

需求不振向上传导，业绩低于预期

买入 维持

目标价格：暂无

事件：

贵州茅台公布2012年业绩预增公告，预计2012年归属于上市公司股东的净利润同比增长50%左右，低于此前市场约58%的增速预期。

对此，我们点评如下：

- **终端需求萎靡已传导至厂家层面，公司4Q净利同比仅增24%：**4Q净利27.3亿，YoY24%，低于前三季度50%的增速；环比3Q下滑20%。假如保持1-3Q的净利率52%不变，反推4Q收入为52亿元，YoY9.5%，扣除4Q提价30%因素，销量下滑-16%。我们在12年8月份在全产业链分析中认为终端需求不振将在12Q4至13Q1逐渐传导至厂家层面，“塑化剂”和“反腐”事件进一步打击高档酒需求，加剧了对业绩的影响；
- **限价令取消后，节前一批价出现下滑，预计经销商出货量同比降约2成：**由于发改委介入导致茅台限价令取消后，茅台批发价出现下滑，根据我们的经销商调研，上海、浙江地区一批价在1100-1200元，广东等部分地区经销商一批价跌破1000元，去年同期一批价在1800-1900元，价格下滑约40%；多数经销商反映销售额同比下滑30-50%，扣除40%价格下滑因素，销量同比下滑约15-18%；
- **若13年渠道去库及经济复苏持续，仍可能实现30%增长：**假设在悲观、中性和乐观情景下，茅台13年销量增速分别为-20%、0%和10%，考虑30%提价因素的贡献，收入分别可实现4%、30%和43%的增速；而直营店销量的增加将拉高毛利率，净利增速仍可能快于收入增速。集团13年目标实现500亿收入，同比增长约35%，股份公司仍然承受集团施加的压力和动力；
- **盈利预测、估值及投资建议：**我们预计公司12-14年收入分别为256亿、322亿、364亿，YoY39%、26%、13%；净利润为132亿、177亿、202亿，YoY51%、35%、14%，EPS分别为12.71元、17.09元、19.44元，目前股价对应11x13PE，维持“买入”评级。

主要经营指标	2010	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入(百万)	11633.28	18402.36	25,578	32,203	36,388
增长率(%)	20.30	58.19	39.0%	25.9%	13.0%
归母净利润(百万)	5051.19	8763.15	13,190	17,738	20,179
增长率(%)	17.13	73.49	50.5%	34.5%	13.8%
每股收益	5.35	8.44	12.705	17.085	19.436
市盈率	41.48	26.30	14.88	11.06	9.73

食品饮料行业

分析师：

苏青青 (S1180512060001)

电话：021-51782237

Email: suqingqing@hysec.com

研究助理：

陈嵩昆

电话：021-51782231

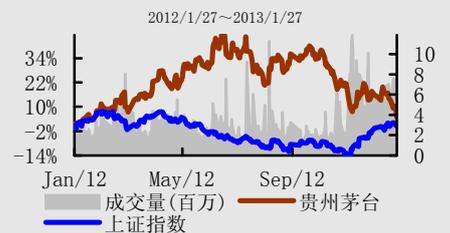
Email: chensongkun@hysec.com

刘洋

电话：021-51782230

Email: liuyang1@hysec.com

市场表现



相关研究

- 《老白干酒：未发光的金子》
2013/1/21
- 《克明面业：渠道优势推动全国布局》
2013/1/20
- 《建议把握三线酒布局良机》
2013/1/20
- 《汤臣倍健：行权条件彰显增长信心》
2013/1/18
- 《山西汾酒：业绩符合预期，13年仍有潜力》
2013/1/17
- 《行业年度策略》
2012/12/5

图 1: 三张财务报表分析摘要
财务报表预测 (单位: 百万元)

利润表					资产负债表				
	2011	2012E	2013E	2014E		2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	18,402	25,578	32,203	36,388	货币资金	18255	22633	34553	45681
YOY	58%	39%	26%	13%	应收和预付款项	1911	4753	3148	3064
营业成本	1,551	2,129	2,551	2,967	存货	7187	10114	12118	14093
毛利	16851	23448	29652	33421	其他流动资产	225	1	1	1
% 营业收入	92%	92%	92%	92%	长期股权投资	4	4	4	4
营业税金及附加	2477	2558	2737	3093	投资性房地产	0	0	0	0
% 营业收入	13.5%	10.0%	8.5%	8.5%	固定资产和在建工程	7108	8408	9608	10808
销售费用	720	1151	1127	1274	无形资产和开发支出	808	802	796	790
% 营业收入	3.9%	4.5%	3.5%	3.5%	其他非流动资产	0	1	1	1
管理费用	1674	1663	1932	2183	资产总计	34901	45325	58492	72264
% 营业收入	9.1%	6.5%	6.0%	6.0%	短期借款	0	0	0	0
财务费用	-351	-406	-592	-830	应付和预收款项	9481	12304	14399	16734
% 营业收入	-1.9%	-1.6%	-1.8%	-2.3%	长期借款	0	0	1	3
资产减值损失	-3	0	0	0	其他负债	17	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	负债合计	9497	12304	14400	16737
投资收益	3	3	3	3	股本	1038	1038	1038	1038
营业利润	12336	18486	24450	27705	资本公积	1375	1375	1375	1375
% 营业收入	67.0%	72.3%	75.9%	76.1%	留存收益	22578	29594	40064	50899
营业外收支	-2	-100	0	0	归属母公司股东权益	24991	32007	42477	53312
利润总额	12335	18386	24450	27705	少数股东权益	412	1012	1612	2212
% 营业收入	67.0%	71.9%	75.9%	76.1%	股东权益合计	25403	33019	44089	55524
所得税费用	3084	4597	6113	6926	负债和股东权益合计	34901	45323	58489	72262
净利润	9250	13790	18338	20779					
归属于母公司所有者的净利润	8763	13190	17738	20179	财务指标				
少数股东损益	487	600	600	600	毛利率	92%	92%	92%	92%
					三费/销售收入	11%	9%	8%	7%
					EBIT/销售收入	65%	71%	74%	74%
					EBITDA/销售收入	67%	72%	75%	75%
					销售净利率	50%	54%	57%	57%
					ROE	35%	41%	42%	38%
					ROA	25%	29%	30%	28%
					ROIC	35%	41%	41%	36%
					销售收入增长率	58%	39%	26%	13%
					EBIT 增长率	72%	51%	32%	13%
					EBITDA 增长率	70%	50%	32%	13%
					净利润增长率	73%	49%	33%	13%
					总资产增长率	36%	30%	29%	24%
					股东权益增长率	64%	-38%	201%	4%
					经营现金净流增长率	64%	-38%	201%	4%
					流动比率	2.9	3.1	3.5	3.8
					速动比率	2.2	2.3	2.6	2.9
					应收账款周转天数	0.0	0.0	0.0	0.0

资料来源: Wind, 宏源证券研究所

作者简介:

苏青青: 宏源证券研究所食品饮料行业首席分析师, 上海交通大学材料学硕士, 曾任职于国金证券, 2010年新财富团队成員, 2011年加盟宏源证券研究所, 2012年获新财富最佳分析师第四名, 水晶球公募类第五、非公募第三名。

陈嵩昆: 宏源证券研究所食品饮料行业分析师, 上海交通大学管理科学与工程硕士, 曾任职于国金证券, 2012年年加盟宏源证券研究所, 2012年新财富团队成員, 水晶球团队成員。

机构销售团队

区域	姓名	手机号	座机号	邮箱
华北区域	牟晓凤	010-88085111	18600910607	muxiaofeng@hysec.com
	李倩	010-88083561	13631508075	liqian@hysec.com
	王燕妮	010-88085993	13911562271	wangyanni@hysec.com
	张瑶	010-88013560	13581537296	zhangyao@hysec.com
华东区域	张珺	010-88085978	13801356800	zhangjun3@hysec.com
	赵佳	010-88085291	18611796242	zhaojia@hysec.com
	奚曦	021-51782067	13621861503	xixi@hysec.com
	孙利群	010-88085756	13910390950	sunliqun@hysec.com
	李岚	021-51782236	13917179275	lilan@hysec.com
华南区域	夏苏云	0755-33352298	13631505872	xiasuyun@hysec.com
	贾浩森	010-88085279	13661001683	jiahaosen@hysec.com
	罗云	010-88085760	13811638199	luoyun@hysec.com
	赵越	0755-33968162	18682185141	zhaoyue@hysec.com
	孙婉莹	0755-33352196	13424300435	sunwanying@hysec.com
QFII	覃汉	010-88085842	18810805988	qinhan@hysec.com
	胡玉峰	010-88085843	15810334409	huyufeng@hysec.com

宏源证券评级说明:

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后6个月内的公司股价(或行业指数)涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来6个月内跑赢沪深300指数20%以上
	增持	未来6个月内跑赢沪深300指数5%~20%
	中性	未来6个月内与沪深300指数偏离-5%~+5%
	减持	未来6个月内跑输沪深300指数5%以上
行业投资评级	增持	未来6个月内跑赢沪深300指数5%以上
	中性	未来6个月内与沪深300指数偏离-5%~+5%
	减持	未来6个月内跑输沪深300指数5%以上

免责条款:

本报告分析及建议所依据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, 也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。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, 不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果, 本公司概不负责。

本公司所隶属机构及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, 也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为本公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为宏源证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可, 宏源证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。