

受终端需求的影响业绩增速低于预期

——贵州茅台(600519)公司点评

核心观点

事件:

公司发布 2012 年业绩预告, 预计实现归属于上市公司股东的净利润相比上年同期增长 50%左右。

点评:

1、公司业绩低于年初目标和市场预期, 判断四季度出货量下降 23%左右。

公司股东大会提出的收入增长目标是比上年同期增长 51%, 按照这个增长目标, 净利润增速应该在 60%以上, 公司实际业绩增速低于目标和市场预期, 预计 12 年全年收入增速在 40%左右。公司业绩低于预期的原因主要是受到限制三公消费和塑化剂事件的影响, 使得公司的产品销量受到打击, 四季度出货量预计下降了 23%左右。

2、公司未来将实施控量保价, 加快转战商务消费领域。

目前由于渠道库存积压, 经销商资金压力大, 再加上近期茅台限价令的取消, 一批价下降趋势明显, 甚至出现一些经销商超低价抛售的现象, 渠道加速去库存。由于消费群体的减少, 未来价格保持坚挺的难度较大, 预计公司将通过控量保持产品价格和品牌形象。同时, 在政务消费受到冲击的情况下, 公司将加速转型, 加大自营店的贡献、商务消费的培育、中档酒的开发和推广, 保持平稳增长。

3、13 年业绩增长主要受益于提价

2012 年 9 月开始, 公司上调部分产品出厂价格 20%-30%, 受益于提价的影响, 预计 13 年全年收入增长在 30%左右。从销量上看, 我们认为 13 年销量增速将保持平缓, 如果反腐力度不减、经济景气度持续低迷, 那么高端酒的销量增速都将受到较大的影响。

4、下调公司 12-14 年的盈利预测

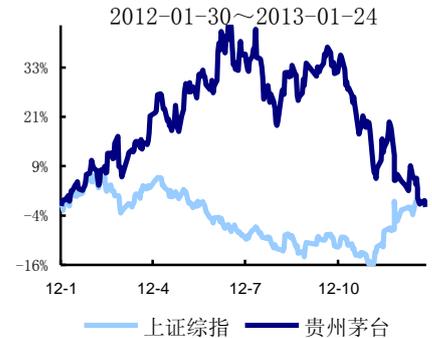
基于行业景气度下行、高端酒消费通道受阻和公司今年销量增速不乐观的判断, 我们下调公司 12-14 年盈利预测。预计 2012-2014 年实现收入分别为 258.18 亿元、336.93 亿元、430.60 亿元, 净利润分别为 131.06 亿元、175.25 亿元、225.86 亿元, 每股收益分别为 12.62 元、16.88 元、21.76 元, 对应 12-14 年动态 PE 为 15.52X、11.61X、9.01X, 给予“推荐-A”的投资评级。

风险提示: 限制三公消费导致高端白酒销量持续下滑。

财务数据与估值

	2011A	2012E	2013E	2014E
主营业务收入(百万)	18402.36	25818.50	33693.15	43059.84
同比增速(%)	58.19%	40.30%	30.50%	27.80%
净利润(百万)	8763.15	13106.74	17524.65	22585.65
同比增速(%)	73.49%	49.57%	33.71%	28.88%
EPS(元)	8.44	12.62	16.88	21.76
P/E		15.52	11.61	9.01

股价走势图



基础数据

总股本(万股)	103818.00
流通A股(万股)	103818.00
52周内股价区间(元)	183.06-266.08
总市值(亿元)	2034.42
总资产(亿元)	349.01
每股净资产(元)	24.07
目标价	6个月
	12个月

相关报告

- 《国都证券-公司研究-公司点评-贵州茅台(600519):提价超出预期, 有望提振市场信心》 2012-09-04
- 《国都证券-公司研究-公司点评-贵州茅台(600519):持续高增长, 春节前后可能提价》 2011-10-19
- 《国都证券-公司研究-公司点评-贵州茅台(600519):量价齐升保证2011年业绩增长》 2011-04-08

研究员: 李韵

电话: 010-84183225

Email: liyun@guodu.com

执业证书编号: S0940510120006

联系人: 卢珊

电话: 010-84183215

Email: lushan@guodu.com

独立性申明: 本报告中的信息均来源于公开可获得资料, 国都证券对这些信息的准确性和完整性不做任何保证。分析逻辑基于作者的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

附录：财务预测表

资产负债表					利润表				
单位：百万元	2011	2012E	2013E	2014E	单位：百万元	2011	2012E	2013E	2014E
流动资产	27829.63	36357.66	52830.23	75955.10	营业收入	18402.36	25818.50	33693.15	43059.84
现金	18254.69	23262.73	38755.12	55995.20	营业成本	1551.23	1897.66	2156.36	2798.89
应收账款	2.23	3.51	4.91	4.66	营业税金及附加	2477.39	2945.89	3773.63	4779.64
其它应收款	47.29	177.22	129.08	281.01	营业费用	720.33	857.17	1111.87	1395.14
预付账款	1861.03	3423.90	3514.12	5002.12	管理费用	1673.87	1990.61	2493.29	3100.31
存货	7187.12	8649.69	9875.96	13592.65	财务费用	-350.75	-364.58	-593.34	-947.60
其他	477.28	840.62	551.02	1079.44	资产减值损失	-2.50	0.00	0.00	0.00
非流动资产	7071.24	8779.12	10496.36	12223.83	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
长期投资	4.00	4.00	4.00	4.00	投资净收益	3.38	0.00	0.00	0.00
固定资产	5426.01	7064.89	8473.99	9841.09	营业利润	12336.16	18491.75	24751.32	31933.46
无形资产	808.43	1107.76	1408.16	1772.95	营业外收入	7.18	6.00	6.00	6.00
其他	832.80	602.47	610.21	605.79	营业外支出	8.69	5.00	5.00	5.00
资产总计	34900.87	45136.78	63326.59	88178.92	利润总额	12334.66	18492.75	24752.32	31934.46
流动负债	9480.72	10001.19	12117.63	15613.57	所得税	3084.34	4623.19	6188.08	7983.61
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	净利润	9250.32	13869.56	18564.24	23950.84
应付账款	172.34	379.09	260.49	527.99	少数股东损益	487.18	762.83	1039.60	1365.20
其他	9308.38	9622.10	11857.15	15085.58	归属母公司净利润	8763.15	13106.74	17524.65	22585.65
非流动负债	16.77	12.26	13.01	14.01	EBITDA	12135.13	18315.71	24384.67	31198.36
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EPS (摊薄)	8.44	12.62	16.88	21.76
其他	16.77	12.26	13.01	14.01					
负债合计	9497.49	10013.45	12130.64	15627.58					
少数股东权益	412.20	1175.03	2214.62	3579.82					
归属母公司股东权益	24991.18	33948.31	48981.32	68971.52					
负债和股东权益	34900.87	45136.78	63326.59	88178.92					

现金流量表					主要财务比率				
单位：百万元	2011	2012E	2013E	2014E		2011	2012E	2013E	2014E
经营活动现金流	9309.58	11118.32	19633.11	21268.30	成长能力				
净利润	9250.32	13869.56	18564.24	23950.84	营业收入	58.19%	40.30%	30.50%	27.80%
折旧摊销	348.11	445.73	562.62	685.16	营业利润	72.27%	49.90%	33.85%	29.02%
财务费用	-350.75	-364.58	-593.34	-947.60	归属母公司净利润	73.49%	49.57%	33.71%	28.88%
投资损失	-3.38	0.00	0.00	0.00	获利能力				
营运资金变动	289.48	-2999.53	1136.28	-2388.85	毛利率	91.57%	92.65%	93.60%	93.50%
其它	-224.19	167.13	-36.69	-31.25	净利率	50.27%	53.72%	55.10%	55.62%
投资活动现金流	-1904.48	-2320.74	-2243.17	-2381.37	ROE	36.41%	39.49%	36.26%	33.01%
资本支出	1552.98	1896.19	1668.69	1697.06	ROIC	35.37%	39.48%	36.48%	33.18%
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	偿债能力				
其他	-351.50	-424.55	-574.48	-684.31	资产负债率	27.21%	22.18%	19.16%	17.72%
筹资活动现金流	-1813.22	-3789.54	-1897.54	-1646.85	净负债比率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	流动比率	2.94	3.64	4.36	4.86
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	速动比率	2.18	2.77	3.54	3.99
其他	-1813.22	-3789.54	-1897.54	-1646.85	营运能力				
现金净增加额	5591.89	5008.04	15492.40	17240.08	总资产周转率	0.61	0.65	0.62	0.57
					应收帐款周转率	10576.08	9000.00	8000.00	9000.00
					应付帐款周转率	7.67	6.88	6.74	7.10

每股指标(元)					估值比率				
					每股收益	8.44	12.62	16.88	21.76
					每股经营现金	8.97	10.71	18.91	20.49
					每股净资产	24.47	33.83	49.31	69.88
					P/E		15.52	11.61	9.01
					P/B		5.99	4.15	2.95
					EV/EBITDA		9.90	6.84	4.84

资料来源：公司报表、国都证券

国都证券投资评级

国都证券行业投资评级的类别、级别定义		
类别	级别	定义
短期评级	推荐	行业基本面向好, 未来6个月内, 行业指数跑赢综合指数
	中性	行业基本面稳定, 未来6个月内, 行业指数跟随综合指数
	回避	行业基本面向淡, 未来6个月内, 行业指数跑输综合指数
长期评级	A	预计未来三年内, 该行业竞争力高于所有行业平均水平
	B	预计未来三年内, 该行业竞争力等于所有行业平均水平
	C	预计未来三年内, 该行业竞争力低于所有行业平均水平

国都证券公司投资评级的类别、级别定义		
类别	级别	定义
短期评级	强烈推荐	预计未来6个月内, 股价涨幅在15%以上
	推荐	预计未来6个月内, 股价涨幅在5-15%之间
	中性	预计未来6个月内, 股价变动幅度介于±5%之间
	回避	预计未来6个月内, 股价跌幅在5%以上
长期评级	A	预计未来三年内, 公司竞争力高于行业平均水平
	B	预计未来三年内, 公司竞争力与行业平均水平一致
	C	预计未来三年内, 公司竞争力低于行业平均水平

免责声明

国都证券研究所及研究员在预测证券品种的走势或对投资证券的可行性提出建议时, 在研究所和研究员知情的范围内本公司、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

本报告中的信息均来源于公开资料或国都证券研究所研究员实地调研所取得的信息, 国都证券研究所及其研究员不对这些信息的准确性与完整性做出任何保证。国都证券及其关联机构可能持有报告所涉及的证券品种并进行交易, 也有可能为这些公司提供相关服务。本报告中所有观点与建议仅供参考, 根据本报告作出投资所导致的任何后果与公司及研究员无关, 投资者据此操作, 风险自负。

本报告版权归国都证券所有, 未经书面授权许可, 任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发送、发布、复制。

国都证券研究员及其研究行业一览表

研究员	研究领域	E-mail	研究员	研究领域	E-mail
邓婷	金融	dengting@guodu.com	肖世俊	研究管理、有色金属、新能源	xiaoshijun@guodu.com
魏静	工程机械、普通机械	weijing@guodu.com	赵宪栋	商业	zhaoxiandong@guodu.com
王树宝	煤炭、钢铁	wangshubao@guodu.com	刘洵	IT	liuyun@guodu.com
王双	石化	wangshuang@guodu.com	李韵	纺织服装、轻工制造	liyun@guodu.com
张崴	房地产	zhangweiwei@guodu.com	丰亮	汽车及零部件	fengliang@guodu.com
卢珊	食品饮料	lushan@guodu.com	王寅	医药	wangyin@guodu.com
袁放	有色	yuanfang@guodu.com	杨志刚	家电/旅游	yangzhigang@guodu.com
张咏梅	IT	zhangyongmei@guodu.com	向磊	机械	xianglei@guodu.com
李春艳	基金联络	lichunyan@guodu.com			