

食品饮料行业

报告原因：公司调研

2012年6月4日

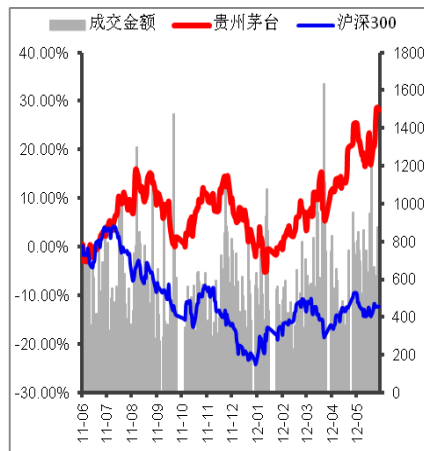
市场数据：2012年6月3日

收盘价(元)	208.11
一年内最高/最低(元)	243.0/170.9
市净率	8.9
市盈率	17.5
流通A股市值(百万元)	249,547

基础数据：2012年3月31日

每股收益(元)	2.86
营业收入(百万元)	6,015.97
净利润(百万元)	2,969.22
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)

增持

近景、远景规划远大, 未来增长持续可期

下调评级

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	28.5
2012E	27,762	50.9	14,231	62.4	13.71	54.1	43.6	17.5
2013E	38,603	39.0	19,994	40.5	19.26	54.7	44.8	12.5
2014E	50,836	31.7	26,594	33.0	25.62	55.2	43.9	9.4

注: “市盈率”是指目前股价除以各年业绩

投资要点:

●近景、远景规划远大, 未来增长持续可期。根据贵州茅台集团 2012 年社会责任报告及十二五规划, 集团 2012 年目标实现销售收入(含税) 350 亿元, 力争 370 亿元, 2013 年 500 亿, 2015 年 800 亿, 同时, 2012 年力争实现茅台酒产量 3.3 万吨, 其他系列酒产量 4.18 万吨, 到 2015 年, 实现茅台酒产量 4.5 万吨以上, 其他系列酒产量 6 万吨以上。根据 2011 年集团 237 亿销售收入计算, 2012 年集团收入增长将达 47.68%-56.12%, 至十二五末复合增长率将达 35.55%, 以股份公司销售约占集团收入 78% 计算, 茅台 2012 年销售收入预计将达 273-288 亿, 2015 年将达 624 亿, 无论从近景及远景方面来看, 公司未来持续增长都较为可期。

●2012 年预算收入增幅 51%, 盈利能力将获进一步提升。根据贵州茅台 2012 年财务预算方案, 预计公司 2012 年营业收入、营业成本分别较上年同期增长 51% 和 32%, 营业税金及附加、销售费用、管理费用分别较上年同期增长 28%、28% 和 25%。营业收入增长将通过茅台酒量的增长、开设直营店、系列酒的开发及量的增长几方面来实现, 预计公司综合毛利率将达 92.63%, 比上年上升 0.46 个百分点, 公司盈利能力有望获得进一步提升, 业绩增幅将快于收入增幅, 预计 2012 年净利润将增 60% 以上。

●直营店步伐开启, 强化终端价格管控, 助力业绩增长。2012 年起公司开启了直营店建设步伐, 自 4 月 26 日全国第一家茅台直营店落户贵阳起, 一个月时间内公司已在重庆、成都、郑州、北京等地先后开设起自营店, 预计 6 月底前首批 31 家自营店将在全国重点城市全部开始运营。直营店内 53 度飞天茅台统一定价每瓶 1519 元, 直营售价将起到市场价格标杆作用, 有助公司提高终端价格管控能力, 促使部分渠道利润回流公司, 助力公司业绩增长。未来, 公司将实行经销商与直营店相结合的方式, 以经销

商为主，直营店为辅，直营店建设数量将根据市场情况而定。

- **加强汉酱开拓与仁酒导入，谋求系列酒新的增长点。**公司系列酒发展将趋向独立化，一方面，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，以提升茅台主导产品品牌集中度；另一方面，公司则通过大力开发非“茅台”系列的新产品，完善产品结构，提升中档和中高档酱香产品市场占有率，谋求系列酒的新增长。2011 年公司推出的新品汉酱酒系列在 2011 年 4 月发布，8 月进入市场，当年即已实现销售收入 5 亿元，公司将进一步加强其市场开拓，预计 2012 年汉酱系列销售收入有望达到 10 亿元。此外，公司还于今年 5 月 24 日推出新品“仁酒”系列，预计下半年可全面进入市场。
- **投资建议：**至 2012 年 1 季度末，公司账面预收账款余额仍有 57 亿元，成为公司业绩增长有效支撑，我们预计公司 2012-2014 年 EPS 分别为 13.71、19.26、25.62 元，对应动态市盈率分别为 17.5、12.5、9.4 倍，给予“增持”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。

表 1：贵州茅台单季利润表

单位：百万元	10Q2	10Q3	10Q4	11Q1	11Q2	11Q3	11Q4	12Q1	同比变化
一、营业总收入	3,547	2,740	2,306	4,221	5,605	3,816	4,760	6,016	42.54
营业收入	3,547	2,740	2,306	4,221	5,605	3,816	4,760	6,016	42.54
二、营业总成本	962	1,224	1,042	1,568	1,371	1,424	1,707	1,843	17.51
营业成本	274	252	232	392	453	311	395	482	22.95
营业税金及附加	318	551	167	709	569	654	546	808	14.08
销售费用	170	168	194	167	157	169	227	190	13.71
管理费用	251	290	495	354	289	358	673	460	29.88
财务费用	-54	-38	-39	-53	-95	-69	-133	-97	81.99
资产减值损失	3	0	-6	0	-2	-0	-1	0	
三、其他经营收益	0	0	0	0	3	0	0	0	10.00
投资净收益	0	0	0	0	3	0	0	0	10.00
四、营业利润	2,585	1,517	1,263	2,652	4,237	2,393	3,054	4,173	57.34
加：营业外收入	0	2	3	2	1	2	2	2	(1.20)
减：营业外支出	1	0	0	0	5	3	1	0	
五、利润总额	2,585	1,518	1,267	2,654	4,233	2,392	3,055	4,175	57.30
减：所得税	655	382	338	663	1,058	628	735	1,045	57.73
六、净利润	1,930	1,137	929	1,991	3,175	1,764	2,320	3,129	57.16
减：少数股东损益	96	62	52	107	152	103	126	160	49.38
归属于母公司所有者净利润	1,834	1,074	877	1,884	3,023	1,662	2,194	2,969	57.60
七、每股收益：	1.94	1.14	0.93	2.00	3.20	1.60	2.11	2.86	43.27
收入增长率(%)	16.94	21.19	23.78	38.84	58.01	39.26	106.46	42.54	3.70
毛利率(%)	92.28	90.80	89.95	90.71	91.92	91.86	91.69	91.99	1.28
营业利润率(%)	72.88	55.35	54.79	62.84	75.60	62.70	64.15	69.37	6.52
净利率(%)	54.41	41.47	40.28	47.18	56.64	46.23	48.73	52.02	4.84
销售费用率(%)	4.79	6.12	8.41	3.96	2.81	4.43	4.76	3.16	(0.80)
管理费用率(%)	7.08	10.60	21.46	8.39	5.15	9.39	14.13	7.64	(0.74)
归属于母公司净利润增长率(%)	16.58	7.80	66.89	48.85	64.83	54.68	150.17	57.60	8.75

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	27,762.03	38,602.66	50,836.48
营业收入	18,402.36	27,762.03	38,602.66	50,836.48
二、营业总成本	6,069.57	7,734.53	10,465.70	13,411.45
营业成本	1,551.23	2,059.97	2,749.03	3,452.59
营业税金及附加	2,477.39	3,164.87	4,400.70	5,795.36
销售费用	720.33	930.03	1,196.68	1,474.26
管理费用	1,673.87	2,109.91	2,856.60	3,660.23
财务费用	-350.75	-530.25	-737.31	-970.98
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	20,028.51	28,137.95	37,426.02
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	20,026.51	28,135.95	37,424.02
减：所得税	3,084.34	5,006.63	7,033.99	9,356.01
六、净利润	9,250.32	15,019.88	21,101.97	28,068.02
减：少数股东损益	487.18	788.54	1,107.85	1,473.57
归属于母公司所有者的净利润	8,763.15	14,231.34	19,994.11	26,594.45
七、每股收益：	8.44	13.71	19.26	25.62
净利润增长率(%)	73.49	62.40	40.49	33.01

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。