,764	13,816	19,068	24,962
每股收益(人民币)	4.86	8.44	13.31	18.37	24.04
核心每股收益(人民币)	4.86	8.44	13.31	18.37	24.04
每股股息(人民币)	2.09	4.00	3.47	5.71	7.45
收入增长(%)	20.30	58.19	47.98	33.91	29.17
息税前利润增长(%)	17.54	71.62	57.02	37.13	30.38
息税折旧前利润增长(%)	18.21	69.66	55.54	37.13	30.33
每股收益增长(%)	17.13	73.49	57.66	38.01	30.91
核心每股收益增长(%)	17.13	73.54	57.65	38.01	30.91

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

现金流量表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
税前利润	7,161	12,335	19,201	26,359	34,358
折旧与摊销	286	348	364	500	638
净利息费用	(177)	(351)	(381)	(551)	(709)
运营资本变动	579	554	(1,537)	(415)	(55)
税金	(1,823)	(3,084)	(4,800)	(6,590)	(8,590)
其他经营现金流	175	347	4,205	2,881	2,507
经营活动产生的现金流	6,201	10,149	17,052	22,185	28,148
购买固定资产净值	(1,732)	(2,185)	(3,600)	(2,520)	(1,512)
投资减少/增加	25	216	0	0	0
其他投资现金流	(57)	(151)	0	0	0
投资活动产生的现金流	(1,763)	(2,120)	(3,600)	(2,520)	(1,512)
净增权益	0	0	0	0	0
净增债务	0	0	0	0	0
支付股息	(2,171)	(4,150)	(3,600)	(5,931)	(7,731)
其他融资现金流	878	1,488	381	551	709
融资活动产生的现金流	(1,293)	(2,662)	(3,219)	(5,380)	(7,021)
现金变动	3,145	5,366	10,233	14,285	19,615
期初现金	9,743	12,888	18,255	28,487	42,773
公司自由现金流	4,438	8,028	13,452	19,665	26,636
权益自由现金流	4,438	8,028	13,452	19,665	26,636

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

资产负债表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
现金及现金等价物	12,888	18,255	28,487	42,773	62,387
应收帐款	206	254	599	802	1,036
库存	5,574	7,187	11,265	14,904	18,881
其他流动资产	1,632	2,133	2,682	3,235	4,083
流动资产总计	20,300	27,830	43,033	61,713	86,387
固定资产	4,192	5,426	6,468	10,220	11,084
无形资产	452	808	781	755	728
其他长期资产	643	837	3,063	1,363	1,406
长期资产总计	5,287	7,071	10,312	12,337	13,218
总资产	25,588	34,901	53,346	74,050	99,605
应付帐款	232	172	205	206	189
短期债务	0	0	0	0	0
其他流动负债	6,796	9,308	16,920	23,786	31,319
流动负债总计	7,028	9,481	17,125	23,991	31,508
长期借款	0	0	0	0	0
其他长期负债	10	17	17	17	17
股本	944	1,038	1,038	1,038	1,038
储备	17,455	23,953	34,169	47,306	64,537
股东权益	18,399	24,991	35,207	48,344	65,575
少数股东权益	151	412	997	1,698	2,505
总负债及权益	25,588	34,901	53,346	74,050	99,605
每股帐面价值(人民币)	19.49	24.07	33.91	46.57	63.16
每股有形资产(人民币)	19.02	23.29	33.16	45.84	62.46
每股净负债/(现金)(人民币)	(12.41)	(17.58)	(27.44)	(41.20)	(60.09)

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

主要比率

年结日: 12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	62.49	67.02	70.45	72.15	72.79
息税前利润率(%)	60.03	65.13	69.11	70.78	71.44
税前利润率(%)	61.56	67.03	70.51	72.29	72.95
净利率(%)	43.41	47.62	50.74	52.29	53.00
流动性					
流动比率(倍)	2.89	2.94	2.51	2.57	2.74
利息覆盖率(倍)	(39.6)	(34.2)	(49.4)	(46.8)	(47.4)
净权益负债率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
速动比率(倍)	2.10	2.18	1.86	1.95	2.14
估值					
市盈率(倍)	45.88	26.44	16.77	12.15	9.28
核心业务市盈率(倍)	45.89	26.44	16.77	12.15	9.28
目标价对应核心业务市盈率(倍)	54.68	31.51	19.99	14.48	11.06
市净率(倍)	11.36	9.12	6.40	4.63	3.40
价格/现金流(倍)	33.97	22.83	13.59	10.44	8.23
企业价值/息税折旧前利润(倍)	27.20	17.31	10.59	7.18	4.94
周转率					
存货周转天数	174.89	142.55	151.00	149.18	146.32
应收帐款周转天数	0.04	0.04	0.73	0.73	0.73
应付帐款周转天数	80.43	40.55	36.50	29.20	21.90
回报率					
股息支付率(%)	42.97	47.35	26.06	31.10	30.97
净资产收益率(%)	27.23	34.50	38.16	38.10	36.67
资产收益率(%)	19.74	25.11	25.90	25.75	25.06
已运用资本收益率(%)	28.24	35.39	38.99	38.68	37.07

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，其本人或其关联人士都没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向其本人或其关联人士提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司声明，其员工均没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；在本报告发布前的十二个月内，与本报告评论的上市公司不存在投资银行业务关系；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向中银国际证券有限责任公司提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。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证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“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、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，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要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都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，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员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，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

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。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，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投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。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) 3988 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) 3988 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 2 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