世纪证券 CENTURY SECURITIES

消费品及服务 - 食品

业绩低于市场预期、抗风险能力仍强

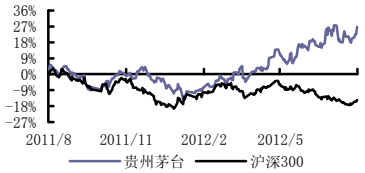
—贵州茅台（600519）2012半年报点评

2012年8月10日

评级： 增持

市场数据	2012年8月9日
当前价格（元）	260.92
52周价格区间（元）	177.38-262.70
总市值（百万）	270881.93
流通市值（百万）	270881.93
总股本（百万股）	1038.18
流通股（百万股）	1038.18
日均成交额（百万）	592.99
近一月换手（%）	5.70%
Beta（2年）	
第一大股东	中国贵州茅台酒厂(集团)有限责
公司网址	http://www.moutaichina.com

一年期行情走势比较



预测指标	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入（百万元）	18402	27729	36047	46861
净利润 （百万元）	8763	13598	17737	23103
每股收益（元）	8.44	13.10	17.08	22.25
净利润增长率%	73.5%	55.2%	30.4%	30.3%
每股净资产（元）	24.07	33.17	44.71	59.43
市盈率	29.41	18.95	14.53	11.15
市净率	10.31	7.48	5.55	4.18
EV/EBITDA	19.44	12.59	9.70	7.48

资料来源：世纪证券研究所

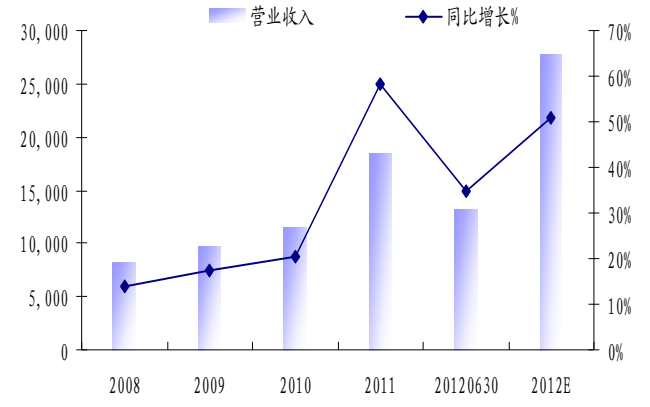
- **2012年半年报低于市场预期，经营压力显现。**报告期内，实现营业收入132.64亿元，同比增长35.0%；归属于上市公司股东的净利润69.96亿元，同比增长42.6%，EPS6.74元。受经济疲软及三公消费政策影响，公司二季度收入和利润增速分别为29%和33%，低于一季度42.5%和57.6%的增长速度。预收账款环比下降17.3亿，至40.5亿，比年初下降了29.8亿，经营压力显现。
- **产品结构调整、毛利率提升、费用率下降。**在3月份以来高端酒销量和价格大幅下降的背景下，公司上半年高度酒销售增长达到32.5%，显示了较强的抗周期能力。增长主要来自于销量及团购、计划外产品、自营等价格的提升。同时汉酱作为中高端酒推出也带动了系列酒增长65.2%。公司中端酒较弱的短板得到改善，形成了汉酱、仁酒攻占500-800元市场，王子、迎宾酒攻占400元以下市场的格局。公司综合毛利率微升0.6个百分点至92%，消费税率下降2.8个百分点至10.2%，销售费率和管理费率分别降低0.2和0.3个百分点。
- **公司计划全年收入增长51%以上。**若要达到全年增长目标，公司下半年需增长62.5%。预计其增长主要来自于：1、直营店的销售。公司上半年（大部分在6月份）新增了30家直营店，预计可以1519元的销售茅台酒10%。2、预收账款的释放。3、汉酱、仁酒等中高端酒的放量。4、旺季来临，销售放量和涨价的可能性增大。未来自营店、茅台酒和汉酱等中高端酒仍将保持高速增长。
- **盈利预测及投资评级。**预计公司2012年-2014年的每股收益为13.1元、17.1元和22.3元，公司未来增长明确、估值较低，但行业景气度有所下降且相对涨幅较大，给予“增持”的投资评级。
- **风险提示：**商务政务消费减少高于预期。

梁希民
执业证书号：S1030510120001
0755-83199427
liangxm@csco.com.cn
本公司具备证券投资咨询业务资格

分析师申明

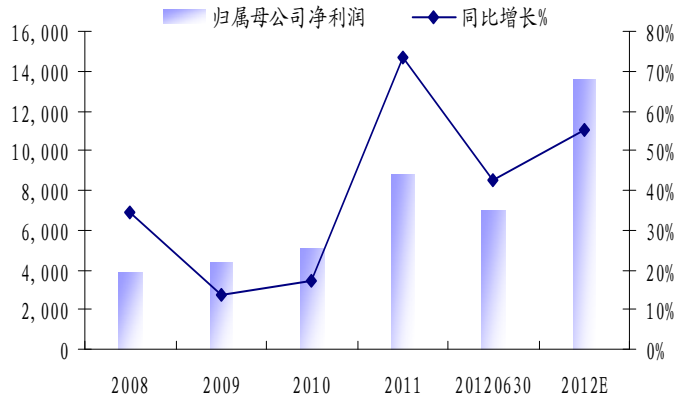
本人，梁希民，在此申明，本报告所表述的所有观点准确反映了本人对上述行业、公司或其证券的看法。此外，本人薪酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

Figure 1 公司主营收入及增长　单位：百万元



资料来源：公司年报；世纪证券研究所

Figure 2 归属于母公司的净利润及增长　单位：百万元



资料来源：公司年报；世纪证券研究所

Figure 3 主要产品预测

	2010	2011E	2012E	2013E	2014E
营业收入					
高度茅台酒	9,838	15,728	25,135	32,676	42,478
低度茅台酒	1,011	1,223	1,760	2,288	2,974
其他	783	1,451	2,593	3,371	4,383
合计	10,622	17,179	27,729	36,047	46,861
营业利润率					
高度茅台酒(%)	79.8	93.7	93.7	93.7	93.7
低度茅台酒(%)	77.1	91.7	91.7	91.7	91.7
其他(%)	48.5	68.6	68.6	68.6	68.6
合计	90.9	91.6	91.3	91.3	91.3

资料来源：WIND；世纪证券研究所

Figure 4 盈利预测

项目(单位：百万元)	2011	2012E	2013E	2014E
一、营业利润				
营业收入	**18402**	**27729**	**36047**	**46861**
减：营业成本	1,551	2,404	3,125	4,063
减：营业税金及附加	2,477	3,050	3,965	5,155
减：营业费用	621	1,085	1,411	1,834
减：管理费用	1,674	2,522	3,279	4,262
减：财务费用	-351	-473	-700	-972
加：投资净收益	3	0	0	0

加：其他	0	0	0	0
营业利润	**12336**	**19140**	**24967**	**32519**
二、利润总额				
加：营业外收入	7	7	7	7
减：营业外支出	9	7	8	7
加：其他	0	0	0	0
利润总额	**12335**	**19140**	**24966**	**32518**
三、净利润				
减：所得税	3,084	4,786	6,243	8,131
加：未确认的投资损失	0	0	0	0
加：其他	0	0	0	0
净利润	**9250**	**14354**	**18723**	**24387**
四、归属于母公司所有者净利润				
减：少数股东损益	487.2	755.9	986.1	1,284.4
加：其他	0.0	0.0	0.0	0.0
归属母公司净利润	**8763**	**13598**	**17737**	**23103**
五、股利分配				
总股本	1,038.2	1,038.2	1,038.2	1,038.2
EPS(摊薄、元)	8.44	13.10	17.08	22.25

资料来源：WIND；世纪证券研究所

世纪证券投资评级标准：

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%～20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%～10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

行业投资评级

强于大市：相对沪深 300 指数涨幅 10%以上；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%～10%之间；

弱于大市：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

本报告中的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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归世纪证券所有。

The report is based on public information. Whilst every effort has been made to ensure the accuracy of the information in this report, neither the CSCO nor the authors can guarantee such accuracy and completeness or reliability of the information contained herein. Furthermore, it is published solely for reference purposes and is not to be construed as a solicitation or an offer to buy or sell securities or related financial instruments. The CSCO and its employees do not accept responsibility for any losses or damages arising directly, or indirectly, from the use of this report. CSCO or its correlated institutions may hold and trade securities issued by the corporations mentioned in this report, and provide or try to provide investment banking services for those corporations as well. All rights reserved by CSCO.