

食品饮料行业

报告原因：季报点评

2013年4月18日

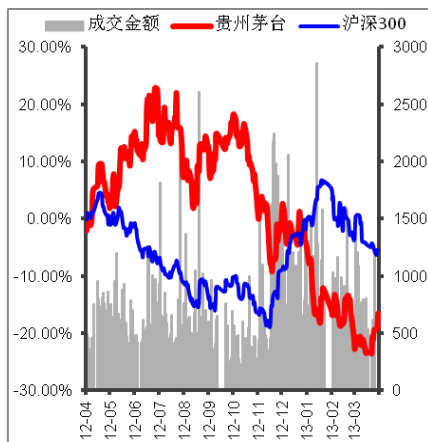
市场数据：2013年4月17日

收盘价（元）	178.49
一年内最高/最低（元）	266.1/160.5
市净率	4.9
市盈率	11.4
流通A股市值（百万元）	185,304

基础数据：2013年3月31日

每股收益（元）	3.46
营业收入（百万元）	7,165.78
净利润（百万元）	3,593.10
总股本/流通A股（百万）	1038/1038

公司近期市场表现（最近一年）：



分析师：

罗胤

执业证书编号：S0760511010012

Tel: 010-82190301

Email: luoyin@sxzq.com

联系人：

张小玲

Tel: 0351-8686990

010-82190365

Email: zhangxiaoling@sxzq.com

孟军

Tel: 010-82190365

Email: mengjun@sxzq.com

贵州茅台 (600519)

增持

预收确认比例加大，税收因素成利润率上行主因

维持评级

公司研究/点评报告

盈利预测：

单位：百万元、元、%、倍

	营业收入	增长率	净利润	增长率	每股收益	销售利润率	净资产收益率	市盈率
2012A	26,455	43.8	13,308	51.9	12.82	53.0	39.5	13.9
2013E	31,986	20.9	16,315	22.6	15.72	53.7	37.5	11.4
2014E	40,181	25.6	20,641	26.5	19.88	54.1	37.0	9.0
2015E	52,497	30.6	27,055	31.1	26.06	54.2	37.5	6.8

注：“市盈率”是指目前股价除以各年业绩

投资要点：

● **业绩符合预期。**2013年1季度公司共实现营业收入716,578.59万元，同比增长19.11%；实现归属于公司股东的净利润359,309.81万元，同比增长21.01%；每股收益3.46元。业绩符合预期。

● **多重利空影响，一季度销售增速大幅放缓。**受到宏观经济增速放缓、行业周期性波动、政策层面限制及塑化剂事件等多重利空因素影响，一季度高端白酒经营承压，公司当季销售收入增速大幅放缓，降至19.11%，较上年同期及去年四季度分别下降23.43和17.94个百分点，创两年以来低点。同时，预收账款确认比例加大，上期末预收账款在一季度确认四成以上，达22.25亿元，使得一季末预收账款余额再度下降，亦创近年低点。不过，所幸现金流状况尚算稳定，当期销售商品收到现金61.6亿元，显示在预期转向背景下，经销商提前打款意愿降低，企业发货加快。未来，预计在各种因素影响下高端白酒销售仍将面临压力，公司持续增长将寄望系列酒，汉酱等产品的成功打造或将成为公司增长新引擎。

● **提价因素促毛利率提升，税收因素成利润率上行主因。**公司一季度销售增长最主要来自于上年的产品提价，受提价推动一季度公司毛利率达93.29%，较上年同期上升1.3个百分点，不过在终端价格大幅下行背景下，短期内公司价格持续上涨红利应将在不在。而利润增长最主要来自税收因素变化，一季度公司营业税金及附加占营业收入比重仅为8.19%，较上年同期下降5.25个百分点，带动营业利润率增至74.94%，比上年同期上升5.58个百分点，成为利润快于收入增长的主要原因。

● **投资建议：**公司品牌力强大，持续增长依然可期，当前估值位于历史底部，我们预计公司2013-2015年EPS分别为15.72、19.88、26.06元，对应动态市盈率分别为11.4、9.0、6.8倍，维持“增持”评级。

● **风险提示：**宏观经济增速放缓；政策层面限制酒类消费。

表 1：贵州茅台单季利润表

单位：百万元	11Q2	11Q3	11Q4	12Q1	12Q2	12Q3	12Q4	13Q1	同比变化
一、营业总收入	5,605	3,816	4,760	6,016	7,248	6,667	6,524	7,166	19.11
营业收入	5,605	3,816	4,760	6,016	7,248	6,667	6,524	7,166	19.11
二、营业总成本	1,371	1,424	1,707	1,843	1,625	1,779	2,380	1,796	(2.57)
营业成本	453	311	395	482	578	569	415	481	(0.19)
营业税金及附加	569	654	546	808	548	428	788	587	(27.44)
销售费用	157	169	227	190	216	435	383	284	49.39
管理费用	289	358	673	460	372	456	916	558	21.45
财务费用	-95	-69	-133	-97	-90	-110	-124	-115	17.67
资产减值损失	-2	-0	-1	0	1	0	2	0	
三、其他经营收益	3	0	0	0	3	0	0	0	14.00
投资净收益	3	0	0	0	3	0	0	0	14.00
四、营业利润	4,237	2,393	3,054	4,173	5,627	4,888	4,143	5,370	28.69
加：营业外收入	1	2	2	2	0	2	2	0	(98.30)
减：营业外支出	5	3	1	0	2	105	30	252	
五、利润总额	4,233	2,392	3,055	4,175	5,625	4,785	4,115	5,118	22.59
减：所得税	1,058	628	735	1,045	1,406	1,196	1,045	1,345	28.61
六、净利润	3,175	1,764	2,320	3,129	4,219	3,589	3,070	3,773	20.57
减：少数股东损益	152	103	126	160	193	165	182	180	12.47
归属于母公司所有者净利润	3,023	1,662	2,194	2,969	4,027	3,424	2,888	3,593	21.01
七、每股收益：	3.20	1.60	2.11	2.86	3.88	3.30	2.78	3.46	21.01
收入增长率(%)	58.01	39.26	106.46	42.54	29.32	74.70	37.05	19.11	(23.43)
毛利率(%)	91.92	91.86	91.69	91.99	92.03	91.46	93.63	93.29	1.30
营业利润率(%)	75.60	62.70	64.15	69.37	77.63	73.31	63.51	74.94	5.58
净利率(%)	56.64	46.23	48.73	52.02	58.21	53.83	47.06	52.66	0.64
销售费用率(%)	2.81	4.43	4.76	3.16	2.99	6.53	5.86	3.96	0.80
管理费用率(%)	5.15	9.39	14.13	7.64	5.13	6.85	14.04	7.79	0.15
归属于母公司净利润增长率(%)	64.83	54.68	150.17	57.60	33.19	106.05	31.63	21.01	(36.59)

资料来源：公司公告 山西证券研究所



➤ 盈利预测

表 2：盈利预测表

单位：百万元	2012	2013E	2014E	2015E
一、营业总收入	18,402.36	27,762.03	38,602.66	50,836.48
营业收入	18,402.36	27,762.03	38,602.66	50,836.48
二、营业总成本	6,069.57	7,734.53	10,465.70	13,411.45
营业成本	1,551.23	2,059.97	2,749.03	3,452.59
营业税金及附加	2,477.39	3,164.87	4,400.70	5,795.36
销售费用	720.33	930.03	1,196.68	1,474.26
管理费用	1,673.87	2,109.91	2,856.60	3,660.23
财务费用	-350.75	-530.25	-737.31	-970.98
资产减值损失	-2.50	0.00	0.00	0.00
三、其他经营收益	3.38	1.00	1.00	1.00
投资净收益	3.38	1.00	1.00	1.00
四、营业利润	12,336.16	20,028.51	28,137.95	37,426.02
加：营业外收入	7.18	4.00	4.00	4.00
减：营业外支出	8.69	6.00	6.00	6.00
五、利润总额	12,334.66	20,026.51	28,135.95	37,424.02
减：所得税	3,084.34	5,006.63	7,033.99	9,356.01
六、净利润	9,250.32	15,019.88	21,101.97	28,068.02
减：少数股东损益	487.18	788.54	1,107.85	1,473.57
归属于母公司所有者的净利润	8,763.15	14,231.34	19,994.11	26,594.45
七、每股收益：	8.44	13.71	19.26	25.62
净利润增长率(%)	73.49	62.40	40.49	33.01

资料来源：山西证券研究所

投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20% 以上
增持： 相对强于市场表现 5~20%
中性： 相对市场表现在-5%~+5%之间波动
减持： 相对弱于市场表现 5% 以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现
中性： 行业与整体市场表现基本持平
看淡： 行业弱于整体市场表现

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“本公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。入市有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期，本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。