白酒

署名人：柯海东
S0960512080001
0755-82026712
kehaidong@cjis.cn
署名人：蒋鑫
S0960512080006
0755-82026708
jiangxin@cjis.cn

6－12 个月目标价： 280.00 元

当前股价： 246.28 元

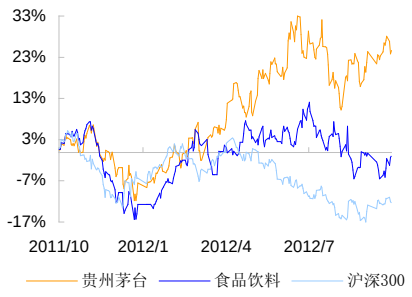
评级调整： 维持

基本资料

上证综合指数	2115.99
总股本(百万)	1038
流通股本(百万)	1038
流通市值(亿)	2556
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	6.80	1.32	17.72
食品饮料	6.68	-3.49	0.49
沪深 300 指数	4.94	-2.44	-11.44



相关报告

贵州茅台－提价保障全年增长目标实现，有望提振个股及板块的投资信心——提价公告点评 2012-09-04

贵州茅台－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 2012-08-14

贵州茅台 600519 强烈推荐

三季报符合预期，全年实现高增长规划游刃有余

公司公告：1、三季报营收 199.3 亿（+46.1%），净利 104.2 亿（+58.6%），EPS10.04 元；Q3 营收 66.7 亿（+74.7%），净利 34.2 亿（+106.05%），EPS3.30 元，预收账款 37.5 亿略低于中报的 40.5 亿，经营活动产生的现金流量净额为 75.6 亿。业绩符合预期；2、公司拟投资约 63.06 亿元，用于扩充产能及配套设施，该系列投资尚须经股东大会审议通过。我们认为公司实现全年营收增长 51%的规划目标游刃有余，品牌形成的高渠道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：

- **自营店、提价放量等效应促成公司上市以来第三高的单季营收增速。**公司 Q3 营收增速 74.7%，仅次于 2008Q2 及 2011Q4。上半年 31 家开业的自营店在三季度双节发力，按每家自营店 30 吨的量估算全年有 930 吨，假设三季度实现 500 吨销量，则贡献了近 20%的营收增长，9 月份提出厂价 30%也贡献了近 20%的增长，而量增及计划外批条价增也贡献了较大增量。由于近两年来资本开支较大，折旧增加，因此毛利率同比持平。**营业税金率大幅下降贡献净利率弹性。**公司在营收高增长的同时营业税金额同比下降 7.6%，营业税金率下降 5.2%至 8.95%，贡献了净利率弹性，我们估计营业税金率下降与政府支持有关，从母公司营收来看税基降幅明显（母公司报表中前三季营收为 43.6 亿（-7.26%）），预计该营业税金率将保持平稳。
- **节后批发价格稳定，广东地区专卖店零售指导价上调至 1699 元，反映了渠道对未来销售仍持乐观态度。**双节后经销商库存大幅降低，批发价在 1400-1450 元区间内与节前持平，公司也严查低于 1400 元出货的行为。近期广东省内所有茅台专卖店已将 53 度飞天茅台零售价上调至 1699 元，反映了经销商对未来销售持乐观态度。
- **公司拟投资 63.06 亿扩充产能及完善相关设施有利于长期发展。**该系列投资预计新增系列酒产能：7806 吨（建设周期 2012.1-2014.1），新增茅台酒产能：5800 吨，新增 8000 吨/年制曲生产能力，新增 23,740 吨贮酒能力（建设周期 2013.1-2015.1），公司预计两项投资完成后有助于新增收入 73 亿元（占去年营收的 40%）。投资需股东大会决议通过。我们认为这一系列投资是预期内的公司十二五规划项目。
- **持续强推。**略微上调 12/13/14EPS 预测为 13.64/19.18/24.55（此前 13.37/18.81/24.08），13 年 PE 仅 13 倍，持续强推。**风险提示：政务消费受限、宏观经济下行**

主要财务指标

单位：百万元	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	18402	27744	38495	48677
收入同比(%)	58%	51%	39%	26%
归属母公司净利润	8763	14161	19916	25483
净利润同比(%)	73%	62%	41%	28%
毛利率(%)	91.6%	92.7%	93.7%	94.2%
ROE(%)	35.1%	40.5%	40.4%	38.2%
每股收益(元)	8.44	13.64	19.18	24.55
P/E	29.15	18.04	12.83	10.02
P/B	10.22	7.30	5.19	3.83
EV/EBITDA	19	12	8	7

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	37357	57029	83645
现金	18255	24332	41666	65496
应收账款	2	9	12	15
其他应收款	47	108	124	173
预付账款	1861	2681	3065	3660
存货	7187	9810	11601	13583
其他流动资产	477	416	561	716
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	44151	63664	90085
流动负债	9481	7939	12087	19562
短期借款	0	0	0	0
应付账款	172	298	329	394
其他流动负债	9308	7641	11758	19168
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	7941	12089	19564
少数股东权益	412	1207	2322	3749
股本	1038	1038	1038	1038
资本公积	1375	1375	1375	1375
留存收益	22578	32589	46841	64358
归属母公司股东权益	24991	35002	49254	66771
负债和股东权益	34901	44151	63664	90085

现金流量表

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
经营活动现金流	10149	10073	23098	31835
净利润	9250	14956	21030	26911
折旧摊销	348	354	369	383
财务费用	-351	-64	-99	-161
投资损失	-3	0	0	0
营运资金变动	781	-5237	1811	4689
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	-4081	-5564	-7805
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	-4081	-5564	-7805
现金净增加额	5366	6078	17334	23830

利润表

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	18402	27744	38495	48677
营业成本	1551	2021	2427	2827
营业税金及附加	2477	2774	3850	4868
营业费用	720	929	1347	1704
管理费用	1674	2081	2887	3476
财务费用	-351	-64	-99	-161
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	20002	28083	35964
营业外收入	7	10	10	10
营业外支出	9	10	10	10
利润总额	12335	20002	28083	35964
所得税	3084	5046	7053	9053
净利润	9250	14956	21030	26911
少数股东损益	487	795	1114	1428
归属母公司净利润	8763	14161	19916	25483
EBITDA	12334	20292	28354	36186
EPS（元）	8.44	13.64	19.18	24.55

主要财务比率

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
成长能力				
营业收入	58.2%	50.8%	38.8%	26.5%
营业利润	72.3%	62.1%	40.4%	28.1%
归属于母公司净利润	73.5%	61.6%	40.6%	28.0%
获利能力				
毛利率	91.6%	92.7%	93.7%	94.2%
净利率	47.6%	51.0%	51.7%	52.4%
ROE	35.1%	40.5%	40.4%	38.2%
ROIC	141.1	130.2%	221.5	585.4%
偿债能力				
资产负债率	27.2%	18.0%	19.0%	21.7%
净负债比率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
流动比率	2.94	4.71	4.72	4.28
速动比率	2.18	3.47	3.76	3.58
营运能力				
总资产周转率	0.61	0.70	0.71	0.63
应收账款周转率	3021	3113	2955	2859
应付账款周转率	7.67	8.59	7.74	7.82
每股指标（元）				
每股收益(最新摊薄)	8.44	13.64	19.18	24.55
每股经营现金流(最新摊薄)	9.78	9.70	22.25	30.66
每股净资产(最新摊薄)	24.07	33.72	47.44	64.32
估值比率				
P/E	29.15	18.04	12.83	10.02
P/B	10.22	7.30	5.19	3.83
EV/EBITDA	19	12	8	7

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

相关报告

报告日期	报告标题
2012-09-04	贵州茅台－提价保障全年增长目标实现，有望提振个股及板块的投资信心——提价公告点评
2012-08-14	贵州茅台－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
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

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。

免责条款

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，旨为派发给本公司客户及特定对象使用。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经中投证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送、转发或出版作任何用途。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，由公司授权机构承担相关刊载或转发责任，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，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。该研究报告谢绝媒体转载。

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	北京市	上海市
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼	北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼
邮编：518000	邮编：100032	邮编：200041
传真：（0755）82026711	传真：（010）63222939	传真：（021）62171434