

2012 一线名酒延续良好势头

增持

——贵州茅台（600519）2011 年业绩快报点评——

事件:

贵州茅台 2011 年实现营收 184.02 亿元,较上一年度增长 58.19%,实现净利润 87.63 亿元,同比增 73.49%,实现基本每股收益 8.44 元,增长 73.49%。

点评:

● 全年量价齐升,第四季度业绩增速再超预期

2011 年白酒行业总体产量增速为 30.7%,公司作为高端白酒的代表,同样享受整个行业繁荣机会,其中第四季度营收增长 100%以上,净利润增长超 150%,贡献了全年 25%的净利润。2011 年公司主要产品价格上调幅度约为 24%,而营收增速为 58%,公司产品销量增长成为亮点,2012 年有望持续放量。2012 年白酒提价舆论压力大增之下,但公司此前已制定 2012 年单个经销商供应量在 30 吨以上的,超过部分出厂价提高至 959 元,为 2012 年业绩增长打下一定基础。

● 零售价格下降与直营店

2 月份茅台零售价格出现回落,按照糖酒快讯的统计,2 月份 53 度飞天茅台从上月的 2077 降至 1872 元,降幅 10%。一方面,我们认为高端白酒在持续提价后,随着渠道存货增加和淡季来临,零售价格进入维稳巩固阶段。另一方面,在经销商模式下,经销商渠道通过存货方式对产品有较大的吸纳能力,而公司对直营店的规划,对现有的渠道带来影响。零售价格回落,可能降低高端白酒的持续提价预期,而另一方面 2012 年预计 100 家直营店的开设,使渠道的部分利润将能够在上市公司得到保留,同时增加公司对渠道的影响力和控制力。

● 短期高端白酒销量增速较为稳定

中国经济正处于转型关键期,经济增速放缓、收入分配改革、固定资产投资增速下降,这些直接或间接都会影响白酒的销量增长。按照纺锤性的结构,次高端和中端应该是增长的重点,高端白酒增速次之。但中高端白酒受经济短期影响程度更大,一线白酒的稳定性更强,二线白酒的竞争将更加激烈。而公司作为一线名酒的代表,2012 年在经济增速下滑背景下有望保持稳定增长趋势。

分析师

潘红敏
执业证号: S1250511110001
电话: 010-57631226
邮箱: phm@swsc.com.cn

联系人

黄仕川
电话: 023-63725713
邮箱: hsc@swsc.com.cn

市场表现



基础数据

总股本(万股)	103818
流通A股(万股)	103818
52周内股价区间(元)	170.7-219.5
总市值(亿元)	2138
总资产(亿元)	328.9
每股净资产(元)	21.9
当前价(元)	206.0

● **短期高端白酒价格增速放缓**

作为奢侈品定位的高端白酒价格仍有提升空间，但短期来看其价格已经有一定泡沫成份，市场极有可能进入终端价格的整固阶段，政府三公消费问题也对白酒提价的进程将形成较大的影响。我们预计中短期内中端白酒的价格增速应该更快，直接提价的方式将较少使用，而通过产品结构调整来提升吨酒价格将更受欢迎。

● **行业谨慎乐观推进公司发展**

宏观经济低迷，固定资产投资受控、公商务宴请萎缩、驱动力被逐步抽空；行业的业绩增速将较 2011 年有回落。但其高端白酒总体增长平稳，高端行业集中度有望提高；中高端白酒的竞争将更加激烈。看好一线酒企的并购、产品系列延伸和业绩惯性下的稳定增长。

● **估值优势：超额收益可期**

预计 2012 - 2013 年 EPS 分别为 12.03 元和 15.63 元，对应增速分别为 42%和 30%。当前价格下，PE 分别为 17 倍和 13 倍，鉴于其业绩稳定性和长期的向好趋势，给予公司 2012 年 20 倍 PE，对应目标价为 240 元，给予“增持”评级。

● **风险提示：宏观经济风险；销量增速不及预期。**

财务及估值数据摘要	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	1163328.374	1840235.521	2613134.439	3397074.771
增速	20.3%	58.2%	42.0%	30.0%
净利润	533,976.15	922,185.92	1,308,919.04	1,701,255.05
增速	17.3%	72.7%	41.9%	30.0%
毛利率	90.9%	91.6%	91.6%	91.6%
净利润率	43.4%	47.7%	47.8%	47.8%
BPS	5.35	8.45	12.03	15.63
市盈率	38.5	24.4	17.1	13.2

利润表 (万元)	2010A	2011E	2012E	2013E
营业总收入	1163328	1840236	2613134	3397075
营业总成本	447285	601573	854756	1111523
营业成本	105293	154580	219765	286034
营业税金及附加	157701	257633	371065	478988
销售费用	67653	71769	107139	135883
管理费用	134601	145379	195985	254781
财务费用	-17658	-27604	-39197	-44162
资产减值损失	-307	-184	0	0
营业利润	716091	1239031	1758378	2285552
利润总额	716242	1239031	1758378	2285552
减: 所得税	182266	309758	449459	584297
净利润	533976	922186	1308919	1701255
减: 少数股东损益	28857	45086	60102	78133
归属于母公司所有者的净利润	505119	877100	1248817	1623122
基本每股收益(元)	5.35	8.45	12.03	15.63

西南证券投资评级说明

西南证券公司评级体系：买入、增持、中性、回避

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20% 以上

增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10% 与 20% 之间

中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间

回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 -10% 以下

西南证券行业评级体系：强于大市、跟随大市、弱于大市

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5% 以上

跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数 -5% 与 5% 之间

弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数 -5% 以下

免责声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。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提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。本报告版权归西南证券所有，未经书面许可，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。

西南证券研究发展中心

北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 层

邮编：100033

电话：(010) 57631234 (总机)

邮箱：market@swsc.com.cn

网址：<http://www.swsc.com.cn/>