

食品饮料行业

报告原因：年报点评

2012年4月11日

市场数据：2012年4月10日

收盘价(元)	208.11
一年内最高/最低(元)	222.0/154.8
市净率	8.6
市盈率	24.7
流通A股市值(百万元)	216,055

基础数据：2011年12月31日

每股收益(元)	8.44
营业收入(百万元)	18,402.36
净利润(百万元)	8,763.15
总股本/流通A股(百万)	1038/1038

公司近期市场表现(最近一年):



分析师:

罗胤

执业证书编号: S0760511010012

Tel: 010-82190301

Email: luoyin@sxzq.com

MSN: luo_yin@hotmail.com

联系人:

张小玲

Tel: 0351-8686990

010-82190365

Email: zhangxiaoling@sxzq.com

孟军

Tel: 010-82190365

Email: mengjun@sxzq.com

贵州茅台 (600519)

买入

提价低基数促四季度超预期增长, 十二五目标 500 亿 上调评级

公司研究/点评报告

盈利预测:

单位: 百万元、元、%、倍

	营业收入	增长率	净利润	增长率	每股收益	销售利润率	净资产收益率	市盈率
2011A	18,402	58.2	8,763	73.5	8.44	50.3	36.4	24.7
2012E	25,956	41.0	12,533	43.0	12.07	51.0	39.7	17.2
2013E	34,503	32.9	17,048	36.0	16.42	52.2	40.8	12.7
2014E	44,569	29.2	22,422	31.5	21.60	53.1	40.6	9.6

注: “市盈率”是指目前股价除以各年业绩

投资要点:

● **业绩显著高于预期。**2011 年公司共生产茅台酒及系列产品基酒 39,532.62 吨, 同比增长 21.22%; 实现营业收入 1,840,235.52 万元, 同比增长 58.19%; 净利润 876,314.59 万元, 同比增长 73.49%; 每股收益 8.44 元, 业绩显著高于预期。分红方案: 每 10 股派现金红利 39.97 元(含税)。

● **提价与低基数因素促四季度业绩超预期增长。**一方面由于茅台酒批条价与团购价比上年同期提升 20%以上, 另一方面由于上年四季度的低基数因素, 公司四季度收入、利润均现超预期增长, 比上年同期分别增长 106.46 和 150.17%, 四季度收入占到全年收入的四分之一以上, 比往年提升约 5 个百分点, 带动公司整体业绩超出预期。

● **预收账款维持高位, 提供良好业绩保障。**尽管四季度当季确认收入高达 47.6 亿元, 但在年底旺季需求推动下, 公司当季销售商品仍收到现金 56.4 亿元, 致期末预收账款比三季度末进一步小幅提升, 达 70.3 亿元。高企的预收账款为 2012 年的业绩增长提供了良好保障, 以 50%的确认比例和 50%的净利率计算, 约可贡献业绩 1.69 元。

● **突出主导产品, 十二五目标 500 亿。**自 2012 年起公司规划 5 年内取消茅台液、茅台醇, 淡化茅台王子酒、茅台迎宾酒等带有“茅台”字样的系列产品, 着力发展茅台主导产品, 提升茅台品牌集中度。根据十二五规划, “十二五”末公司茅台基酒产量将达到 4.5 万吨以上, 其他系列酒产量 6 万吨以上, 实现销售收入 500 亿元以上, 复合增长率约为 28.4%。

● **投资建议:**公司已逐步推进直营店建设, 相关举措有利于收回部分渠道价差利润, 助力公司业绩增长, 我们预计公司 2012-2014 年 EPS 分别为 12.07、16.42、21.60 元, 对应动态市盈率分别为 17.2、12.7、9.6 倍, 上调至“买入”评级。

● **风险提示:**严控三公消费及经济增速放缓对白酒消费具有一定负面影响。

公司或其关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的上市公司所发行的证券或投资标的, 还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。本公司在知晓范围内履行披露义务。客户可索取有关披露资料 sxzqyjfb@i618.com.cn。客户应全面理解本报告结尾处的“免责声明”。

表 1：贵州茅台单季利润表

单位：百万元	10Q1	10Q2	10Q3	10Q4	11Q1	11Q2	11Q3	11Q4	同比变化
一、营业总收入	3,040	3,547	2,740	2,306	4,221	5,605	3,816	4,760	106.46
营业收入	3,040	3,547	2,740	2,306	4,221	5,605	3,816	4,760	106.46
二、营业总成本	1,244	962	1,224	1,042	1,568	1,371	1,424	1,707	63.72
营业成本	295	274	252	232	392	453	311	395	70.69
营业税金及附加	541	318	551	167	709	569	654	546	226.68
销售费用	145	170	168	194	167	157	169	227	16.80
管理费用	310	251	290	495	354	289	358	673	35.93
财务费用	-46	-54	-38	-39	-53	-95	-69	-133	238.73
资产减值损失	0	3	0	-6	0	-2	-0	-1	
三、其他经营收益	0	0	0	0	0	3	0	0	9.00
投资净收益	0	0	0	0	0	3	0	0	9.00
四、营业利润	1,796	2,585	1,517	1,263	2,652	4,237	2,393	3,054	141.71
加：营业外收入	0	0	2	3	2	1	2	2	(33.21)
减：营业外支出	3	1	0	0	0	5	3	1	
五、利润总额	1,793	2,585	1,518	1,267	2,654	4,233	2,392	3,055	141.20
减：所得税	448	655	382	338	663	1,058	628	735	117.62
六、净利润	1,344	1,930	1,137	929	1,991	3,175	1,764	2,320	149.78
减：少数股东损益	79	96	62	52	107	152	103	126	143.14
归属于母公司所有者净利润	1,266	1,834	1,074	877	1,884	3,023	1,662	2,194	150.17
七、每股收益：	1.34	1.94	1.14	0.93	2.00	3.20	1.60	2.11	127.43
收入增长率(%)	20.99	16.94	21.19	23.78	38.84	58.01	39.26	106.46	82.68
毛利率(%)	90.28	92.28	90.80	89.95	90.71	91.92	91.86	91.69	1.74
营业利润率(%)	59.07	72.88	55.35	54.79	62.84	75.60	62.70	64.15	9.36
净利率(%)	44.22	54.41	41.47	40.28	47.18	56.64	46.23	48.73	8.45
销售费用率(%)	4.76	4.79	6.12	8.41	3.96	2.81	4.43	4.76	(3.65)
管理费用率(%)	10.19	7.08	10.60	21.46	8.39	5.15	9.39	14.13	(7.33)
归属于母公司净利润增长率(%)	4.00	16.58	7.80	66.89	48.85	64.83	54.68	150.17	83.28

资料来源：公司公告 山西证券研究所

► 盈利预测

表 2：盈利预测表

单位：百万元	2011	2012E	2013E	2014E
一、营业总收入	18,402.36	25,956.46	34,503.43	44,568.67
营业收入	18,402.36	25,956.46	34,503.43	44,568.67
二、营业总成本	6,069.57	8,310.06	10,500.01	12,998.30
营业成本	1,551.23	2,031.20	2,602.18	3,375.93
营业税金及附加	2,477.39	3,504.12	4,657.96	6,016.77
销售费用	720.33	934.43	1,138.61	1,337.06
管理费用	1,673.87	2,336.08	2,760.27	3,119.81
财务费用	-350.75	-495.77	-659.02	-851.26
资产减值损失	-2.50	0.00	0.00	0.00
三、其他经营收益	3.38	1.00	1.00	1.00
投资净收益	3.38	1.00	1.00	1.00
四、营业利润	12,336.16	17,647.40	24,004.42	31,571.37
加：营业外收入	7.18	4.00	4.00	4.00
减：营业外支出	8.69	6.00	6.00	6.00
五、利润总额	12,334.66	17,645.40	24,002.42	31,569.37
减：所得税	3,084.34	4,411.35	6,000.60	7,892.34
六、净利润	9,250.32	13,234.05	18,001.81	23,677.03
减：少数股东损益	487.18	701.40	954.10	1,254.88
归属于母公司所有者的净利润	8,763.15	12,532.64	17,047.72	22,422.15
七、每股收益：	8.44	12.07	16.42	21.60
净利润增长率(%)	73.49	43.02	36.03	31.53

资料来源：山西证券研究所

投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20% 以上
增持： 相对强于市场表现 5~20%
中性： 相对市场表现在-5%~+5%之间波动
减持： 相对弱于市场表现 5% 以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现
中性： 行业与整体市场表现基本持平
看淡： 行业弱于整体市场表现

免责声明：

山西证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于山西证券股份有限公司研究所认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期，本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。