

调整思路，布局未来

■ **业绩大幅增长，预收账款提升：**公司2012年实现营业收入264.55亿元，同比增长43.76%，归属股东净利润133.08亿元，增长51.86%，每股收益12.82元。第四季度收入增长37.06%，净利润增速32.38%，由于受国家严控“三公”消费的政策性影响，增速大幅下降。报告期末预收账款为50.91亿元，比三季度提升了35.86%，但比去年底减少19.36亿元。尽管四季度受益茅台酒提价20%，但随着政务消费巨量下降，销售增速大幅放缓。

■ **产品结构最高，政策性压力大：**报告期内茅台酒产品销售收入240.33亿元，占公司总收入的91%，同比增速为41.78%。系列酒的销售收入24.22亿元，增长66.98%。茅台酒与系列酒的毛利率分别提升了0.63%和4.63%。作为中国白酒的第一品牌，公司的产品结构为倒金字塔形，在当前行业周期叠加政策性压力的背景下，受到的冲击大。

■ **调整思路，布局未来：**在当前的形式下，如果看的更远，我们认为茅台需要调整思路：首先公司需要丰富产品线，在不伤害“茅台”品牌的基础上推出适合中等和较高收入水平人群的中端和次高端系列产品。我们注意到，这两年公司已经先后推出汉酱和仁酒定位中高端。另外，公司需要将营销定位为高端政务消费调整为聚焦中国高收入和富裕阶层的民间消费，同时大力打击假茅台，逐步树立普通消费者“能买到真茅台”的信心。

■ **投资建议：**由于当前基本面情况仍不容乐观，估值修复尚需时日，下调至增持-A投资评级，6个月目标价200元。我们预计2013年-2015年的收入增速分别为20.08%、16.67%、22.15%，净利润增速分别为19.31%、16.60%、21.93%，EPS分别为15.63、18.21和22.20元，相当于2013年13倍动态市盈率。

■ **风险提示：**食品安全问题和国家进一步出台政策抑制高端白酒消费

摘要(百万元)	2011	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入	18,402.4	26,455.3	31,770.4	37,069.8	45,282.2
净利润	9,250.3	14,008.5	16,847.0	19,627.1	23,931.1
每股收益(元)	8.44	12.82	15.63	18.21	22.20
每股净资产(元)	24.47	34.15	47.13	62.25	80.69
盈利和估值	2011	2012	2013E	2014E	2015E
市盈率(倍)	19.8	13.0	10.7	9.2	7.5
市净率(倍)	6.8	4.9	3.5	2.7	2.1
净利润率	47.6%	50.3%	51.1%	51.0%	50.9%
净资产收益率	36.4%	39.5%	34.4%	30.4%	28.6%
股息收益率	1.3%	0.0%	1.9%	2.3%	2.8%
ROIC	138.0%	160.2%	105.4%	81.8%	74.8%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

投资评级 **增持-A**

调低评级

6个月目标价 **200.00**元
股价(2013-03-28) **166.82**元

交易数据

总市值(百万元)	173,189.19
流通市值(百万元)	173,189.19
总股本(百万股)	1,038.18
流通股本(百万股)	1,038.18
12个月价格区间	165.18/262.70元
十大股东(%)	68.87%

股价表现



资料来源：Wind 资讯

	1M	3M	12M
相对收益	1.84	-22.20	-18.16
绝对收益	-4.67	-21.42	-17.17

李铁

分析师

SAC 执业证书编号：S1450511020014
litie2@essence.com.cn
010-66581633

徐昊

分析师

SAC 执业证书编号：S1450511080005
xuhao1@essence.com.cn
010-66581748

相关报告

贵州茅台：提价奠定业绩基础：2012年3季报点评	2012-10-26
贵州茅台：提振市场信心：提价公告点评	2012-09-04
贵州茅台：增速放缓，预收款大幅降低：-2012年中报点评	2012-08-10

财务报表预测和估值数据汇总(2013年03月28日)

利润表						财务指标					
(百万元)	2011	2012	2013E	2014E	2015E	(百万元)	2011	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入	18,402.4	26,455.3	31,770.4	37,069.8	45,282.2	成长性					
减:营业成本	1,551.2	2,044.3	2,516.8	3,078.8	3,881.7	营业收入增长率	58.2%	43.8%	20.1%	16.7%	22.2%
营业税费	2,477.4	2,572.6	3,088.1	3,603.2	4,401.4	营业利润增长率	72.3%	52.6%	19.3%	16.5%	21.9%
销售费用	720.3	1,224.6	1,588.5	1,853.5	2,264.1	净利润增长率	73.5%	51.9%	21.9%	16.5%	21.9%
管理费用	1,673.9	2,204.2	2,859.3	3,336.3	4,075.4	EBITDA 增长率	69.8%	52.8%	17.4%	15.8%	21.4%
财务费用	-350.8	-421.0	-752.4	-970.3	-1,245.9	EBIT 增长率	71.6%	53.6%	17.9%	16.1%	21.7%
资产减值损失	-2.5	3.0	11.4	0.8	1.3	NOPLAT 增长率	72.6%	52.4%	18.9%	16.1%	21.7%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	31.2%	80.7%	49.6%	33.0%	32.3%
投资和汇兑收益	3.4	3.1	3.0	3.0	3.0	净资产增长率	36.9%	39.6%	38.0%	32.1%	29.6%
营业利润	12,336.2	18,830.7	22,461.7	26,170.5	31,907.2	利润率					
加:营业外净收支	-1.5	-130.2	1.0	-1.0	1.0	毛利率	91.6%	92.3%	92.1%	91.7%	91.4%
利润总额	12,334.7	18,700.5	22,462.7	26,169.5	31,908.2	营业利润率	67.0%	71.2%	70.7%	70.6%	70.5%
减:所得税	3,084.3	4,692.0	5,615.7	6,542.4	7,977.0	净利润率	47.6%	50.3%	51.1%	51.0%	50.9%
净利润	9,250.3	14,008.5	16,847.0	19,627.1	23,931.1	EBITDA/营业收入	66.9%	71.2%	69.6%	69.1%	68.6%
						EBIT/营业收入	65.1%	69.6%	68.3%	68.0%	67.7%
						运营效率					
						固定资产周转天数	94	83	76	64	50
						流动营业资本周转天数	28	57	122	182	221
						流动资产周转天数	471	436	475	531	562
						应收账款周转天数	0	0	0	0	0
						存货周转天数	125	115	122	128	131
						总资产周转天数	592	544	572	612	625
						投资资本周转天数	147	163	218	262	284
						投资回报率					
						ROE	36.4%	39.5%	34.4%	30.4%	28.6%
						ROA	26.5%	31.1%	30.1%	28.0%	27.4%
						ROIC	138.0%	160.2%	105.4%	81.8%	74.8%
						费用率					
						销售费用率	3.9%	4.6%	5.0%	5.0%	5.0%
						管理费用率	9.1%	8.3%	9.0%	9.0%	9.0%
						财务费用率	-1.9%	-1.6%	-2.4%	-2.6%	-2.8%
						三费/营业收入	11.1%	11.4%	11.6%	11.4%	11.2%
						偿债能力					
						资产负债率	27.2%	21.2%	12.7%	7.7%	4.1%
						负债权益比	37.4%	26.9%	14.5%	8.3%	4.2%
						流动比率	2.94	3.80	6.71	11.57	22.50
						速动比率	2.18	2.79	5.03	8.84	17.31
						利息保障倍数	-34.17	-43.73	-28.85	-25.97	-24.61
						分红指标					
						DPS(元)	2.09	-	3.25	3.78	4.61
						分红比率	24.8%	0.0%	20.8%	20.8%	20.8%
						股息收益率	1.3%	0.0%	1.9%	2.3%	2.8%

资产负债表

	2011	2012	2013E	2014E	2015E
货币资金	18,254.7	22,062.0	28,600.5	37,089.4	46,967.3
交易性金融资产	-	-	-	-	-
应收账款	49.5	155.8	187.1	218.4	266.7
应收票据	252.1	204.1	245.5	286.4	349.9
预付账款	1,861.0	3,872.9	6,349.7	9,379.6	13,199.5
存货	7,187.1	9,665.7	11,895.1	14,551.2	18,345.7
其他流动资产	225.2	264.6	291.7	318.7	360.6
可供出售金融资产	-	-	-	-	-
持有至到期投资	60.0	50.0	50.0	50.0	50.0
长期股权投资	4.0	4.0	4.0	4.0	4.0
投资性房地产	-	-	-	-	-
固定资产	5,426.0	6,807.3	6,649.3	6,432.4	6,172.2
在建工程	251.4	392.7	236.2	142.3	86.0
无形资产	808.4	862.6	862.7	862.8	862.9
其他非流动资产	521.4	656.5	661.0	660.8	660.6
资产总额	34,900.9	44,998.2	56,032.9	69,995.9	87,325.4
短期债务	-	-	300.0	300.0	300.0
应付账款	1,088.5	1,735.3	438.2	536.1	675.8
应付票据	-	-	-	-	-
其他流动负债	8,392.3	7,791.1	6,346.3	4,510.8	2,557.0
长期借款	-	-	-	-	-
其他非流动负债	16.8	17.8	17.8	17.8	17.8
负债总额	9,497.5	9,544.2	7,102.2	5,364.7	3,550.6
少数股东权益	412.2	1,304.4	1,924.4	2,646.6	3,527.3
股本	1,038.2	1,038.2	1,038.2	1,038.2	1,038.2
留存收益	23,953.0	33,111.5	45,968.1	60,946.5	79,209.4
股东权益	25,403.4	35,454.0	48,930.7	64,631.3	83,774.8

现金流量表

	2011	2012	2013E	2014E	2015E
净利润	9,250.3	14,008.5	16,847.0	19,627.1	23,931.1
加:折旧和摊销	348.1	434.8	392.8	400.8	406.4
资产减值准备	-2.5	3.0	11.4	0.8	1.3
公允价值变动损失	-	-	-	-	-
财务费用	-0.1	-0.1	-0.1	-752.4	-970.3
投资损失	-3.4	-3.1	-3.0	-3.0	-3.0
少数股东损益	487.2	700.4	620.0	722.3	880.7
营运资金的变动	508.2	-1,227.5	-7,552.8	-7,523.7	-9,583.8
经营活动产生现金流量	10,148.6	11,921.3	9,563.0	12,254.0	14,386.8
投资活动产生现金流量	-2,120.4	-4,199.5	-29.1	-29.1	-29.1
融资活动产生现金流量	-2,661.9	-3,914.5	-2,317.9	-2,956.2	-3,541.7

业绩和估值指标

	2011	2012	2013E	2014E	2015E
EPS(元)	8.44	12.82	15.63	18.21	22.20
BVPS(元)	24.47	34.15	47.13	62.25	80.69
PE(X)	19.8	13.0	10.7	9.2	7.5
PB(X)	6.8	4.9	3.5	2.7	2.1
P/FCF	-	27.0	19.5	15.4	13.2
P/S	9.4	6.5	5.5	4.7	3.8
EV/EBITDA	12.7	8.2	6.8	5.5	4.3
CAGR(%)	28.5%	19.5%	18.9%	-100.0%	-100.0%
PEG	0.7	0.7	0.6	-0.1	-0.1
ROIC/WACC	14.1	16.4	10.8	8.4	7.6
REP	1.3	0.6	0.6	0.6	0.4

数据来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
- 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
- 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
- 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

■ 分析师声明

李铁、徐昊分别声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断, 本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期, 本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态, 本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。同时, 本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点, 一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准, 如有需要, 客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下, 本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务, 提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。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, 无论是否已经明示或暗示, 本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下, 本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有, 未经事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	梁涛	021-68766067	liangtao@essence.com.cn
	张勤	021-68763879	zhangqin@essence.com.cn
	凌洁	021-68765237	lingjie@essence.com.cn
	黄方禅	021-68765913	huangfc@essence.com.cn
	潘艳	021-68766516	panyan@essence.com.cn
北京联系人	温鹏	010-59113570	wenpeng@essence.com.cn
	潘冬亮	010-59113590	pandl@essence.com.cn
	周蓉	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
	刘凯	010-59113572	liukai2@essence.com.cn
深圳联系人	沈成效	0755-82558059	shencx@essence.com.cn
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558087	fanhq@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址：深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编：518026

上海市

地址：上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层

邮编：200123

北京市

地址：北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层

邮编：100034

