

评级：强烈推荐（维持）
食品饮料饮料
公司半年报点评

证券研究报告

分析师 李镜池 S1080511060001

电话：0755-82481099

邮件：lijingchi@fcsc.cn

贵州茅台(600519)：2季度增速放缓，调低全年预期

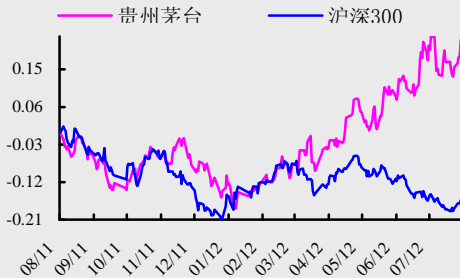
预测价格区间(元) 280 ~ 300

交易数据

上一日交易日股价(元)	260.92
总市值(百万元)	270,882
流通股本(百万股)	1,038
流通股比率(%)	100.00

资产负债表摘要(06/12)

股东权益(百万元)	27,837
每股净资产(元)	26.81
市净率(倍)	9.73
资产负债率(%)	28.47

公司与沪深300指数比较

相关报告
事件：

8月9日，公司中期实现收入133亿，同比增长35%，净利润69.96亿，同比增长43%。单2季度收入增长29.3%，净利润增长33.2%。

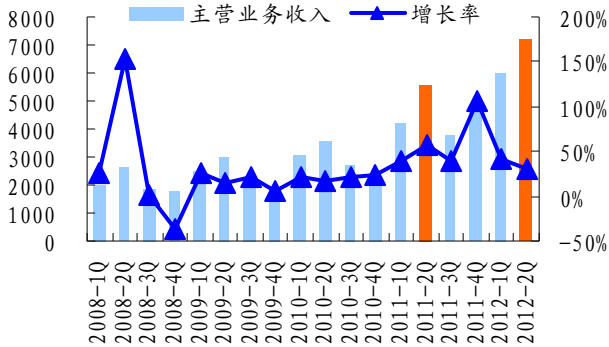
点评：

- 公司中报业绩低于市场预期，反映高端酒市场现况。高档酒增速出现回落，高度茅台增速32.5%，相比去年增速59.9%出现明显放缓，2季度收入增速29.3%要低于1季度的42.5%，反映了在宏观经济下滑和政府三公消费限制下，高档酒市场景气度的下滑。2季度的预收账款下降17亿，1季度下降12亿，预收款持续下降到了40亿，回到了2010年底的水平，反映了经销商对下半年旺季高端酒市场的预期不及去年，去年高档酒市场的火爆场面今年旺季恐怕难以再现。
- 高档酒一批价出现回升，但不会达到去年的高度。茅台批发价从春节前后的1900元/瓶持续回落，最低出现1200-1300元/瓶。下半年逐渐进入旺季，需求有所改善，7月茅台价格在很多地区出现回升，目前批发价在1350-1400元/瓶。预计今年旺季高档酒价格会缓慢回升，一批价难以达到去年的高度。
- 下半年增速会高于上半年，视直营店的实际投放量。5、6月份陆续开办30家直营店已经全部投入运营，将对下半年产生贡献。若1800吨新增茅台全部通过直营店销售完成，相当于整体提价16%；若按单店30吨，900吨新增茅台通过直营店销售，相当于整体提价8%。直营店的助推下，我们预计下半年的收入增速在49%~56%。
- 直营店开设和销量增长，未来2-3年增长的可持续性良好，维持“强烈推荐”。强大品牌力之下的增长的持续性、稳定性应该是市场看好公司的关键，但短期市场对于公司的预期太高，高档酒市场景气度的下滑，而公司高端酒收入占比超过9成，短期对于公司过高的预期需要适当放低，我们认为公司今年完成50%以上的收入增长有一定难度，即使可行也会增加投资人对于社会库存、终端销售的担忧，而影响估值提升。我们预计12年公司收入、利润增长分别为44.3%、53.6%，12至14年每股盈利分别为12.96、18.13元，对应PE为20、14.3倍，看好公司未来2-3年的持续增长性，维持“强烈推荐”评级。



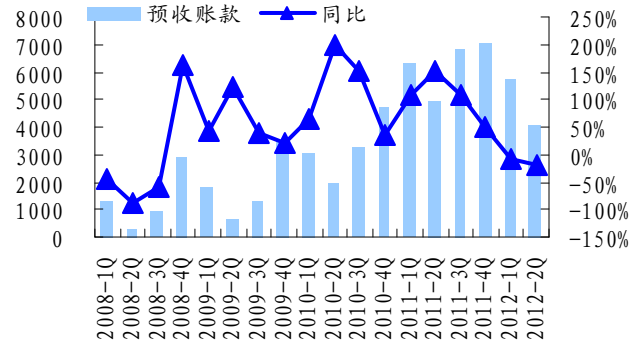
- 风险提示：1、负利率转正，投资增速下降；2、“三公消费”限制。

图 1 Q1、Q2 收入分别增长 42.5%、29.3%



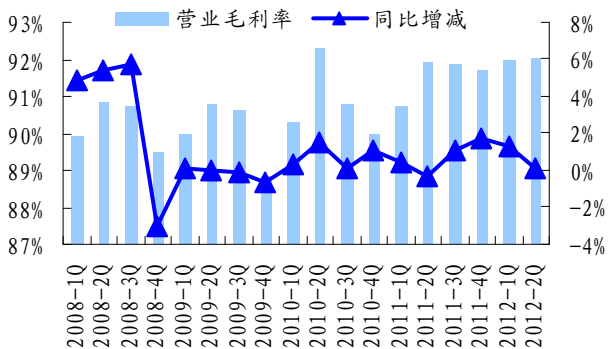
数据来源：wind 公司公告 第一创业证券研究所

图 2 Q2 预收账款下降 17 亿



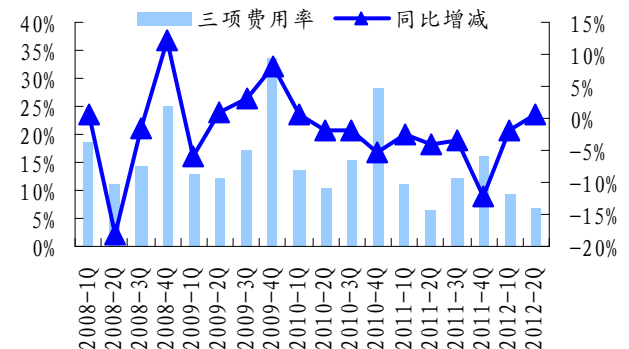
数据来源：wind 公司公告 第一创业证券研究所

图 3 Q1、Q2 毛利率提升 1.3、0.1 个百分点



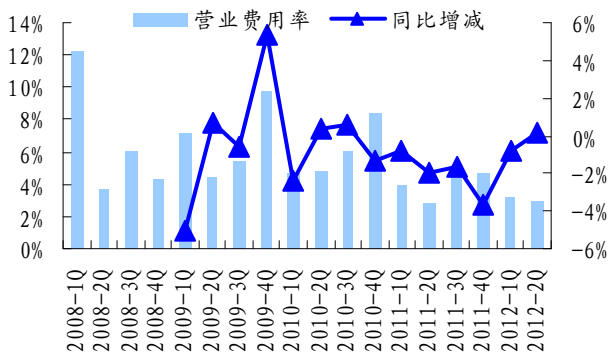
数据来源：wind 公司公告 第一创业证券研究所

图 4 Q1、Q2 三项费用率变化-1.9、0.6 个百分点



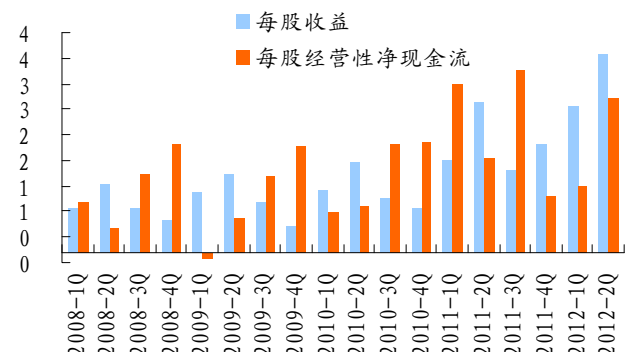
数据来源：wind 公司公告 第一创业证券研究所

图 5 Q1、Q2 营业费用率分别变化-0.8、0.2 百分点



数据来源：wind 公司公告 第一创业证券研究所

图 6 Q1、Q2 每股经营净现金流低于每股收益



数据来源：wind 公司公告 第一创业证券研究所



表 2 2012 年中报、12 年 Q1、Q2 贵州茅台财务数据比较分析

	2011H1	2012H1	2011Q1	2011Q2	2012Q1	2012Q2	2012年中报业绩说明
营业收入(百万)	9825.82	13264.44	4220.59	5605.23	6015.97	7248.47	收入增长35%, Q1、Q2分别增长42.5%、29.3%;
同比(+/-%)	49.16%	35.00%	38.84%	58.01%	42.54%	29.32%	
营业成本	845.07	1059.65	392.06	453.01	482.06	577.59	
销售毛利率(%)	91.40%	92.01%	90.71%	91.92%	91.99%	92.03%	提高0.6个百分点; Q2提高1.7个百分点;
营业税金率(%)	13.00%	10.22%	16.79%	10.15%	13.44%	7.56%	下降2.8个百分点, Q2下降2.6个百分点
营业费用率(%)	3.30%	3.07%	3.96%	2.81%	3.16%	2.99%	下降0.2个百分点; Q2上升0.2个百分点
管理费用率(%)	6.54%	6.27%	8.39%	5.15%	7.64%	5.13%	下降0.3个百分点
财务费用率(%)	-1.52%	-1.41%	-1.27%	-1.70%	-1.62%	-1.24%	利息收入下降, Q2下降0.5个百分点
三项费用合计	818.67	1051.04	467.77	350.90	552.64	498.40	
三项费用率(%)	8.33%	7.92%	11.08%	6.26%	9.19%	6.88%	下降0.4个百分点, Q2上升0.6个百分点
资产减值损失	-1.57	0.96	0.00	-1.57	0.00	0.96	
营业利润	6889.59	9799.69	2652.28	4237.31	4173.01	5626.68	
/营业收入(%)	70.12%	73.88%	62.84%	75.60%	69.37%	77.63%	提高3.8个百分点, Q2提高2个百分点
同比(+/-%)	57.27%	42.24%	47.71%	63.91%	57.34%	32.79%	
营业外收支净额	-2.25	0.49	1.83	-4.07	1.92	-1.43	
利润总额	6887.35	9800.18	2654.11	4233.24	4174.93	5625.25	
同比(+/-%)	57.33%	42.29%	48.04%	63.78%	57.30%	32.88%	
所得税率(%)	24.99%	25.01%	24.97%	25.00%	25.04%	24.99%	变化不明显
净利润	5166.31	7348.94	1991.29	3175.01	3129.49	4219.45	
净利润率(%)	52.58%	55.40%	47.18%	56.64%	52.02%	58.21%	提高2.8个百分点, Q2提高1.6个百分点
同比(+/-%)	57.77%	42.25%	48.12%	64.49%	57.16%	32.90%	
少数股东损益/利润总额(%)	3.76%	3.60%	4.04%	3.59%	3.84%	3.43%	
归属母公司净利润	4907.18	6995.72	1883.99	3023.18	2969.22	4026.51	
同比(+/-%)	58.31%	42.56%	48.85%	64.83%	57.60%	33.19%	同比增长73.5%, 超收入增速15.3个百分点; Q2增长150%;
每股收益(元)	4.73	6.74	1.81	2.91	2.86	3.88	
每股收益-扣除资产减值损失、营业外收支	4.73	6.74	1.81	2.91	2.86	3.88	经营性每股收益6.74元, Q2为3.88元

数据来源: 公司公告 第一创业研究所

表 3 贵州茅台盈利预测表

	2010	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入(百万)	11633.28	18402.36	26555.16	36223.69	47515.27
同比(+/-%)	20.3%	58.2%	44.3%	36.4%	31.2%
销售毛利率(%)	90.9%	91.6%	92.4%	92.9%	93.3%
营业税金率(%)	13.6%	13.5%	11.5%	11.5%	11.5%
营业费用率(%)	5.8%	3.9%	3.3%	3.0%	2.7%
管理费用率(%)	11.6%	9.1%	7.5%	6.7%	6.0%



财务费用率 (%)	-1.5%	-1.9%	-1.7%	-1.9%	-2.1%
三项费用合计	1845.97	2043.45	2408.74	2822.50	3117.01
三项费用率 (%)	15.9%	11.1%	9.1%	7.8%	6.6%
利润总额	7162.42	12334.66	19078.57	26676.26	35775.03
所得税	1822.66	3084.34	4855.50	6789.11	9104.74
净利润	5339.76	9250.32	14223.08	19887.15	26670.28
同比 (+/-%)	17.3%	73.2%	53.8%	39.8%	34.1%
少数股东损益	288.57	487.18	763.14	1067.05	1431.00
归属母公司净利润	5051.19	8763.15	13459.93	18820.10	25239.28
同比 (+/-%)	17.1%	73.5%	53.6%	39.8%	34.1%
每股收益 (元)	4.87	8.44	12.96	18.13	24.31

数据来源：公司公告 第一创业证券研究所



主要财务指标预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2011	2012E	2013E	2014E	会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
流动资产	27830	40206	57280	79859	营业收入	18402	26555	36224	47515
现金	18255	27667	41454	60229	营业成本	1551	2017	2562	3161
应收账款	2	4	5	6	营业税金及附加	2477	3054	4166	5464
其他应收款	47	92	114	155	营业费用	720	876	1087	1283
预付账款	1861	2589	3217	4000	管理费用	1674	1992	2427	2851
存货	7187	9343	11869	14648	财务费用	-351	-459	-691	-1017
其他流动资产	477	512	621	821	资产减值损失	-3	-3	-3	-3
非流动资产	7071	8232	9382	10460	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	4	404	804	1204	投资净收益	3	0	0	0
固定资产	5426	6187	6924	7605	营业利润	12336	19079	26676	35775
无形资产	808	797	785	773	营业外收入	7	0	0	0
其他非流动资产	833	845	869	878	营业外支出	9	0	0	0
资产总计	34901	48438	66662	90319	利润总额	12335	19079	26676	35775
流动负债	9481	12945	16665	21180	所得税	3084	4855	6789	9105
短期借款	0	0	0	0	净利润	9250	14223	19887	26670
应付账款	172	297	347	441	少数股东损益	487	763	1067	1431
其他流动负债	9308	12647	16318	20739	归属母公司净利润	8763	13460	18820	25239
非流动负债	17	17	17	17	EBITDA	12334	18998	26435	35280
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	8.44	12.96	18.13	24.31
其他非流动负债	17	17	17	17					
负债合计	9497	12961	16682	21196					
少数股东权益		1175	2242	3673	主要财务比率				
股本	1038	1038	1038	1038	会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
资本公积	1375	1375	1375	1375	成长能力				
留存收益	22578	31888	45324	63036	营业收入	58.2%	44.3%	36.4%	31.2%
归属母公司股东权益	24991	34302	47738	65449	营业利润	72.3%	54.7%	39.8%	34.1%
负债和股东权益	34901	48438	66662	90319	归属于母公司净利润	73.5%	53.6%	39.8%	34.1%
					获利能力				
					毛利率(%)	91.6%	92.4%	92.9%	93.3%
					净利率(%)	47.6%	50.7%	52.0%	53.1%
					ROE(%)	35.1%	39.2%	39.4%	38.6%
					ROIC(%)	141.1%	200.7%	267.9%	360.0%
					偿债能力				
					资产负债率(%)	27.2%	26.8%	25.0%	23.5%
					净负债比率(%)	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
					流动比率	2.94	3.11	3.44	3.77
					速动比率	2.18	2.38	2.72	3.08
					营运能力				
					总资产周转率	0.61	0.64	0.63	0.61
					应收账款周转率	3020.94	3061.34	2933.52	2904.68
					应付账款周转率	7.67	8.58	7.95	8.03
					每股指标(元)				
					每股收益(最新摊薄)	8.44	12.96	18.13	24.31
					每股经营现金流(最新摊薄)	9.78	13.89	19.34	25.90
					每股净资产(最新摊薄)	24.07	33.04	45.98	63.04
					估值比率				
					P/E	30.9	20.1	14.4	10.7
					P/B	10.8	7.9	5.7	4.1
					EV/EBITDA	20.5	13.3	9.6	7.2

数据来源:公司公告 第一创业研究所

免责声明:

本报告仅供第一创业证券股份有限公司(以下简称“本公司”)研究所的客户使用。本公司研究所不会因接收人收到本报告而视其为客户。若本报告的接收人非本公司的客户,应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的信息均来源于公开资料,本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。

本报告可能在今后一段时间内因公司基本面变化和假设不成立导致的目标价格不能达成的风险。

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。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。

本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。

本报告版权归本公司所有,未经本公司授权,不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅,任何媒体和个人不得自行公开刊登、传播或使用,否则本公司保留追究法律责任的权利;任何媒体公开刊登本研究报告必须同时刊登本公司授权书,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改,并自行承担向其读者、受众解释、解读的责任,因其读者、受众使用本报告所产生的一切法律后果由该媒体承担。任何自然人不得未经授权而获得和使用本报告,未经授权的任何使用行为都是不当的,都构成对本公司权利的损害,由其本人全权承担责任和后果。

市场有风险,投资需谨慎。

投资评级:

评级类别	具体评级	评级定义
股票投资评级	强烈推荐	预计6个月内,股价涨幅超同期市场基准指数20%以上
	审慎推荐	预计6个月内,股价涨幅超同期市场基准指数5-20%之间
	中性	预计6个月内,股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
	回避	预计6个月内,股价表现弱于市场基准指数5%以上
行业投资评级	推荐	行业基本面向好,行业指数将跑赢基准指数
	中性	行业基本面稳定,行业指数跟随基准指数
	回避	行业基本面向淡,行业指数将跑输基准指数

第一创业证券股份有限公司

深圳市罗湖区笋岗路12号中民时代广场B座25-26层

TEL:0755-25832583 FAX:0755-25831718

P.R.China:518028 www.firstcapital.com.cn

北京市西城区金融大街甲9号金融街中心8层

TEL:010-63197788 FAX:010-63197777

P.R.China:100140

上海市浦东新区巨野路53号

TEL:021-68551658 FAX:021-68551281

P.R.China:200135