

2010年12月16日

劉薈
Liuhui@e-capital.com.cn
目標價(元) 250.00

公司基本資訊

產業別	食品飲料		
A 股價 (10/12/15)	200.7		
上證綜合指數 (10/12/15)	2911.41		
股價 12 個月高/低	216.43/125.1		
總發行股數 (百萬)	943.80		
A 股數 (百萬)	943.80		
A 市值 (億元)	1894.21		
主要股東	中國貴州茅臺酒廠有限責任公司 (61.76%)		
每股淨值 (元)	18.57		
股價/帳面淨值	10.81		
	一個月	三個月	一年
股價漲跌 (%)	9.26	23.55	17.15

近期評等

出刊日期	前日收盤	評等
2010-10-29	163.15	買入

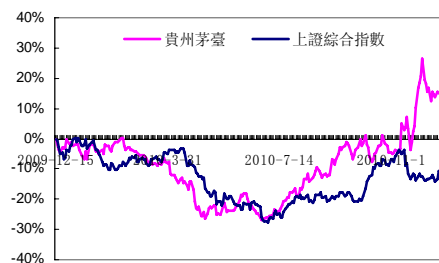
產品組合

高度茅臺酒	84.27%
低度茅臺酒	9.63%
系列酒	6.10%

機構投資者占流通 A 股比例

QFII	0.56%
保險公司	0.84%
基金	15.1%
券商集合理財	0.05%
一般法人	65.01%

股價相對大盤走勢



貴州茅臺(600519.SH)

Buy 買入

產品出廠價上調好於預期，建議買入

結論與建議：

公司從 2011 年起上調產品出廠價 20%，提價幅度高於預期。上調公司盈利預測，預計 2010、2011、2012 年的 EPS 分別為 5.426 元、7.314 元和 9.306 元。目前股價對應的 PE 分別為 37.0 倍、27.4 倍和 21.6 倍，維持買入的投資建議，目標價 250 元。

- 公司公告從 2011 年 1 月 1 日起，上調產品出廠價格，平均上調幅度為 20% 左右，高於我們之前預期 10% 左右的提價幅度。與公司 09 年底對 2010 年價格上調 13% 的調價幅度相比，提價幅度明顯增大。提價之後 53 度茅臺的出廠價為 619 元/瓶，與之前 499 元/瓶的價格相比，提價幅度達到 24%。
- 另外，面對不斷上漲的終端零售價格，公司也對主導產品的市場指導價格進行了調整，其中 53 度茅臺的專賣店指導價為 959 元/瓶，低於目前 1000 元/瓶的零售價格。由於調價後，零售價與出廠價仍然存在 340 元/瓶的價差，經銷商利潤可以得到保證。
- 考慮到公司前期建設的 5000 噸新增產能進入釋放期，維持公司 2011 年銷量增加 10% 的預期。
- 由於受物價上漲等原因，2010 年白酒市場主要品牌的終端零售價格都有比較大幅度的上漲，但是出廠價的上調明顯滯後，面對巨大的價差，市場普遍預期白酒出廠價格會有明顯上調。
- 但是受到國家物價壓力等原因的影響，之前預期行業大規模提價會在 2011 年 3 月。此次茅臺率先提高出廠價 20%，我們認為五糧液等其他品牌可能會在茅臺的帶動下陸續跟進，預計行業大規模提價時間可能會提前至 2011 年 1 月左右，短期有望帶動白酒板塊的整體估值水準。
- 由於公司提價幅度高於預期，我們上調公司盈利預測，預計 2010、2011、2012 年分別實現淨利潤 51.21 億元、69.03 億元和 87.83 億元，同比分別增長 18.74%、34.80% 和 27.24%，EPS 分別為 5.426 元、7.314 元和 9.306 元。目前股價對應的 PE 分別為 37.0 倍、27.4 倍和 21.6 倍，維持買入的投資建議，目標價 250 元。

..... 接續下頁

年度截止 12 月 31 日		2008	2009	2010F	2011F	2012F
純利 (Net profit)	RMB 百萬元	3799	4312	5121	6903	8783
同比增減	%	34.22%	13.50%	18.75%	34.80%	27.24%
每股盈餘 (EPS)	RMB 元	4.026	4.569	5.426	7.314	9.306
同比增減	%	34.22%	13.50%	18.75%	34.80%	27.24%
A 股市盈率(P/E)	X	49.9	43.9	37.0	27.4	21.6
股利 (DPS)	RMB 元	1.156	1.185	1.2	1.5	1.5
股息率 (Yield)	%	0.58%	0.59%	0.60%	0.75%	0.75%

預期報酬(Expected Return; ER)為準, 說明如下:

強力買入 StrongBuy (ER \geq 30%); 買入 Buy (30% > ER \geq 10%)

中性 Neutral (10% > ER > -10%)

賣出 Sell (-30% < ER \leq -10%); 強力賣出 Strong Sell (ER \leq -30%)

附一: 合并損益表

百萬元	2008	2009	2010F	2011F	2012F
營業收入	8,242	9,670	12,020	15,866	20,071
經營成本	800	951	1,098	1,329	1,608
主營業務利潤	6,760	7,779	9,270	12,361	15,710
銷售費用	532	621	698	971	1,228
管理費用	941	1,217	1,497	1,873	2,370
財務費用	-103	-134	-191	-238	-301
營業利潤	5,390	6,076	7,264	9,755	12,413
補貼收入	6	6	8	5	5
稅前利潤	5,385	6,081	7,268	9,758	12,416
所得稅	1,385	1,528	1,828	2,440	3,104
少數股東損益	201	240	319	415	529
歸屬於母公司所有者的淨利潤	3,799	4,312	5,121	6,903	8,783

附二: 合并資產負債表

百萬元	2008	2009	2010F	2011F	2012F
貨幣資金	8,094	9,743	12,257	15,539	19,864
存貨	3,115	4,192	5,450	7,085	9,210
應收賬款	35	21	24	27	31
流動資產合計	12,241	15,656	19,230	24,151	30,605
長期股權投資	4	4	4	4	4
固定資產	2,773	3,363	4,035	4,842	5,811
無形資產及其他資產合計	455	487	511	537	564
資產總計	15,754	19,770	24,443	30,983	39,233
流動負債合計	4,251	5,108	5,619	6,181	6,799
長期負債合計	0	10	10	10	10
負債合計	4,251	5,118	5,629	6,191	6,809
少數股東權益	259	186	345	553	817
股東權益合計	11,245	14,466	18,469	24,239	31,607
負債及股東權益合計	15,754	19,770	24,443	30,983	39,233

附三: 合并現金流量表

百萬元	2008	2009	2010F	2011F	2012F
經營活動產生的現金流量淨額	5,247	4,224	4,861	6,265	7,654
投資活動產生的現金流量淨額	-993	-1,340	-1,215	-1,566	-1,913
籌資活動產生的現金流量淨額	-884	-1,235	-1,133	-1,416	-1,416
現金及現金等價物淨增加額	3,371	1,649	2,513	3,283	4,325

此份報告由群益證券(香港)有限公司編寫, 群益證券(香港)有限公司的投資和由群益證券(香港)有限公司提供的投資服務, 不是, 個人客戶而設。此份報告不能複製或再分發或印刷報告之全部或部份內容以作任何用途。群益證券(香港)有限公司相信用以編寫此份報告之資料可靠, 但此報告之資料沒有被獨立核實審計。群益證券(香港)有限公司, 不對此報告之準確性及完整性作任何保證, 或代表或作出任何書面保證, 而且不會對此報告之準確性及完整性負任何責任或義務。群益證券(香港)有限公司, 及其分公司及其聯營公司或許在閣下收到此份報告前使用或根據此份報告之資料或研究推薦作出任何行動。群益證券(香港)有限公司及其任何之一位董事或其代表或雇員不會對使用此份報告後招致之任何損失負任何責任。此份報告內容之資料和意見可能會或在沒有事前通知前變更。群益證券(香港)有限公司及其任何之一位董事或其代表或雇員或會對此份報告內描述之證券持意見或立場, 或會買入, 沽出或提供銷售或出價此份報告內描述之證券。群益證券(香港)有限公司及其分公司及其聯營公司可能以其戶口, 或代他人之戶口買賣此份報告內描述之證券。此份報告, 不是用作推銷或促使客人交易此報告內所提及之證券。