

2012年8月10日

刘荟  
[Liuhui@e-capital.com.cn](mailto:Liuhui@e-capital.com.cn)  
目标价(元) 280.00

**公司基本资讯**

产业别	食品饮料		
A 股价(2012/8/10)	248.21		
上证综合指数(2012/8/10)	2168.81		
股价 12 个月高/低	262.7/177.38		
总发行股数 (百万)	1038.18		
A 股数 (百万)	1038.18		
A 市值 (亿元)	2576.87		
主要股东	中国贵州茅台酒厂(集团)有限责任公司 (61.76%)		
每股净值 (元)	22.94		
股价/账面净值	10.82		
	一个月	三个月	一年
股价涨跌(%)	-3.07	12.96	25.36

**近期评等**

出刊日期	前日收盘	评等
------	------	----

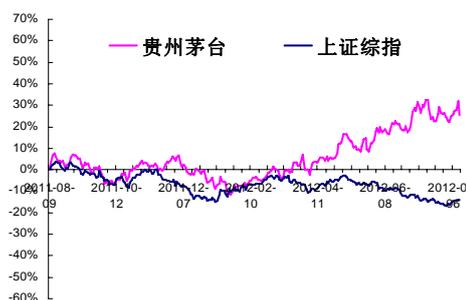
**产品组合**

高度茅台酒	85%
低度茅台酒	8%
系列酒	7%

**机构投资者占流通 A 股比例**

基金	14.03%
券商集合理财	0.41%

**股价相对大盘走势**



**贵州茅台(600519.SH)**

Buy 买入

**自营渠道已开业 30 家，业绩的贡献将逐渐体现**  
**结论与建议：**

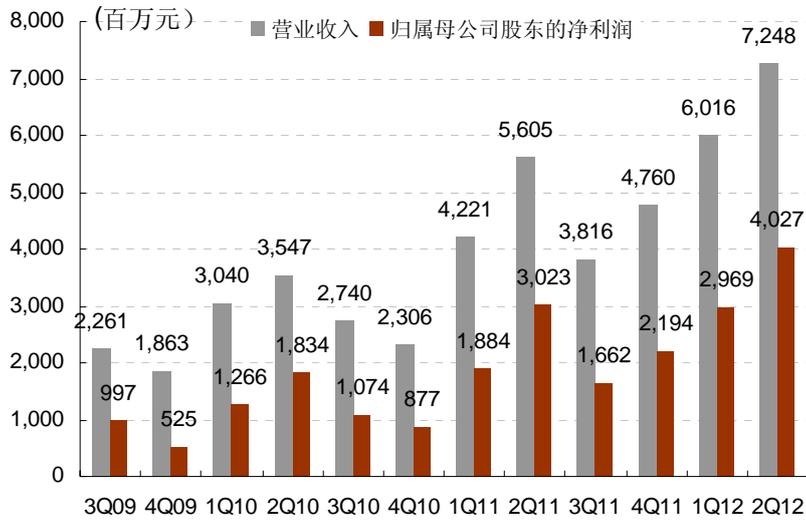
2012 年上半年公司营收同比增长 35%，净利润同比增长 43%，自营专卖店已开业 30 家，对公司业绩的贡献将逐渐体现。目前股价对应的 2012、2013 年 PE 为 21.09 倍和 16.58 倍，给予买入的投资建议。

- 2012 年上半年公司实现营业收入 132.64 亿元，同比增长 35%，实现归属上市公司股东净利润 69.96 亿元，同比增长 42.56%，实现每股收益 6.74 元，符合我们的预期。
- 从 2Q 单季看，营收同比增长 29%，净利润同比增长 33%，与 1Q 净利润同比增长 58% 的数字相比，增速有所回落。同时，预收账款进一步下降，2012 年 2Q 为 40.45 亿元，较 1Q 下降 17 亿元，较 2011 年底下降 30 亿元。说明在中国经济整体增长放缓的背景下，高端白酒的需求也受到影响，增速逐渐回落，符合我们之前的判断。
- 虽然白酒行业开始出现增速下降的迹象，但是我们认为茅台从品牌力到批零价差的保障度，都是白酒行业中最安全的。
- 公司未来的最大看点是自营渠道的建设，根据前期计划，第一期的 31 家自营专卖店（投资 8.5 亿元），已经有 30 家开业，最后一家上海店预计也将于近期开业。
- 公司计划自营渠道销量占公司总销售数量的 10%-20%，约 1000-2000 吨飞天茅台，按照目前终端指导价 1519 元/瓶计算，每 1000 吨将贡献营收 25 亿元。
- 目前公司飞天茅台的出厂价为 619 元/瓶，与 1519 元/瓶的终端指导价相比仍有 900 元价差，如果未来公司自营渠道可以顺利展开，盈利空间将大大提高，成为业绩增长的重要推动力。
- 展望下半年，我们认为 2Q 开业的自营渠道将开始进入磨合期，对公司业绩的贡献将逐渐体现。
- 我们预计公司 2012、2013 年将分别实现净利润 122.18 亿元和 155.44 亿元，分别同比增长 39.43% 和 27.22%，对应的 EPS 为 11.77 元和 14.97 元，目前股价对应的 2012、2013 年 PE 为 21.09 倍和 16.58 倍，给予买入的投资建议。

..... 接续下页 .....

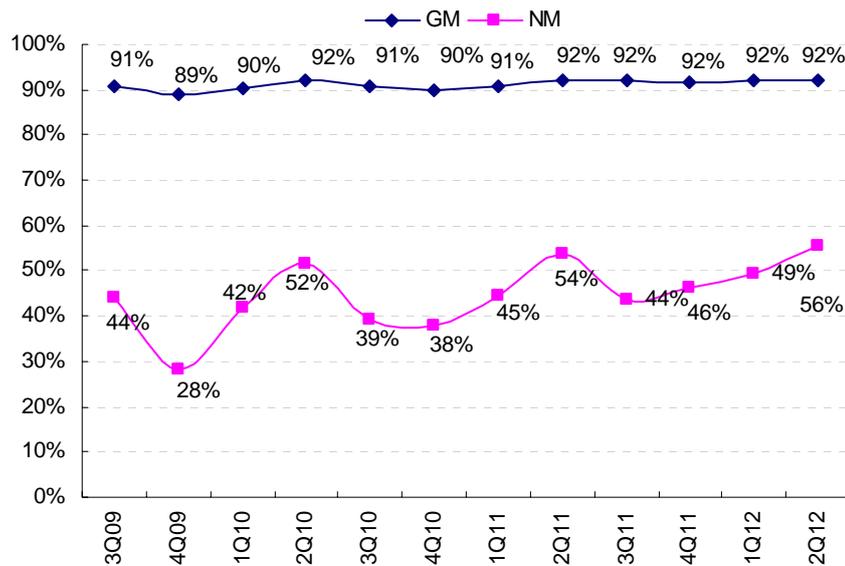
年度截止 12 月 31 日		2009	2010	2011	2012F	2013F
纯利 (Net profit)	RMB 百万元	4312	5051	8763	12218	15544
同比增减	%	13.50	17.13	73.49	39.43	27.22
每股盈余 (EPS)	RMB 元	4.15	4.87	8.44	11.77	14.97
同比增减	%	13.50	17.13	73.49	39.43	27.22
市盈率(P/E)	X	59.75	51.01	29.41	21.09	16.58
股利 (DPS)	RMB 元	1.19	2.30	4.00	4.00	4.00
股息率 (Yield)	%	-	-	1.61	1.61	1.61

图 1：公司分季营收及净利润情况 单位：百万元



资料来源：公司公告、群益证券

图 2：公司利润率情况 单位：%



资料来源：公司公告、群益证券

预期报酬(Expected Return; ER)为准, 说明如下:

强力买入 Strong Buy ( $ER \geq 30\%$ ); 买入 Buy ( $30\% > ER \geq 10\%$ )

中性 Neutral ( $10\% > ER > -10\%$ )

卖出 Sell ( $-30\% < ER \leq -10\%$ ); 强力卖出 Strong Sell ( $ER \leq -30\%$ )

**附一：合并损益表**

百万元	2009	2010	2011	2012F	2013F
营业收入	9670	11633	18402	25303	31882
经营成本	951	1053	1551	2133	2688
营业税金及附加	941	1577	2477	3035	3824
销售费用	621	677	720	1009	1260
管理费用	1217	1346	1674	2307	2846
财务费用	-134	-177	-351	-308	-552
资产减值损失	0	-3	-3	1	0
投资收益	1	0	3	3	0
营业利润	6076	7161	12336	17130	21817
营业外收入	6	5	7	6	8
营业外支出	1	4	9	6	8
利润总额	6081	7162	12335	17130	21817
所得税	1528	1823	3084	4284	5454
少数股东损益	240	289	487	628	818
归属于母公司所有者的净利润	4312	5051	8763	12218	15544

**附二：合并资产负债表**

百万元	2009	2010	2011	2012F	2013F
货币资金	9743	12888	18255	25207	35168
应收账款	21	1	2	3	3
存货	4192	5574	7187	9200	11039
流动资产合计	15656	20300	27830	36910	48711
长期股权投资	4	4	4	4	4
固定资产	3169	4192	5426	6783	8139
在建工程	194	263	251	239	227
非流动资产合计	4114	5287	7071	8839	10607
资产总计	19770	25588	34901	45749	59318
流动负债合计	5108	7028	9481	6637	5309
非流动负债合计	10	10	17	20	22
负债合计	5118	7038	9497	6657	5331
少数股东权益	186	151	412	412	412
股东权益合计	14466	18399	24991	38680	53574
负债及股东权益合计	19770	25588	34901	45749	59318

**附三：合并现金流量表**

百万元	2009	2010	2011	2012F	2013F
经营活动产生的现金流量净额	4224	6201	10149	11974	15234
投资活动产生的现金流量净额	-1340	-1763	-2120	-2226	-2338
筹资活动产生的现金流量净额	-1235	-1293	-2662	-2795	-2935
现金及现金等价物净增加额	1649	3145	5366	6953	9961

此份报告由群益证券(香港)有限公司编写,群益证券(香港)有限公司的投资和由群益证券(香港)有限公司提供的投资服务,不是个人客户而设。此份报告不能复制或再分发或印刷报告之全部或部份内容以作任何用途。群益证券(香港)有限公司相信用以编写此份报告之资料可靠,但此报告之资料没有被独立核实审计。群益证券(香港)有限公司,不在此报告之准确性及完整性作任何保证,或代表或作出任何书面保证,而且不会对此报告之准确性及完整性负任何责任或义务。群益证券(香港)有限公司,及其分公司及其联营公司或许在阁下收到此份报告前使用或根据此份报告之资料或研究推荐作出任何行动。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员不会对使用此份报告后招致之任何损失负任何责任。此份报告内容之资料可能会或会在没有事前通知前变更。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员或会对此份报告内描述之证@持意见或立场,或买入,沽出或提供销售或出价此份报告内描述之证券。群益证券(香港)有限公司及其分公司及其联营公司可能以其户口,或代他人之户口买卖此份报告内描述之证@。此份报告,不是用作推销或促使客人交易此报告内所提及之证券。