

白酒
署名人: 柯海东
S0960512080001
0755-82026712
kehaidong@cjis.cn

6-12个月目标价: 270.00元

当前股价: 248.21元

评级调整: 维持

基本资料

| | |
|----------|---------|
| 上证综合指数 | 2168.81 |
| 总股本(百万) | 1038 |
| 流通股本(百万) | 1038 |
| 流通市值(亿) | 2576 |
| EPS | 8.44 |
| 每股净资产(元) | 24.07 |
| 资产负债率 | 27.21% |

股价表现

| | | | |
|---------|-------|--------|-------|
| (%) | 1M | 3M | 6M |
| 贵州茅台 | -4.53 | 7.69 | 31.27 |
| 食品饮料 | | | |
| 沪深300指数 | -2.46 | -10.98 | -4.61 |



相关报告

贵州茅台 - 业绩释放持续大幅跃进——2011年度股东大会点评 2012-05-30
贵州茅台 - 业绩释放超预期, 预计提价、直营店将在下半年有进展——2012年一季报点评 2012-04-26
贵州茅台 - 11年完美收官, 12年关注提价、

贵州茅台

600519

强烈推荐

**控量清理渠道库存影响短期业绩, 全年仍值得乐观期待
——终端调研及中报点评**

近日我们联合调研了渠道, 加深了对茅台中报业绩的理解。尽管公司二季度控量清理渠道库存影响了短期业绩, 但我们对公司完成全年营业收入增长51% (即278亿) 的规划仍乐观期待, 品牌形成的高价差仍使得公司是弱市中持续增长最确定的品种, 维持强烈推荐。

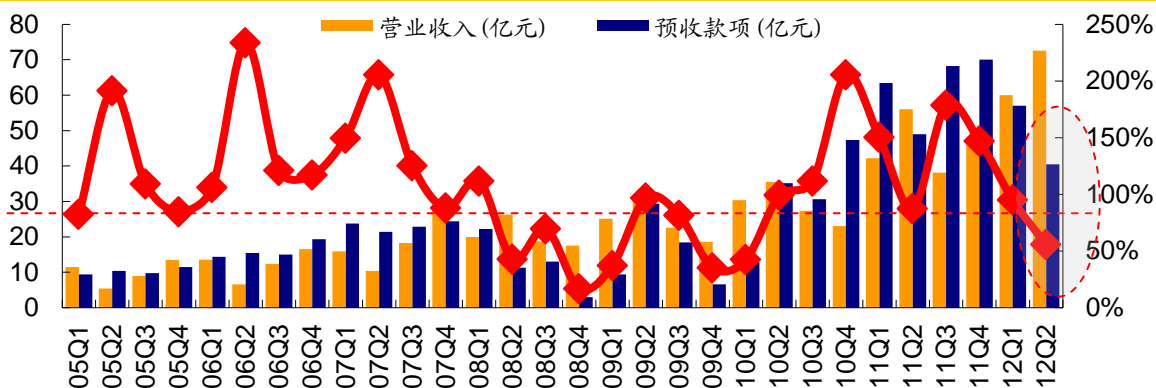
投资要点:

- 中报低于预期的原因是控量清理渠道库存及自营店经营进度较慢, 但公司精准的放量节奏展现出了高超的市场管理能力。公司上半年实现营收132.6亿 (+35%), 归属于母公司股东净利润69.96亿 (+42.6%), 预收账款比一季度末减少17亿至40.5亿, 业绩明显低于市场预期 (50%~60%), 若公司要完成规划目标, 则下半年收入要达到145亿 (+69.5%), 难度加大。低于预期原因在于今年公司从5月份开始逐步控量力挺批零价, 控量的范围包括批条酒及部分经销商, 目的在于清理渠道库存力挺批发价格, 去年末公司大举放量打压狂涨的批零价, 而在3月份市场发生政策、经济导致的需求变化时公司及时从放量转向控量, 批零价逐步企稳, 说明了公司具有高超的市场管理能力。
- 渠道库存已逐步减少, 旺季来临及酒厂加强终端管控使批发价逐步回升, 为今年提价逐步筑好市场基础。控量3个月后渠道库存已逐步减少, 在旺季即将来临及酒厂派出工作组巡视市场严格督促下, 近期茅台批发价从1300元低点逐步回升至1400~1450元, 渠道价差比例仍高达126%+, 为今年年内提价逐步筑好市场基础, 公司的超高端定制化产品已经提价, 部分产品提价幅度达60%。当然在市场需求没有明显回升的情况下, 酒厂提价与放量是矛盾的, 今年的量价策略对长期的增长有重要影响。
- 加快自营店建设收回渠道利润、加快系列酒发展、释放部分预收账款也是上市公司实现今年规划的主要路径。1) 公司规划上半年31家自营店开业, 根据媒体报道, 预计全年有60家自营店开业。直营店定价1519元有望收回部分渠道利润, 按每家30吨配额, 全年45家自营店实现销售的中性假设, 自营店销量达1350吨, 合计营收35亿, EPS 1.5元。2) 系列酒加速发展将在下半年有体现。公司加快系列酒汉酱开拓和仁酒市场导入, 预计汉酱12年能完成近15亿的收入 (+200%)。3) 预收款释放。历史上公司的预收账款/季度营收在2008年四季度达到0.17的低点, 当前中报为0.56, 仍有释放空间。
- 维持强烈推荐。12/13/14EPS预测为13.42/18.56/23.80, PE18.56/13.41/10.46, 持续强推。风险提示: 政务消费受限、宏观经济下行、舆论压力

主要财务指标

| 单位: 百万元 | 2011 | 2012E | 2013E | 2014E |
|-----------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入 | 18402 | 27802 | 37993 | 48125 |
| 收入同比(%) | 58% | 51% | 37% | 27% |
| 归属母公司净利润 | 8763 | 13930 | 19274 | 24707 |
| 净利润同比(%) | 73% | 59% | 38% | 28% |
| 毛利率(%) | 91.6% | 92.8% | 93.6% | 94.1% |
| ROE(%) | 35.1% | 40.1% | 39.8% | 37.7% |
| 每股收益(元) | 8.44 | 13.42 | 18.56 | 23.80 |
| P/E | 29.50 | 18.56 | 13.41 | 10.46 |
| P/B | 10.34 | 7.43 | 5.33 | 3.95 |
| EV/EBITDA | 20 | 12 | 9 | 7 |

图 1 公司预收帐款/季度营收的情况



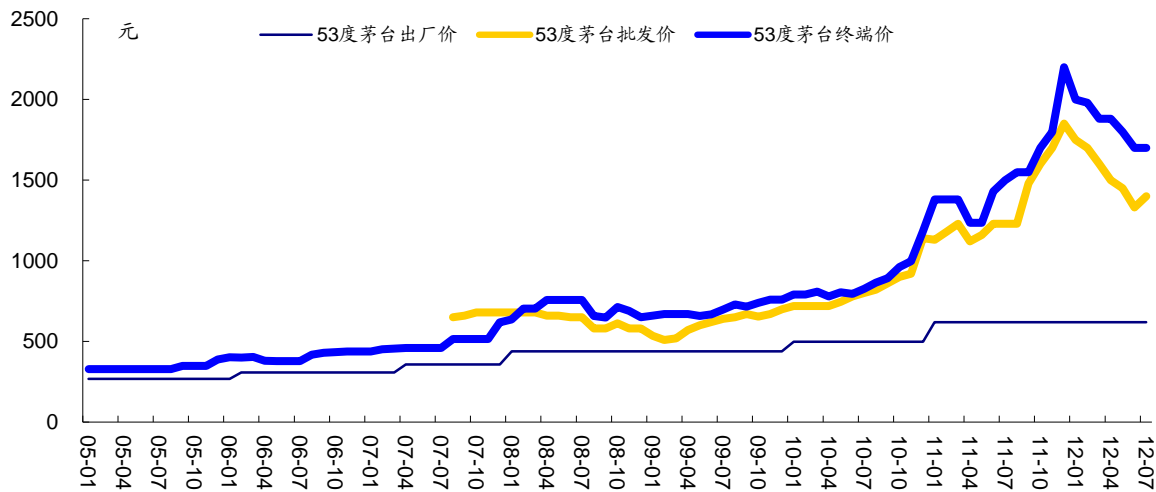
资料来源：公司公告、中投证券研究总部

表 1 贵州茅台产品结构及品牌发展战略

| 产品定位 | 产品 | 收入比重 | 发展战略 | 终端价 (元/500ml) |
|------|---------------------|------|----------|---------------|
| 超高档酒 | 茅台年份酒 | 30% | 打造成顶级奢侈品 | 8000+ |
| 高档酒 | 普通 53 度茅台酒 (普通高度茅台) | 60% | 量价齐升 | 1850 |
| | 低度茅台酒 (43 度, 38 度) | 6% | 价增量缩 | 500 ~ 700 |
| 中档酒 | 茅台系列酒: 汉酱、水立方、灿烂人生 | 7% | 放量抢占市场 | 180- |
| | 茅台系列酒: 王子酒、迎宾酒 | | | |

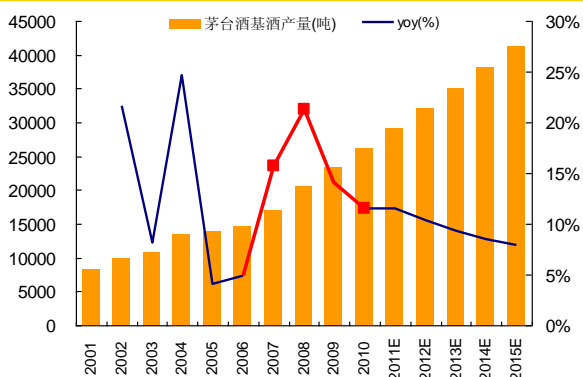
资料来源：中投证券研究所

图 2 近三年飞天茅台出厂价、批发价、零售价



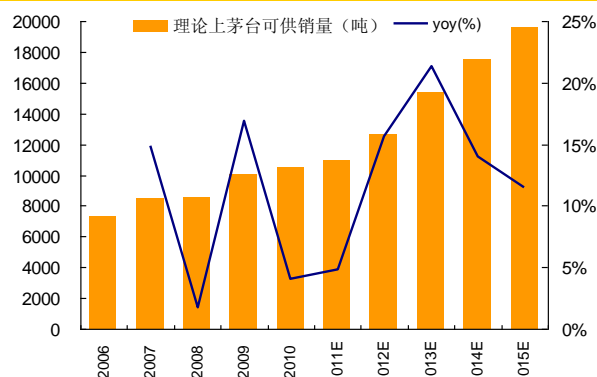
资料来源：中投证券研究所

图 3 茅台酒基酒产量预测情况



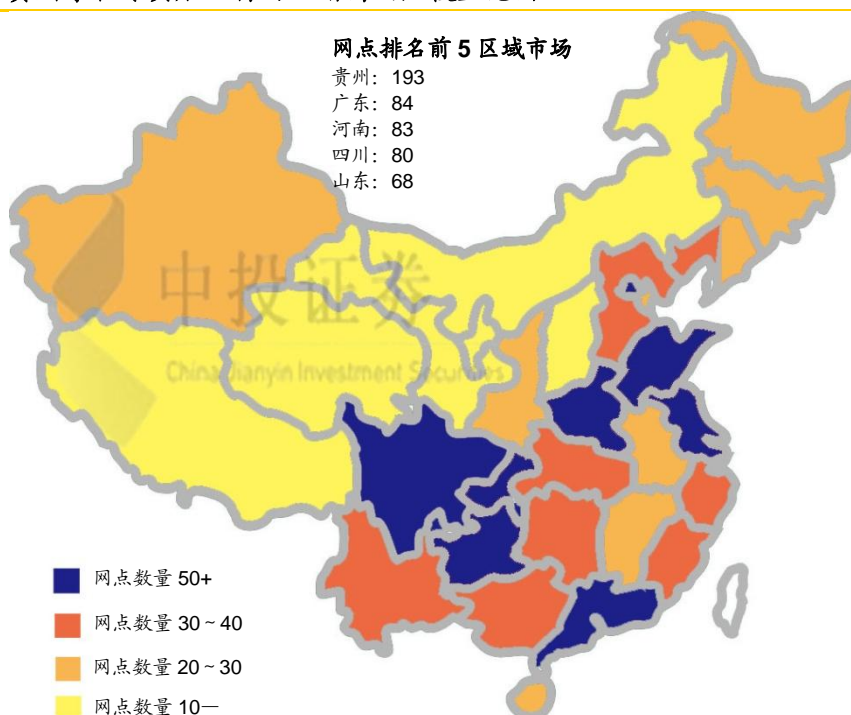
资料来源：公司公告、中投证券研究所

图 4 茅台酒理论销量预测情况



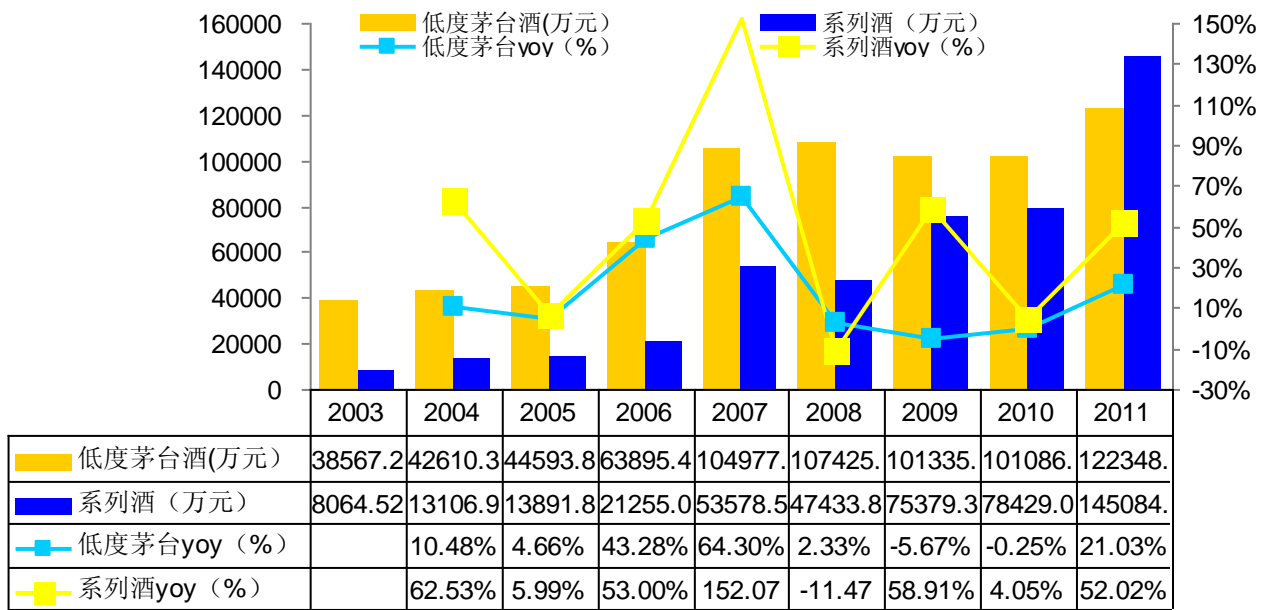
资料来源：中投证券研究所

图 5 贵州茅台专卖店及特约经销商网点覆盖范围



资料来源：公司主页、中投证券研究所

图 6 公司中档酒收入情况



资料来源：公司公告、中投证券研究所

图 7 茅台系列酒（左起分别是汉酱、王子酒普门经典、普通装王子酒、迎宾酒）



| 特点 | 千载经典，盛世汉酱 度数规格：51%、500ml | 天工地造，一脉相承 同宗同源，世家风范 度数规格：53%/46%/39%、 500ml | 天工地造，一脉相承 同宗同源，世家风范 度数规格： 53%/46%/39%、 500ml | 国酒工艺，百姓茅台 度数规格：53%/43%、 500ml |
|-----|-----------------------------|--|--|-------------------------------------|
| 终端价 | 699 | 300 | 180 | 130 |

资料来源：中投证券研究所

附：财务预测表
资产负债表

| 会计年度 | 2011 | 2012E | 2013E | 2014E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|
| 流动资产 | 27830 | 41752 | 60924 | 83431 |
| 现金 | 18255 | 28787 | 45634 | 65361 |
| 应收账款 | 2 | 9 | 12 | 15 |
| 其他应收款 | 47 | 108 | 122 | 171 |
| 预付账款 | 1861 | 2668 | 3052 | 3646 |
| 存货 | 7187 | 9763 | 11550 | 13530 |
| 其他流动资产 | 477 | 417 | 553 | 708 |
| 非流动资产 | 7071 | 6794 | 6635 | 6440 |
| 长期投资 | 4 | 4 | 4 | 4 |
| 固定资产 | 5426 | 5363 | 5244 | 5092 |
| 无形资产 | 808 | 796 | 783 | 771 |
| 其他非流动资产 | 833 | 632 | 604 | 573 |
| 资产总计 | 34901 | 48546 | 67559 | 89872 |
| 流动负债 | 9481 | 12578 | 16811 | 20742 |
| 短期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 应付账款 | 172 | 297 | 327 | 393 |
| 其他流动负债 | 9308 | 12281 | 16484 | 20349 |
| 非流动负债 | 17 | 2 | 2 | 2 |
| 长期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他非流动负债 | 17 | 2 | 2 | 2 |
| 负债合计 | 9497 | 12580 | 16813 | 20744 |
| 少数股东权益 | 412 | 1195 | 2273 | 3657 |
| 股本 | 1038 | 1038 | 1038 | 1038 |
| 资本公积 | 1375 | 1375 | 1375 | 1375 |
| 留存收益 | 22578 | 32358 | 46060 | 63058 |
| 归属母公司股东权益 | 24991 | 34771 | 48473 | 65471 |
| 负债和股东权益 | 34901 | 48546 | 67559 | 89872 |

现金流量表

| 会计年度 | 2011 | 2012E | 2013E | 2014E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|
| 经营活动现金流 | 10149 | 14521 | 22506 | 27469 |
| 净利润 | 9250 | 14712 | 20352 | 26092 |
| 折旧摊销 | 348 | 354 | 369 | 383 |
| 财务费用 | -351 | -71 | -112 | -166 |
| 投资损失 | -3 | 0 | 0 | 0 |
| 营运资金变动 | 781 | -539 | 1910 | 1149 |
| 其他经营现金流 | 123 | 64 | -13 | 12 |
| 投资活动现金流 | -2120 | 85 | -200 | -200 |
| 资本支出 | 2185 | 200 | 200 | 200 |
| 长期投资 | 0 | -60 | 0 | 0 |
| 其他投资现金流 | 64 | 225 | 0 | 0 |
| 筹资活动现金流 | -2662 | -4074 | -5459 | -7542 |
| 短期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 长期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 普通股增加 | 94 | 0 | 0 | 0 |
| 资本公积增加 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他筹资现金流 | -2756 | -4074 | -5459 | -7542 |
| 现金净增加额 | 5366 | 10532 | 16847 | 19727 |

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

利润表

| 会计年度 | 2011 | 2012E | 2013E | 2014E |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入 | 18402 | 27802 | 37993 | 48125 |
| 营业成本 | 1551 | 2012 | 2416 | 2816 |
| 营业税金及附加 | 2477 | 3169 | 4331 | 5486 |
| 营业费用 | 720 | 931 | 1330 | 1684 |
| 管理费用 | 1674 | 2085 | 2849 | 3436 |
| 财务费用 | -351 | -71 | -112 | -166 |
| 资产减值损失 | -3 | 0 | 0 | 0 |
| 公允价值变动收益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 投资净收益 | 3 | 0 | 0 | 0 |
| 营业利润 | 12336 | 19675 | 27178 | 34869 |
| 营业外收入 | 7 | 10 | 10 | 10 |
| 营业外支出 | 9 | 10 | 10 | 10 |
| 利润总额 | 12335 | 19675 | 27178 | 34869 |
| 所得税 | 3084 | 4963 | 6826 | 8777 |
| 净利润 | 9250 | 14712 | 20352 | 26092 |
| 少数股东损益 | 487 | 782 | 1078 | 1384 |
| 归属母公司净利润 | 8763 | 13930 | 19274 | 24707 |
| EBITDA | 12334 | 19959 | 27436 | 35085 |
| EPS (元) | 8.44 | 13.42 | 18.56 | 23.80 |
| | | | 10.15 | 12.67 |

主要财务比率

| 会计年度 | 2011 | 2012E | 2013E | 2014E |
|-----------------|-------|--------|-------|--------|
| 成长能力 | | | | |
| 营业收入 | 58.2% | 51.1% | 36.7% | 26.7% |
| 营业利润 | 72.3% | 59.5% | 38.1% | 28.3% |
| 归属于母公司净利润 | 73.5% | 59.0% | 38.4% | 28.2% |
| 获利能力 | | | | |
| 毛利率 | 91.6% | 92.8% | 93.6% | 94.1% |
| 净利率 | 47.6% | 50.1% | 50.7% | 51.3% |
| ROE | 35.1% | 40.1% | 39.8% | 37.7% |
| ROIC | 141.1 | 217.2% | 434.7 | 782.1% |
| 偿债能力 | | | | |
| 资产负债率 | 27.2% | 25.9% | 24.9% | 23.1% |
| 净负债比率 | 0.00% | 0.00% | 0.00% | 0.00% |
| 流动比率 | 2.94 | 3.32 | 3.62 | 4.02 |
| 速动比率 | 2.18 | 2.54 | 2.94 | 3.37 |
| 营运能力 | | | | |
| 总资产周转率 | 0.61 | 0.67 | 0.65 | 0.61 |
| 应收账款周转率 | 3021 | 3116 | 2936 | 2861 |
| 应付账款周转率 | 7.67 | 8.58 | 7.75 | 7.83 |
| 每股指标 (元) | | | | |
| 每股收益(最新摊薄) | 8.44 | 13.42 | 18.56 | 23.80 |
| 每股经营现金流(最新摊薄) | 9.78 | 13.99 | 21.68 | 26.46 |
| 每股净资产(最新摊薄) | 24.07 | 33.49 | 46.69 | 63.06 |
| 估值比率 | | | | |
| P/E | 29.50 | 18.56 | 13.41 | 10.46 |
| P/B | 10.34 | 7.43 | 5.33 | 3.95 |
| EV/EBITDA | 20 | 12 | 9 | 7 |

相关报告

| 报告日期 | 报告标题 |
|------------|---|
| 2012-05-30 | 贵州茅台 - 业绩释放持续大幅跃进——2011 年度股东大会点评 |
| 2012-04-26 | 贵州茅台 - 业绩释放超预期, 预计提价、直营店将在下半年有进展——2012 年一季报点评 |
| 2012-04-11 | 贵州茅台 - 11 年完美收官, 12 年关注提价、直营店进展、系列酒开拓——2011 年年报点评 |
| 2011-10-18 | 贵州茅台-净利高增长, 预收创新高——2011 年三季报点评 |
| 2011-10-13 | 贵州茅台-新管理层上任有望带来茅台价值重估 |
| 2011-10-12 | 贵州茅台-中档酒经重新定位, 将有望成为新利润增长点——2011 年秋季糖酒会经销商大会点评 |
| 2011-08-31 | 贵州茅台-中报业绩超预期, 印证了今年将是茅台业绩高增长的新起点——2011 年中报点评 |

投资评级定义

公司评级

- 强烈推荐:** 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%
中性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在±10%以内
回避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

- 看好:** 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

研究团队简介

张镭, 中投证券研究所首席行业分析师, 清华大学经济管理学院 MBA。

柯海东, 中投证券研究所食品饮料行业分析师(酒类), 中山大学财务与投资学硕士, 华中科技大学工业设计工学学士, 武汉大学营销管理双学士。

蒋鑫, 中投证券研究所食品饮料行业分析师(非酒类), 南开大学经济学硕士, 天津大学信息工程工学学士。

免责声明

本报告由中国中投证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经事先书面同意, 本报告不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其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争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国中投证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.china-invs.cn>

深圳市

深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼
邮编: 518000
传真: (0755) 82026711

北京市

北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层
邮编: 100032
传真: (010) 63222939

上海市

上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼
邮编: 200041
传真: (021) 62171434