

消费品及服务 - 食品

公司 13 年规划收入增长 20%

—贵州茅台（600519）2012 年报点评

2013 年 4 月 1 日

评级： 增持（维持）

市场数据	2013 年 3 月 29 日
当前价格（元）	168.86
52 周价格区间（元）	165.18-262.70
总市值（百万）	175307.07
流通市值（百万）	175307.07
总股本（百万股）	1038.18
流通股（百万股）	1038.18
日均成交额（百万）	774.15
近一月换手（%）	10.04%
Beta（2 年）	
第一大股东	中国贵州茅台酒厂(集团)有限责
公司网址	http://www.moutaichina.com

预测指标	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入（百万元）	26455	31748	36983	43144
净利润（百万元）	13308	15529	18031	20946
每股收益（元）	12.82	14.96	17.37	20.18
净利润增长率%	51.9%	16.7%	16.1%	16.2%
每股净资产（元）	32.89	47.85	61.79	78.60
市盈率	12.87	11.03	9.50	8.18
市净率	5.01	3.45	2.67	2.10
EV/EBITDA	7.98	6.92	6.01	5.21

资料来源：世纪证券研究所

一年期行情走势比较



梁希民

执业证书号：S1030510120001
0755-83199427

liangxm@csc.com.cn

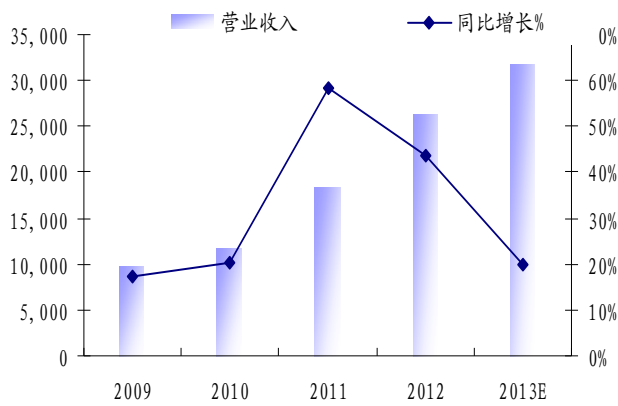
本公司具备证券投资咨询业务资格

分析师申明

本人，梁希民，在此申明，本报告所表述的所有观点准确反映了本人对上述行业、公司或其证券的看法。此外，本人薪酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

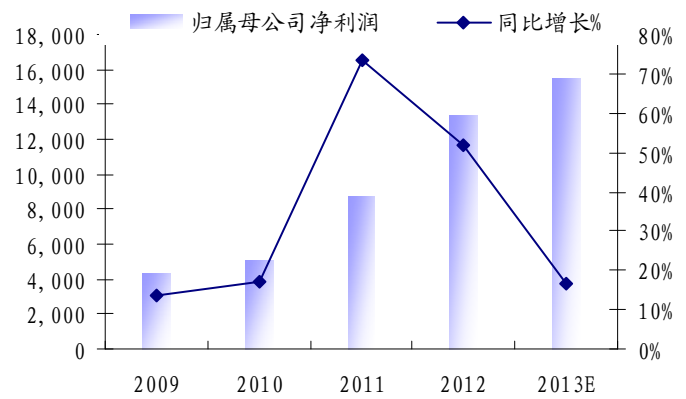
- **2012 年经营业绩低于公司规划。**公司 12 年实现收入 264.6 亿，增长 43.8%，归属于母公司净利润 133.1 亿，增长 51.9%，实现 EPS 12.819 元。分红方案为每 10 股派息 64.2 元（含税）。主营收入增长低于公司 12 年 51% 的增长规划。
- **毛利率提升、主营税金下降，净利润增长超越收入增长。**公司 2012 年白酒销售量 2.57 万吨，同比增长 21.12%。因茅台酒自 9 月提价 30% 到 819 元以及汉酱（2H11）、仁酒（1H12）的推出，综合毛利率提高 0.7 个百分点至 92.3%。公司主营税金及附加下降 3.74 个百分点至 9.72%，期间费率上升 0.27 个百分点。
- **预收账款同比下降，经营压力显现。**公司 12 年末的预收账款为 50.9 亿元，同比下降 28%，环比上升 36%，考虑到涨价因素，公司四季度预收账款同比 11 年同期下降月 30 亿元，经营压力显现。公司的预收账款/营业收入为 19%，远低于近 5 年 34% 的平均水平，处于自 2007 年来的最低水平。
- **公司 13 年规划收入增长 20%。**目前 53 度飞天茅台一批价在 900/瓶左右，部分地区还出现了 850 元的价格。13 年为白酒行业的去库存年，2 季度为白酒销售的淡季，预计低迷的价格导致厂家控量保价。尽管茅台终端价格的下调有利于赢得更多客户，但短时间无法弥补政务销量的减少。13 年将是公司最困难的一年。
- **盈利预测及投资评级。**预计公司 2013 年-2015 年的每股收益为 14.96 元、17.37 元和 20.18 元，13 年的动态市盈率仅为 11 倍。公司经营稳健，品牌和渠道优势明显，估值较低。考虑到需求下滑等不利因素已得到市场的充分反应，维持“增持”的投资评级。
- **风险提示：**商务政务消费减少高于预期。
行业调整的时间和力度大于预期。

Figure 1 公司主营收入及增长 单位: 百万元



资料来源: 公司年报、三季报; 世纪证券研究所

Figure 2 归属于母公司的净利润及增长 单位: 百万元



资料来源: 公司年报、三季报; 世纪证券研究所

Figure 3 主要产品预测

	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入				
茅台酒	24,033	28,599	32,889	37,822
系列酒	2,423	3,149	4,094	5,322
合计	26,455	31,748	36,983	43,144
营业利润率				
茅台酒	94.2	93.0	93.0	93.0
系列酒	73.4	73.4	73.4	73.4
合计	92.3	91.1	90.8	90.6

资料来源: WIND; 世纪证券研究所

Figure 4 盈利预测

项目 (单位: 百万元)	2012	2013E	2014E	2015E
一、营业利润				
营业收入	26455	31748	36983	43144
减: 营业成本	2,044	2,839	3,390	4,062
减: 营业税金及附加	2,573	3,087	3,596	4,196
减: 营业费用	621	1,905	2,441	3,020
减: 管理费用	2,204	2,645	3,081	3,595
减: 财务费用	-421	-637	-965	-1,258
加: 投资净收益	3	0	0	0
加: 其他	0	0	0	0
营业利润	18831	21909	25438	29530
二、利润总额				

加：营业外收入	7	7	7	7
减：营业外支出	137	94	108	104
加：其他	0	0	0	0
利润总额	18700	21821	25337	29433
三、净利润				
减：所得税	4,692	5,475	6,357	7,385
加：未确认的投资损失	0	0	0	0
加：其他	0	0	0	0
净利润	14008	16346	18980	22048
四、归属于母公司所有者净利润				
减：少数股东损益	700.4	817.2	948.9	1,102.3
加：其他	0.0	0.0	0.0	0.0
归属母公司净利润	13308	15529	18031	20946
五、股利分配				
总股本	1,038.2	1,038.2	1,038.2	1,038.2
EPS(摊薄、元)	12.82	14.96	17.37	20.18

资料来源：WIND；世纪证券研究所

世纪证券投资评级标准:

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。

行业投资评级

强于大市: 相对沪深 300 指数涨幅 10%以上;

中性: 相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间;

弱于大市: 相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

本报告中的信息均来源于公开资料, 我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或征价。我公司及其雇员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。我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业务服务。本报告版权归世纪证券所有。

The report is based on public information. Whilst every effort has been made to ensure the accuracy of the information in this report, neither the CSCO nor the authors can guarantee such accuracy and completeness or reliability of the information contained herein. Furthermore, it is published solely for reference purposes and is not to be construed as a solicitation or an offer to buy or sell securities or related financial instruments. The CSCO and its employees do not accept responsibility for any losses or damages arising directly, or indirectly, from the use of this report. CSCO or its correlated institutions may hold and trade securities issued by the corporations mentioned in this report, and provide or try to provide investment banking services for those corporations as well. All rights reserved by CSCO.