世纪证券 CENTURY SECURITIES

消费品及服务 - 食品

涨价与直营销售为未来增长提供动力

—贵州茅台（600519）2012年三季报点评

2012年10月26日

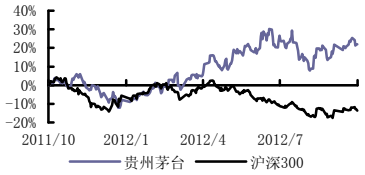
评级： 增持（维持）

市场数据	2012年10月25日
当前价格（元）	246.07
52周价格区间（元）	177.38-262.70
总市值（百万）	255464.95
流通市值（百万）	255464.95
总股本（百万股）	1038.18
流通股（百万股）	1038.18
日均成交额（百万）	608.40
近一月换手（%）	4.29%
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

预测指标	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入（百万元）	18402	27729	38577	50150
净利润 （百万元）	8763	13598	18955	24700
每股收益（元）	8.44	13.10	18.26	23.79
净利润增长率%	73.5%	55.2%	39.4%	30.3%
每股净资产（元）	24.07	33.17	45.89	61.63
市盈率	28.56	18.41	13.20	10.13
市净率	10.02	7.27	5.25	3.91
EV/EBITDA	18.84	12.20	8.80	6.78

资料来源：世纪证券研究所

一年期行情走势比较



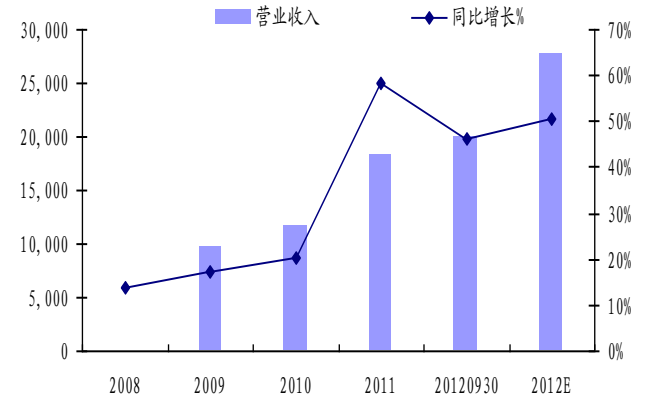
- **2012年半年报符合市场预期。**报告期内，实现收入199.3亿元，净利润104.2亿元，同比分别增长46.1%、58.6%，EPS10.04元。其中第三季度收入和净利润为66.7亿元、34.2亿元，同比增74.7%、106%，EPS为3.3元。三季度末的预收账款为37.5亿元，同比与环比分别下降45%和7.4%，经营压力显现。
- **主营税金率下调5.2个百分点导致净利润超越收入增长。**报告期内，销售毛利率91.46%，与上年基本持平；销售费率和管理费率一降一升，期间费率达到9.2%，低于去年同期的9.36%。公司的主营税金下调了5.2个百分点至8.95%,导致净利润超越收入增长。
- **涨价与直营销售比例的不断增大将为公司未来业绩增长提供动力。**12年9月1日，公司提高部分产品出厂价20-30%：53度茅台提价200元至819元（幅度32%），低度茅台提价140元。直营店的销售价格为1519元，公司12年上半年（大部分在6月份）新增了30家直营店，预计公司将继续拓展直营门店，12、13、14年直营销售将达到800吨、2000吨和3000吨。
- **公司拟投资63.06亿扩充产能及完善相关设施，促十二五规划完成。**该项目将新增系列酒产能7806吨（2014.1建成），新增茅台酒产能5800吨（2015.1建成），预计新增收入73亿元。集团十二五规划13年和15年将分别实现销售收入500亿和800亿元。股份公司占集团收入约为91%（2011年）。
- **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、18.26元和23.79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，维持“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

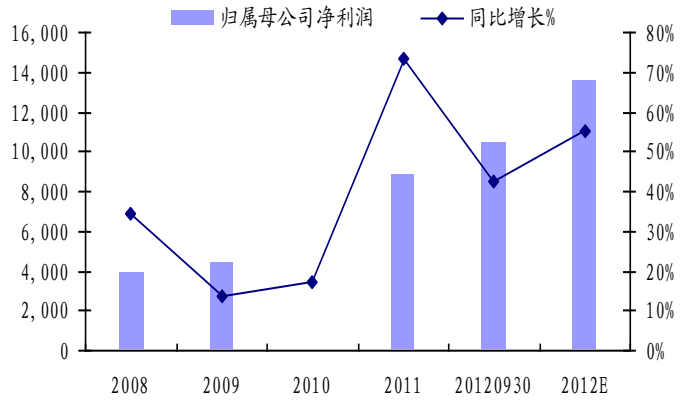
本人，梁希民，在此申明，本报告所表述的所有观点准确反映了本人对上述行业、公司或其证券的看法。此外，本人薪酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

Figure 1 公司主营收入及增长 单位：百万元



资料来源：公司年报、三季报；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、三季报；世纪证券研究所

Figure 3 主要产品预测

	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入				
高度茅台酒	15,728	25,135	34,687	45,093
低度茅台酒	1,223	1,760	2,288	2,974
其他	1,451	2,593	3,890	5,057
合计	17,179	27,729	38,577	50,150
营业利润率				
高度茅台酒(%)	93.7	93.7	93.7	93.7
低度茅台酒(%)	91.7	91.7	91.7	91.7
其他(%)	68.6	68.6	68.6	68.6
合计	91.6	91.3	91.1	91.1

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**	**38577**	**50150**
减：营业成本	1,551	2,404	3,344	4,348
减：营业税金及附加	2,477	3,050	4,243	5,516
减：营业费用	621	1,085	1,510	1,963
减：管理费用	1,674	2,522	3,509	4,562
减：财务费用	-351	-473	-712	-1,007
加：投资净收益	3	0	0	0
加：其他	0	0	0	0
营业利润	**12336**	**19140**	**26682**	**34768**

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**	**26681**	**34767**
三、净利润				
减：所得税	3,084	4,786	6,672	8,694
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**	**20009**	**26073**
四、归属于母公司所有者净利润				
减：少数股东损益	487.2	755.9	1,053.8	1,373.2
加：其他	0.0	0.0	0.0	0.0
归属母公司净利润	**8763**	**13598**	**18955**	**24700**
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	18.26	23.79

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.