东兴证券
DONGXING SECURITIES

2012 年 8 月 10 日

中性/下调

贵州茅台 | 财报点评

触及多重“天花板” 下调预测与评级

——贵州茅台（600519）2012 年中报点评

刘家伟	食品饮料行业首席分析师 MSN: ynynljw999@hotmail.com 电话：010-66554017	执业证书编号：S1480510120001
联系人：李德宝	电话：010-66554063	Email: lidb@dxzq.net.cn

事件：

贵州茅台 8 月 10 日公布中报业绩：共生产茅台酒及系列产品基酒 3 万吨；实现营业收入 132.64 亿元，同比增长 35.00%；归属于上市公司股东的净利润 69.96 亿元，同比增长 42.56%，EPS 6.74 元。

公司分季度财务指标

指标	10Q4	11Q1	11Q2	11Q3	11Q4	12Q1	12Q2
营业收入（百万元）	2306	4221	5605	3816	4760	6016	7248
增长率	23.8%	38.8%	58.0%	39.3%	106.5%	42.5%	29.3%
毛利率	90.0%	90.7%	91.9%	91.9%	91.7%	92.0%	92.0%
期间费用率	28.2%	11.1%	6.3%	12.0%	16.1%	9.2%	6.9%
营业利润率	54.8%	62.8%	75.6%	62.7%	64.2%	69.4%	77.6%
净利润（百万元）	877	1884	3023	1662	2194	2969	4027
增长率	62.0%	48.1%	64.5%	55.2%	149.8%	57.2%	32.9%
每股盈利（季度，元）	0.93	2.00	3.20	1.60	2.11	2.86	3.88
资产负债率	27.5%	29.6%	30.3%	29.8%	27.2%	21.6%	28.5%
净资产收益率	5.0%	9.7%	14.7%	7.6%	9.1%	11.0%	14.9%
总资产收益率	3.6%	6.8%	10.3%	5.4%	6.6%	8.6%	10.6%

评论：

积极因素：

- **毛利率提升 0.61 个百分点，期间费用率下降提升净利率 2.82 个百分点。**上半年公司整体毛利率达到了 92.01%，同比提升了 0.61 个百分点，其中高度茅台酒毛利率提升 0.2 个百分点，低度茅台酒提升 0.53 个百分点，其他系列酒毛利率大幅提升 10.20 个百分点。期间费用率 0.4 个百分点至 7.93%，期间费用率的下降带来了净利率的提升，上半年净利率达到创历史新高的 55.40%，同比提升 2.82 个百分点。

消极因素：

- **二季度单季收入增长29.3%，净利润增长32.9%，扣除预收款项的减少因素，收入增长31.58%，增速大幅低于去年同期，说明政府高端白酒“限高令”对公司的终端销售影响已经显现。**二季度公司收入和净利润分别为72.48亿元和40.27亿元，同比增长29.3%和32.9%，增速环比一季度均有较大幅度下滑。同

时，二季度公司预收款项环比一季度减少17.27亿元，如果扣除预收款项的减少，二季度的收入仅为55.21亿元，与去年同期41.96亿元（已扣除预收款项）相比增长31.58%，增速环比一季度和同比去年同期都有不同程度的下滑，我们认为收入增速下滑的主要原因为政府二季度开始禁止公款消费高端白酒。政府白酒消费“限高令”出来后，茅台作为政务消费的第一用酒，其终端消费受得了一定的压制，这就导致了公司第二季度收入增速的下滑。

- **上半年公司实际经营业绩低于报表数据，表现之一为预收款项减少29.82亿元或42.44%，扣除预收款项的影响，公司上半年收入仅增长2.59%。**截止到6月30日，公司预收款项为40.45亿元，比年初减少29.82亿元或42.44%，预收款项一直是公司业绩的“蓄水池”，前几年公司大部分时间都在往“池子”里蓄水，但上半年公司较为罕见的从“池子”里抽水（去年同期为蓄水），说明公司经销商进货积极性降低，公司终端产品销售情况不乐观。公司上半年收入132.64亿元，同比增长35.00%，如果扣除预收账款减少29.82亿元，公司实际收入为102.82亿元，同比去年的100.22亿元（已考虑预收款项的增加）仅增长2.59%。

- **上半年实际业绩低于报表数据的表现之二为销售产品、提供劳务收到的现金仅增长8.57%，现金流同比减少31.3%至44.6亿元，存货同比增加31.4%至77.74亿。**上半年公司销售产品、提供劳务收到的现金为125.36亿元，同比仅增长8.57%，远低于去年同期的81.54%的增速，这虽然部分是由于去年同期基数较高，但公司终端销售情况不乐观才是主因。

- **上半年业绩不佳反映出公司在提价受限后遭遇增长瓶颈。**总结起来，公司上半年业绩不佳的主要原因为：一是政府白酒消费“限高令”直接针对茅台，目前很多地方政府借机扶持地方白酒，把地方性白酒定为当地政府招待用酒，茅台作为第一政务招待用酒的地位受到挑战；二是公司产品体系过于单一，没有腰部发力因素；三是市场需求严重下滑，包括高端政务商务、投资及个人消费需求等。因此如果未来公司不能继续通过提价来拉动收入增长的话，我们认为公司有可能会遭遇增长的瓶颈。

业务展望：

- **提价窗口暂被抑制的情况下，逐步回收经销商的利润是公司未来几年的主要增长动力。**最近公司已在全国范围内大规模的建立实体直营店，并即将重开网上商城，目前已经有30个直营专卖店按照1519元的零售价进行销售，逐渐开始回收经销商的利润。我们认为，在提价暂被抑制、终端消费较为疲软的情况下，这将是支撑公司未来业绩增长的主要动力。

盈利预测与投资建议：

茅台作为政务消费第一用酒，在政府限制公款消费高端白酒相关政策出台后，其终端消费受到一定压制，这直接导致公司中期业绩低于预期。如果公司未来提价继续受到抑制，则业绩持续增长能力将会继续受到较大影响；另外，巨大的茅台产品库存压力（包括公司存货及“社会库存”）需要消化时间。综合看，公司已在价格、需求、估值等层面触及近期天花板，因此下调公司2012年净利润增速5个百分点至35%，EPS从11.8元调降至11.4元，最新PE已达23倍，投资评级从“推荐”下调至“中性”。

风险提示：

假如三公消费有关政策明确出台细则，明确宣布茅台酒为公款限制性消费品种，则会较大影响公司业绩。

东兴证券

表 1：2010-1014 年公司盈利预测

主要指标	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	11,633.28	18,402.36	22,082.83	26,499.39	30,474.30
(+/-)	20.30%	58.19%	20.00%	20.00%	15.00%
经营利润（EBIT）	7,160.91	12,336.16	15543.57	19211.85	22535.50
(+/-)	17.86%	72.27%	26.00%	23.60%	17.30%
净利润	5,051.19	8,763.15	11833.02	14909.61	17831.89
(+/-)	17.13%	73.49%	35.03%	26.00%	19.60%
每股净收益（元）	5.35	8.44	11.40	14.36	17.18
市盈率（倍）	46.70	29.60	21.92	17.40	14.55

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

刘家伟

经济学博士，食品饮料行业首席分析师，消费品研究小组负责人，研究所所长助理，1993 年进入证券市场，2007 年加盟东兴证券研究所，2010 年获得今日投资最佳独立见解分析师入围奖。

联系人简介

李德宝

食品科学硕士，2011 年加盟东兴证券研究所，从事食品饮料行业研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

东兴证券

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

推荐：　　相对强于市场基准指数收益率 5%～15%之间；

中性：　　相对于市场基准指数收益率介于-5%～+5%之间；

回避：　　相对弱于市场基准指数收益率 5%以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好： 相对强于市场基准指数收益率5%以上；

中性： 相对于市场基准指数收益率介于-5%～+5%之间；

看淡： 相对弱于市场基准指数收益率5%以上。

东兴证券