

仍是优质投资标的

——贵州茅台（600519）2011 年年报点评——

增持（维持）

2011 年延续量价齐升

年报显示 2011 年实现总收入 184 亿,净利润 87.6 亿,分别增长 58.2% 和 73.5%,EPS 为 8.44 元。其中第 4 季度实现总收入 47.6 亿,净利润 21.9 亿,分别增长 106.5%和 150%,EPS 为 2.11 元。我们预计全年公司产品销量增速在 25%左右,继续延续了量价齐升。

2012 年进入过渡阶段

管理层具有革新的意识与动力,2012 年应该是对原模式的调整年。首先,以往经销商渠道通过存货方式对产品有较大的吸纳能力,但使公司对终端价格的影响力较弱。零售价格的回落,可能使行业的发展更加健康,管理层更加认识到终端价格管控的重要性。其次,公司投资设立自营公司,计划 8.5 亿元在全国 31 个省座城市及直辖市设立 31 家全资自营公司,将能够使流通环节部分利润在上市公司保留,同时增加对渠道的影响力和控制力。再者,公司更加注重对产品结构的梳理,加快系列产品“汉酱酒”和“仁酒”的导入,开拓高端产品市场以外增速更快的中高端市场。

行业发展趋势?

我们认为,中端、中高端是白酒行业未来增长的重点,高端白酒增速次之。一线白酒的业绩稳定性更强,二线白酒的竞争将更加激烈;而价格方面,一线白酒提价应该有所放缓,而二线白酒通过产品结构调整来提升单位价格。行业整体而言,2012-2013 年,行业能够维持相对快速的生长,在经济调整背景下,相对优势仍较为明显。但增速可能会有所下调,竞争加剧而出现业绩分化,白酒行业的溢价率预计会逐步下降。而对于茅台这一特殊的可选消费品,在供求失衡的情况下,公司最好的策略是维持终端价格的合理性,以及出厂价格的适度稳定提升,即能实现业绩稳定增长。

是否值得投资?

优质的企业总会寻找到适合自己的发展模式。目前公司的努力方向,一方面就是通过直营店加大对终端价格的影响力;另一方面,市场预计出厂价格调整仍将进行。总体来看,中短期内,茅台的业绩增速仍会延续,公司此前已确定单个经销商超过 30 吨部分出厂价提高至 959 元;计划外批条价也从 779 元上调 180 元至 959 元。作为原有模式的延续,2012 年业绩增长,无近忧;中长期来看,茅台寻找更加适合于自身的良性发展模式,通过对渠道的掌控以及产品结构的丰富,以及高端市场占有率的提升,继续实现龙头企业的稳定业绩增长,无远虑。因此,我们认为茅台在当前的经济结构调整背景下,在新的经济增长动力产生与成熟之前,仍然是最优质投资标的之一。

分析师

黄仕川
执业证号: S1250512040001
电话: 023-63725713
邮箱: hsc@swsc.com.cn



基础数据

总股本(万股)	103818
流通A股(万股)	103818
52周内股价区间(元)	170.7-219.5
总市值(亿元)	2138
总资产(亿元)	328.9
每股净资产(元)	21.9
当前价(元)	208.8
目标价(元)	240.0

盈利预测与估值

预计 2012 - 2013 年 EPS 分别为 12.03 元和 15.63 元，对应增速分别为 42% 和 30%。当前价格下，PE 分别为 17 倍和 13 倍，鉴于其业绩稳定性和长期的向好趋势，给予公司 2012 年 20 倍 PE，对应目标价为 240 元，维持“增持”评级。

风险提示

舆论压力增加，公司提价受阻，行业政策风险。

财务及估值数据摘要	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入 (万元)	1163328.374	1840235.521	2613134.439	3397074.771
增速	20.3%	58.2%	42.0%	30.0%
净利润 (万元)	533,976.15	922,185.92	1,308,919.04	1,701,255.05
增速	17.3%	72.7%	41.9%	30.0%
毛利率	90.9%	91.6%	91.6%	91.6%
净利率	43.4%	47.7%	47.8%	47.8%
EPS (元)	5.35	8.45	12.03	15.63
市盈率	38.5	24.4	17.1	13.2

数据来源：西南证券研究发展中心

利润表 (万元)	2010A	2011E	2012E	2013E
营业总收入	1163328	1840236	2613134	3397075
营业总成本	447285	601573	854756	1111523
营业成本	105293	154580	219765	286034
营业税金及附加	157701	257633	371065	478988
销售费用	67653	71769	107139	135883
管理费用	134601	145379	195985	254781
财务费用	-17658	-27604	-39197	-44162
资产减值损失	-307	-184	0	0
营业利润	716091	1239031	1758378	2285552
利润总额	716242	1239031	1758378	2285552
减：所得税	182266	309758	449459	584297
净利润	533976	922186	1308919	1701255
减：少数股东损益	28857	45086	60102	78133
归属于母公司所有者的净利润	505119	877100	1248817	1623122
基本每股收益(元)	5.35	8.45	12.03	15.63

数据来源：西南证券研究发展中心

西南证券投资评级说明

西南证券公司评级体系：买入、增持、中性、回避

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20% 以上

增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10% 与 20% 之间

中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间

回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 -10% 以下

西南证券行业评级体系：强于大市、跟随大市、弱于大市

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5% 以上

跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数 -5% 与 5% 之间

弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数 -5% 以下

免责声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成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提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。本报告版权归西南证券所有，未经书面许可，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。

西南证券研究发展中心

北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 层

邮编：100033

电话：(010) 57631234 (总机)

邮箱：market@swsc.com.cn

网址：<http://www.swsc.com.cn/>