

贵州茅台 (600519)

买入/维持评级

股价: RMB211.52

分析师

洪婷

SAC 执业证书编号:S1000510120012

(021)6849 8639

hongting@mail.htlhsc.com.cn

蒋小东

SAC 执业证书编号:S1000510120031

(021)6849 8615

jiangxiaodong@mail.htlhsc.com.cn

逯海燕

SAC 执业证书编号:S1000510120030

(021)6849 8615

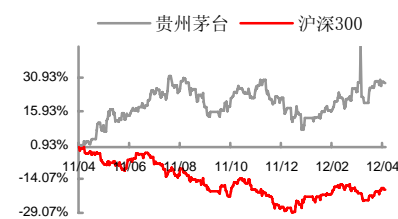
luhy@mail.htlhsc.com.cn

相关研究

基础数据

| | |
|----------------|---------|
| 总股本 (百万股) | 1,038 |
| 流通 A 股 (百万股) | 1,038 |
| 流通 B 股 (百万股) | 0 |
| 可转债 (百万元) | |
| 流通 A 股市值 (百万元) | 219,596 |

最近 52 周股价走势图



资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

1 季度出货量增加推动业绩, 期待直营店建设

——贵州茅台 2012 年 1 季报点评

- 贵州茅台 2012 年 1 季度实现营业收入 60.16 亿元, 同比增长 42.54%; 营业利润 41.73 亿元, 同比增长 57.34%, 归属于母公司的净利润 29.69 亿元, 同比增长 57.16%, 每股收益 2.16 元。业绩增速继续维持在较高的水平, 略高于我们与市场的预期。我们预计全年能实现 40%左右的利润增速。
- **1 季度出货量持续增加是公司收入上升的主要推动力, 二季度出货量增速或下降。** 1 季度为春节白酒销售旺季, 公司产品处于供不应求的状态, 为满足市场需求, 防止市场零售价格继续上升, 公司适当增加了出货量, 公司的出货量较去年同期有一定的上升, 成为推动公司收入大幅上升的主因。3 月“三公限酒”以及旺季结束, 2 季度出货量增速或将下降。
- **去年计划外产品出厂价提升助推公司毛利率同比上升 1.28 个百分点, 今年提价时点将推迟。** 公司去年对计划外的茅台进行了提价, 虽然提价只涉及到计划外的产品, 但也推升了毛利率 1.28 个百分点。目前公司产品的出厂价与终端价格之前仍有较大差距, 同时公司也于近期提升了专卖店零售指导价, 预计公司今年仍会对出厂价格进行上调, 但目前由于市场一批价和零售价正呈现下行之势, 同时受政府“三公消费限酒”影响, 公司今年的提价时点将推迟。
- **营业费用率和管理费用率持续下降助推利润增速超过收入增速。** 公司为提高经营效率, 自 2011 年开始就进行了内部管理控制, 1 季度销售费用率同比下降 0.8 个百分点到 3.16%, 管理费用率同比下降 1.2 个百分点到 7.64%。预计未来公司的费用率将继续保持稳定略降的趋势。
- **盈利预测和投资建议。** 我们预计公司今年仍能实现较高的业绩增速, 业绩增长主要来自两方面: 1、量价齐升, 销售量保持历史的稳定增速, 下半年产品价格的提升; 2、建立直营店, 直营店中产品的单位利润的提升将助推利润。我们维持公司 2012-2013 年 11.81 和 16.01 元的盈利预测, PE 为 18 和 13 倍, 仍处于行业偏低的水平, 维持买入评级。
- **风险提示:** 三公限酒出台具体限制措施影响公司高档酒销量, 直营店的建设进度慢于预期。

| 经营预测与估值 | 2011A | 2012E | 2013E | 2014E |
|---------------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入(百万元) | 18402.4 | 25727.0 | 34327.0 | 45849.0 |
| (+/-%) | 58.2 | 39.8 | 33.4 | 33.6 |
| 归属母公司净利润(百万元) | 8763.1 | 12266.0 | 16624.0 | 22714.0 |
| (+/-%) | 73.5 | 40.0 | 35.5 | 36.6 |
| EPS(元) | 8.44 | 11.81 | 16.01 | 21.88 |
| P/E(倍) | 25.1 | 17.6 | 13.0 | 9.5 |

资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

| 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 | 27830 | 37943 | 59279 | 88295 | 营业收入 | 18402 | 25727 | 34327 | 45849 |
| 现金 | 18255 | 25419 | 43031 | 67568 | 营业成本 | 1551 | 1788 | 2224 | 2781 |
| 应收账款 | 2 | 62 | 55 | 55 | 营业税金及附加 | 2477 | 3345 | 4463 | 5960 |
| 其他应收款 | 47 | 188 | 224 | 255 | 营业费用 | 720 | 1158 | 1545 | 1834 |
| 预付账款 | 1861 | 2167 | 2852 | 3577 | 管理费用 | 1674 | 2315 | 2918 | 3668 |
| 存货 | 7187 | 8154 | 10509 | 13356 | 财务费用 | -351 | -142 | -220 | -363 |
| 其他流动资产 | 477 | 1954 | 2607 | 3482 | 资产减值损失 | -3 | 0 | 0 | 0 |
| 非流动资产 | 7071 | 6313 | 6080 | 5794 | 公允价值变动收 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 长期投资 | 4 | 0 | 0 | 0 | 投资净收益 | 3 | 0 | 0 | 0 |
| 固定资产 | 5426 | 5209 | 4911 | 4512 | 营业利润 | 12336 | 17264 | 23398 | 31969 |
| 无形资产 | 808 | 936 | 1050 | 1191 | 营业外收入 | 7 | 0 | 6 | 6 |
| 其他非流动资产 | 833 | 0 | 119 | 91 | 营业外支出 | 9 | 0 | 6 | 5 |
| 资产总计 | 34901 | 44256 | 65359 | 94088 | 利润总额 | 12335 | 17264 | 23398 | 31969 |
| 流动负债 | 9481 | 10935 | 14489 | 19242 | 所得税 | 3084 | 4316 | 5850 | 7992 |
| 短期借款 | 0 | 188 | 201 | 211 | 净利润 | 9250 | 12948 | 17549 | 23977 |
| 应付账款 | 172 | 281 | 353 | 450 | 少数股东损益 | 487 | 682 | 924 | 1263 |
| 其他流动负债 | 9308 | 10466 | 13935 | 18581 | 归属母公司净利 | 8763 | 12266 | 16624 | 22714 |
| 非流动负债 | 17 | 0 | 0 | 0 | EBITDA | 12334 | 17643 | 23724 | 32169 |
| 长期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 | EPS (元) | 8.44 | 11.81 | 16.01 | 21.88 |
| 其他非流动负 | 17 | 0 | 0 | 0 | | | | | |
| 负债合计 | 9497 | 10935 | 14489 | 19242 | 主要财务比率 | | | | |
| 少数股东权益 | 412 | 1094 | 2018 | 3281 | 会计年度 | 2011 | 2012E | 2013E | 2014E |
| 股本 | 1038 | 1038 | 1038 | 1038 | 成长能力 | | | | |
| 资本公积 | 1375 | 494 | 494 | 494 | 营业收入 | 58.2% | 39.8% | 33.4% | 33.6% |
| 留存收益 | 22578 | 30694 | 47319 | 70033 | 营业利润 | 72.3% | 39.9% | 35.5% | 36.6% |
| 归属母公司股 | 24991 | 32227 | 48851 | 71566 | 归属母公司净利 | 73.5% | 40.0% | 35.5% | 36.6% |
| 负债和股东权 | 34901 | 44256 | 65359 | 94088 | 获利能力 | | | | |
| | | | | | 毛利率(%) | 91.6% | 93.0% | 93.5% | 93.9% |
| | | | | | 净利率(%) | 47.6% | 47.7% | 48.4% | 49.5% |
| | | | | | ROE(%) | 35.1% | 38.1% | 34.0% | 31.7% |
| | | | | | ROIC(%) | 141.1 | 158.5 | 215.8 | 315.9 |
| | | | | | 偿债能力 | | | | |
| | | | | | 资产负债率(%) | 27.2% | 24.7% | 22.2% | 20.5% |
| | | | | | 净负债比率(%) | 0.00% | 1.72% | 1.39% | 1.10% |
| | | | | | 流动比率 | 2.94 | 3.47 | 4.09 | 4.59 |
| | | | | | 速动比率 | 2.18 | 2.72 | 3.37 | 3.89 |
| | | | | | 营运能力 | | | | |
| | | | | | 总资产周转率 | 0.61 | 0.65 | 0.63 | 0.00 |
| | | | | | 应收账款周转率 | 3021 | 753 | 587 | 827 |
| | | | | | 应付账款周转率 | 7.67 | 7.88 | 7.01 | 6.92 |
| | | | | | 每股指标(元) | | | | |
| | | | | | 每股收益(最新) | 8.44 | 11.81 | 16.01 | 21.88 |
| | | | | | 每股经营现金流 | 9.78 | 11.46 | 17.04 | 23.54 |
| | | | | | 每股净资产(最 | 24.07 | 31.04 | 47.05 | 68.93 |
| | | | | | 估值比率 | | | | |
| | | | | | P/E | 24.66 | 17.61 | 13.00 | 9.51 |
| | | | | | P/B | 8.65 | 6.70 | 4.42 | 3.02 |
| | | | | | EV/EBITDA | 16 | 11 | 8 | 6 |

数据来源: 华泰联合证券研究所



华泰联合证券评级标准:

时间段 报告发布之日起6个月内
基准市场指数 沪深300(以下简称基准)

股票评级

买入 股价超越基准20%以上
增持 股价超越基准10%-20%
中性 股价相对基准波动在±10%之间
减持 股价弱于基准10%-20%
卖出 股价弱于基准20%以上

行业评级

增持 行业股票指数超越基准
中性 行业股票指数基本与基准持平
减持 行业股票指数明显弱于基准

深圳

深圳市福田区深南大道4011号香港中旅大厦25层
邮政编码: 518048

电话: 86 755 8249 3932
传真: 86 755 8249 2062
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn

上海

上海浦东银城中路68号时代金融中心45层
邮政编码: 200120

电话: 86 21 5010 6028
传真: 86 21 6849 8501
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn

免责声明

本报告仅供华泰联合证券有限责任公司(以下简称“华泰联合”)签约客户使用。华泰联合不因接收到本报告而视其为华泰联合的客户。客户应当认识到有关本报告的短信、邮件提示及电话推荐仅为研究观点的简要沟通,对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于华泰联合认为可靠的、已公开的信息编制,但华泰联合不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断,本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动,涉及证券或投资标的的以往表现不应作为日后表现的保证。在不同时期,或因使用不同假设和标准,采用不同观点和分析方法,致使华泰联合发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告,对此华泰联合可不发出特别通知。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给了华泰联合客户作参考之用,在任何情况下并不构成私人咨询建议,也没有考虑到个别客户的投资目标或财务状况;同时并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的广告、要约或向人作出的要约邀请。

市场有风险,投资需谨慎。本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售,投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估,并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求,必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下,华泰联合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。

华泰联合是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资咨询、投资管理等多项业务的全国性综合类证券公司。在法律许可的情况下,华泰联合投资业务部门可能会持有报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易,可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务,可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。华泰联合的投资顾问、销售人员、交易人员以及其他类别专业人士可能会依据不同的信息来源、不同假设和标准,采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰联合没有将此意见及建议向本报告所有接收者进行更新的义务。华泰联合利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门、集团或关联机构间的信息流动。撰写本报告的证券分析师的薪酬由研究部门管理层和公司高级管理层全权决定,分析师的薪酬不是基于华泰联合投资银行收入而定,但是分析师的薪酬可能与投行整体收入有关,其中包括投行、销售与交易业务。

华泰联合的研究报告主要以电子版形式分发,间或也会辅以印刷品形式分发。华泰联合向所有客户同时分发电子版研究报告。华泰联合对本报告具有完全知识产权,未经华泰联合事先书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。若华泰联合以外的机构向其客户发放本报告,则由该机构独自为此发送行为负责,华泰联合对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华泰联合向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。