



短期有风险，但长期看好

——贵州茅台(600519)2012年中报点评

分析师

王萍 0755-83515609
执业证书编号 S1070510120012

联系人

贺琪 0755-83881632
从业证书编号 S1070112060024

投资评级：强烈推荐（维持）

市场数据

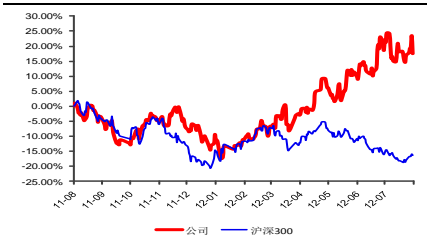
目前股价(元)	248.21
总市值(亿元)	2576.87
流通市值(亿元)	2576.87
总股本(万股)	103818
流通股本(万股)	103818
12个月最高/最低	262.7/174.64

公司盈利预测

	2012E	2013E	2014E
营业收入	26324.79	37606.84	48888.89
(+/-%)	43.05	42.86	30.00
净利润	12734.71	18494.86	24454.29
(+/-%)	45.32	45.23	32.22
EPS	12.27	17.81	23.55
PE	20.23	13.93	10.54

注：营业收入、净利润单位为百万元，EPS为元

股价表现图



数据来源：Wind 资讯

相关报告

投资建议：

今年由于上半年已经完成一半，以及下半年为销售旺季，且新开 31 家直营店全面发力，预计完成全年计划没有压力。从长期看，品牌影响力推动销量稳步增长、逐步收回渠道利润、开发中高端市场等仍然是未来发展动力。预计 2012-2014 年 EPS 分别为 12.27 元、17.81 元和 23.55 元，增速为 45.32%、45.23% 和 32.22%，对应 PE 为 20.23X、13.93X、10.54X，维持“强烈推荐”投资评级。

要点：

- **业绩低于预期：**上半年，公司实现营业收入 132.64 亿元，同比增长 35%；净利润为 69.96 亿元，同比增长 42.56%；每股收益 6.74 元，低于市场预期。业绩增速不达预期的主要原因在于：一是受经济增速下降和限制三公消费政策的影响，以及经销商对公司大力发展直营店的顾虑，茅台酒销售收入增加 30.12 亿元，而预收账款与年初相比减少 29.82 亿元，因此实际销售收入基本没有增长；二是虽然系列酒销售收入增速达到 65.18%，但占比小，对业绩影响不大。
 - **2 季度业绩增长放缓：**1 季度，营业收入增长 42.54%，净利润增长 57.6%；2 季度，营业收入增长 29.32%，净利润增长 33.19%，与去年同期高基数有部分关系。
 - **盈利、营运、偿债能力增强：**受益于系列酒产品结构升级，公司毛利率增加 0.61 个百分点，为 92.01%；由于营业税金及附加、期间费用增幅小于营业收入，净利率增加 2.82 个百分点，为 55.4%。应收帐款周转率为 6300.01，同比增长 13.91%；存货周转率为 0.14，与上年同期基本持平。资产负债率减少 1.85 个百分点，流动比率和速动比率分别增加 0.15 个百分点和 0.09 个百分点。
 - **现金净流入下降，但 2 季度好转：**经营现金净流入减少 8.68 亿元，降幅为 16.3%，主要原因在于经销商打款不积极造成销售商品、提供劳务收到现金增长有限，而支付各项税费增加 13.23 亿元（CP：泸州老窖经营现金净流入增加 14.05 亿元，增幅为 161.95%，主要原因在于：一是预收账款维持高位；二是应收票据与年初相比减少 15.11 亿元，而上年同期增加 6.94 亿元）；由于工程在建导致预付账款增加，投资现金净流入减少 9.73 亿元。
- 分季度看经营现金净流入，1 季度减少 20.72 亿元，2 季度增加 12.03 亿元，可能与新开 31 家直营店开始发力有关。

- **风险提示：**限制三公消费政策影响持续、新产品开发不达预期等。

会计年度	2011A	2012E	2013E	2014E
利润表				
	单位: 百万元			
营业收入	18,402.36	26,324.79	37,606.84	48,888.89
营业成本	1,551.23	1,842.74	2,256.41	2,444.44
销售费用	720.33	921.37	1,316.24	1,711.11
管理费用	1,673.87	2,369.23	3,384.62	4,400.00
财务费用	-350.75	-225.77	-370.89	-570.07
投资净收益	3.38	0.00	0.00	0.00
营业利润	12,336.16	17,873.28	25,957.69	34,321.81
营业外收支	-1.50	0.00	0.00	0.00
利润总额	12,334.66	17,873.28	25,957.69	34,321.81
所得税	3,084.34	4,468.32	6,489.42	8,580.45
少数股东损益	487.18	670.25	973.41	1,287.07
净利润	8,763.15	12,734.71	18,494.86	24,454.29
资产负债表				
流动资产	27,829.63	42,730.95	64,299.52	90,543.43
货币资金	18,254.69	31,228.93	50,061.62	74,885.79
应收帐款	2.23	3.18	4.55	5.91
应收票据	252.10	360.63	515.19	669.75
存货	7,187.12	8,537.69	10,454.31	11,325.51
非流动资产	7,071.24	9,061.09	11,923.11	16,025.89
固定资产	5,682.38	7,729.79	10,649.36	14,809.70
资产总计	34,900.87	51,792.05	76,222.63	106,569.33
流动负债	9,480.72	12,966.93	17,929.25	22,534.59
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
应付款项	172.34	204.73	250.69	271.58
非流动负债	16.77	16.77	16.77	16.77
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
负债合计	9,497.49	12,983.70	17,946.02	22,551.36
股东权益	25,403.38	38,808.34	58,276.61	84,017.97
股本	1,038.18	1,038.18	1,038.18	1,038.18
留存收益	23,953.00	36,687.71	55,182.57	79,636.86
少数股东权益	412.20	1,082.45	2,055.86	3,342.93
负债和权益总计	34,900.87	51,792.05	76,222.63	106,569.33
现金流量表				
经营活动现金流	10,148.56	15,544.20	22,509.05	30,076.11
其中营运资本减少	289.48	1,559.13	2,226.43	3,185.60
投资活动现金流	-2,120.42	-2,569.96	-3,676.36	-5,251.94
其中资本支出	-2,184.53	-2,569.96	-3,676.36	-5,251.94
融资活动现金流	-2,661.85	0.00	0.00	0.00
净现金总变化	5,366.30	12,974.24	18,832.69	24,824.17

会计年度	2011A	2012E	2013E	2014E
主要财务指标				
成长性				
营业收入增长	58.19%	43.05%	42.86%	30.00%
营业成本增长	47.33%	18.79%	22.45%	8.33%
营业利润增长	72.27%	44.89%	45.23%	32.22%
利润总额增长	72.21%	44.90%	45.23%	32.22%
净利润增长	73.49%	45.32%	45.23%	32.22%
盈利能力				
毛利率	91.57%	93.00%	94.00%	95.00%
销售净利率	47.62%	48.38%	49.18%	50.02%
ROE	34.50%	32.81%	31.74%	29.11%
ROIC	114.99%	139.91%	176.26%	199.09%
营运效率				
销售费用/营业收入	3.91%	3.50%	3.50%	3.50%
管理费用/营业收入	9.10%	9.00%	9.00%	9.00%
财务费用/营业收入	-1.91%	-0.86%	-0.99%	-1.17%
投资收益/营业利润	0.03%	0.00%	0.00%	0.00%
所得税/利润总额	25.01%	25.00%	25.00%	25.00%
应收帐款周转率	6804.53	6809.97	7190.65	7413.81
存货周转率	0.20	0.19	0.21	0.15
流动资产周转率	0.52	0.49	0.49	0.46
总资产周转率	0.42	0.41	0.41	0.39
偿债能力				
资产负债率	27.21%	25.07%	23.54%	21.16%
流动比率	2.94	3.30	3.59	4.02
速动比率	2.18	2.64	3.00	3.52
每股指标 (元)				
EPS	8.44	12.27	17.81	23.55
每股净资产	24.47	37.38	56.13	80.93
每股经营现金流	9.78	14.97	21.68	28.97
每股经营现金/EPS	1.16	1.22	1.22	1.23
估值				
PE	29.41	20.23	13.93	10.54
PEG	0.72	0.52	0.43	-
PB	10.14	6.64	4.42	3.07
EV/EBITDA	20.90	14.14	9.76	7.38
EV/SALES	14.00	9.79	6.85	5.27
EV/IC	29.04	25.66	21.97	18.81
ROIC/WACC	9.50	11.56	14.56	16.45
REP	3.06	2.22	1.51	1.14

数据来源: wind、长城证券研究所 注: 表中“净利润”指归属母公司股东净利润

研究员介绍及承诺:

王 萍: 中国科学技术大学经济学硕士, 2007 年加入长城证券, 2008 年任农业与食品饮料行业分析师。

贺 琪: 吉林大学生物技术学士, 2012 年加入长城证券, 任食品饮料行业研究助理。

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力, 在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则, 独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点, 不曾因, 不因, 也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

免责声明

长城证券有限责任公司(以下简称长城证券)具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向其机构或个人客户(以下简称客户)提供, 除非另有说明, 所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布, 亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据, 不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发, 需注明出处为长城证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息, 但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。在任何情况下, 本报告中的信息或所表达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。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易, 或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系, 并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。

长城证券投资评级说明

公司评级: 强烈推荐——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅 15%以上;
推荐——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 5%-15%之间;
中性——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于-5%-5%之间;
回避——预期未来 6 个月内股价相对行业指数跌幅 5%以上。

行业评级: 推荐——预期未来 6 个月内行业整体表现战胜市场;
中性——预期未来 6 个月内行业整体表现与市场同步;
回避——预期未来 6 个月内行业整体表现弱于市场。

长城证券销售交易部**深圳联系人**

刘 璇: 0755-83516231, 13760273833, liux@cgws.com
王 涛: 0755-83516217, 13808859088, wangt@cgws.com
陈方园: 0755-83516287, 18607195599, chenfy@cgws.com
陈尚峰: 0755-83515203, 13826520778, chensf@cgws.com

北京联系人

赵 东: 010-88366060-8730, 13701166983, zhaodong@cgws.com
杨 洁: 010-88366060-8865, 13911393598, yangj@cgws.com
王 媛: 010-88366060-8807, 18600345118, wyuan@cgws.com

上海联系人

谢彦蔚: 021-61680314, 18602109861, xieyw@cgws.com

长城证券研究所

深圳办公地址: 深圳市福田区深南大道 6008 号特区报业大厦 16 层
邮编: 518034 传真: 86-755-83516207
北京办公地址: 北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 10 层
邮编: 100044 传真: 86-10-88366686
上海办公地址: 上海市民生路 1399 号太平大厦 3 楼
邮编: 200135 传真: 021-61680357
网址: <http://www.cgws.com>