

证券研究报告—动态报告/公司快评
食品饮料
饮料
贵州茅台（600519）

2011 年业绩预报快评

推荐

（维持评级）

2012 年 01 月 30 日

收入确认带动业绩超预期 12 年提价和业绩确定

证券分析师： 黄茂

0755-82138922

huangmao@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编号：S0980510120030

事项：

贵州茅台发布了 2011 年业绩预增公告，预计全年净利润同比增 65% 以上。

评论：

■ 加速收入确认 业绩远超预期

贵州茅台预计 2011 年净利润同比增 65% 以上，以此推算 4 季度的净利润同比翻番，远超我们和市场预期。2012 年的春节较去年提前约半个月，采购旺季集中于 12 月，对 11 年业绩构成支撑。从调研的情况来看，公司近期对经销商开票延迟大约 1-2 个月，而去年同期延迟大约有 3-4 个月，而且如果经销商申请，开票的速度还可以更快。因此，可以预期 11 年底公司的预收账款将有明显的回落。加速收入确认是公司 12 年业绩超预期的主要原因。

■ 销量释放平抑价格 预计 3 月提价 200 元

由于 12 年春节时间短，公司把 2012 年全年计划量的 30% 放到了今年 1 月，远高于往年。1 月 30% 的投放量使得终端价格出现回落态势，目前深圳的一批价从 2000 多元回落到 1900 多元，重庆约 1800 元，贵阳约 1750 元也都有一定幅度的回落。我们认为节后随着市场投放量的减少，3 月份市场价格有望回稳。此外，从经销商调研情况来看，未来 30 吨以下产品的出厂价可能提高 200 元，30 吨以上产品的出厂价随着市场波动，1 月份实际执行的出厂价是 1099 元。由于公司 11 年业绩大幅释放，可以推断 12 年一季度大幅提价已成定局。而且，根据公司与经销商的约定，今年提价前给经销商执行的销量，提价后也要补回差价，因此提价时点对茅台业绩影响不大。

■ 管理层态度积极 12 年直营店促进业绩跃进

2010 年，贵州省政府进行了换届。新一届省政府重视对贵州茅台的培育，推动了管理层的换届。季克良退居二线，贵州省政协副主席刘敏任集团党委书记。新一届管理层在省委的推动下，大力压缩预收账款，积极推进直营专卖店，正在按照每省设立一家直营公司的目标积极推进。目前北京、广州等专卖店已经开业或即将开业。提价 30%，放量约 15%，加上直营专卖店影响约 15%，即使不考虑预收账款压缩，12 年实际业绩将有 50% 以上的增长。

■ 12 年终端价格降幅或缩窄 对舆论压力不应该反应过度

由于茅台终端价格突破 2000 元，加之经济减速，部分消费者已开始转向其他品牌，尤其是高价位的年份酒需求出现明显压力。公司管理层也对这一现象表示担心。我们预计 12 年茅台终端价格涨幅可能大大缩窄。近期，茅台被评选为全球第四大奢侈品，加之上海人大因此建议公款不准被用于消费茅台，导致市场担忧政府干预，公司股价大幅调整。我们认为：1、目前政府对名白酒消费已经很敏感，基本很少有直接用白酒发票报销的，直接政府干预影响不大；2、对茅台等名白酒的消费有其历史渊源，而且是地方主要财政支柱，虽然舆论反响较大，但是政府高层从未明确表态；3、近年春节到两会期间都有类似舆论声潮，但是最后都证明没有影响。不过，由于 12 年是政府换届年，也不能认为毫无影响。

■ 风险提示

提价舆论压力大；政府限制公款消费

■ 6个月目标价 251元 维持“推荐”

我们假设 11-13 年分别提价 25%、30%和 25%，预计 2011-2013 年 EPS 分别为 8.18、12.53 和 18.11 元，上调 7%、11%和 16%，目前股价对应动态市赢率 22、14 和 10 倍，处于历史低位。我们给予公司 6 个月目标价 251 元，相当于 12 年 20 倍，维持“推荐”的投资评级。

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)	2010	2011E	2012E	2013E
现金及现金等价物	12888	14548	19290	27396
应收款项	265	614	897	1264
存货净额	5574	9239	12982	17589
其他流动资产	1573	2427	3547	4999
流动资产合计	20300	26828	36717	51248
固定资产	4474	6262	8188	10259
无形资产及其他	452	437	422	407
投资性房地产	357	357	357	357
长期股权投资	4	4	4	4
资产总计	25588	33888	45689	62276
短期借款及交易性金融负债	0	0	0	0
应付款项	232	329	462	625
其他流动负债	6796	9531	12826	17151
流动负债合计	7028	9860	13288	17777
长期借款及应付债券	0	0	0	0
其他长期负债	10	10	10	10
长期负债合计	10	10	10	10
负债合计	7038	9870	13298	17787
少数股东权益	151	521	1089	1910
股东权益	18399	23497	31301	42579
负债和股东权益总计	25588	33888	45689	62276

关键财务与估值指标	2010	2011E	2012E	2013E
每股收益	5.35	8.18	12.53	18.11
每股红利	1.37	3.27	5.01	7.24
每股净资产	19.49	22.63	30.15	41.01
ROS	43%	46%	48%	49%
ROE	27%	36%	42%	44%
毛利率	91%	92%	92%	93%
EBIT Margin	60%	63%	66%	68%
EBITDA Margin	62%	65%	68%	69%
收入增长	20%	60%	46%	41%
净利润增长率	17%	68%	53%	45%
资产负债率	28%	31%	31%	32%
息率	1%	2%	3%	4%
P/E	36.8	24.1	15.7	10.9
P/B	10.1	7.9	5.9	4.4
EV/EBITDA	26.6	16.1	10.8	7.6

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

利润表 (百万元)	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	11633	18666	27288	38453
营业成本	1053	1551	2058	2621
营业税金及附加	1577	2520	3657	5114
销售费用	677	933	1201	1538
管理费用	1346	1863	2335	3091
财务费用	(177)	(205)	(338)	(467)
投资收益	0	1	1	1
资产减值及公允价值变动	3	0	0	0
其他收入	0	(1)	0	0
营业利润	7161	12004	18378	26556
营业外净收支	2	0	0	0
利润总额	7162	12004	18378	26556
所得税费用	1823	3013	4613	6666
少数股东损益	289	494	757	1094
归属于母公司净利润	5051	8496	13008	18797

现金流量表 (百万元)	2010	2011E	2012E	2013E
净利润	5051	8496	13008	18797
资产减值准备	(3)	3	0	0
折旧摊销	283	339	465	617
公允价值变动损失	(3)	0	0	0
财务费用	(177)	(205)	(338)	(467)
营运资本变动	301	(2033)	(1719)	(1936)
其它	217	368	568	820
经营活动现金流	5846	7173	12321	18298
资本开支	(1354)	(2115)	(2376)	(2673)
其它投资现金流	17	0	0	0
投资活动现金流	(1337)	(2115)	(2376)	(2673)
权益性融资	0	0	0	0
负债净变化	0	0	0	0
支付股利、利息	(1293)	(3398)	(5203)	(7519)
其它融资现金流	1222	0	0	0
融资活动现金流	(1363)	(3398)	(5203)	(7519)
现金净变动	3145	1660	4742	8106
货币资金的期初余额	9743	12888	14548	19290
货币资金的期末余额	12888	14548	19290	27396
企业自由现金流	5263	5028	9880	15548
权益自由现金流	6486	5182	10134	15898

相关研究报告:

- 《贵州茅台-600519-势头不改，人事更替奠定长期格局》 —— 2011-10-18
 《贵州茅台-600519-二线增速一线估值，茅台再超预期（请以此为准则）》 —— 2011-08-31
 《贵州茅台-600519-二线增速一线估值，茅台再超预期》 —— 2011-08-31
 《贵州茅台-600519-贵州振兴，茅台给力》 —— 2011-05-26
 《贵州茅台-600519-“十二五”开门红 提价放量业绩猛》 —— 2011-04-25

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10%之间
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归国信证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。

证券投资咨询业务的说明

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构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，并向客户发布的行