

一批价明显拐头上升 大幅提价望成催化剂

核心观点:

1. 事件

近期部分省份 53 度茅台酒经销商一批价出现 100 元左右的上漲幅度。

2. 我们的分析与判断

(一) 市场和公司近期行为预示出厂价提价公告渐行渐近, 有望成为第二个催化剂

市场购销行为和公司近期销售行为, 预示未来经销商可能货紧, 近期部分省份 53 度茅台酒经销商一批价出现 100 元左右的上漲幅度, 出厂价提价公告渐行渐近。

预计未来一个月出厂价提升幅度将在 200-300 元。提价后, 团购价等也有望跟随上调。我们认为, 更关键核心是经销商是否在提价公告后须补差价及时间段。

公司提价公告将成为继我们预计的一季报业绩 50%以上增长的催化剂后的第二个股价强催化剂。

(二) 自营店和提价成为今明两年最重要驱动力

今年部分月份的提价和自营店对业绩的贡献, 明年同比仍然是部分月份的提价和自营店对业绩的贡献, 有望成为今明两年最重要驱动力。虽然市场对我们近一年前(2011年8月31日公司深度报告)预测的 2012 年 EPS 为 13.18 元已经广泛认同, 但我们认为仍然是较为保守。另外我们认为自营店取代提价成为未来若干年业绩最重要驱动力。

(三) 今年的投资机会就是去年的镜像

我们继续重申“现在的茅台投资机会就是去年的机会翻版”观点——公司一季报公告前后到现在的表现, 足以让部分投资者抛开疑虑。历史何其相像! 具体分析逻辑, 可参看中国银河证券食品饮料团队的公司深度报告。

3. 投资建议

维持7月9日中期策略报告调高2012、2013年EPS分别到13.89和20.19元的判断, 及“推荐”评级; 未来如果公告提价, 我们将再次提高盈利预测。

4. 风险提示

受多种因素影响的产品量价关系变化有可能超过我们的预期, 从而影响对公司的盈利预测。

贵州茅台 (600519.sh)

推荐 维持评级

分析师

董俊峰 (首席)

☎: 010-66568780

✉: dongjunfeng@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130511010002

周颖

☎: (8610) 8357 1301

✉: zhouying_yj@chinastock.com.cn

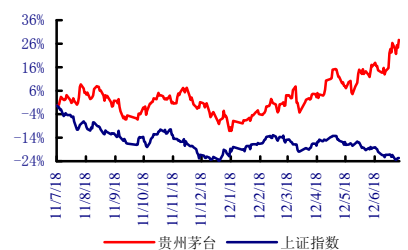
执业证书编号: S0130511090001

市场数据

时间 2012.07.13

A 股收盘价(元)	262.70
A 股一年内最高价(元)	265.01
A 股一年内最低价(元)	170.90
上证指数	2185.90
市净率	10.91
总股本 (万股)	103818.00
实际流通 A 股(万股)	103818.00
限售的流通 A 股(万股)	0.00
流通 A 股市值(亿元)	2727.30

相对指数表现图



资料来源: 中国银河证券研究部

相关研究

- (1) 贵州茅台 (600519): 未来大幅提价成催化剂 业绩表现复制去年历程 20120425
- (2) 贵州茅台(600519): 一季报成主催化剂 复制去年全年历程 20120410
- (3) 食品饮料行业 2012 年下半年投资策略报告: 优选确定性成长品种 获最佳风险收益配比 20120709

投资评级：推荐
驱动因素、关键假设及主要预测：

(1) 2012 年下半年公告供经销商出厂价提价区间 200-300 元；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%。

(2) 2012 年直营店供应量超市场预期，限价为 1519 元；直营店发展将远超市场预期，成为公司历史性经营模式拐点；

(3) 系列酒销售稳定发展等。

我们预计公司 2012-2013 年 EPS 分别为 13.89 元和 20.19 元，CAGR10-12 大于 60%。

若公司公告提价，我们将继续领先市场将 2012 年 EPS 上调。

我们与市场不同的观点	公司估值与投资建议
<ul style="list-style-type: none"> 2012 年第三季度提出厂价为大概率事件，提价区间 200-300 元，且经销商需要补差价； 我们认为，直营店发展将超过市场预期，将成为未来若干年业绩增长的主要驱动力，新增产能量价齐升再超预期，2012-2013 年业绩再超市场普遍预期。 	<ul style="list-style-type: none"> 2011-2012 年 PE 分别为 31 和 19 倍，我们延续 2011 年情人节以来的推荐观点，继续调高 2012-2013 年 EPS 为 13.89 元和 20.19 元判断，维持推荐评级。 若公司公告提价，我们将再次领先市场大幅上调全年盈利预测。
股价表现的催化剂	主要风险因素
<ul style="list-style-type: none"> 公司再次公告提价； 各季度报告超市场预期； 管理层继续释放积极信号。 	<ul style="list-style-type: none"> 受宏观经济特别是 CPI 影响的产品量价关系变化可能超过我们预期，从而影响对公司的盈利预测； 高端白酒消费市场环境发生巨大转变。

关键财务指标及预测

项目	2010A	2011A	2012E
销售收入(百万元)	11633.28	18402.35	29326.00
EBITDA(百万元)	7,269.43	11,540.71	20391.05
归属母公司净利润(百万元)	5051.19	8763.23	14415.25
摊薄 EPS(元)	4.87	8.44	13.89
ROIC	27.5%	35.1%	41.68%

资料来源：中国银河证券研究部

一、白酒行业：我国白酒行业增速仍然处于高位

我们在此再次强调未来一个季度贵州茅台（600519.sh）提价公告，有望成为行业催化剂的观点。

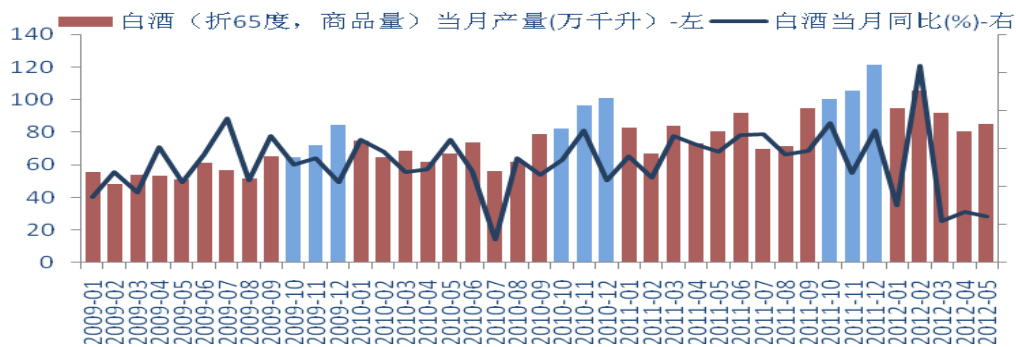
贵州茅台估值修复将继续引发一线品种全线回归，二三线品种则有望在一线估值修复后再次大幅表现。投资信心的恢复将全面推动一线品种再次展开修复行情，如同去年上半年，我们认为茅台提价公告将成为继一季报后的第二个强劲催化剂。其他一线品种如五粮液（000858.sz）和泸州老窖（000568.sz），也将随之展开一波行情。

二三线品种经过了前几个月狂飙，在一线品种估值修复后，部分未来 3 年净利润 CAGR 超过 50% 的品种有望再次展开近年来少有的至少是超额相对收益的行情。

行业景气度仍将处于高位，弱周期性值得关注。就高端白酒全行业来看，历史上和经济增速的波动还是存在相关性，应该说是弱周期性行业。因此我们认为，如果市场对经济增速的一致预期成为现实，那么高端白酒景气度略降也可能成为现实，反之，则高端白酒景气度继续高涨。我们认为行业景气度仍将处于高位。

即使最坏情况发生，仍然有表现优秀公司。虽然行业具有弱周期性，但经过仔细分析各主要高端白酒企业的内部新动作，我们认为，在新竞争环境下，某些公司将在行业景气度改变的不利之时，仍然能够保持原有的上升通道，确保业绩增速符合甚至超越市场一致预期。

图 1：我国白酒行业 2009-2012 年前 5 月单月产量及增速变动



资料来源：国家统计局，中国银河证券研究部整理

2012 年 1-5 月我国白酒行业累计产量 435.63 万千升，同比增长 17.34%。就累计产量增速水平来看，比上年同期减少 13.08 个百分点，环比增加了 0.07 个百分点。其中，5 月单月实现产量 85.02 万千升，同比增长 12.16%，比上年同期减少 17.04 个百分点，环比减少 1.1 个百分点。

2012 年 1-4 月我国白酒行业收入及利润增速节后略有回落。12 年 1-4 月，我国白酒行业实现收入 1477.52 亿元，同比增长 30.68%（比上年同期减少 5.26pct），实现利润总额 252.14 亿元，同比增长 45.47%（比上年同期增加 3.53pct）。另外，我们对比 2011 年 1-12 月份和 2010 年 1-11 月份经济指标，2010 年 1-11 月，白酒行业实现收入 2421.62 亿元，同比增长 31.01%，利润总额 318.61 亿元，同比增长 34.05%。我们向前考察十年来历史数据，2011 年 1-12 月份

收入增速已经超过前期高点（2007年1-11月34.03%），利润总额增速接近2007年1-11月最高值60.27%，为2008年全球金融海啸以来最高增速。

图 2：我国白酒行业收入累计值及增速变动(2000-12年4月)

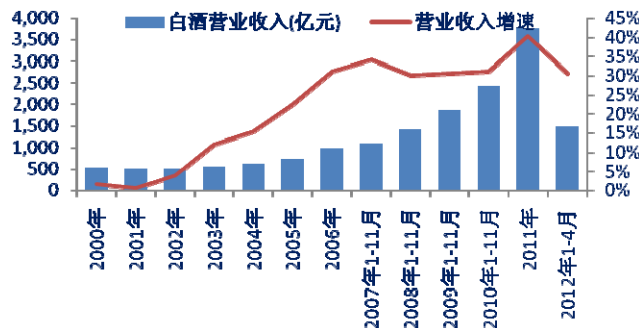


图 3：我国白酒行业利润总额累计值及增速 (2000-12年4月)



资料来源：国家统计局，中国银河证券研究部整理

2012年一季白酒行业毛利率38.36%，延续去年拐点趋势。如图所述，2012年1-4月，我国白酒行业主营成本为910.81亿元，同比增长25.23%，毛利率为38.36%，在2月份创十几年来新高后略有回落。对比去年一季度行业毛利率，增加3.05个百分点，行业毛利率延续去年拐点趋势。

利润总额比例自2002年来逐年上升，体现白酒行业盈利能力逐渐升级。据我们测算，2012年1-4月行业利润总额比率为17.06%，在2月份再创十几年来新高后略有回落。

图 4：我国白酒行业毛利率水平变动 (2000-2012年前四月)

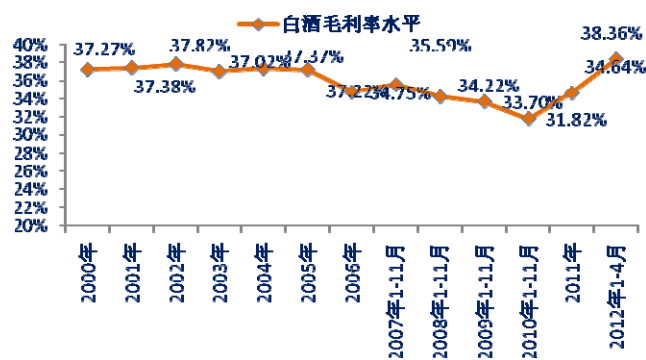


图 5：我国白酒行业利润总额比率变动 (2000-2012年前四月)



资料来源：国家统计局，中国银河证券研究部整理

表 1: 财务报表预测

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
会计年度	2011	2012E	2013E	2014E	会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
流动资产	27829.63	38939.89	57000.04	78282.72	营业收入	18402.36	29326.00	43050.57	58661.79
现金	18254.69	22336.31	34205.97	46249.61	营业成本	1551.23	2208.25	3310.59	4846.75
应收账款	2.23	5.71	4.48	10.01	营业税金及附加	2477.39	3947.97	5795.62	7897.26
其它应收款	47.29	243.92	126.48	324.87	营业费用	720.33	879.78	1373.31	2457.93
预付账款	1861.03	4141.87	4723.02	6878.94	管理费用	1673.87	2199.45	3297.67	4428.97
存货	7187.12	11241.68	17200.12	23439.71	财务费用	-350.75	-251.13	-315.36	-489.39
其他	477.28	970.41	739.96	1379.58	资产减值损失	-2.50	-4.21	-7.79	-9.00
非流动资产	7071.24	10182.73	14178.37	18446.34	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
长期投资	4.00	4.00	4.00	4.00	投资净收益	3.38	3.38	3.38	3.38
固定资产	5426.01	8115.05	11435.42	15051.93	营业利润	12336.16	20349.27	29599.91	39532.66
无形资产	808.43	1221.00	1706.36	2254.53	营业外收入	7.18	7.18	7.18	7.18
其他	832.80	842.68	1032.58	1135.87	营业外支出	8.69	4.57	5.68	6.31
资产总计	34900.87	49122.61	71178.40	96729.06	利润总额	12334.66	20351.88	29601.40	39533.53
流动负债	9480.72	12631.79	19757.05	26189.75	所得税	3084.34	5127.08	7464.00	9937.76
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	净利润	9250.32	15224.80	22137.40	29595.77
应付账款	172.34	469.34	512.58	852.81	少数股东损益	487.18	809.54	1179.78	1569.88
其他	9308.38	12162.45	19244.48	25336.94	归属母公司净利润	8763.15	14415.25	20957.62	28025.89
非流动负债	16.77	12.26	13.01	14.01	EBITDA	11695.75	20391.05	29763.49	39768.52
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EPS (摊薄)	8.44	13.89	20.19	27.00
其他	16.77	12.26	13.01	14.01					
负债合计	9497.49	12644.04	19770.06	26203.76	主要财务比率				
少数股东权益	412.20	1221.74	2401.52	3971.40	会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
归属母公司股东权益	24991.18	35256.83	49006.82	66553.90	成长能力				
负债和股东权益	34900.87	49122.61	71178.40	96729.06	营业收入增长率	58.19%	59.36%	46.80%	36.26%
					营业利润增长率	72.27%	64.96%	45.46%	33.56%
					归属于母公司净利润增长率	73.49%	64.50%	45.39%	33.73%
					获利能力				
					毛利率	91.57%	92.47%	92.31%	91.74%
					净利率	50.27%	51.92%	51.42%	50.45%
					ROE	36.41%	41.74%	43.06%	41.96%
					ROIC	35.10%	41.68%	43.66%	42.89%
					偿债能力				
					资产负债率	27.21%	25.74%	27.78%	27.09%
					净负债比率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	2.94	3.08	2.89	2.99
					速动比率	2.18	2.19	2.01	2.09
					营运能力				
					总资产周转率	0.61	0.70	0.72	0.70
					应收账款周转率	10576.08	7393.26	8454.20	8100.55
					应付账款周转率	7.67	6.88	6.74	7.10
					每股指标 (元)				
					每股收益 (最新摊薄)	8.44	13.89	20.19	27.00
					每股经营现金流 (最新摊薄)	8.63	11.51	22.97	26.94

资料来源: 中国银河证券研究部

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。

中国银河证券食品饮料团队，2011 年第九届新财富最佳分析师。

董俊峰，研究部行业研究主管，兼食品饮料行业分析师（首席）。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 年业界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食品饮料行业研究工作。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。

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。

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：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn

深广地区：詹璐 0755-83453719 zhanlu@chinastock.com.cn