



行业下行中证明自己，估值便宜

买入 维持

目标价格：220元

事件：

公司公布年报，2012年实现收入264.6亿，YoY44%，归母净利润133.1亿，YoY52%，EPS12.82元，与业绩快报一致。10股派64.19元（含税）。茅台作为自3月10结构性翻多（3+2组合）中重点推介品种之一，我们点评如下：

- **剔除预收款平滑的影响，4Q公司的实际出货情况好于市场预期：**公司报表4Q单季度收入65亿，YoY37%，净利润29亿，YoY32%，相比前三季度增速放缓。但4Q预收账款环比3Q增加13.4亿元，逐季按照预收款变动额/1.17调整后，4Q实际收入同比增长55.4%，其中提价贡献32%，销量同比增长17.4%，环比下滑-9.6%（3Q涨价前部分经销商提前执行计划量），好于市场对其过分悲观的预期；
- **13年因提价带来毛利率提升，但期间费用率会上升，预计净利率将保持稳中有升：**茅台酒的提价以及系列酒产品结构的提升推高12年综合毛利率0.7个百分点，达到92.27%，12年期间费用率整体提高0.27个百分点，我们预计13年行业竞争加剧将增加13年期间费用率，但考虑到提价因素，预计13年净利率能稳中有升；
- **春节期茅台降价利于渠道去库，体现品牌转移消费群体能力强，完成20%收入目标可能性较大：**13年春节终端价格的大幅下降激发了经济发达地区的个人和商务需求，终端动销旺盛，渠道库存已恢复健康水平；政务相关需求已经归零，未来难以大幅下滑，公司也提出“关注固有消费群体，培育、扩展新的目标消费群体”，有意培养社会需求接替政务需求，方向正确，公司完成13年20%左右收入目标的概率较大，我们也正是看到了渠道库存健康显示茅台降价后抢其他次高端品牌份额的能力很强后，积极大胆将其作为重点推介品种之一；
- **盈利预测及投资建议：**预计13-15年收入分别为319亿、381亿和466亿，YOY为20%、20%和22%；归母净利润分别为164亿、204亿和253亿，YOY为23%、24%和24%；EPS为15.82元、19.65元和24.33元，12年分红率50%，股息率为3.85%，股价下跌的空间有限，**建议积极买入贵州茅台、青稞酒、汾酒，获得2年期相对和绝对收益。**

主要经营指标	2011	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入(百万)	18402.36	26,455	31,864	38,075	46,617
增长率(%)	58.19	43.8%	20.4%	19.5%	22.4%
归母净利润(百万)	8763.15	13,308	16,421	20,400	25,255
增长率(%)	73.49	51.9%	23.4%	24.2%	23.8%
每股收益	8.44	12.819	15.818	19.650	24.326
市盈率	26.30	13.01	10.55	8.49	6.86

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

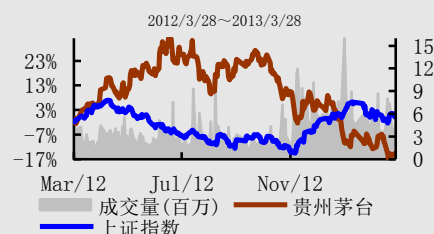
Email: chensongkun@hysec.com

刘洋

电话：021-51782230

Email: liuyang1@hysec.com

市场表现



相关研究

《古越龙山：女儿红放量增长，静待机制改善》

2013/3/28

《克明面业：品牌渠道建设助力巩固龙头地位》

2013/3/15

《山西汾酒：省外扩张迅速，竹叶青酒潜力大》

2013/3/10

《建议战略性买入白酒股》

2013/3/10

《伊力特：值得长期布局的疆酒龙头》

2013/3/7

一、公司经营情况点评

1、4Q 公司的实际出货情况好于市场预期

公司在 4Q 接连遭遇“塑化剂”风波和军队禁酒两重利空打击，2013 年政府对于三公消费的态度持续收紧，市场预期茅台 4Q 销售将会受到影响，需要利用释放预收款以平滑业绩。但 4Q 公司报表收入 65 亿，YoY 37%，预收款反而环比增加 13.4 亿，好于市场此前预收款下滑的预期：

- ◆ **4Q 实际销量仍然正增长，环比小幅下滑**；公司利用预收款在季度间平滑，我们将预收款季度变动值扣除 17% 增值税后加上营业收入计算实际收入，公司 4Q 实际收入可达 76.7 亿，YoY 55%，销量同比增加 17%。销量环比下滑 -9.6% 主要由于 3Q 经销商对于中秋旺季期待较高，增加了备货量，同时由于 4Q 将提高出厂价，部分经销商在 3Q 提前执行计划量；

图 1：单季度实际收入和销量预测

	2012Q1	2012Q2	2012Q3	2012Q4
营业收入（百万元）	6,015.97	7,248.47	6,667.00	6,523.90
预收账款（百万元）	5,771.60	4,045.10	3,747.24	5,091.39
预收款变动（百万元）	-1,255.1	-1,726.5	-297.9	1,344.2
实际收入 E（百万元）	4,943.28	5,772.83	6,412.42	7,672.75
实际收入 YoY	-11.6%	31.2%	18.2%	55.4%
飞天茅台收入 E（百万元）	3,262.56	3,810.07	4,232.20	5,064.01
出厂价（元/瓶）	619	619	619	819
实际销量 E（万瓶）	527.07	615.52	683.72	618.32
实际销量 YoY	-11.6%	31.2%	18.2%	17.4%

资料来源：Wind，宏源证券研究所

- ◆ **系列酒增速达到 67%，产品结构改善提高毛利率 4.86 个百分点**：公司系列酒过去以迎宾酒和王子酒为主，2011 年 9 月和 2012 年 5 月上市的汉酱和仁酒定位在 600-800 元价格带，两款新品的放量使得系列酒收入达到 24.2 亿元，同比增长 67%，高于茅台酒的增速，收入占比达到 9.1%，毛利率同比提升 4.86 个百分点达到 73.4%。

图 2：茅台在 2012 年仍然实现了量价齐升

	2011	2012	YoY
销售量（吨）	21,231.34	25,715.75	21.1%
营业收入（亿元）	184.02	264.55	43.8%
吨价（万元）	86.67	102.87	18.7%

资料来源：上市公司年报，宏源证券研究所

图 3：茅台提价和系列酒结构升级推动毛利率提升

	收入（亿元）	收入 YoY	毛利率	毛利率 YoY
茅台酒	240.3	41.78%	94.17%	0.63%
系列酒	24.2	66.98%	73.42%	4.86%
合计	264.5	43.8%	92.27%	0.7%

资料来源：上市公司年报，宏源证券研究所

2、预计 13 年将维持 12 年费用率趋势，管理费用率下降但销售和财务费用率提升

13 年行业竞争加剧将增加销售费用投放，投资项目的增加也将减少利息收入，而行业不景气的预期有望迫使公司压缩管理费用：

- ◆ 2012 年公司销售费用 12.2 亿元，销售费用率 4.63%，同比增加 0.72 个百分点，4Q 销售费用率 5.86%，同比增加 1.1 个百分点，费用率增加主要是由于广告和促销费用增加造成的。2013 年公司再次成为央视标王，中标额 7.06 亿元，同比增加 42%，需求不振也将使得公司加大宣传和促销力度，2013 年销售费用率预计将继续提升；

图 4：2012 年销售费用构成

项目	本期发生额	上期发生额	YoY
广告宣传费	886.49	524.55	69.0%
促销费用	141.99	46.83	203.2%
运输费用	68.78	58.51	17.5%
营销差旅费、办公费	28.78	18.60	54.8%
打假费用	19.61	15.26	28.5%
货物运输保险	16.69	16.96	-1.6%
业务招待费	6.96	2.76	151.9%
专卖店装修费	5.30	6.68	-20.7%
其他	49.96	30.17	65.6%
合计	1,224.55	720.33	70.0%

资料来源：上市公司年报，宏源证券研究所

- ◆ 2012 年公司管理费用 12.2 亿元，销售费用率 8.33%，同比降低 0.77 个百分点，4Q 管理费用率 14.04%，同比降低 0.09 个百分点，管理费用增加较多的是环保和直营店开设的费用。我们预计在收入增速放缓的背景下，公司将压缩公司办公经费的支出，继续降低管理费用率；

图 5：2012 年管理费用主要构成

项目	本期发生额	上期发生额	YoY
公司经费	921.61	739.75	24.6%
关联交易费	315.33	238.01	32.5%
环境整治费	138.85	87.58	58.5%
税金	78.70	57.54	36.8%

原料基地费	40.03	16.03	149.7%
自营公司开办费	12.14		
其他	486.97	344.03	41.5%
合计	2,204.19	1,673.87	31.7%

资料来源：上市公司年报，宏源证券研究所

- ◆ 公司 2012 年全年财务费用率-1.59%，同比去年增加 0.32 个百分点，我们认为 2013 年财务费用将继续上升，主要缘于公司投资规模的扩大导致自由现金减少，公司计划 2013 年重点实施的项目需要建设资金 83 亿元，同比去年 36 亿元增长 131%。

3、50%的高分红率和 3.85%股息率凸显投资价值

公司拟以 2012 年年末总股本 103,818 万股为基数，向全体股东每 10 股派发现金红利 64.19 元（含税），共计派发股利 6,664,077,420.00 元，分红率（分红占净利润比率）达到 50.08%，创出历史新高，在白酒股中仅次于泸州老窖。

按照最新收盘价 166.82 元计算，此次分红的股息率为 3.85%，远超过一年期定期存款利率，投资价值凸显。我们认为公司 13 年利润负增长的可能性不大，若 13 年继续保持此分红比例，股价下跌的空间已经十分有限。

图 6：公司分红率逐年提升

分红年度	每 10 股送红股数	每 10 股派息数 (元) (含税)	现金分红(亿元)(含 税)	分红率
2012 年		64.19	66.6	50.08%
2011 年		39.97	41.5	47.35%
2010 年	1	23	21.7	42.97%

资料来源：上市公司年报，宏源证券研究所

二、公司财务数据点评

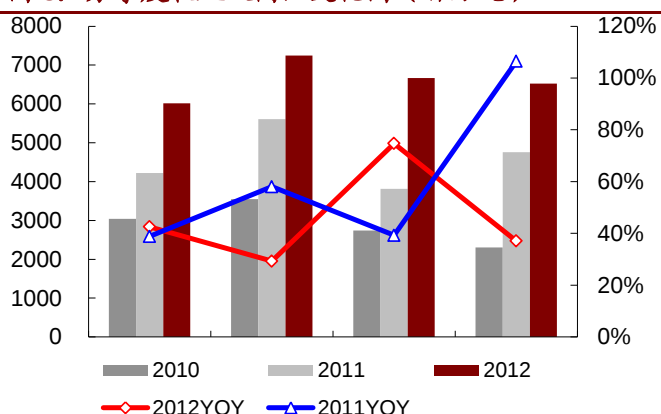
图 7：有关利润表各项目同比及环比变化对比点评

	4Q11	1Q12	2Q12	3Q12	4Q12	同比 变化	环比 变化	点评
营业收入(百万元)	4760	6016	7248	6667	6524	37%	-2	4Q 提价 32%，引发部分提前经销商提前执行计划
-营业成本	8%	8%	8%	9%	6%	-1.9	-2.2	
=毛利	92%	92%	92%	91%	94%	1.9	2.2	提价导致毛利率提升
-营业税金及附加	11%	13%	8%	6%	12%	0.6	5.7	提价导致从价税增加
-销售费用	5%	3%	3%	7%	6%	1.1	-0.7	广告费及促销费增加
-管理费用	14%	8%	5%	7%	14%	-0.1	7.2	工资性支出、环境整治和保护以及自营公司开办费增加
-财务费用	-3%	-2%	-1%	-2%	-2%	0.9	-0.2	

-资产减值损失	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0	0.0	
+公允价值变动损益	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0	0.0	
+投资收益	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0	0.0	
+营业外收支	0.0%	-2.2%	0.0%	-1.5%	-0.4%	-0.5	1.1	捐款增加
=利润总额	64%	69%	78%	72%	63%	-1.1	-8.7	
-所得税费用	15%	17%	19%	18%	16%	0.6	-1.9	
-少数股东损益	3%	3%	3%	2%	3%	0.2	0.3	
=归属于母公司所有者净利润	46%	49%	56%	51%	44%	-1.8	-7.1	管理费用增加较多

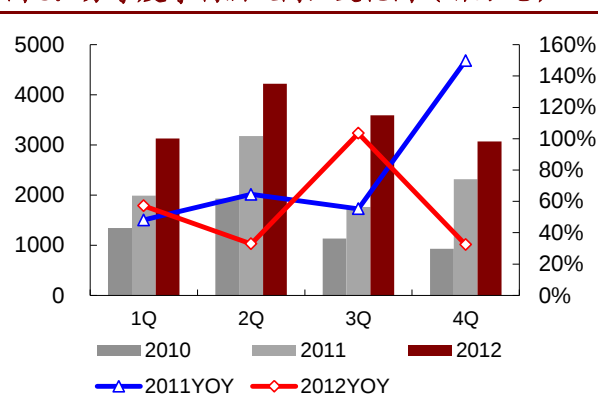
资料来源: Wind, 宏源证券研究所

图 8: 分季度收入及同比变化图 (百万元)



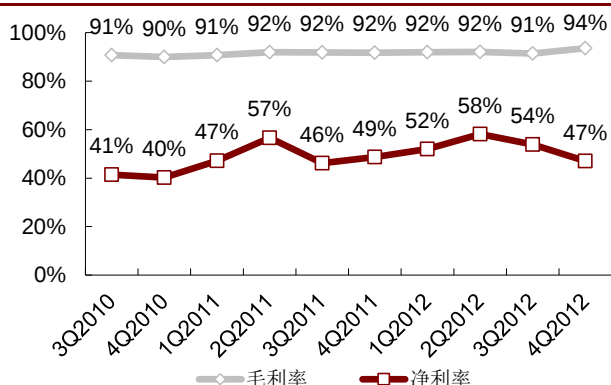
资料来源: Wind, 宏源证券研究所

图 9: 分季度净利润及同比变化图 (百万元)



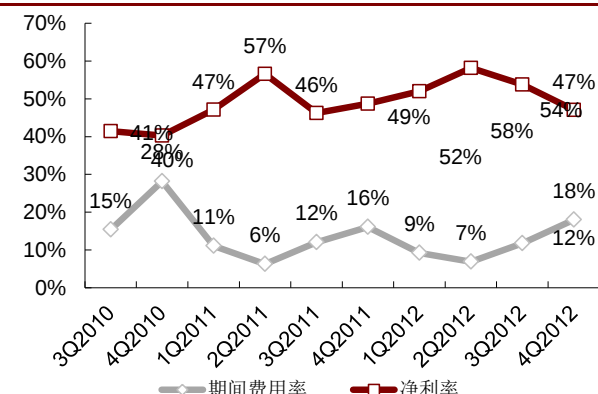
资料来源: Wind, 宏源证券研究所

图 10: 分季度毛利率与净利率关系图



资料来源: Wind, 宏源证券研究所

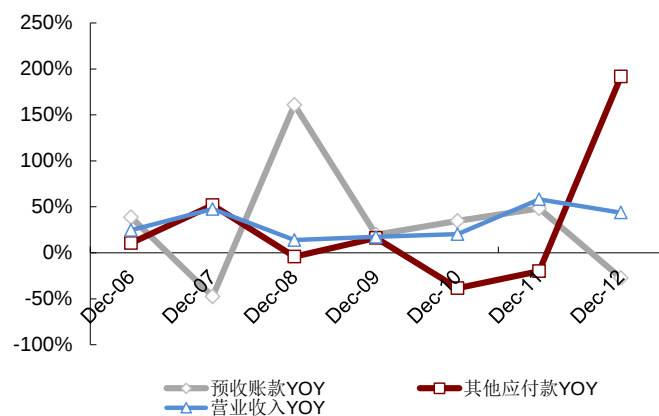
图 11: 分季度期间费用率与净利率关系图



资料来源: Wind, 宏源证券研究所

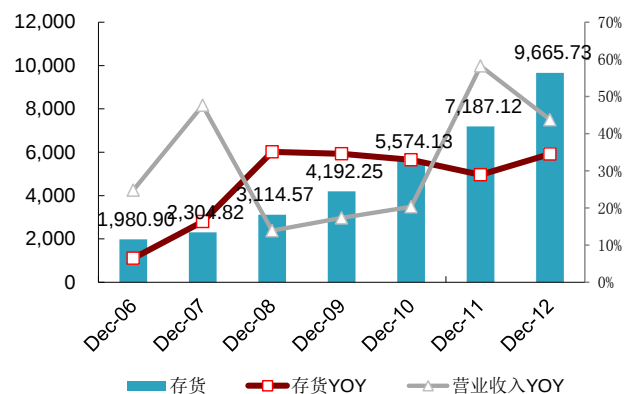
其他应付款增加较多的主要原因是收取的经销商保证金、基本建设工程质保金以及基本建设资格预审保证金同比增多所致。

图 12: 预收、其他应付与主营收入配比关系图



资料来源: Wind, 宏源证券研究所

图 13: 存货增速与收入增速关系图 (百万)



资料来源: Wind, 宏源证券研究所

图 14: 分产品收入预测

		2011	2012	2013E	2014E	2015E
销量						
	年份酒（吨）	486	568	511	562	618
	增速	19.57%	16.88%	-10%	10%	10%
	53 度茅台（直营店）	0	480	900	1,000	1100
	增速			88%	11%	10%
	53 度茅台酒（经销商）	10927	14036	12632	15159	18191
	增速	32.38%	28.45%	-10%	20%	20%
	低度茅台酒销量（吨）	1277	1359	1495	1794	2063
	增速	-14.59%	6.40%	10%	20%	15%
	系列酒销量（吨）	4359	6066	7582	9099	10919
	增速	15.75%	39.15%	25%	20%	20%
价格						
	年份酒（元/斤）	2,265	2,378	2,378	2,497	2,622
	增速	15.00%	5.00%	0%	5%	5%
	53 度茅台酒（直营店）		1,519	1,519	1,519	1,519
	增速					
	53 度茅台酒（经销商）	619	700	819	844	869
	增速	24.05%	13.09%	17.00%	3.00%	3.00%
	低度茅台酒（元/斤）	479	619	619	638	657
	增速	41.72%	29.23%	0%	3%	3%
	系列酒（元/斤）	166	200	230	253	265
	增速	60%	20%	15%	10%	5%
成本						
	年份酒（元/斤）	113	115	118	121	125
	增速	13.58%	1.11%	3%	3%	3%
	53 度茅台酒（元/斤）	40	41	42	43	44
	增速	11.01%	0.48%	3%	3%	3%
	低度茅台酒（元/斤）	40	48	49	51	52
	增速	31.10%	20.46%	3%	3%	3%
	系列酒（元/斤）	52	53	58	61	63
	增速	41%	1%	10%	5%	3%
营业收入(百万元)		18402	26455	31189	38304	46696
	高度茅台酒	15728	22350	25856	31420	38194
	其中：年份酒	2200	2700	2430	2807	3242
	53 度茅台酒	13528	19650	23426	28613	34953
	低度茅台酒	1223	1682	1851	2287	2709
	系列酒	1451	2423	3483	4597	5792

资料来源：Wind，宏源证券研究所

图 15: 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				
	2012	2013E	2014E	2015E		2012	2013E	2014E	2015E
营业收入	26,455	31,864	38,075	46,617	货币资金	22062	37531	47588	61457
YOY	44%	20%	19%	22%	应收和预付款项	4029	2516	3026	13660
营业成本	2,044	2,335	2,810	3,456	存货	9666	12672	15250	1042
毛利	24411	29529	35265	43162	其他流动资产	265	1	1	1
% 营业收入	92%	93%	93%	93%	长期股权投资	4	4	4	4
营业税金及附加	2573	3186	3427	4196	投资性房地产	0	0	0	0
% 营业收入	9.7%	10.0%	9.0%	9.0%	固定资产和在建工程	7200	8400	9600	10800
销售费用	1225	1593	1713	2098	无形资产和开发支出	863	855	848	722
% 营业收入	4.6%	5.0%	4.5%	4.5%	其他非流动资产	0	1	1	1
管理费用	2204	2390	2665	3030	资产总计	44998	61909	75864	87567
% 营业收入	8.3%	7.5%	7.0%	6.5%	短期借款	0	0	0	0
财务费用	-421	-493	-705	-903	应付和预收款项	9526	17639	21914	20120
% 营业收入	-1.6%	-1.5%	-1.9%	-1.9%	长期借款	0	0	0	0
资产减值损失	3	0	0	96	其他负债	18	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	负债合计	9544	17639	21914	20120
投资收益	3	3	3	3	股本	1038	1038	1038	1038
营业利润	18831	22856	28168	34648	资本公积	1375	1375	1375	1375
% 营业收入	71.2%	71.7%	74.0%	74.3%	留存收益	31737	39853	48833	61630
营业外收支	-130	0	0	0	归属母公司股东权益	34150	42266	51246	64043
利润总额	18700	22856	28168	34648	少数股东权益	1304	2004	2704	3404
% 营业收入	70.7%	71.7%	74.0%	74.3%	股东权益合计	35454	44270	53950	67447
所得税费用	4692	5735	7067	8693	负债和股东权益合计	44998	61909	75864	87567
净利润	14008	17121	21100	25955					
归属于母公司所有者的净利润	13308	16421	20400	25255					
少数股东损益	700	700	700	700					
现金流量表					财务指标				
	2012	2013E	2014E	2015E		2012	2013E	2014E	2015E
经营活动现金流净额	36	282	427	428	毛利率	92%	93%	93%	93%
取得投资收益收回现金	0	3	3	3	三费/销售收入	11%	11%	10%	9%
长期股权投资	0	0	0	0	EBIT/销售收入	70%	70%	72%	73%
无形资产投资	-4212	-1199	-1210	-1210	EBITDA/销售收入	71%	71%	73%	74%
固定资产投资	0	-1200	-1200	-1200	销售净利率	53%	54%	55%	56%
其他	0	9	0	0	ROE	39%	39%	40%	39%
投资活动现金流净额	-4199	-1197	-1207	-1207	ROA	30%	27%	27%	29%
债券融资	0	-18	0	0	ROIC	39%	38%	38%	38%
股权融资	392	0	0	0	销售收入增长率	44%	20%	19%	22%
银行贷款增加 (减少)	0	0	0	0	EBIT 增长率	54%	21%	23%	23%
筹资成本	-421	-493	-705	-903	EBITDA 增长率	53%	21%	23%	23%
其他	0	0	0	0	净利润增长率	51%	22%	23%	23%
筹资活动现金流净额	-3915	-18	-8305	-11420	总资产增长率	29%	38%	23%	15%
现金净流量	3807	15469	10057	13869	股东权益增长率	17%	40%	17%	35%
					经营现金净流增长率	17%	40%	17%	35%
					流动比率	3.8	3.0	3.0	3.8
					速动比率	2.8	2.3	2.3	3.8
					应收账款周转天数	0.2	0.2	0.2	75.0

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 年新财富团队成员, 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 年新财富团队成员, 水晶球团队成员。

机构销售团队

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
	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	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。