

提振市场信心

提价公告点评

报告关键点:

- 📖 提价时点超预期;
- 📖 提振市场信心, 带动板块行情;
- 📖 奠定明年业绩基础

报告摘要:

- **提价时点超预期:** 贵州茅台发布公告, 自9月1日起, 对部分产品提价20-30%, 据我们了解其主力产品53° 茅台提价幅度达到近200元。由于市场普遍认为在目前经济低迷、国家严控“三公”消费的时候茅台直接提价的可能性极小, 因此此次直接提价在时点完全超出市场预期。
- **提振市场信心, 带动板块行情:** 在中秋国庆前的销售旺季, 茅台直接提价将带动起白酒板块的行情, 特别是五粮液、泸州老窖等一线白酒, 尽管茅台公告此次调价不涉及终端指导价格, 但我们认为茅台出厂价提升必定带动渠道价格和终端价格的连锁反应, 继续为各层次白酒创造提价空间, 从而提振经销商的信心, 但长期我们认为经济状况和政府对于公款消费的态度最终是影响高端白酒消费的主要因素。我们判断: 由于有30多家直营店做后盾, 此次涨价对终端价格的影响程度会小于以往。
- **奠定明年业绩基础:** 此次直接提价不仅增厚了茅台今年后4个月的业绩, 而且奠定了明年的增长基础, 由于我们测算茅台通过间接方式今年提价幅度与直接提价的幅度基本相当, 但公司此次提价直接增加明年销售额近20亿元, 调整2013和2014年的盈利预测, 预计茅台2012-2014年的EPS分别为13.53、20.10和27.15元, 复合增长率为45%, 2012年动态PE 为16倍, 给予公司2013年18倍PE, 12个月的目标价为360元, 维持买入-B的投资评级。
- **风险提示:** 除白酒行业激烈的市场竞争外, 国家对于高端公务消费的管制以及社会舆论对茅台酒的消费以及提价将形成一定的压力。

评级:

买入-B

上次评级: 买入-B

目标价格:

360.00元

期限: 12个月 上次预测: 363.00元

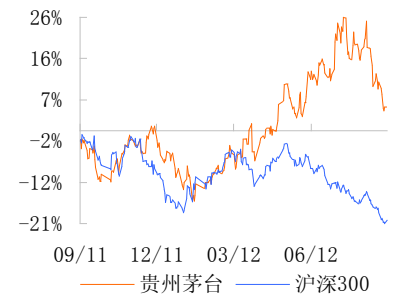
现价(2012年09月03日): 219.76元

报告日期:

2012-09-04

总市值(百万元)	228,150.44
流通市值(百万元)	228,150.44
总股本(百万股)	1,038.18
流通股本(百万股)	1,038.18
12个月最低/最高	170.90/266.08元
十大流通股东(%)	68.56%
股东户数	38,867

12个月股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	(5.68)	8.23	25.88
绝对收益	(11.01)	(7.14)	5.36

李铁

010-66581633
执业证书编号

徐昊

010-66581748
执业证书编号

行业分析师

litie2@essence.com.cn
S1450511020014

行业分析师

xuhao1@essence.com.cn
S1450511080005

财务和估值数据摘要

(百万元)	2010	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	11,633.3	18,402.4	27,612.4	41,236.5	55,517.6
Growth(%)	20.3%	58.2%	50.0%	49.3%	34.6%
净利润	5,339.8	9,250.3	14,366.0	21,350.7	28,833.7
Growth(%)	17.1%	73.5%	60.2%	48.6%	35.0%
毛利率(%)	90.9%	91.6%	90.5%	90.6%	90.4%
净利润率(%)	43.4%	47.6%	50.9%	50.6%	50.8%
每股收益(元)	4.87	8.44	13.53	20.10	27.15
每股净资产(元)	17.87	24.47	35.50	51.89	74.02
市盈率	53.6	30.9	19.3	13.0	9.6
市净率	14.6	10.7	7.4	5.0	3.5
净资产收益率(%)	28.8%	36.4%	39.0%	39.6%	37.5%
ROIC(%)	92.4%	138.0%	162.2%	167.0%	183.5%
EV/EBITDA	32.3	20.7	13.1	8.4	5.7
股息收益率	0.4%	0.8%	1.1%	1.6%	2.2%

前期研究成果

- 贵州茅台: 增速放缓, 预收款大幅降低
2012-08-10
- 贵州茅台: 2012, 面临多重考验的一年
2012-04-11
- 贵州茅台: 持续高增长, 全年靓丽业绩可期
2011-10-18

财务报表预测和估值数据汇总						单位	百万元	模型更新时间	2012-09-03		
						财务指标	2010	2011	2012E	2013E	2014E
利润表											
营业收入	2010	2011	2012E	2013E	2014E	成长性					
营业成本	11,633.3	18,402.4	27,612.4	41,236.5	55,517.6	营业收入增长率	20.3%	58.2%	50.0%	49.3%	34.6%
营业税金及附加	1,052.9	1,551.2	2,636.9	3,896.4	5,333.7	营业利润增长率	17.9%	72.3%	55.3%	48.6%	35.0%
销售费用	1,577.0	2,477.4	2,761.2	4,123.7	5,551.8	净利润增长率	17.1%	73.5%	60.2%	48.6%	35.0%
管理费用	676.5	720.3	1,242.6	2,061.8	2,775.9	EBITDA 增长率	18.3%	69.8%	52.7%	47.7%	33.9%
财务费用	1,346.0	1,673.9	2,485.1	3,711.3	4,996.6	EBIT 增长率	17.5%	71.6%	54.2%	48.5%	34.3%
资产减值损失	-176.6	-350.8	-670.8	-1,024.4	-1,583.7	NOPLAT 增长率	17.0%	72.6%	54.3%	48.5%	34.3%
公允价值变动收益	-3.1	-2.5	6.7	2.2	2.5	投资资本增长率	15.6%	31.2%	44.2%	22.3%	14.6%
投资和汇兑收益	-	-	-	-	-	净资产增长率	26.6%	36.9%	45.1%	46.2%	42.7%
营业利润	0.5	3.4	3.0	3.0	3.0	利润率					
加: 营业外净收支	7,160.9	12,336.2	19,153.7	28,468.6	38,443.9	毛利率	90.9%	91.6%	90.5%	90.6%	90.4%
利润总额	1.5	-1.5	1.0	-1.0	1.0	营业利润率	61.6%	67.0%	69.4%	69.0%	69.2%
减: 所得税	7,162.4	12,334.7	19,154.7	28,467.6	38,444.9	净利润率	43.4%	47.6%	50.9%	50.6%	50.8%
净利润	1,822.7	3,084.3	4,788.7	7,116.9	9,611.2	EBITDA/营业收入	62.3%	66.9%	68.1%	67.3%	67.0%
净资产负债表	2010	2011	2012E	2013E	2014E	EBIT/营业收入	60.0%	65.1%	66.9%	66.6%	66.4%
货币资金	12,888.4	18,254.7	26,965.7	42,327.2	64,249.6	运营效率					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资本周转天数	114	94	70	45	32
应收账款	60.4	49.5	74.1	110.7	149.1	流动营业资本周转天数	44	28	47	62	63
应收票据	204.8	252.1	378.3	564.9	760.5	流动资产周转天数	556	471	459	470	521
预付账款	1,529.9	1,861.0	2,414.8	3,233.0	4,353.1	应收帐款周转天数	0	0	0	0	0
存货	5,574.1	7,187.1	12,211.5	18,044.4	24,700.6	存货周转天数	151	125	126	132	139
其他流动资产	42.7	225.2	472.6	840.4	1,226.0	总资产周转天数	702	592	549	528	563
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资资本周转天数	188	147	136	120	105
持有至到期投资	60.0	60.0	60.0	60.0	60.0	投资回报率					
长期股权投资	4.0	4.0	4.0	4.0	4.0	ROE	28.8%	36.4%	39.0%	39.6%	37.5%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROA	20.9%	26.5%	29.1%	29.8%	28.3%
固定资产	4,191.9	5,426.0	5,285.0	5,105.8	4,898.0	ROIC	92.4%	138.0%	162.2%	167.0%	183.5%
在建工程	263.5	251.4	151.5	91.5	55.5	费用率					
无形资产	452.3	808.4	808.5	808.6	808.7	销售费用率	5.8%	3.9%	4.5%	5.0%	5.0%
其他非流动资产	315.7	521.4	524.6	523.7	523.2	管理费用率	11.6%	9.1%	9.0%	9.0%	9.0%
资产总额	25,587.6	34,900.9	49,350.5	71,714.3	101,788.2	财务费用率	-1.5%	-1.9%	-2.4%	-2.5%	-2.9%
短期债务	-	-	300.0	300.0	300.0	三费/营业收入	15.9%	11.1%	11.1%	11.5%	11.1%
应付账款	1,050.9	1,088.5	303.0	447.7	612.9	偿债能力					
应付票据	-	-	-	-	-	资产负债率	27.5%	27.2%	25.3%	24.9%	24.5%
其他流动负债	5,977.3	8,392.3	11,878.0	17,081.1	24,010.3	负债权益比	37.9%	37.4%	33.9%	33.1%	32.5%
长期借款	-	-	-	-	-	流动比率	2.89	2.94	3.41	3.65	3.83
其他非流动负债	10.0	16.8	16.8	16.8	16.8	速动比率	2.10	2.18	2.43	2.64	2.84
负债总额	7,038.2	9,497.5	12,497.7	17,845.6	24,939.9	利息保障倍数	-39.55	-34.17	-27.55	-26.79	-23.28
少数股东权益	150.6	412.2	735.4	1,215.8	1,864.6	分红指标					
股本	943.8	1,038.2	1,038.2	1,038.2	1,038.2	DPS(元)	1.08	2.09	2.81	4.18	5.64
留存收益	17,455.0	23,953.0	35,079.1	51,614.6	73,945.5	分红比率	22.1%	24.8%	20.8%	20.8%	20.8%
股东权益	18,549.4	25,403.4	36,852.7	53,868.6	76,848.3	股息收益率	0.4%	0.8%	1.1%	1.6%	2.2%
现金流量表	2010	2011	2012E	2013E	2014E	业绩和估值指标	2010	2011	2012E	2013E	2014E
净利润	5,339.8	9,250.3	14,366.0	21,350.7	28,833.7	EPS(元)	4.87	8.44	13.53	20.10	27.15
加: 折旧和摊销	285.6	348.1	320.2	326.1	330.4	BVPS(元)	17.87	24.47	35.50	51.89	74.02
资产减值准备	-3.1	-2.5	6.7	2.2	2.5	PE(X)	53.6	30.9	19.3	13.0	9.6
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	14.6	10.7	7.4	5.0	3.5
财务费用	-0.2	-0.1	-0.1	-670.8	-1,024.4	P/FCF	-	40.3	25.6	14.9	10.4
投资收益	-0.5	-3.4	-3.0	-3.0	-3.0	P/S	23.3	14.7	9.8	6.6	4.9
少数股东损益	288.6	487.2	323.2	480.4	648.8	EV/EBITDA	32.3	20.7	13.1	8.4	5.7
营运资金的变动	1,035.4	508.2	-3,280.5	-1,896.7	-1,304.1	CAGR(%)	58.7%	46.1%	36.8%	-100.0%	-100.0%
经营活动产生现金流量	6,201.5	10,148.6	11,061.9	19,235.2	26,924.5	PEG	0.9	0.7	0.5	-0.1	-0.1
投资活动产生现金流量	-1,763.4	-2,120.4	-29.1	-29.1	-29.1	ROIC/WACC	9.4	14.1	16.6	17.1	18.7
融资活动产生现金流量	-1,292.8	-2,661.9	-1,945.9	-3,310.4	-4,270.4	REP	3.8	2.1	1.2	0.9	0.7

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

分析师简介

李铁，食品饮料行业分析师。经济学学士，格拉斯哥大学（Glasgow University）会计和财务管理硕士，中国注册会计师、中国注册税务师。曾就职于德勤华永会计师事务所，2008年1月加盟安信证券研究中心。

徐昊，食品饮料行业分析师，会计学硕士，3年食品饮料行业投资研究经验。曾就职于国都证券研究所，2011年7月加盟安信证券研究中心。

分析师声明

李铁、徐昊分别声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15% 以上;
- 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5% 至 15%;
- 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5% 至 5%;
- 减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5% 至 15%;
- 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15% 以上;

风险评级:

- A— 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

销售联系人

朱贤	上海联系人	凌洁	上海联系人
021-68765293	zhuxian@essence.com.cn	021-68765237	lingjie@essence.com.cn
黄方禅	上海联系人	张勤	上海联系人
021-68765913	huangfc@essence.com.cn	021-68763879	zhangqin@essence.com.cn
梁涛	上海联系人	周蓉	北京联系人
021-68766067	liangtao@essence.com.cn	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
马正南	北京联系人	潘冬亮	北京联系人
010-59113593	mazn@essence.com.cn	010-59113590	pandl@essence.com.cn
胡珍	深圳联系人	李国瑞	深圳联系人
0755-82558073	huzhen@essence.com.cn	0755-82558084	ligr@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳

深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层
邮编: 518026

上海

上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层
邮编: 200123

北京

北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层
邮编: 100034