

2006年04月14日

### 市场数据

市价(元)	62.27
股价市场位置	6/0.44%
已上市流通A股(百万股)	134.96
总市值(百万元)	29,385.21
一年内股价最高、最低值(元)	62.27/33.94
上证指数	1359.54
2004年股息率	0.90%



# 贵州茅台 (600519.SH)

## ——对价支付后股价远低于价值预期

### 股改方案变动主要内容

- 公司用资本公积金向全体股东每 10 股转增 10 股。以转增后的总股本向全体股东每 10 股分派的现金由原来的 2.4 元(含税)上调到 5.91 元(含税)。
- 每 10 股无偿派发 16 份存续期限为 12 个月欧式认沽权证的初始行权价由 29 元上调为 30.3 元,行权期间调整为权证存续期的最后 5 个交易日。
- 增加两项承诺:
  - ◆ 从 2006 年起未来 3 年现金分红比例不低于当年可供分配利润的 30%。
  - ◆ 股改后将制定股权激励办法。
- 全体非流通股股东以转增后流通股股本 26992.68 万股为基数向全体流通股股东 10 送 1.2 股的方案不变。

### 股权比例变化

- 送股之后,非流通股所占比例由原来的 71.4%减少为 67.97%;

图表1:送股前后比例变化(万股)

	对价前		对价后	
	数量	比例	数量	比例
总股本	47190.00	100.00%	94380.00	100.00%
非流通股	33693.66	71.40%	64148.20	67.97%
流通A股	13496.34	28.60%	30231.80	32.03%
中国贵州茅台酒厂有限责任公司	30523.63	64.68%	58305.90	61.78%

来源:国金证券研究所

- 第一大股东中国贵州茅台酒厂有限责任公司持股比例由原来的 64.68%减少为 61.78%。

### 公司价值测算

- 公司是拥有历史优势品牌的酒类企业,我们选取同样拥有品牌优势的酒类上市公司采用 PE 比较的相对估值法进行估值,目前的平均 PE 为 26.2 倍。以摊薄后的 EPS06 为 1.5 元计算,公司的价值应该在 39.3 元。

### 王曙光

(8621)61038270  
wangshuguang@china598.com

### 联系人:赵莉

(8621)61038257  
zhaoli@china598.com

上海市黄浦区中山南路 969 号谷泰滨江大厦 15A 层(200011)

国金证券研究所

图表2：相关上市公司比较

股票代码	股票名称	总股本(万股)	流通A股(万股)	收盘价(元)	EPS06	PE
000568	G 老窖	84139.97	84139.97	7.03	0.24	29.05
000858	五粮液	271140.48	76377.60	7.75	0.38	20.34
869	张裕A	40560.00	4992.00	31.19	0.89	35.01
000729	燕京啤酒	101938.23	29904.56	7.81	0.34	23.31
600809	山西汾酒	43292.00	7668.00	14.01	0.39	35.56
600600	青岛啤酒	130821.92	20000.00	9.56	0.32	30.25
	平均	111982.10	37180.35	9.84	0.38	26.20

来源：国金证券研究所

### 结论

- 根据我们的计算，公司 16 份认沽权证相当于 10 送 0.799 股，现金分配相当于 10 送 0.5 股，因此公司本次的对价水平相当于 10 送 2.5 股。

图表3：对价水平计算

股价	送股	派现	除权价	执行价	年波动率	利率	日期(年)	BS 价格	份数	权证价值	相当股数	转送现金	相当股数	总送股数
29.50	0.12	0.59	25.81	30.30	0.34	0.02	1.00	5.90	0.40	2.36	0.08	1.48	0.05	0.25

来源：国金证券研究所

- 股改后的价格相当于 22.39 元，低于我们 39.3 元的估值预期，因此建议买入。

**投资评级的说明：**

- 强买：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 20%以上；
- 买入：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 10% - 20%；
- 持有：预期未来 6 - 12 个月内变动幅度在 -10% - 10%；
- 减持：预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 10% - 20%；
- 卖出：预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 20%以上。

首页五类投资建议图标中反色表示为本次建议，箭头方向表示从上次的建议类型调整为本次的建议类型。

**股价市场位置的说明：**

报告提供日前一交易日，沪深市场股票价格按“0 - 5, 5 - 10, 10 - 15, 15 - 20, 20 - 30, 30 元以上”排序分为六类，例如股价为 10.51 元，则“202/13.81%”表示沪深两市场中股价介于 10 - 15 元的共计 202 只，共占市场总只数的 13.81%。

**优化市盈率计算的说明：**

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

市场优化市盈率中，在扣除沪深市场所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

**特别声明：**

本报告版权归“国金证券研究所”所有，未经事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“国金证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。本报告基于我公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但我公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。