

贵州茅台 (600519)

预计4Q12营收、净利增长65%、73%

强烈推荐 (维持)

现价: 246.07 元

主要数据

行业	食品饮料
公司网址	www.moutaichina.com
大股东/持股	贵州茅台酒厂 /61.76%
实际控制人/持股	贵州省国资委 /61.76%
总股本(百万股)	1,038
流通 A 股(百万股)	1,038
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值(亿元)	2554.65
流通 A 股市值(亿元)	2554.65
每股净资产(元)	26.81
资产负债率(%)	28.5

行情走势图



相关研究报告

证券分析师

文献 CFA 食品饮料首席研究员
 投资咨询资格编号: S1060209040123
 0755-22627143
 wenxian@pasc.com.cn
 汤玮亮

投资咨询资格编号: S1060512040001
 tangweiliang978@pasc.com.cn

丁芸洁

投资咨询资格编号: S1060512040003
 dingyunjie640@pingan.com.cn
 解睿

投资咨询资格编号: S1060512070005
 xierui097@pingan.com.cn

事项:

贵州茅台发布三季报, 1-9 月营收 199 亿, 同比增 46%, 归属上市公司股东净利 104 亿, 同比增 58.6%, EPS10.04 元。3Q12 营收、归属上市公司股东净利分别为 66.7 亿和 34.2 亿, 同比增 75%和 106%, EPS3.3 元, 扣非 3.37 元。

投资要点

- **业绩超预期, 验证财务预算倒逼 2H12 净利增 80%以上判断**
 茅台 3Q12 营收、净利增 74.7%、106%, 高于我们预测的 60%、86%, 更远超市场预期, 验证了我们中报点评时财务预算倒逼 2H12 净利增 80%以上判断。
- **量价齐升和低基数致营收超预期, 消费税率低致净利超预期**
 我们测算, 3Q12 茅台均价同比涨约 20%, 报表确认销量同比增约 45.6%, 其中我们估计真实出货量增长 15-20%, 其余主要来自 3Q11 公司报表做低的基数, 且 3Q12 预收款减少约 3 亿, 也有少量贡献。净利润增速超预期是因为 3Q12 营业税金及附加比率降至 6.4%, 因为当季茅台销售公司从母公司购酒同比大幅减少, 我们估计销售公司 4Q12 会大量从母公司购酒, 这一比率会明显回升。
- **供应没问题, 估计 4Q12 营收、净利增长 65%、73%**
 尽管茅台过去 2 个季度不断消化销售公司库存, 但我们估算 3Q12 未销售公司存货折算为茅台酒出厂税后售价仍有约 18 亿, 支持我们对 2011 年开始茅台进入放量期的判断, 我们也希望投资者能认识到“供应没问题”。我们估计 4Q12 茅台营收、净利增长 65%、73%, 预收款可能从 37 亿减少至 32-27 亿。
- **2013 赚钱最确定品种, 回调就是买点, “强烈推荐”评级**
 节后茅台各地一批价跌约 50 元/瓶至 1400-1450, 我们预计元旦前可能继续小幅下跌, 此后元旦和春节可能带动企稳甚至小幅回升。展望 2013 年, 茅台释放业绩动力仍将来自贵州省增长压力推动, 能力上价量齐升没问题, 茅台仍是 2013 年赚钱最确定品种, 回调就是买点。我们预计, 2012-2014 年茅台营收增长 51%、29%和 20%, 净利增长 62%、34%、21%, EPS 为 13.67、18.33、22.18 元, 动态 PE 为 18、13、11 倍, 维持“强烈推荐”评级。
- **风险提示:** 茅台高增长确定性来自股份和集团公开的 2012、2013 规划数据, 如股份或集团调整规划, 可能导致增速不达预期, 并对股价产生明显负面影响。

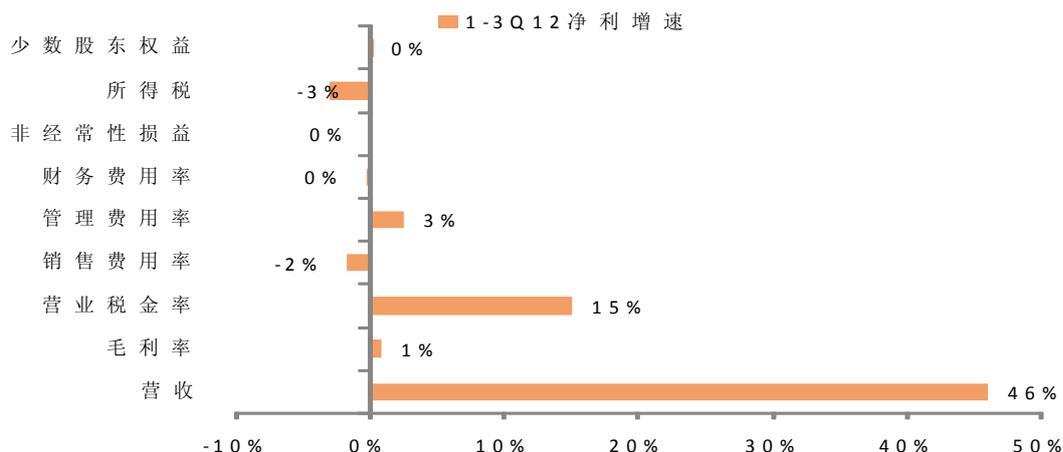
	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
主营收入(百万元)	11,633	18,402	27,798	35,954	42,996
YoY(%)	20.3	58.2	51.1	29.3	19.6
净利润(百万元)	5,051	8,763	14,193	19,035	23,030
YoY(%)	17.1	73.5	62.0	34.1	21.0
毛利率(%)	90.9	91.6	92.1	92.5	92.5
净利率(%)	43.4	47.6	53.6	55.6	56.2
ROE(%)	27.5	35.1	53.3	57.1	51.9
EPS(摊薄/元)	4.87	8.44	13.67	18.33	22.18
P/E(倍)	50.6	29.2	18.0	13.4	11.1
P/B(倍)	13.9	10.2	9.0	6.7	5.1

图表 1 三季报快读：量价齐升推动3Q12营收增75%，净利增106%高于我们三季度前瞻的86%缘于消费税率低

	3Q11	3Q12	QoQ	1-3Q11	1-3Q12	同比	
营业收入	3,816	6,667	74.7%	13,642	19,931	46.1%	我们估计 3Q12 报表确认销量增长 45.6%，其中可能 15-20%是出货是上升，其余来自公司 3Q11 故意做低了基数。预收款 3Q12 减少 3 亿，另外我们估计均价涨约 20%。
营业成本	311	569	83.2%	1,156	1,629	40.9%	
毛利率	91.9%	91.5%	-0.4%	91.5%	91.8%	0.3%	3Q12毛利率下降可能因为：1.年份酒占比下降；汉酱、仁酒、王子、迎宾占比上升。
毛利	3,505	6,098	73.9%	12,486	18,303	46.6%	
营业税金及附加	654	428	-34.5%	1,931	1,785	-7.6%	3Q12营业税率6.4%，同比降 10.7个百分点
销售费用	169	435	157.4%	494	842	70.5%	3Q12销售费用率6.5%，3Q11为4.4%
管理费用	358	456	27.4%	1,001	1,288	28.6%	3Q12管理费用率6.8%，3Q11为9.4%
财务费用	-69	-110	-60.0%	-218	-297	-36.6%	账上现金187亿，3Q12付了约40亿的股利
资产减值损失	-0	0	100.5%	-2	1	159.8%	
公允价值变动收益	0	0	0.0%	0		0.0%	
投资收益	0	-0	-100.3%	3	3	-5.7%	
营业利润	2,393	4,888	104.3%	9,282	14,687	58.2%	
营业利润率	62.7%	73.3%	10.6%	68.0%	73.7%	5.6%	
营业外收入	2	2	26.2%	5	5	-5.7%	捐款2012“国酒茅台·国之栋梁”大型公益助学活动
营业外支出	3	105	4010.7%	8	107	1269.4%	
利润总额	2,392	4,785	100.0%	9,280	14,585	57.2%	
所得税	628	1,196	90.5%	2,349	3,647	55.3%	
所得税率	26.2%	25.0%	-1.2%	25.3%	25.0%	-0.3%	税率正常
少数股东权益	103	165	60.7%	362	518	43.2%	
归属于母公司净利润	1,662	3,424	106.0%	6,569	10,420	58.6%	
净利率	46.2%	53.8%	7.6%	50.8%	54.9%	4.1%	1-3Q12消费税率仅9%，比11年低5个百分点
EPS	1.60	3.30	106.0%	6.33	10.04	58.6%	高于我们此前三季报前瞻的86%

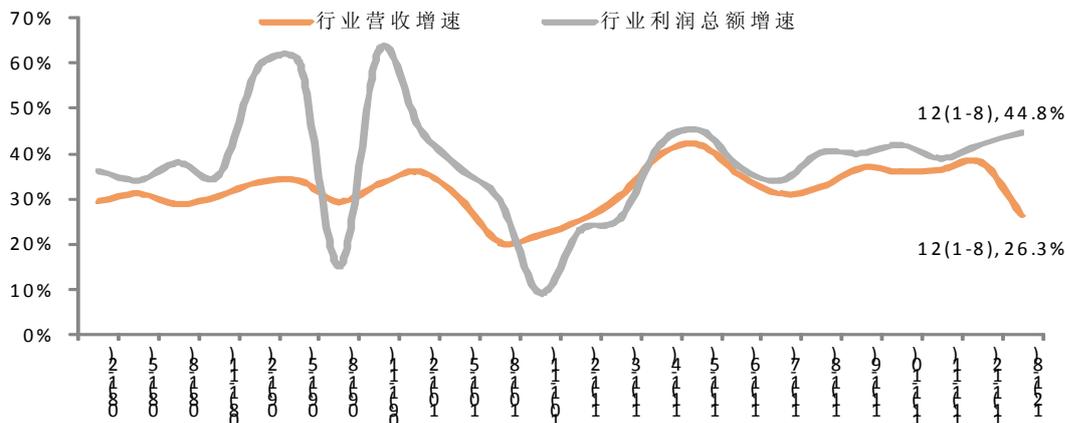
资料来源：公司公告、平安证券研究所、Wind

图表 2 1-3Q12净利增长58.6%主要由收入增长和营业税金比率下降贡献



资料来源：公司公告、平安证券研究所

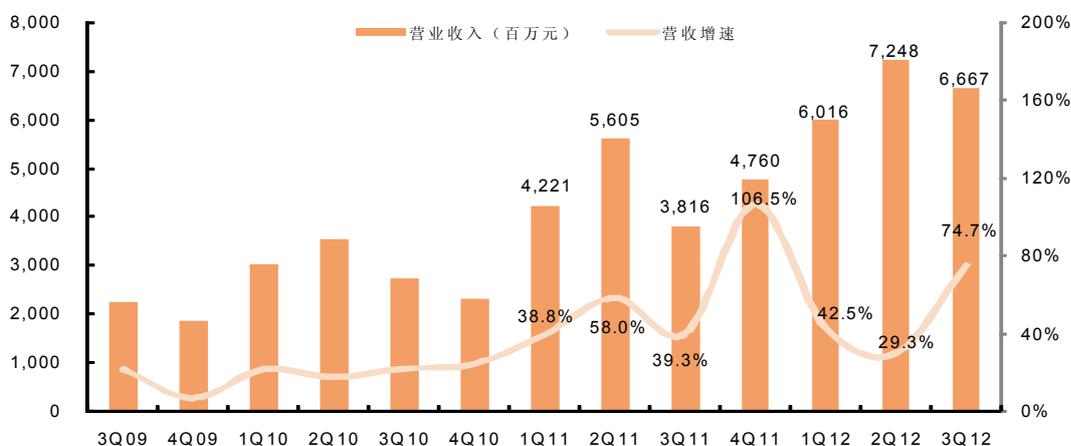
图表 3 规模以上白酒企业12年1-8月营收、利润总额分别增长26.3%和44.8%



资料来源：WIND、平安证券研究所

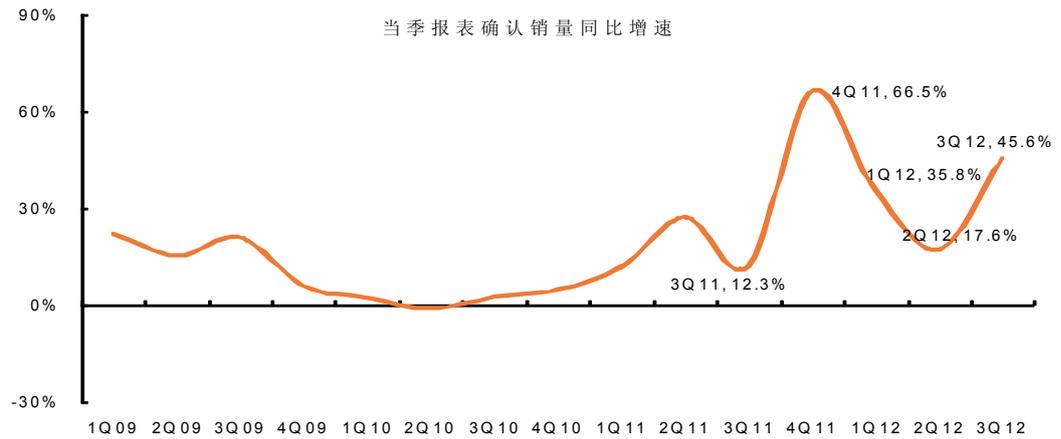
图表 4 3Q12营收增长75%超预期，来自量价齐升和3Q11低基数

单位：百万元



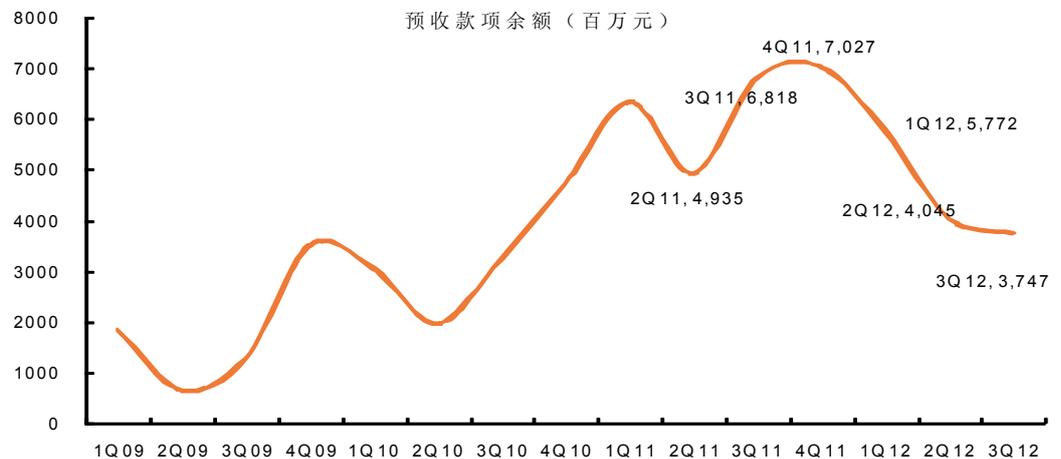
资料来源：公司公告、平安证券研究

图表 5 3Q12报表确认销量增长45.6%，我们估计超常部分来自3Q11做账做低了基数



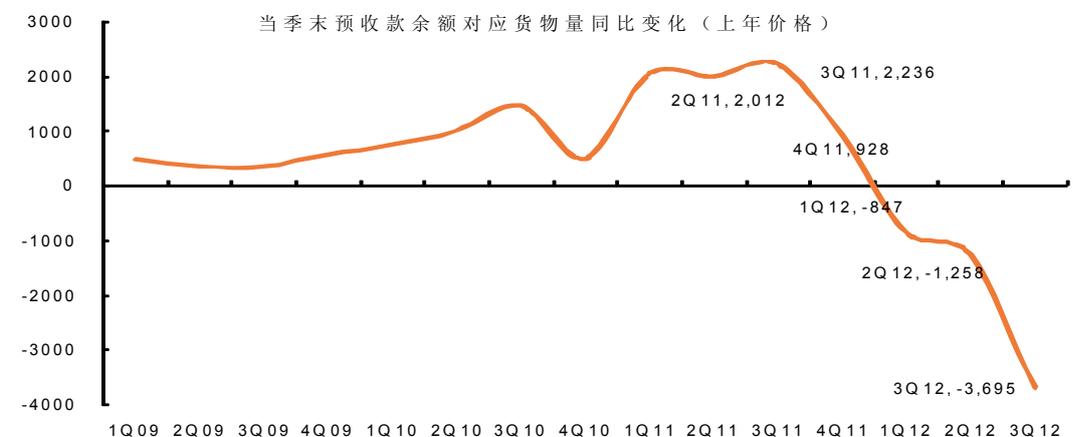
资料来源：公司公告、平安证券研究所

图表 6 3Q12预收款余额较2Q12降约3亿至37亿，同比3Q11低约31亿 单位：百万元



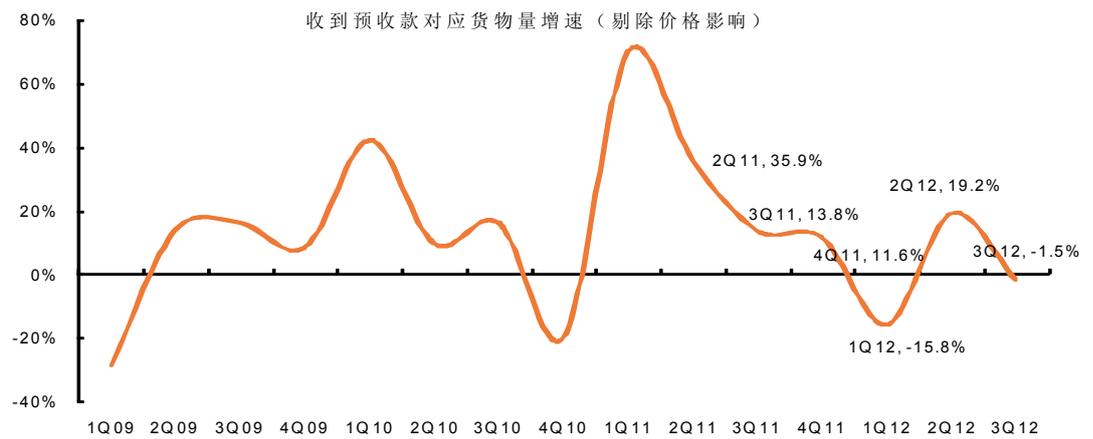
资料来源：公司公告、平安证券研究所

图表 7 3Q12末预收款余额对应货物量同比降约37亿元 单位：百万元



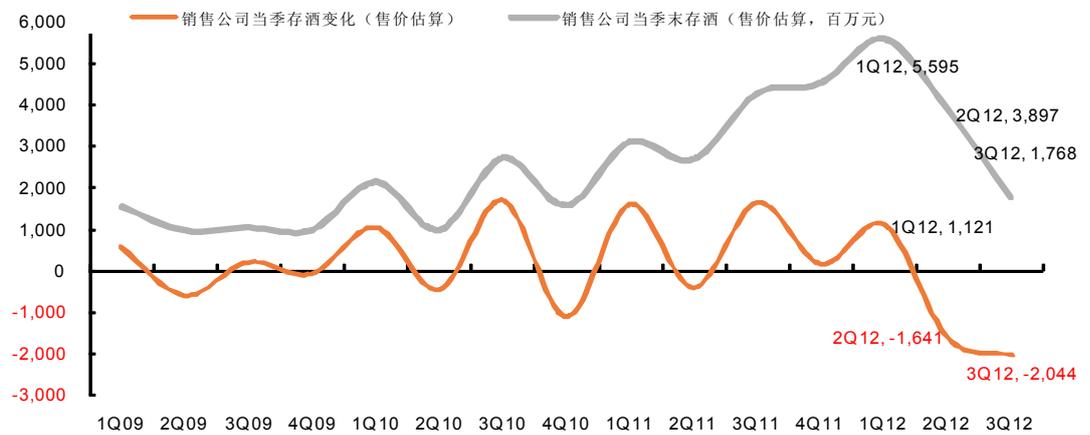
资料来源：公司公告、平安证券研究所

图表 8 3Q12收到预收款对应货物量同比降1.5%，可能显示经销商资金压力加大，打款放缓



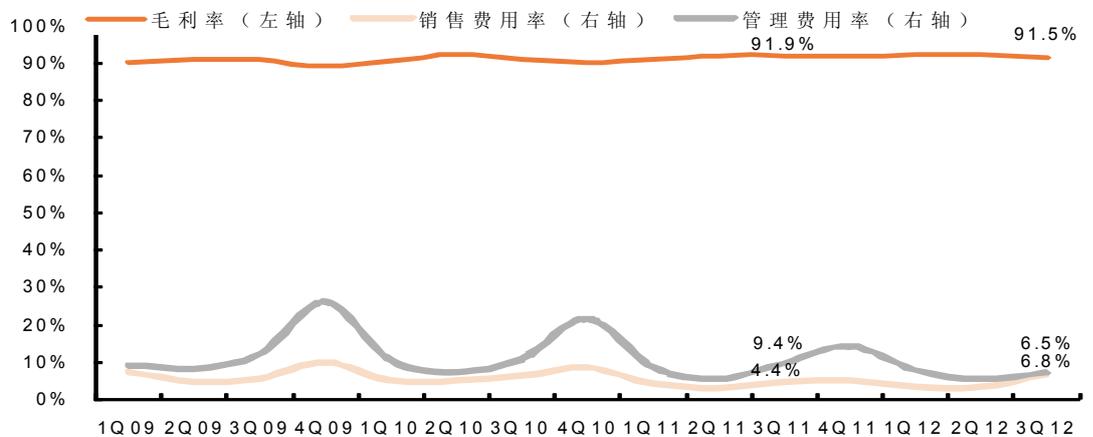
资料来源：公司公告、平安证券研究所

图表 9 3Q12末销售公司库存茅台酒估算价值约17.7亿元（不含税） 单位：百万元



资料来源：公司公告、平安证券研究所

图表 10 3Q12销售费用率上升0.2个百分点，管理费用率降低0.1个百分点



资料来源：公司公告、平安证券研究所

图表 11 食品饮料重点公司估值对比

股票名称	股价 (元)	EPS (元/股)			PE (倍)			评级	2012 年业绩预测 最近一月调整
	10 月 25 日	11A	12E	13E	11A	12E	13E		
泸州老窖	38.89	2.08	3.22	4.24	18.7	12.1	9.2	强烈推荐	↑(5%)10 月 18 日
五粮液	34.12	1.63	2.53	3.15	20.9	13.5	10.8	强烈推荐	↑(5%)10 月 14 日
贵州茅台	246.07	8.44	13.67	18.33	29.1	18.0	13.4	强烈推荐	
沱牌舍得	31.74	0.58	1.12	1.66	54.8	28.3	19.2	强烈推荐	
山西汾酒	43.45	0.90	1.57	2.38	48.2	27.6	18.3	强烈推荐	↑(3%)10 月 21 日
洋河股份	123.56	3.72	6.29	9.16	33.2	19.6	13.5	强烈推荐	
古井贡酒	37.74	1.12	1.67	2.23	33.6	22.6	16.9	推荐	
酒鬼酒	57.25	0.59	2.00	2.86	96.6	28.6	20.0	推荐	↑(21%)9 月 29 日
张裕A	47.83	2.78	3.00	3.56	17.2	16.0	13.4	强烈推荐	
安琪酵母	18.33	0.91	0.86	1.01	20.2	21.3	18.1	推荐	↓(22%)10 月 25
双汇发展	59.70	1.23	2.73	3.40	48.5	21.9	17.6	强烈推荐	
大北农	21.40	0.63	0.85	1.10	34.0	25.2	19.5	强烈推荐	
伊利股份	21.20	0.95	0.95	1.21	22.3	22.3	17.5	推荐	
贝因美	20.72	1.03	1.15	1.27	20.1	18.0	16.3	推荐	
燕京啤酒	5.77	0.32	0.33	0.38	17.8	17.5	15.2	推荐	
青岛啤酒	31.57	1.29	1.46	1.75	24.5	21.6	18.0	推荐	
黑牛食品	10.13	0.33	0.40	0.53	31.0	25.3	19.1	推荐	
汤臣倍健	57.85	0.85	1.39	2.06	67.9	41.6	28.1	推荐	
承德露露	15.59	0.48	0.56	0.67	32.4	27.6	23.4	推荐	
均值					35.3	22.6	17.2		

资料来源：平安证券研究所、WIND

附注：财务报表

损益表 (百万元, 元/股)					现金流量表 (百万元)				
	2011A	2012E	2013E	2014E		2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	18,402	27,798	35,954	42,996	净利润	9,250	14,893	19,973	24,166
YoY	58.2%	51.1%	29.3%	19.6%	折旧摊销	348	376	484	590
营业成本	1,551	2,190	2,710	3,236	营运资金投资	-49	-6,949	-1,596	-1,158
毛利率	91.6%	92.1%	92.5%	92.5%	经营活动现金净流量	10,149	8,344	18,672	23,092
营业税金及附加	2,477	2,904	3,595	4,300	资本开支	-1,558	-1,802	-1,941	-2,479
股权激励费用	0	0	0	0	投资活动现金净流量	-2,120	-1,802	-1,941	-2,479
销售费用	720	1,095	1,204	1,325	债务融资	7	0	0	0
管理费用	1,674	2,092	2,406	2,767	股权融资	0	0	0	0
财务费用	-351	-446	-598	-858	支付红利	-2,171	-4,150	-6,721	-9,013
投资净收益	3	0	0	0	融资活动现金净流量	-1,293	-2,662	-3,704	-6,123
营业利润	12,336	19,962	26,635	32,227	当年现金净流量	5,366	2,839	10,607	12,458
加: 营业外收入	7	5	0	0					
减: 营业外支出	9	106	0	0	资产负债表 (百万元)				
利润总额	12,335	19,861	26,635	32,227	货币资金	18,255	21,093	31,701	44,159
减: 所得税	3,084	4,968	6,662	8,061	应收款项	254	438	532	657
净利润	9,250	14,893	19,973	24,166	预付款项	1,861	2,905	3,423	4,190
减: 少数股东损益	487	700	939	1,136	存货	7,187	9,419	12,104	14,186
归属母公司所有者净利	8,763	14,193	19,035	23,030	其他流动资产	272	327	478	539
YoY	73.5%	62.0%	34.1%	21.0%	流动资产合计	27,830	34,183	48,237	63,731
销售净利率	50.3%	53.6%	55.6%	56.2%	长期股权投资	4	4	4	4
EPS (当年股本)	8.44	13.67	18.33	22.18	固定资产	5,677	7,041	8,401	10,165
EPS (最新股本摊薄)	8.44	13.67	18.33	22.18	无形资产	808	849	936	1,025
					其他非流动资产	581	603	612	648
					非流动资产合计	7,071	8,497	9,953	11,842
					资产总计	34,901	42,680	58,191	75,574
					短期借款	0	0	0	0
					应付款项	172	363	375	492
					预收款项	7,027	2,780	4,314	5,590
					应付股利	0	6,721	9,013	10,906
					其他流动负债	2,282	3,373	4,085	4,923
					流动负债合计	9,481	13,237	17,788	21,910
					长期借款	0	0	0	0
					应付债券	0	0	0	0
					其他非流动负债	17	17	17	17
					非流动负债合计	17	17	17	17
					负债合计	9,497	13,254	17,805	21,927
					归属母公司所有者权益	24,991	28,314	38,335	50,460
					其中: 实收资本	1,038	1,038	1,038	1,038
					少数股东权益	412	1,112	2,051	3,187
					股东权益合计	25,403	29,426	40,386	53,647
					负债及股东权益总计	34,901	42,680	58,191	75,574

重要指标速览				
	2011A	2012E	2013E	2014E
估值				
PE(P=246.07)	29.2	18.0	13.4	11.1
PEG	0.8	0.8	0.7	0.6
PB	10.2	9.0	6.7	5.1
PS	13.9	9.2	7.1	5.9
EV/EBITDA	20.1	12.5	9.4	7.9
股息收益率	1.6%	2.6%	3.5%	4.3%
经营回报率				
ROE	40.4%	53.3%	57.1%	51.9%
ROA	29.7%	37.7%	38.7%	35.2%
资本结构及偿债能力				
资产负债率	27.2%	31.1%	30.6%	29.0%
速动比率	2.2	1.9	2.0	2.3
运营效率				
存货周转率	0.2	0.3	0.3	0.2
流动资产周转率	0.8	0.9	0.9	0.8
固定资产周转率	3.6	4.4	4.7	4.6

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在 $\pm 10\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 10%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%至 10%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在 $\pm 5\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司 2012 版权所有。保留一切权利。

中国平安 PINGAN

平安证券综合研究所

地址：深圳市福田区金田路大中华国际交易广场 4 层

邮编：518048

电话：4008866338

传真：(0755) 8244 9257