

**评级：强烈推荐（维持）**
**食品饮料饮料**
**公司季报点评**

证券研究报告

分析师 李镜池 S1080511060001

电话：0755-82481099

邮件：lijingchi@fcsc.cn

## 贵州茅台(600519):有望率先完成调整, 维持“强烈推荐”

预测价格区间(元) 220 ~ 240

**交易数据**

上一日交易日股价(元)	172.74
总市值(百万元)	179,335
流通股本(百万股)	1,038
流通股比率(%)	100.00

**资产负债表摘要(12/12)**

股东权益(百万元)	34,150
每股净资产(元)	32.89
市净率(倍)	5.25
资产负债率(%)	21.21

**公司与沪深300指数比较**

**相关报告**
**事件:**

2013年04月17日贵州茅台发布2013年1季报,收入71.66亿元,较上年同期增长19.1%,归属母公司净利润35.93亿元,较上年同期增长21%,扣非后归属母公司净利润38.45亿元,增长29.6%。

**点评:**

- **1季度收入、净利润增长基本符合预期。**1季度收入增长19.1%,毛利率93.3%,提升1.3个百分点,营业税金率下降5.25个百分点,三项费用率上升0.97个百分点,营业外支出2.52亿(缴纳罚款2.45亿),净利润增长21%,扣非后净利润增长29%。
- **销量同比下降9%,提价提升毛利率。**考虑价格同比增长30%,1季度销量下降9%左右,受政府廉政建设和反腐的影响,公司直营渠道的销量会直接受到影响,目前经销商、专卖店渠道受的影响并不大。
- **预收账款环比下降22.2亿,不必过分担心。**1季度预收款下降至28.7亿,回落至2010年1季度的水平。从两个方面解读:一是经销商从提前打款变成按时打款,预收账款有两部分,一是真实的预收账款的上升,二是未确认的收入,我们测算(根据母公司主营成本与合并主营成本的差额),1季度预收款的下降主要反映的是真实预收款的下降,未确认收入部分仅下降1.8亿,说明经销商提前打款的积极性有所下降,从之前的不断提前打款变成按计划打款,反应了经销商的现金流情况和预期的下降;二是茅台的预收款/主营收入大幅上升主要发生在提价预期强的时期,如2010、2011年,以及往往在4季度,提价预期弱的08、



09 年 1-3 季度预收款的水平也在低位，目前经销商提价预期的下降，预收款的低位波动也属合理情况。

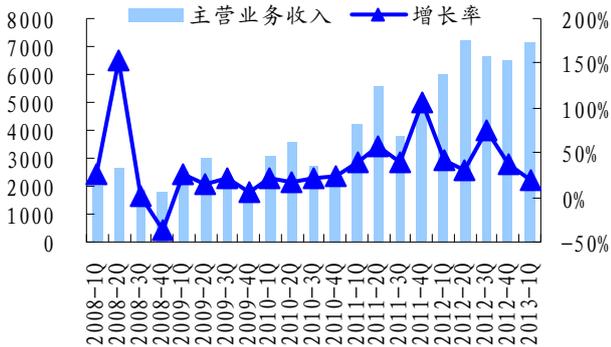
其他应付款从年初 13.9 亿上升到 1 季末的 15.4 亿。

- **2 季度收入增长的压力会变大，全年预计可完成 20%。**按公司业绩的分布，2 季度的占比最大，有较高的业绩基数加上往年 1 季度会平滑部分业绩到 2 季度，而今年没有，2 季度收入增长的压力变大，会较为真实的反应市场需求情况。目前大部分地区一批价在 900 元左右，终端商超的零售价在 1200-1300 元水平，电商价格有千元左右。茅台的价格体系依然是一线白酒中最好的，经销商利润虽有下降但仍然是最高的，渠道的库存也不大，经销商按计划打款，现在价位的市场需求支撑力强，投资性需求会逐渐恢复，预计全年能够完成 20% 收入增长。
- **调整有望率先完成，维持“强烈推荐”。**预计 13、14 年公司收入增长 19.6%、15%，业绩增长 19.2%、17.6%，每股收益 15.28、17.97 元，对应 13、14 年 PE 为 11.7、9.9 倍。公司行业地位突出，在高端酒市场受冲击的情况下，通过价格下调挤占其他竞品的市场，消费的忠诚度高，高端白酒中会率先完成调整，以 2012 年为基期，未来三年复合增速 16%，由过去的高增长进入到稳定增长，维持“强烈推荐”评级。中报业绩对市场真实需求的反映和下半年政策环境的稳定有利于公司的估值修复，给予 13 年 14-15 倍 PE 估值，目标价为 220-240 元。

**风险提示：**1、政策风险，三公消费、禁酒令的限制更为严厉；  
2、周期风险，固定资产投资增速大幅下滑。

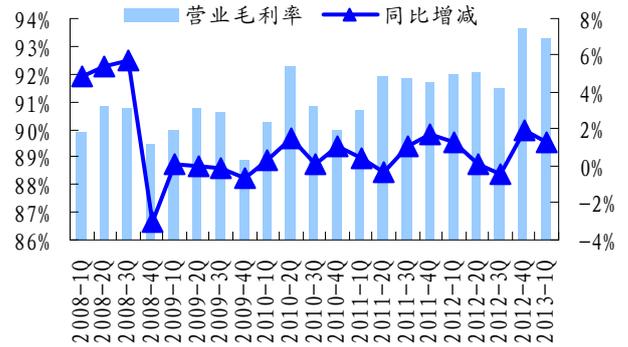


图 1 12Q4、13Q1 收入分别增长 37%、19.1%



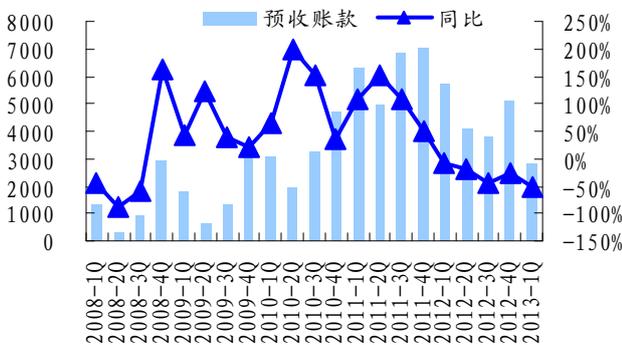
数据来源: wind 公司公告 第一创业证券研究所

图 2 12Q4、13Q1 毛利率分别提升 1.9、1.3 个百分点



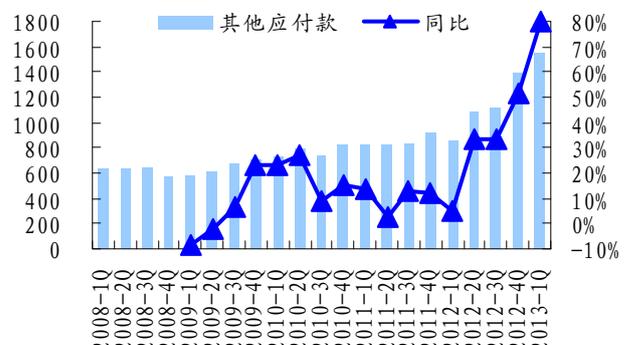
数据来源: wind 公司公告 第一创业证券研究所

图 3 Q1 预收账款 28.7 亿, 环比下降 22.2 亿



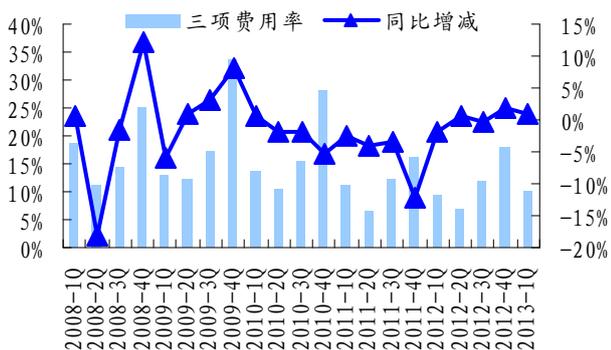
数据来源: wind 公司公告 第一创业证券研究所

图 4 Q1 其他应收账款 15.4 亿, 增长 79.7%



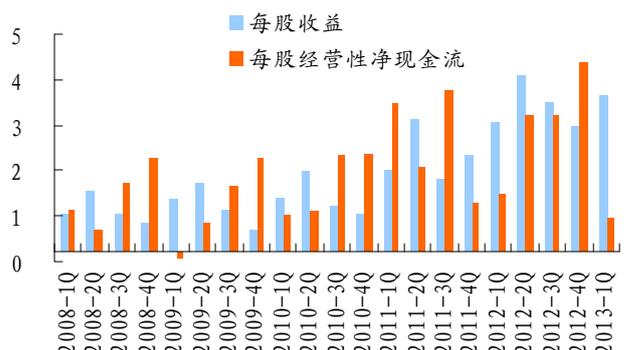
数据来源: wind 公司公告 第一创业证券研究所

图 5 13Q1 三项费用率增长 1 个百分点



数据来源: wind 公司公告 第一创业证券研究所

图 6 Q1 每股经营现金流 0.76 元, 每股收益 3.46 元



数据来源: wind 公司公告 第一创业证券研究所



表 1 12Q4、13Q1 贵州茅台财务数据比较分析

	2012Q1	2013Q1	2011Q4	2012Q4	2013年1季报业绩说明
营业收入 (百万)	6015.97	7165.79	4760.28	6523.90	收入增长19.1%, Q4、Q1分别增长37.05%、19.1%;
同比(+/-%)	42.54%	19.11%	106.46%	37.05%	
营业成本	482.06	481.12	395.39	415.43	
销售毛利率 (%)	91.99%	93.29%	91.69%	93.63%	提高1.3个百分点;
营业税金率 (%)	13.44%	8.19%	11.47%	12.08%	下降5.25个百分点
营业费用率 (%)	3.16%	3.96%	4.76%	5.86%	上升0.8个百分点;
管理费用率 (%)	7.64%	7.79%	14.13%	14.04%	上升0.15个百分点
财务费用率 (%)	-1.62%	-1.60%	-2.79%	-1.89%	基本持平
三项费用合计	552.64	727.95	766.17	1175.05	
三项费用率 (%)	9.19%	10.16%	16.09%	18.01%	上升0.97个百分点
资产减值损失	0.00	0.00	-0.90	2.02	
营业利润	4173.01	5370.18	3053.77	4143.45	
/营业收入 (%)	69.37%	74.94%	64.15%	63.51%	提高5.58个百分点
同比(+/-%)	57.34%	28.69%	141.71%	35.68%	
营业外收支净额	1.92	-252.29	1.34	-28.21	大幅上升, 反垄断被罚款2.45亿
利润总额	4174.93	5117.89	3055.11	4115.23	
同比(+/-%)	57.30%	22.59%	141.20%	34.70%	
所得税率 (%)	25.04%	26.27%	24.07%	25.39%	上升1.23个百分点
净利润	3129.49	3773.36	2319.61	3070.47	
净利润率 (%)	52.02%	52.66%	48.73%	47.06%	受营业外支出影响, 提高0.64个百分点
同比(+/-%)	57.16%	20.57%	149.78%	32.37%	
少数股东损益/利润总额 (%)	3.84%	3.52%	4.11%	4.43%	
归属母公司净利润	2969.22	3593.10	2194.06	2888.02	
同比(+/-%)	57.60%	21.01%	150.17%	31.63%	同比增长21%, 超收入增速2个百分点;
每股收益 (元)	2.86	3.46	2.11	2.78	
每股收益-扣除资产减值损失、营业外收支	2.86	3.63	2.11	2.80	经营性每股收益3.63元, 增长27%

数据来源: 公司公告 第一创业研究所

表 2 贵州茅台盈利预测表

	2011	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入 (百万)	18402.36	26455.34	31648.07	36420.85	40190.52
同比(+/-%)	58.2%	43.8%	19.6%	15.1%	10.4%
销售毛利率 (%)	91.6%	92.3%	92.6%	92.4%	92.4%
营业税金率 (%)	13.5%	9.7%	9.5%	9.5%	9.5%
营业费用率 (%)	3.9%	4.6%	5.2%	5.0%	4.5%
管理费用率 (%)	9.1%	8.3%	8.0%	7.5%	7.0%
财务费用率 (%)	-1.9%	-1.6%	-1.8%	-2.2%	-2.5%
三项费用合计	2043.45	3007.77	3579.51	3740.42	3614.97



三项费用率(%)	11.1%	11.4%	11.3%	10.3%	9.0%
利润总额	12334.66	18700.49	22483.01	26437.47	29701.47
所得税	3084.34	4692.04	5721.93	6728.34	7559.02
净利润	9250.32	14008.45	16761.08	19709.14	22142.44
同比(+/-%)	73.2%	51.4%	19.6%	17.6%	12.3%
少数股东损益	487.18	700.37	899.32	1057.50	1188.06
归属母公司净利润	8763.15	13308.08	15861.76	18651.64	20954.39
同比(+/-%)	73.5%	51.9%	19.2%	17.6%	12.3%
每股收益(元)	8.44	12.82	15.28	17.97	20.18

数据来源：公司公告 第一创业证券研究所



## 主要财务指标预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2012	2013E	2014E	2015E	会计年度	2012	2013E	2014E	2015E
<b>流动资产</b>	36225	51571	63617	75924	<b>营业收入</b>	26455	31648	36421	40191
现金	22062	36159	45060	55633	营业成本	2044	2331	2780	3053
应收账款	18	17	21	23	营业税金及附加	2573	3007	3460	3818
其他应收款	138	138	169	183	营业费用	1225	1630	1821	1809
预付账款	3873	3876	4837	5234	管理费用	2204	2532	2732	2813
存货	9666	11021	13144	14435	财务费用	-421	-582	-812	-1007
其他流动资产	469	359	384	416	资产减值损失	3	3	3	3
<b>非流动资产</b>	8773	9847	10897	11871	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	4	404	804	1204	投资净收益	3	0	0	0
固定资产	6807	7569	8241	8834	<b>营业利润</b>	18831	22728	26437	29701
无形资产	863	847	831	815	营业外收入	7	0	0	0
其他非流动资产	1099	1028	1021	1018	营业外支出	137	245	0	0
<b>资产总计</b>	44998	61419	74513	87795	<b>利润总额</b>	18700	22483	26437	29701
<b>流动负债</b>	9526	9186	10502	10967	所得税	4692	5722	6728	7559
短期借款	0	0	0	0	<b>净利润</b>	14008	16761	19709	22142
应付账款	345	349	434	470	少数股东损益	700	899	1057	1188
其他流动负债	9181	8837	10068	10497	<b>归属母公司净利润</b>	13308	15862	18652	20954
<b>非流动负债</b>	18	18	18	18	EBITDA	18845	22621	26176	29320
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	12.82	15.28	17.97	20.18
其他非流动负债	18	18	18	18					
<b>负债合计</b>	9544	9204	10520	10985	<b>主要财务比率</b>				
少数股东权益		2204	3261	4449	<b>会计年度</b>	<b>2012</b>	<b>2013E</b>	<b>2014E</b>	<b>2015E</b>
股本	1038	1038	1038	1038	<b>成长能力</b>				
资本公积	1375	1375	1375	1375	营业收入	43.8%	19.6%	15.1%	10.4%
留存收益	31737	47598	58319	69948	营业利润	52.6%	20.7%	16.3%	12.3%
归属母公司股东权益	34150	50011	60732	72361	归属于母公司净利润	51.9%	19.2%	17.6%	12.3%
<b>负债和股东权益</b>	44998	61419	74513	87795	<b>获利能力</b>				
					毛利率(%)	92.3%	92.6%	92.4%	92.4%
					净利率(%)	50.3%	50.1%	51.2%	52.1%
					ROE(%)	39.0%	31.7%	30.7%	29.0%
					ROIC(%)	110.9%	109.9%	109.2%	110.6%
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率(%)	21.2%	15.0%	14.1%	12.5%
					净负债比率(%)	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
					流动比率	3.80	5.61	6.06	6.92
					速动比率	2.79	4.41	4.81	5.61
					<b>营运能力</b>				
					总资产周转率	0.66	0.59	0.54	0.50
					应收账款周转率	1828.32	1445.61	1507.64	1447.02
					应付账款周转率	7.90	6.72	7.10	6.76
					<b>每股指标(元)</b>				
					每股收益(最新摊薄)	12.82	15.28	17.97	20.18
					每股经营现金流(最新摊薄)	11.48	14.26	16.97	19.74
					每股净资产(最新摊薄)	32.89	48.17	58.50	69.70
					<b>估值比率</b>				
					P/E	13.9	11.7	9.9	8.8
					P/B	5.4	3.7	3.1	2.6
					EV/EBITDA	8.7	7.3	6.3	5.6

数据来源:公司公告 第一创业研究所

## 免责声明:

本报告仅供第一创业证券股份有限公司(以下简称“本公司”)研究所的客户使用。本公司研究所不会因接收人收到本报告而视其为客户。若本报告的接收人非本公司的客户,应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告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,也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。

本报告可能在今后一段时间内因公司基本面变化和假设不成立导致的目标价格不能达成的风险。

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,报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价,投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。

本公司及其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头寸并进行交易,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。

本报告版权归本公司所有,未经本公司授权,不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅,任何媒体和个人不得自行公开刊登、传播或使用,否则本公司保留追究法律责任的权利;任何媒体公开刊登本研究报告必须同时刊登本公司授权书,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改,并自行承担向其读者、受众解释、解读的责任,因其读者、受众使用本报告所产生的一切法律后果由该媒体承担。任何自然人不得未经授权而获得和使用本报告,未经授权的任何使用行为都是不当的,都构成对本公司权利的损害,由其本人全权承担责任和后果。

市场有风险,投资需谨慎。

## 投资评级:

评级类别	具体评级	评级定义
股票投资评级	强烈推荐	预计6个月内,股价涨幅超同期市场基准指数20%以上
	审慎推荐	预计6个月内,股价涨幅超同期市场基准指数5-20%之间
	中性	预计6个月内,股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
	回避	预计6个月内,股价表现弱于市场基准指数5%以上
行业投资评级	推荐	行业基本面向好,行业指数将跑赢基准指数
	中性	行业基本面稳定,行业指数跟随基准指数
	回避	行业基本面向淡,行业指数将跑输基准指数

### 第一创业证券股份有限公司

深圳市罗湖区笋岗路12号中民时代广场B座25-26层

TEL:0755-25832583 FAX:0755-25831718

P.R.China:518028 www.firstcapital.com.cn

北京市西城区金融大街甲9号金融街中心8层

TEL:010-63197788 FAX:010-63197777

P.R.China:100140

上海市浦东新区巨野路53号

TEL:021-68551658 FAX:021-68551281

P.R.China:200135