

未来大幅提价成催化剂 业绩表现复制去年历程

核心观点:

1. 事件

公司 2012 年第一季度实现营业收入 60 亿元, 同比增长 42.5%; 归属于上市公司股东净利润 30 亿元, 同比增长 58%; 实现每股收益 2.86 元。

2. 我们的分析与判断

(一) 2012EPS 有望超过我们半年前预期的 13.18 元

公司第一季度没有提价, 归属于上市公司股东净利润仍然同比增长 58%, 超过我们对全年业绩增速 56% 预测。我们认为如果未来提价, 那么 2012EPS 有望超过我们半年前预期的 13.18 元。

(1) 预计上半年出厂价提升幅度将高于 200 元的市场预期。提价后, 团购价等也将跟随上调。

(2) 专卖店限价由 1099 元大幅提升至 1519 元, 已为出厂价打开提价空间。

(二) 自营店成为未来若干年业绩最重要驱动力

虽然我们半年前 (2011 年 8 月 31 日公司深度报告) 预测“情人节玫瑰”——贵州茅台 2012 年 EPS 为 13.18 元, 但 3 月 23 日业绩快报方才促使投资者广泛认同此数值。按照 2011 和 2012 一季报业绩数据, 我们预测的 EPS2012 增速仅仅刚过 50%, 应该说是较为保守。另外我们认为自营店取代提价成为未来若干年业绩最重要驱动力。

(三) 今年的投资机会就是去年的镜像

我们重申“现在的茅台投资机会就是去年的机会翻版”观点——一季报公告后, 部分投资者可抛开对业绩释放不乐观的疑虑。历史何其相像!

3. 投资建议

我们维持 (1) 2011 年 8 月对 2012、2013 年 EPS 分别为 13.18 和 18.31 元的判断, 和 (2) “推荐” 评级; 未来如果公告提价, 我们将再次提高盈利预测。

4. 风险提示

受多种因素影响的产品量价关系变化有可能超过我们的预期, 从而影响对公司的盈利预测。

贵州茅台 (600519.sh)

推荐 维持评级

分析师

董俊峰

☎: 010-66568780

✉: dongjunfeng@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130511010002

周颖

☎: (8610) 8357 1301

✉: zhouying_yj@chinastock.com.cn

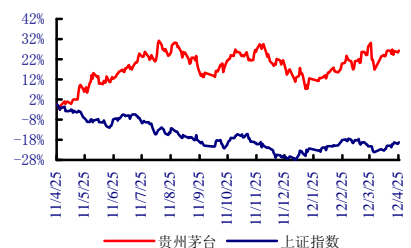
执业证书编号: S0130511090001

市场数据

时间 2012.04.25

A 股收盘价(元)	212.92
A 股一年内最高价(元)	219.50
A 股一年内最低价(元)	170.90
上证指数	2406.81
市净率	8.85
总股本 (万股)	103818.00
实际流通 A 股(万股)	103818.00
限售的流通 A 股(万股)	0.00
流通 A 股市值(亿元)	2210.49

相对指数表现图



资料来源: 中国银河证券研究部

相关研究

- (1) 贵州茅台(600519): 一季报成主催化剂 复制去年全年历程 20120410
- (2) 2012 年食品饮料行业报告: 优选确定性成长品种茅台伊利 20111205
- (3) 贵州茅台 (600519): 多重因素和谐发展, 直营店进展超预期 20110930

表 1: 财务报表预测

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
会计年度	2011	2012E	2013E	2014E	会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
流动资产	27829.63	40478.29	54764.04	74120.37	营业收入	18402.36	29326.00	41001.00	55869.00
现金	18254.69	21723.66	32936.66	43718.22	营业成本	1551.23	2466.00	3508.00	4616.00
应收账款	2.23	5.71	3.99	9.80	营业税金及附加	2477.39	3947.97	5519.70	7521.29
其它应收款	47.29	243.92	108.85	321.02	营业费用	720.33	1170.11	1717.94	2340.91
预付账款	1861.03	4141.87	4300.98	6748.63	管理费用	1673.87	2668.67	3726.99	5033.80
存货	7187.12	13392.73	16745.06	21959.98	财务费用	-350.75	-240.40	-314.52	-466.61
其他	477.28	970.41	668.50	1362.72	资产减值损失	-2.50	-4.21	-7.42	-8.57
非流动资产	7071.24	10182.73	13453.42	17518.28	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
长期投资	4.00	4.00	4.00	4.00	投资净收益	3.38	1.69	1.85	2.31
固定资产	5426.01	8115.05	10823.95	14268.57	营业利润	12336.16	19319.56	26852.15	36834.49
无形资产	808.43	1221.00	1624.28	2146.24	营业外收入	7.18	6.56	6.77	6.70
其他	832.80	842.68	1001.18	1099.46	营业外支出	8.69	4.57	5.68	6.31
资产总计	34900.87	50661.02	68217.45	91638.64	利润总额	12334.66	19321.54	26853.23	36834.87
流动负债	9480.72	14940.97	19257.20	24607.86	所得税	3084.34	4867.52	6771.05	9259.39
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	净利润	9250.32	14454.02	20082.18	27575.49
应付账款	172.34	544.24	496.23	804.15	少数股东损益	487.18	768.56	1070.25	1462.72
其他	9308.38	14396.73	18760.97	23803.71	归属母公司净利润	8763.15	13685.46	19011.93	26112.77
非流动负债	16.77	12.26	13.01	14.01	EBITDA	11695.75	19371.44	27012.91	37056.74
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EPS (摊薄)	8.44	13.18	18.31	25.15
其他	16.77	12.26	13.01	14.01					
负债合计	9497.49	14953.22	19270.21	24621.87	主要财务比率				
少数股东权益	412.20	1180.76	2251.01	3713.72	会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
归属母公司股东权益	24991.18	34527.04	46696.24	63303.05	成长能力				
负债和股东权益	34900.87	50661.02	68217.45	91638.64	营业收入增长率	58.19%	59.36%	39.81%	36.26%
					营业利润增长率	72.27%	56.61%	38.99%	37.18%
					归属于母公司净利润增长率	73.49%	56.17%	38.92%	37.35%
					获利能力				
现金流量表					毛利率	91.57%	91.59%	91.44%	91.74%
					净利率	50.27%	49.29%	48.98%	49.36%
					ROE	36.41%	40.48%	41.03%	41.15%
					ROIC	35.10%	40.35%	41.47%	41.97%
					偿债能力				
经营活动现金流	8961.48	11354.10	22069.50	25473.82	资产负债率	27.21%	29.52%	28.25%	26.87%
净利润	9250.32	14454.02	20082.18	27575.49	净负债比率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
折旧摊销	0.00	749.52	1116.24	1563.33	流动比率	2.94	2.71	2.84	3.01
财务费用	-350.75	-240.40	-314.52	-466.61	速动比率	2.18	1.81	1.97	2.12
投资损失	-3.38	-1.69	-1.85	-2.31	营运能力				
营运资金变动	289.48	-3719.45	1243.49	-3224.11	总资产周转率	0.61	0.69	0.69	0.70
其它	-224.19	112.10	-56.05	28.02	应收账款周转率	10576.08	7393.26	8454.20	8100.55
投资活动现金流	-1556.37	-3971.42	-4329.03	-5653.91	应付账款周转率	7.67	6.88	6.74	7.10
资本支出	1552.98	3228.10	3213.89	4091.88	每股指标 (元)				
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	每股收益 (最新摊薄)	8.44	13.18	18.31	25.15
其他	-3.39	-743.32	-1115.14	-1562.03	每股经营现金流 (最新摊薄)	8.63	10.94	21.26	24.54
筹资活动现金流	-1813.22	-3913.71	-6527.46	-9038.36	每股净资产 (最新摊薄)	24.47	34.39	47.15	64.55
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00					
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00					
其他	-1813.22	-3913.71	-6527.46	-9038.36					
现金净增加额	5591.89	3468.97	11213.01	10781.56					

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%-20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

中国银河证券食品饮料团队，2011 年第九届新财富最佳分析师。

董俊峰，研究部行业研究主管，兼食品饮料行业分析师（首席）。1994—1998 年消费品营销策划业四年从业经历、1998—1999 年超市业一年从业经历、2001 年至今证券业十年从业经历。清华大学硕士。2003 年业界首创消费品行业数量化研究模型《品牌渠道评级体系》，已获国家版权局著作权登记证书。

周颖，食品饮料行业分析师。2007 年至 2011 年 2 月在中信证券从事行业研究工作，2011 年 3 月至今在银河证券从事食品饮料行业研究工作。清华大学硕士。

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接受任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究部

北京市西城区金融街35号国际企业大厦C座

上海浦东新区富城路99号震旦大厦26楼

深圳市福田区福华一路中心商务大厦26层

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

北京地区：傅楚雄 010-83574171 fuchuxiong@chinastock.com.cn

上海地区：于淼 021-20257811 yumiao_jg@chinastock.com.cn

深广地区：詹璐 0755-83453719 zhanlu@chinastock.com.cn