



**东兴证券**  
DONGXING SECURITIES

# 茅台大幅提价缓压 动销仍需观察

——贵州茅台（600519）提价公告点评

2012年9月4日

推荐/维持

贵州茅台

事件点评

刘家伟

食品饮料行业首席分析师

执业证书编号：S1480510120001

电话：010-66554017； MSN：[ynyljw999@hotmail.com](mailto:ynyljw999@hotmail.com)

联系人：李德宝

电话：010-66554063

Email：[lidb@dxzq.net.cn](mailto:lidb@dxzq.net.cn)

## 事件：

**贵州茅台9月3日公告：**自9月1日起上调部分产品出厂价格，上调幅度约为20%~30%。本次调整不涉及公司产品的市场指导价格，根据公司产品之前的出厂价619元/瓶计算，目前的出厂价大约提升124~186元/瓶。

## 观点：

**1.公司在高端白酒需求下滑情况下大幅涨价20%~30%可谓逆势而行，舒缓压力，一旦动销较好，则有助于公司向既定全年收入增长51%的目标冲刺，但终端需求需要观察，近期可能是一把双刃剑。**公司2012年5月份公布的2012年财务预算方案预计全年收入增长51%左右，营业成本增加32%左右。按照公司11年营业收入184.02亿元计算，12年收入要达到277.87亿元，扣除上半年增长35%实现收入132.6亿元，下半年要实现145.81亿元。我们认为，公司压力很大，提价属于缓压之举，有积极一面，也有一定的负面影响。主要理由：（1）茅台主力品种53°飞天茅台近期市场销售价下滑至每瓶1200元~1400元一带，低于公司直营店强调的1519元/瓶10%至20%左右，本次提价可谓逆势大涨，可以提振经销商和市场信心，同时也缓解各方面的压力；（2）公司要实现全年预计收入目标，下半年增速要达到70%左右，这在过去几年高端白酒十分景气情况下都基本没有达到，即使是非常火爆的2011年也仅为58%，压力可见一斑；（3）上半年公司大幅确认了预收账款约30亿元，下半年预收款增速应该不会大幅上涨，中报披露剩下40亿元有可能加速确认，而预收款一旦所剩无几，则说明公司全年终端需求没有真正提振起来；（4）目前高端白酒收入增速整体趋缓，尤其是茅台的政务、投资及百姓需求下降，即便是下半年作为白酒消费旺季，也仍然需要观察；（5）我们预计公司销量在保证品质口感的情况下难以大幅增长（过去几年一直供不应求，优质基酒非常紧张，导致口感无法保证），故公司对提价给予厚望；（6）本次调升出厂价也是一把双刃剑。一方面，将会继续提升公司产品的一批价，甚至稳定终端价；另一方面也会较大幅度压缩经销商的利润（终端价预计难以大幅提升）。

**2.本次调价对于其他高中低端白酒价格比较正面。**一是五粮液等高端白酒价格有望开始企稳甚至会有所反弹；二是二三线酒也不会轻易降价，多数价格预计也会稳定，部分产品或许会考虑提升价格；三是部分区域性名优酒进一步增强了提价的信心，由此稳定甚至提升下半年或更长一段时间的白酒行业景气度。主要理由：（1）过去几年茅台始终是行业涨价的标杆，价格不断上涨，价位保持绝对领先地位，也奠定其白酒龙头的地位。之前茅台都会保持一年提一次价，今年由于政府限制公款消费高端白酒，这在一定程度上延缓其提价的进程。但最近几个月，CPI持续下行，这间接上为茅台的提价提供了宽松的环境；（2）近期茅台终端销售价格不断下降对其他一线白酒的价格形成了一定的压制，因此本次茅台涨价为其他一线酒打开涨价空间，进而也解除了高端白酒对次高端和中高端白酒价格的压制，也为二三线白酒提价创造了机会，由此形成全行业的价格中枢继续整体上移态势；（3）价格的上涨是提升白酒行业景气度的一个重要指标，也会对终端消费量有一定的刺激作用（买涨不买跌心理和涨价预期继续发挥作用）。

**3.资本市场方面，茅台带头提价会形成白酒上市公司业绩改善或进一步保持高增长的势头，从而修复估值水平。**8月以来沪深市场不断创出指数新低，白酒股价整体大幅回落，有的达到或接近30%。我们预计茅台此番逆势大幅提价会给资本市场带来积极影响。（1）白酒动态PE已经跌至17倍左右，而像五粮液、泸州老窖等一线白酒则低至13、14倍，属于历史上少见的估值水平；（2）一些二三线白酒如金种子酒等12年动态PE也跌至21倍左右，跌至此前一线白酒水平；（3）有望延续高速增长势头的沱牌舍得、酒鬼酒等也在26倍、30倍一带，与其超过全年有望达到或超过100%甚至200%的高增长不太匹配；（4）尤其是随着下半年白酒消费旺季来临，白酒继续去库存、动销加快，形成良性循环，白酒整体的两高一低（高增长、高确定性和低估值）格局有望得到改观。

### 盈利预测与评级：

公司出厂价提升后将会较大幅度提升公司业绩增长预期，但考虑到动销也许需要继续观察及当前市场整体低估值态势，我们暂维持之前业绩预测，2012年净利润增长41%左右，EPS约11.93元，对应PE18.42倍，目标价仍然为260元，大约还有20%左右提升空间，故调升评级至“推荐”。

**风险提示：**假如三公消费有关政策明确出台细则，明确宣布茅台酒为公款限制性消费品种，则会较大影响公司业绩。

表 1：2010-2014 年公司盈利预测

主要指标	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	11,633.28	18,402.36	23,923.06	31,099.98	38,874.98
(+/-)	20.30%	58.19%	30.00%	30.00%	25.00%
经营利润（EBIT）	7,160.91	12,336.16	16,838.86	22,547.24	28,747.73
(+/-)	17.86%	72.27%	36.50%	33.90%	27.50%
净利润	5,051.19	8,763.15	12,386.19	16,585.11	21,353.33
(+/-)	17.13%	73.49%	41.34%	33.90%	28.75%
每股净收益（元）	5.35	8.44	11.93	15.98	20.57
市盈率（倍）	46.70	26.04	18.42	13.76	10.68

资料来源：东兴证券研究所

### 分析师简介

#### 刘家伟

经济学博士，食品饮料行业首席分析师，消费品研究小组负责人，研究所所长助理，1993年进入证券市场，2007年加盟东兴证券研究所，2010年获得今日投资最佳独立见解分析师入围奖。

### 联系人简介

#### 李德宝

食品科学硕士，2011年加盟东兴证券研究所，从事食品饮料行业研究。

### 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其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头寸并进行交易，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。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

## 行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好： 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性： 相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡： 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。