



2013年09月03日

刘荟

Liuhui@e-capital.com.cn

目标价(元) 170.00

公司基本资讯

产业别	食品饮料
A 股价(2013/9/2)	151.92
上证成指(2013/9/2)	2098.45
股价 12 个月高/低	253/151.92
总发行股数(百万)	1038.18
A 股数(百万)	1038.18
A 市值(亿元)	1577.20
主要股东	中国贵州茅台酒厂(61.81%)
每股净值(元)	33.46
股价/账面净值	4.54
	一个月 三个月 一年
股价涨跌(%)	-13.4 -22.0 -30.4

近期评等

出刊日期	前日收盘	评等
2013-4-18	172.73	持有

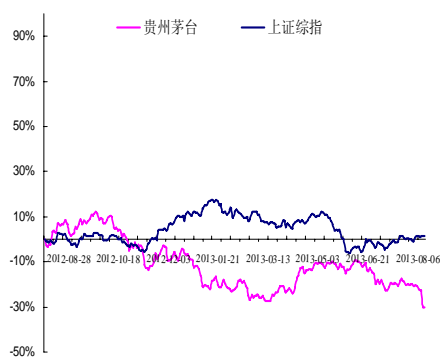
产品组合

茅台酒	90.8%
系列酒	9.2%

机构投资者占流通 A 股比例

一般法人	65.2%
基金	14.0%

股价相对大盘走势



贵州茅台(600519.SH)

Hold 持有

2013 年 1H 增长主要来自预收账款确认, 未来可调整空间收窄

结论与建议:

茅台 2013 年 1H 营收 YOY 7%, 净利润 YOY 4%; 增长主要来自预收账款贡献。中秋国庆即将进入白酒消费旺季, 但是各省纪委相继发文要严查中秋公款送礼, 在公款消费持续收紧的情况下, 高端白酒景气较难回升。2013、2014 年 PE 为 11.65 倍和 11.26 倍, 给予持有的投资建议。

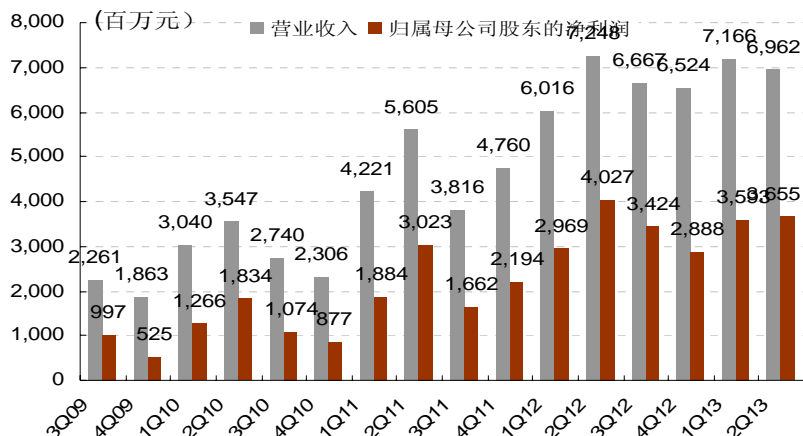
- 公司 2013 年 1H 实现营业收入 141.37 亿元, 同比增长 6.58%, 实现归属上市公司股东净利润 72.48 亿元, 同比增长 3.61%, 实现每股收益 6.98 元, 基本符合我们的预期。
- 上半年公司共生产茅台酒及系列产品基酒 3.5 万吨, 其中茅台酒实现销售 133.9 亿元, 同比增长 10%, 营收占比达到 95%。由于茅台酒增长主要来自去年 9 月产品价格提高 30% 的贡献延续, 预计单品销量下降近 10%, 毛利率同比提高 1.04 个百分点。
- 从 2Q 单季看, 公司营收同比下降 3.82%, 净利润同比下降 9.23%, 毛利率同比提高 1.5 个百分点, 经营状况较 1Q 恶化。
- 2Q 预收账款较 1Q 进一步下降 20 亿元, 上半年累计下降 43 亿元, 约占上半年营收的 30%。目前预收账款仅为 8.35 亿元, 未来可调整空间收窄, 下半年利润增速降幅可能扩大。
- 发改委叫停保价措施之后, 茅台渠道批发价格和终端销售价格迅速下滑, 渠道利润空间的迅速缩小, 极大的影响了经销商的拿货热情, 对公司 2013 年的出货量形成巨大压力。中秋国庆即将进入白酒消费旺季, 但是各省纪委相继发文要严查中秋公款送礼, 在公款消费持续收紧的情况下, 高端白酒景气较难回升。
- 考虑预收账款情况, 下调公司 2013 年盈利预测约 10%, 预计公司 2013、2014 年将实现净利润 135.36 亿元和 140.05 亿元, 分别同比增长 1.71% 和 3.46%, 对应的 EPS 为 13.04 元和 13.49 元, 目前股价对应的 PE 为 11.65 倍和 11.26 倍, 给予持有的投资建议。

..... 接续下页

年度截止 12 月 31 日		2010	2011	2012	2013F	2014F
纯利 (Net profit)	RMB 百万元	5051	8763	13308	13536	14005
同比增减	%	17.13	73.49	51.86	1.71	3.46
每股盈余 (EPS)	RMB 元	4.87	8.44	12.82	13.04	13.49
同比增减	%	17.13	73.49	51.86	1.71	3.46
市盈率(P/E)	X	31.22	18.00	11.85	11.65	11.26
股利 (DPS)	RMB 元	2.30	4.00	6.42	6.52	6.74
股息率 (Yield)	%	-	2.63	4.23	4.29	4.44

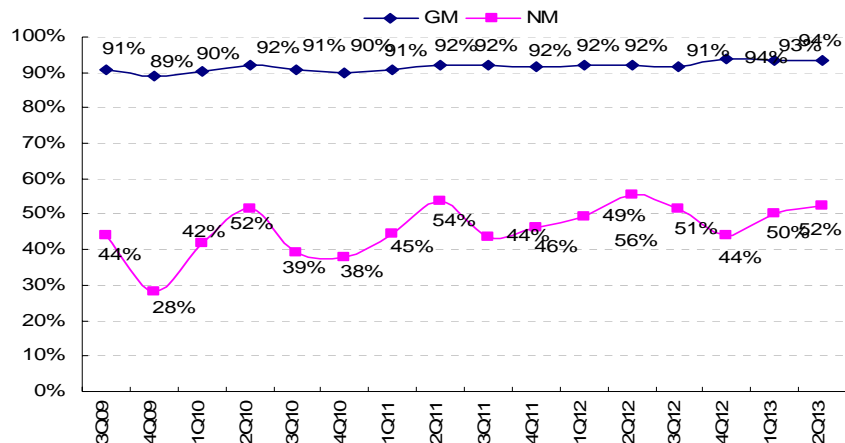


图 1: 公司营收及净利润情况 单位: 百万元



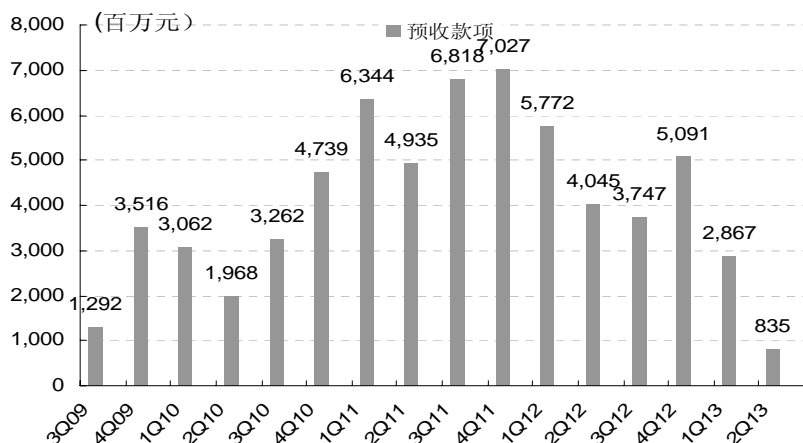
资料来源: 公司公告、群益证券

图 2: 公司利润率情况 单位: %



资料来源: 公司公告、群益证券

图 3: 公司预收账款情况 单位: 百万元



资料来源: 公司公告、群益证券

预期报酬(Expected Return: ER)为准, 说明如下:

- 强力买入 Strong Buy (ER ≥ 30%); 买入 Buy (30% > ER ≥ 10%)
- 中性 Neutral (10% > ER > -10%)
- 卖出 Sell (-30% < ER ≤ -10%); 强力卖出 Strong Sell (ER ≤ -30%)



附一: 合并损益表

百万元	2010	2011	2012	2013F	2014F
营业收入	11633	18402	26455	27143	27686
经营成本	1053	1551	2044	1840	1877
营业税金及附加	1577	2477	2573	2283	2329
销售费用	677	720	1225	1717	1790
管理费用	1346	1674	2204	2494	2522
财务费用	-177	-351	-421	-437	-491
资产减值损失	-3	-3	3	-2	0
投资收益	0	3	3	3	0
营业利润	7161	12336	18831	19251	19659
营业外收入	5	7	7	4	8
营业外支出	4	9	137	305	11
利润总额	7162	12335	18700	18951	19656
所得税	1823	3084	4692	4711	4914
少数股东损益	289	487	700	704	737
归属于母公司所有者的净利润	5051	8763	13308	13536	14005

附二: 合并资产负债表

百万元	2010	2011	2012	2013F	2014F
货币资金	12888	18255	22062	27051	32774
应收账款	1	2	18	20	23
存货	5574	7187	9666	11599	13919
流动资产合计	20300	27830	36225	41170	49215
长期股权投资	4	4	4	4	4
固定资产	4192	5426	6807	8169	9803
在建工程	263	251	393	373	354
非流动资产合计	5287	7071	8773	10528	12633
资产总计	25588	34901	44998	51698	61849
流动负债合计	7028	9481	9526	7621	6097
非流动负债合计	10	17	18	20	22
负债合计	7038	9497	9544	7641	6118
少数股东权益	151	412	1304	1304	1304
股东权益合计	18399	24991	34150	42753	54426
负债及股东权益合计	25588	34901	44998	51698	61849

附三: 合并现金流量表

百万元	2010	2011	2012	2013F	2014F
经营活动产生的现金流量净额	6201	10149	11921	13265	13725
投资活动产生的现金流量净额	-1763	-2120	-4199	-4686	-4328
筹资活动产生的现金流量净额	-1293	-2662	-3915	-3590	-3674
现金及现金等价物净增加额	3145	5366	3807	4989	5723

此份报告由群益证券(香港)有限公司编写, 群益证券(香港)有限公司的投资和由群益证券(香港)有限公司提供的投资服务, 不是个人客户而设。此份报告不能复制或再分发或印刷报告之全部或部份内容以作任何用途。群益证券(香港)有限公司相信用以编写此份报告之资料可靠, 但此报告之资料没有被独立核实审计。群益证券(香港)有限公司, 不对此报告之准确性及完整性作任何保证, 或代表或作出任何书面保证, 而且不会对此报告之准确性及完整性负任何责任或义务。群益证券(香港)有限公司, 及其分公司及其联营公司或许在阁下收到此份报告前使用或根据此份报告之资料或研究推荐作出任何行动。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员不会对使用此份报告后招致之任何损失负任何责任。此份报告内容之资料可能会或会在没有事前通知前变更。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员或会对此份报告内描述之证; @持意见或立场, 或会买入, 沽出或提供销售或出价此份报告内描述之证券。群益证券(香港)有限公司及其分公司及其联营公司可能以其户口, 或代他人之户口买卖此份报告内描述之证; @。此份报告, 不是用作推销或促使客人交易此报告内所提及之证券。