

研究所

证券分析师：刘金沪 S0350510120005

 0755-83704943 liujh01@ghzq.com.cn

联系人：刘江

 0755-83021673 liuj11@ghzq.com.cn

罚款影响有限 估值优势明显

——贵州茅台（600519）跟踪报告

事件：

1、中新网2月19日报道，茅台和五粮液因实施价格垄断行为将被国家发改委合计罚款4.49亿元人民币。其中茅台被罚2.47亿，五粮液则将收到2.02亿的罚单。据了解，上述罚款金额占两家酒企2012年销售额的1%。据《中国证券报》官方网站报道，国家发改委19日下午接受采访回应茅台五粮液被罚一事，称具体措施在制定中，尚未将消息登在官方网站上。

2、春节后飞天茅台一批价继续下跌，全国范围内触及1000元，但有效跌破1000的并不多。广东因商务市场需求相对较旺，是全国价格最高的区域之一，大量北京、两湖、四川等外地货源涌入珠三角，带动本地一批价格跌破节前的1100元。

表1：预测指标

预测指标	2011	2012E	2013E	2014E
主营收入（百万元）	18402	25309	32797	40963
增长率(%)	58%	38%	30%	25%
净利润（百万元）	8763	12927	16759	21217
增长率(%)	73%	48%	30%	27%
摊薄每股收益（元）	8.44	12.45	16.14	20.44
ROE(%)	34.50%	36.81%	35.12%	33.32%

资料来源：国海证券研究所

评论：

- **价格垄断罚款即使最终成真，对13年业绩影响也有限。**即使罚款最终确认是真的，按照10.38亿股的总股本测算，该罚款对EPS影响约为0.20元，相对于其预期12年12.70元EPS来说影响也相当有限。茅台已表示将认真学习国家相关政策，取消了限价令之后全国范围内一批价和终端零售价迅速在看不见的手作用下向合理价位回归，目前已无价格垄断迹象，乐观的话最终也有可能不罚或少罚。
- **春节政策高压持续，一批价逼近千元大关。**在中央“八项规定”、“六项禁令”等影响下，不少地方各省和部委都出台相关规定，规定工作用餐“不上酒”，取消大型宴请活动等。蛇年春节期间的消费表现不佳，而党政军消费趋于冰点，这部分需求在价格下调之后转向民生及商务市场需要时间。可以预见，在13年2-5月期间，高端白酒价格仍将保持低位。
- **千元一批价接近景气底部，经销商仍能维持合理利润。**相对于819元出厂价而言，全国范围内一批价如果能稳定在1000元以上，渠道利润整体而言仍相对丰厚。而根据经销商草根调研的情况来看，在一批

价跌破千元时就有二批商进场以 200-300 箱级别买进囤货，显示有效需求正在激发。

- **2013 年全年新增产量完成有不确定性。** 贵州两会上袁仁国表示，2012 年集团茅台酒产量 33000 多吨，实现销售额 352 亿元，2013 年茅台力争实现销售 416 亿，同比增长 18%。上市公司收入占茅台集团的比重为 77.6%，根据集团公布的下调任务量推算，2013 年股份公司可望完成 320 亿元销售，大幅低于市场先前预测的 360 亿元以上，即出货量有可能比预期的少 10%。

为维持超高端的形象，茅台自营店仍执行 1519 的零售限价，但销售情况显然欠佳。先前茅台供不应求时公司计划 12 年起每年新增产量 2000 吨中的一半以上投放到直营渠道，目前来看市场供求关系出现了根本性变化，直营渠道完成每年新增的 1000 吨销量显然有难度，再加上茅台为维持其心目中国酒的地位形象，在新增产能投放市场方面预计厂家将日趋谨慎，不排除控量保价的可能性。

- **投资建议：** 经过连续利空打击白酒板块调整巨大，较为充分的反映了悲观预期。我们认为 2-4 月间正是为 13 年全年布局白酒公司的最佳时期，终端动销情况、渠道利差及库存压力将是白酒板块分化的重要指标，一二三线白酒的代表“茅台汾酒老白干”仍然值得关注。

下调公司 2012-13 年 EPS 预测至 12.45/16.14 元，对应 PE 分别为 14.3 倍、11.2 倍，估值甚至低于外国洋酒巨头，具备足够的安全边际。尽管面临一系列不确定性，高端白酒告别了黄金增长期而进入到平稳增长阶段，贵州茅台作为一线白酒代表品种依旧在中国传统社交场合具备一定程度上的唯一性，从政务消费转向商务及个人消费的路径尽管较长但值得期待，其仍旧是我国资本市场不可多得的投资标的之一，维持买入评级。

附表：财务预测与估值

证券代码:	600519.sh				股票价格:	177.92	投资评级:	买入	日期:	2013/2/19
财务指标	2011	2012E	2013E	2014E	每股指标与估值	2011	2012E	2013E	2014E	
盈利能力					每股指标					
ROE	34%	37%	35%	33%	EPS	8.44	12.45	16.14	20.44	
毛利率	92%	93%	93%	93%	BVPS	24.07	32.74	43.98	58.21	
期间费率	25%	24%	21%	20%	估值					
销售净利率	48%	51%	51%	52%	P/E	21.08	14.29	11.02	8.71	
成长能力					P/B	7.39	5.43	4.05	3.06	
收入增长率	58%	38%	30%	25%	P/S	10.04	7.30	5.63	4.51	
利润增长率	73%	48%	30%	27%						
营运能力					利润表 (百万元)	2011	2012E	2013E	2014E	
总资产周转率	0.53	0.56	0.56	0.54	营业收入	18402	25309	32797	40963	
应收账款周转率	61.01	61.01	61.01	61.01	营业成本	1551	1865	2297	2860	
存货周转率	0.56	0.61	0.63	0.63	营业税金及附加	2477	3407	4415	5515	
偿债能力					销售费用	720	761	986	1231	
资产负债率	27%	23%	19%	16%	管理费用	1674	1702	2116	2642	
流动比	2.94	3.62	4.54	5.47	财务费用	(351)	(620)	(846)	(1144)	
速动比	2.18	2.78	3.57	4.37	其他费用/(-收入)	6	3	6	6	
资产负债表 (百万元)	2011	2012E	2013E	2014E	营业利润	12336	18196	23836	29865	
现金及现金等价物	18255	25814	35260	47664	营业外净收支	(2)	0	(247)	0	
应收款项	302	415	538	671	利润总额	12335	18196	23589	29865	
存货净额	7187	8684	10687	13335	所得税费用	3084	4550	5898	7468	
其他流动资产	2086	2869	3718	4644	净利润	9250	13646	17690	22397	
流动资产合计	27830	37781	50203	66314	少数股东损益	487	719	932	1180	
固定资产	5426	6133	6976	7939	归属于母公司净利润	8763	12927	16759	21217	
在建工程	251	281	305	324	现金流量表 (百万元)	2011	2012E	2013E	2014E	
无形资产及其他	808	808	728	647	经营活动现金流	10149	14827	18572	22871	
长期股权投资	4	4	4	4	净利润	9250	13646	17690	22397	
资产总计	34901	45590	58797	75810	少数股东权益	487	719	932	1180	
短期借款	0	0	0	0	折旧摊销	343	623	694	770	
应付款项	172	586	746	930	公允价值变动	0	0	0	0	
预收帐款	7027	7584	8030	8908	营运资金变动	68	(162)	(744)	(1476)	
其他流动负债	2282	2282	2282	2282	投资活动现金流	(2120)	(1635)	(1765)	(1880)	
流动负债合计	9481	10451	11058	12120	资本支出	(1222)	(737)	(867)	(982)	
长期借款及应付债券	0	0	0	0	长期投资	0	0	0	0	
其他长期负债	17	17	17	17	其他	(898)	(898)	(898)	(898)	
长期负债合计	17	17	17	17	筹资活动现金流	(2662)	(3927)	(5091)	(6445)	
负债合计	9497	10468	11075	12137	债务融资	0	0	0	0	
股本	1038	1038	1038	1038	权益融资	0	0	0	0	
股东权益	25403	35123	47722	63674	其它	(2662)	(3927)	(5091)	(6445)	
负债和股东权益总计	34901	45590	58797	75810	现金净增加额	5366	9264	11716	14545	

资料来源：公司数据、国海证券研究所

【分析师承诺】

刘金沪，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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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收到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

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。

【免责声明】

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中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。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和征价。本公司及其本公司员工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。本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、财务顾问或者金融产品等服务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。

【合规声明】

本公司持有该股票未超过该公司已发行股份的 1%。

机构销售部人员联系方式

北京区：北京市海淀区西直门外大街168号腾达大厦1008室

姓名	固话	手机	邮箱
林莉	010-88576936-818	13811639168	linl@ghzq.com.cn
白丹	010-88576933-803	18801090832	baid@ghzq.com.cn

上海区：上海市浦东新区世纪大道787号5楼

姓名	固话	手机	邮箱
郭强	021-20281098	13381965719	guoq01@ghzq.com.cn
陈蓉	021-20281099	13801605631	chenr@ghzq.com.cn
曹莹	021-20281095	15013819353	caoy01@ghzq.com.cn
胡超	021-20281096	13761102952	huc@ghzq.com.cn
梁柳欣	021-20281099	13524364843	lianglx@ghzq.com.cn
颜彦	0771-5536202	15978141626	yany@ghzq.com.cn

广深区：深圳市福田区竹子林四路光大银行大厦3楼

姓名	固话	手机	邮箱
徐伟平	0755-83705955	15012898363	xuwp@ghzq.com.cn
张亦潇	0755-83702462	13725559855	zhangyx01@ghzq.com.cn
王帆	0755-83025049	13509639899	wangf01@ghzq.com.cn
张宇松	0755-83700919	13530666614	zhangys01@ghzq.com.cn
马鑫	0755-83702072	18630119510	max01@ghzq.com.cn
周振宁	0755-82835810	15220268966	zhouzn@ghzq.com.cn
李慧		13823570518	lih03@ghzq.com.cn