

# 连续三年超 50%创奇迹 全年预收趋势望转好

核心观点:

## 1. 事件

公司 2012 年前三季度实现营业收入 199 亿元, 同比增长 46%; 归属于上市公司股东净利润 104 亿元, 同比增长 58.6%; 实现每股收益 10.04 元。

## 2. 我们的分析与判断

### (一) 2011、2012 和 2013 连续三年超 50%创奇迹, 成为大概率事件

客观讲, 先不提去年 8 月 31 日报告中大幅度且提前领先市场半年以上, 对 2012 年 EPS 预测值为 13.18 元的观点, 单说我们在今年关键报告中对两大催化剂的预判, 已经逐个实现:

(1) 8 月 10 日《贵州茅台 (600519): 中报业绩不改高增长 大幅提价望成催化剂》中判断: “根据\*\*\*. 综合来看**未来一个月**出厂价需提价才能够完成经营计划, 成为大概率事件”。\*\*\*. 提价公告将成为继我们预计的一季报业绩 50%以上增长的催化剂后的**第二个股价强催化剂**。

(2) 4 月 10 日《贵州茅台 (600519): 一季报成主催化剂 复制去年全年历程》中判断: “股价表现的催化剂: (1) 我们认为一季报业绩增速 50%以上, 成为最强烈催化剂\*\*\*”。

写上面回顾内容, 是为了推出“2011、2012 和 2013 连续三年业绩超 50%, 成为大概率事件”这个预判。

我们认为, 贵州茅台估值修复将继续引发一线品种全线回归, 二三线品种则有望在一线估值修复后再次大幅表现。

### (二) 自营店和提价成为今明两年最重要驱动力

今年部分月份的提价和自营店对业绩的贡献, 明年同比仍然是部分月份的提价和自营店对业绩的贡献, 有望成为今明两年最重要驱动力; 另外后续应收账款将扭转前三季度趋势。

## 3. 投资建议

维持 7 月 9 日中期策略报告 2012 年 EPS 为 13.89 元, 和 7 月 23 日《白酒行业: 迎接茅台提价后的旺季到来, 关注“茅沱五”》2013EPS 到 21.09 元判断 (不排除 2012 年 EPS 也达到此报告预计值), 和“推荐”评级。风险提示: 受多种因素影响的产品量价关系变化有可能超过我们的预期。

## 贵州茅台 (600519.sh)

**推荐** 维持评级

### 分析师

董俊峰 (首席)

☎: 010-66568780

✉: dongjunfeng@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130511010002

周颖

☎: 010-83571301

✉: zhouying\_yj@ChinaStock.com.cn

执业证书编号: S0130511090001

### 市场数据

时间 2012.10.25

A 股收盘价(元)	246.07
A 股一年内最高价(元)	266.08
A 股一年内最低价(元)	170.90
上证指数	2101.58
市净率	10.22
总股本 (万股)	103818.00
实际流通 A 股(万股)	103818.00
限售的流通 A 股(万股)	0.00
流通 A 股市值(亿元)	2554.65

### 相关研究

1. 贵州茅台 (600519): 大幅提价按预期实现 定成行业引领催化剂 20120903
2. 贵州茅台 (600519): 中报业绩不改高增长 大幅提价望成催化剂 20120810
3. 白酒行业: 未来一年超额收益 关注茅台提价预期 20120903
4. 白酒行业: 迎接茅台提价后的旺季到来, 关注“茅沱五” 20120723
5. 贵州茅台(600519): 一季报成主催化剂 复制去年全年历程 20120410
6. 白酒行业: 一线一触即发, 二三线迎二春——大茅台、小沱牌 20120326
7. 白酒行业: 拐点仍未到来, 勿长期因素短期化 20120105

## 一、白酒行业：我国白酒行业增速仍然处于高位

贵州茅台估值修复将继续引发一线品种全线回归，二三线品种则有望在一线估值修复后再次大幅表现，投资信心的恢复将全面推动白酒板块再次展开修复行情。

**行业拐点未来若干年后才出现，请勿长期因素短期化。我们坚持1月5日《白酒行业：拐点仍未到来，勿长期因素短期化》以来10多篇研究报告观点：**

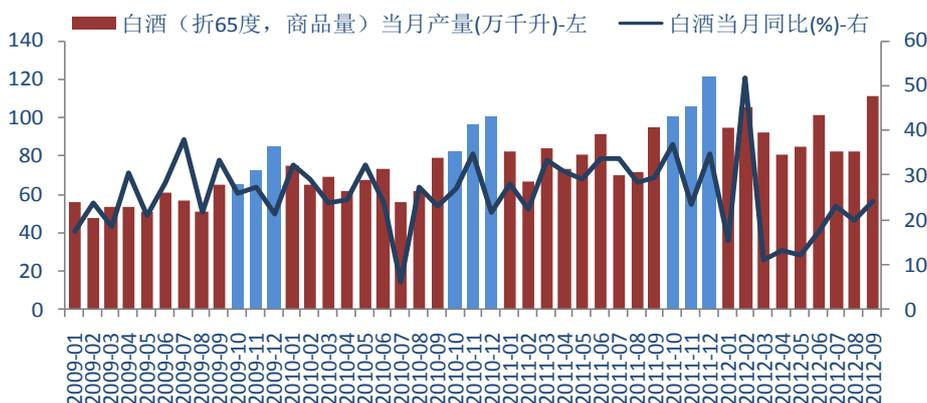
行业景气度仍将处于高位，弱周期性值得关注。就高端白酒全行业来看，历史上和经济增速的波动还是存在相关性，应该说是弱周期性行业。因此我们认为，如果市场对经济增速的一致预期成为现实，那么高端白酒景气度略降也可能成为现实，反之，则高端白酒景气度继续高涨。我们认为行业景气度仍将处于高位。

更重要的是，全行业收入和利润增速在未来一年内，仍将延续今年上半年位居全市场各行业首位的趋势。在经过大幅调整后的情况下，未来一年继续超额收益的概率相当大。

即使最坏情况发生，仍然有表现优秀公司。虽然行业具有弱周期性，但经过仔细分析各主要高端白酒企业的内部新动作，我们认为，在新竞争环境下，某些公司将在行业景气度改变的不利之时，仍然能够保持原有的上升通道，确保业绩增速符合甚至超越市场一致预期。

**2012年1-9月我国白酒行业累计产量798.03万千升，同比增长20.69%。**就累计产量增速水平来看，比上年同期减少8.51个百分点，环比微升0.19个百分点。其中，9月单月实现产量111.05万千升，同比增长24.23%，比上年同期减少5.09个百分点，环比上升4.16个百分点。

图 1：我国白酒行业 2009-2012 年前 9 月单月产量及增速变动



资料来源：国家统计局，中国银河证券研究部整理

**2012年1-8月我国白酒行业收入与利润总额增速均有所回落。**2012年1-8月，我国白酒行业实现收入2716.02亿元，同比增长26.27%(比上年同期减少12.93pct)，实现利润总额483.43亿元，同比增长44.80%(比上年同期减少7pct)。另外，我们对比2011年1-12月份和2010年1-11月份经济指标，2010年1-11月，白酒行业实现收入2421.62亿元，同比增长31.01%，利润总额318.61亿元，同比增长34.05%。我们向前考察十年来历史数据，2011年1-12月份收入增速已经超过前期高点(2007年1-11月34.03%)，利润总额增速接近2007年1-11月最高值60.27%，为2008年全球金融海啸以来最高增速。**今年虽然受到宏观经济等诸多因素影响，**

规模以上白酒企业的收入增速从年初起呈现逐渐下滑趋势，但利润总额增速变动并不完全一致，1-8月份利润总额增速达到44.80%，虽较前几个月稍有回落，但仍维持在相对高位。

图 2：我国白酒行业收入累计值及增速变动(2000-12 年 8 月)



图 3：我国白酒行业利润总额累计值及增速 (2000-12 年 8 月)



资料来源：国家统计局，中国银河证券研究部整理

### (三) 毛利率自 11 年起拐点态势延续，利润总额比率持续提升

图 4：我国白酒行业毛利率水平变动 (2000 -2012 年前 8 月)



图 5：我国白酒行业利润总额比率变动 (2000-2012 年前 8 月)



资料来源：国家统计局，中国银河证券研究部整理

2012 年 1-8 月白酒行业毛利率 37.46%，延续去年拐点趋势。如图所述，2012 年 1-8 月，我国白酒行业主营成本为 1698.73 亿元，同比增长 22.15%，毛利率为 37.46%，继 6 月小幅回升之后，继续保持增长势头，现已逐步靠近 2 月份（40.21%）以来的高点。对比去年 1-8 月行业毛利率，增加 3.63 个百分点，行业毛利率延续去年拐点趋势。

利润总额比例自 2002 年来逐年上升，体现白酒行业盈利能力逐渐升级。据我们测算，2012 年 1-8 月行业利润总额比率为 17.80%，同比增长 2.82 个百分点。自六月（18.48%）创出新高以来略有回落，但仍继续保持高位。

## 评级标准

### 银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

**推荐：**是指未来 6—12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

**谨慎推荐：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

**中性：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

**回避：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

### 银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

**推荐：**是指未来 6—12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

**谨慎推荐：**是指未来 6—12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%—20%。该评级由分析师给出。

**中性：**是指未来 6—12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

**回避：**是指未来 6—12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

### 中国银河证券食品饮料团队，2011 年第九届新财富最佳分析师。

**董俊峰，**研究部行业研究主管，兼食品饮料行业分析师（首席）。1994—1998 年消费品营销策划业四年从业经历、1998—1999 年超市业一年从业经历、2001 年至今证券业十年从业经历。清华大学硕士。2003 年业界首创消费品行业数量化研究模型《品牌渠道评级体系》，已获国家版权局著作权登记证书。

**周颖，**食品饮料行业分析师。2007 年至 2011 年 2 月在中信证券从事行业研究工作，2011 年 3 月至今在银河证券从事食品饮料行业研究工作。清华大学硕士。

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映本人的研究观点。本人不曾因，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受任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

## 免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河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。银河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。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

## 联系

### 中国银河证券股份有限公司 研究部

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 26 楼

深圳市福田区福华一路中心商务大厦 26 层

公司网址：[www.chinastock.com.cn](http://www.chinastock.com.cn)

### 机构请致电：

北京地区：傅楚雄 010-83574171 [fuchuxiong@chinastock.com.cn](mailto:fuchuxiong@chinastock.com.cn)

上海地区：何婷婷 021-20252612 [hetingting@chinastock.com.cn](mailto:hetingting@chinastock.com.cn)

深广地区：詹璐 0755-83453719 [zhanlu@chinastock.com.cn](mailto:zhanlu@chinastock.com.cn)