

贵州茅台 (600519.SH) 白酒行业

评级: 买入 维持评级

业绩点评

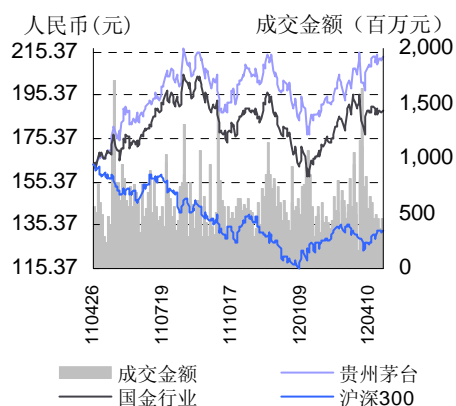
市价(人民币): 212.92元
目标(人民币): 250.06-275.07元

龙头地位无人撼 长期价值仍可期

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	1,038.18
总市值(百万元)	221,049.29
年内股价最高最低(元)	216.77/161.35
沪深 300 指数	2901.22
上证指数	2612.19



相关报告

1. 《期待提价的靴子落地》，2012.4.11
2. 《超预期的 11 年,从容的 12 年》，2012.3.26
3. 《贵州茅台: 靓丽年报奠定 12 年基础》，2012.1.18

陈钢 分析师 SAC 执业编号: S1130511030031
(8621)61038215
cheng@gjzq.com.cn

肖喆 联系人
(8621)61038276
xiaozhe@gjzq.com.cn

赵晓媛 联系人
(8621)61038227
zhaoxy@gjzq.com.cn

钟凯锋 联系人
(8621)60870959
zhongkf@gjzq.com.cn

公司基本情况(人民币)

项目	2010	2011	2012E	2013E	2014E
摊薄每股收益(元)	5.352	8.441	12.503	16.788	22.032
每股净资产(元)	19.49	24.07	35.38	46.95	63.47
每股经营性现金流(元)	6.57	9.78	14.12	22.01	27.27
市盈率(倍)	34.36	22.90	17.03	12.68	9.66
行业优化市盈率(倍)	76.43	87.71	87.71	87.71	87.71
净利润增长率(%)	17.13%	73.49%	48.13%	34.27%	31.24%
净资产收益率(%)	27.45%	35.06%	35.34%	35.76%	34.71%
总股本(百万股)	943.80	1,038.18	1,038.18	1,038.18	1,038.18

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 贵州茅台公布 2012 年 1 季报: 收入达到 60.16 亿元, 同比 42.54%, 净利达到 29.69 亿元, 同比 57.60%, 对应 EPS 为 2.86 元。预收账款减少 12.55 亿元。业绩略超市场预期。

经营分析

- 公司一季度的靓丽增长, 是在未提价的背景下, 这反映出公司极强的品牌力以及盈利能力。“非提价”式增长彰显茅台多维增长能力, 即使在短期内不提价, 公司仍然能够通过: 加快直营店建设速度(计划在 31 省会城市及直辖市建直营店, 价格为 1519 元/瓶)、提高计划外比例(53 度飞天计划外价格 2011 年 9 月 1 日全部提到 959 元/瓶)、增加年份酒供应、适度放量普通茅台酒等方式来取得增长。
- 贵州省政府要求茅台集团“十二五”确保收入达 800 亿, 我们认为这才是公司加快多项举措的推进收入和利润快速增长的主因。从未来一两个季度或者稍长时间来看, 市场仍然会不断担心白酒子行业的声音, 从我们与厂商以及经销商沟通情况来看, 在近几年高速增长背景下出现景气度波动较为正常, 优势企业可通过自身产品结构优化以及品牌力提升来保持超越行业的增速, 目前出现的批发价格调整反而能进一步保持消费的持续性, 从未来几个月情况来看, 茅台的批发价格将企稳逐步回升, 直营店和专卖店 1519 元/瓶价格将使得公司在高档酒消费中粘性逐步恢复和增强。
- 展望这一两年公司无疑将是食品饮料子行业中最具增长确定性和投资价值的标的, 一方面是公司目前如果不出现经营战略上的问题, 其强大的竞争力是任何对手都无法超越, 另一方面公司是有政府督促背景下放业绩的动力。

投资建议

- 我们略调高 12-14 年的 EPS 将分别达到 12.503、16.788 和 22.032 元, 同比增长 48.13%、34.27%和 31.24%。我们维持公司买入评级, 按照 02 年 20-20 倍估值给予公司目标价为 250.06-275.07 元, 我们认为作为食品饮料行业中最具确定性增长的标的, 可加大配置。

图表1: 业绩指标一览

单位: 百万元	11Q1	12Q1	同比变化	11累计	12累计	同比变化
资产负债表关键指标						
存货	5,831.73	7,578.02	29.94%	5,831.73	7,578.02	29.94%
预收账款	6,343.64	5,771.60	-9.02%	6,343.64	5,771.60	-9.02%
利润表关键指标						
营业收入	4,220.59	6,015.97	42.54%	4,220.59	6,015.97	42.54%
营业成本	392.06	482.06	22.95%	392.06	482.06	22.95%
毛利	3,828.53	5,533.91	44.54%	3,828.53	5,533.91	44.54%
营业税金及附加	708.58	808.35	14.08%	708.58	808.35	14.08%
销售费用	167.21	190.13	13.71%	167.21	190.13	13.71%
管理费用	354.03	459.83	29.88%	354.03	459.83	29.88%
财务费用	-53.47	-97.32	-81.99%	-53.47	-97.32	-81.99%
营业利润	2,652.28	4,173.01	57.34%	2,652.28	4,173.01	57.34%
利润总额	2,654.11	4,174.93	57.30%	2,654.11	4,174.93	57.30%
净利润	1,991.29	3,129.49	57.16%	1,991.29	3,129.49	57.16%
归属母公司股东的净利润	1,883.99	2,969.22	57.60%	1,883.99	2,969.22	57.60%
基本每股收益(元)	1.81	2.86	57.60%	1.81	2.86	57.60%
现金流量表关键指标						
经营活动现金流量净额	3,411.13	1,339.50	-60.73%	3,411.13	1,339.50	-60.73%
主要财务指标(%)						
毛利率	90.71%	91.99%	1.28%	90.71%	91.99%	1.28%
营业税金率	16.79%	13.44%	-3.35%	16.79%	13.44%	-3.35%
销售费用率	3.96%	3.16%	-0.80%	3.96%	3.16%	-0.80%
管理费用率	8.39%	7.64%	-0.74%	8.39%	7.64%	-0.74%
财务费用率	-1.27%	-1.62%	-0.35%	-1.27%	-1.62%	-0.35%
三项费用率	11.08%	9.19%	-1.90%	11.08%	9.19%	-1.90%
营业利润率	62.84%	69.37%	6.52%	62.84%	69.37%	6.52%
税前利润率	62.88%	69.40%	6.51%	62.88%	69.40%	6.51%
所得税率	24.97%	25.04%	0.07%	24.97%	25.04%	0.07%
销售净利率	44.64%	49.36%	4.72%	44.64%	49.36%	4.72%

来源: 国金证券研究所, wind

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
强买	0	22	26	28	45
买入	0	5	8	8	11
持有	0	0	0	0	1
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	0	1.19	1.21	1.22	1.22

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

日期	评级	市价	目标价
1 2010-12-16	买入	186.29	275.00 ~ 275.00
2 2011-03-21	买入	168.95	211.50 ~ 226.62
3 2011-04-25	买入	165.40	211.50 ~ 226.62
4 2011-08-31	买入	214.77	N/A
5 2011-10-18	买入	196.42	N/A
6 2012-01-18	买入	177.38	N/A
7 2012-03-26	买入	215.20	N/A
8 2012-04-11	买入	208.85	N/A

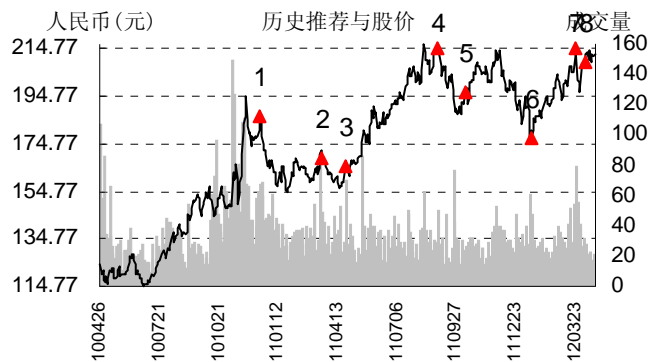
来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“强买”得1分，为“买入”得2分，为“持有”得3分，为“减持”得4分，为“卖出”得5分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =强买； 1.01~2.0=买入； 2.01~3.0=持有
3.01~4.0=减持； 4.01~5.0=卖出



长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

- 强买：预期未来6-12个月内上涨幅度在20%以上；
- 买入：预期未来6-12个月内上涨幅度在10%-20%；
- 持有：预期未来6-12个月内变动幅度在-10%-10%；
- 减持：预期未来6-12个月内下跌幅度在10%-20%；
- 卖出：预期未来6-12个月内下跌幅度在20%以上。

特别声明:

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，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，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。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海	北京	深圳
电话: (8621)-61038271	电话: 010-6621 6979	电话: 0755-33516015
传真: (8621)-61038200	传真: 010-6621 5599-8803	传真: 0755-33516020
邮箱: researchsh@gjzq.com.cn	邮箱: researchbj@gjzq.com.cn	邮箱: researchsz@gjzq.com.cn
邮编: 201204	邮编: 100032	邮编: 518026
地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼	地址: 中国北京西城区金融街 27 号投资广场 B 座 4 层	地址: 深圳市福田区福中三路诺德金融中心 34B