

继续提价空间有限，预收账款将提供缓冲垫

——贵州茅台（600519）研究报告

联系人：食品饮料行业研究组

日期：2012年11月19日

www.lxzq.com.cn

要点：

1、**酱香典范，酒中极品。**1915年至今茅台酒共获得15次国际金奖，连续五次蝉联中国国家名酒称号，同英国苏格兰威士忌和法国柯涅克白兰地并称为“世界三大名酒”，是中国酱香型白酒的典范，目前公司产品已占据了白酒市场制高点并称雄于中国极品酒市场。

2、**独特的工艺和不可复制性造就茅台酒的稀缺性。**茅台酒的生产从投料到出商品酒约须经六年时间，漫长的生产周期使茅台在短期内难以快速扩大产能，而不可克隆的微生物环境也导致离开了茅台镇就酿不出茅台酒，这一系列因素进一步加剧了茅台酒的稀缺性。

3、**优化产品结构，强化渠道建设。**在做强茅台酒的同时，公司积极做足茅台系列酒产品，从而形成了高、中、低档相搭配的完善的产品结构。就白酒消费而言，高端和超高端主要靠品牌，而中端和中高端主要靠渠道。公司主要针对高端消费群体，产品销售主要以团购和职务消费为主，其次是商超和餐饮渠道，专卖（自营）店渠道目前占比还较小。考虑到专卖店出售假茅台的事情一再发生，未来公司可能大力发展自营店从而进一步打假保真和回收渠道利润。

4、**继续提价空间有限，预收账款将提供缓冲垫。**即使2020年城乡居民人均收入比2010年翻一番，其复合增速也仅为7.18%，以这个增速很难给消费能力带来足够的推动，所以消费升级短期难以实现。而随着固定资产投资增速放缓和政府抑制三公消费，白酒行业黄金期已过，前期产能、产量的大幅扩张将导致行业结构性过剩。目前白酒零售价已经回落。虽然高端白酒凭借着品牌优势还能继续维持高价位，甚至通过侵蚀经销商利润还可以继续提高出厂价，但未来高端白酒提价空间有限，甚至会有所降价，而高端白酒提价受限又将压缩中端、中高端白酒提价空间，所以白酒行业未来整体提价空间有限。

二季度和三季度茅台的合并营业成本都小于母公司营业成本，与此同时茅台预收账款从一季度到三季度都在大幅减少，这说明在市场环境疲软的情况下，公司开始加速确认收入来确保业绩增长。不过截至2012年三季度茅台尚有37个亿的预收账款余额，明显高于大多数白酒企业，如果市场继续疲软茅台通过减少预收账款确保业绩增长的基础依旧存在，在市场疲软的时候较高的缓冲垫对于稳定业绩增长意义重大。

5、**给予公司“增持”评级。**经过测算，我们预计贵州茅台2012—2014年的EPS分别为13.44元、15.30元、17.72元，对应的PE分别为17X、15X、13X，公司的估值略低于行业平均水平。考虑到茅台酒超高端的品牌、稳定的消费群体、不可复制造成的稀缺性、渠道建设的加强和较高的缓冲垫，所以我们首次给予公司“增持”的投资评级。

6、**主要风险提示：**1、三公消费大幅下降；2、白酒价格下跌。

内
部
资
料

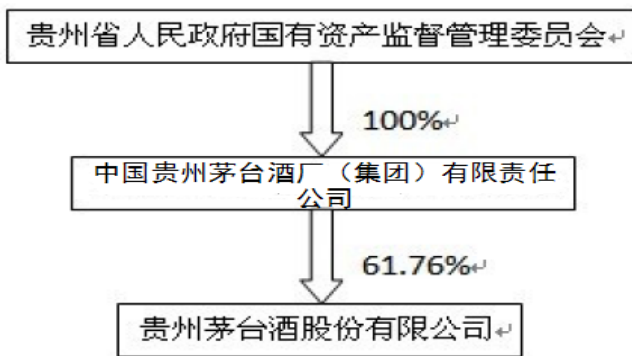


联讯证券

一、酱香典范，酒中极品

茅台酒产于中国西南贵州省仁怀市茅台镇，它以优质高粱为料，上等小麦制曲，每年重阳之际投料，利用茅台镇特有的气候，优良的水质和适宜的土壤，采用与众不同的高温制曲、堆积、蒸酒，轻水分入池等工艺，再经过两次投料、九次蒸馏、八次发酵、七次取酒、长期陈酿而成，是中国酱香型白酒的典范。1915年至今，茅台酒共获得15次国际金奖，连续五次蝉联中国国家名酒称号，同英国苏格兰威士忌和法国柯涅克白兰地并称为“世界三大名酒”。除了53° 茅台之外，43°、38°、33° 茅台酒进一步拓展了茅台酒家族低度酒的发展空间，茅台王子酒、茅台迎宾酒满足了中低档消费者的需求，15年、30年、50年、80年陈年茅台酒填补了我国极品酒、年份酒、陈年老窖的空白，公司产品形成了低度、高中低档、极品三大系列70多个规格品种，全方位跻身市场，从而占据了白酒市场制高点并称雄于中国极品酒市场。

图表1 公司与实际控制人关系图



数据来源：公司公告，联讯证券投资研究中心

图表2 茅台主商标与标识



数据来源：公司公告，联讯证券投资研究中心

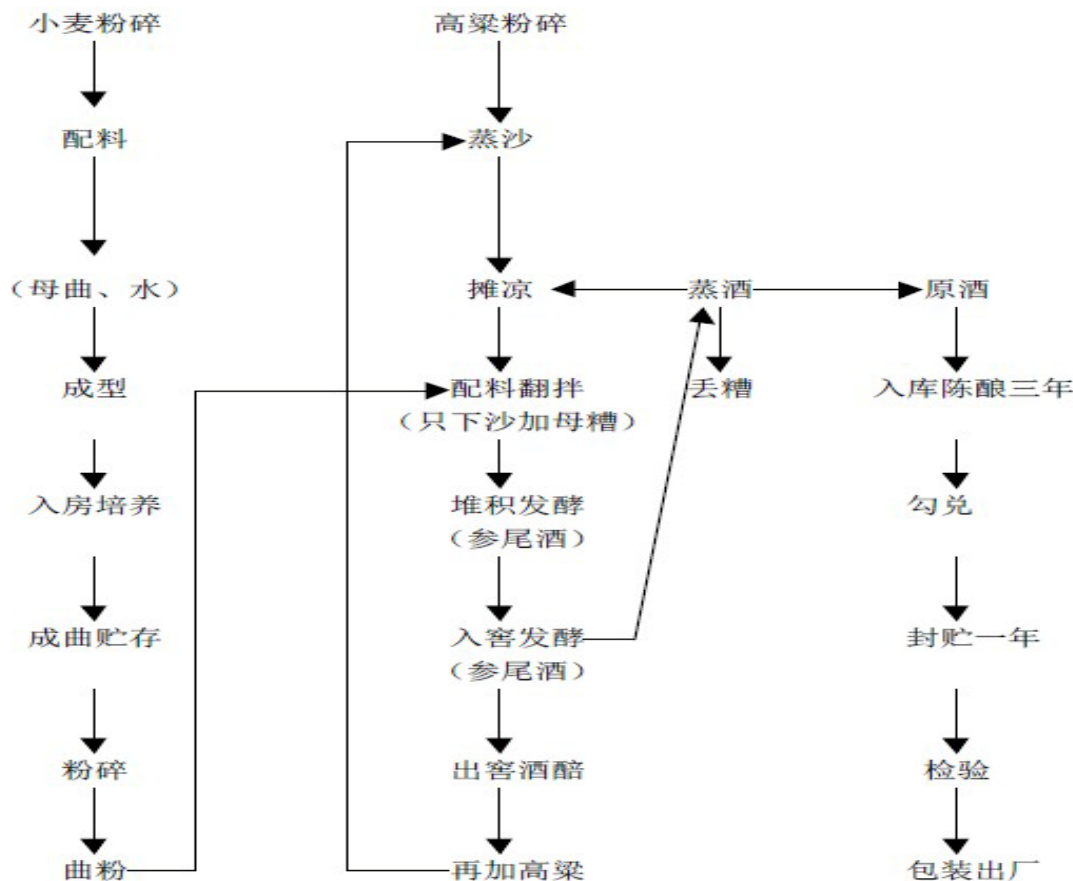
贵州茅台酒股份有限公司成立于1999年11月20日，2001年8月27日公司在上海证券交易所公开发行上市。目前中国贵州茅台酒厂（集团）有限责任公司持股比例为61.76%，是公司的控股股东，而中国贵州茅台酒厂（集团）有限责任公司又是贵州省人民政府国有资产监督管理委员会所管的国有独资公司，所以贵州省人民政府国有资产监督管理委员会是公司的实际控制人。

二、独特的工艺和不可复制性造就茅台的稀缺性

茅台酒的生产工艺是历代酒师在长期的生产实践中巧妙的利用酿酒的基本原理，结合当地特殊的自然条件创造出来的，这种工艺既古老又科学，可以说是我国民族酿酒工业的一朵奇葩。茅台酒的生产工艺流程分为制曲与制酒二道工序。茅台酒的制曲生产工艺是：用优质小麦为原料，经破碎、加水、加母曲，经过踩曲后，经过培养与贮存一定时间，最后磨成粉状，即可投入制酒生产。制酒的生产工艺是：用纯净小麦制成的高温大曲和高粱作酿酒原料，经二次投料，九次蒸煮，八次摊凉、加曲、堆积、八次发酵，七次摘酒，分型贮存，勾兑出厂。茅台酒的生产时间是：端午踩曲、重阳投料，一月一个小周期，一年一个中周期，六年一个大周期，也就是说，茅台酒的生产从投料到出商品酒约须经六年时间，制曲及贮存一年，制酒生产一年，生产的“新酒”陈酿三年，勾兑后再贮存一年才用于销

售。这种复杂的生产工艺和漫长的生产周期一方面使茅台酒经过陈酿，在贮存过程中发生一系列物理化学变化，使茅台酒的风格更加突出，另一方面也使茅台在短期内难以快速扩大产能，而现有产量反映的只是5、6年前的产能，从而进一步增强了茅台的稀缺性。

图表3 茅台酒工艺流程图



数据来源：公司公告，联讯证券投资研究中心

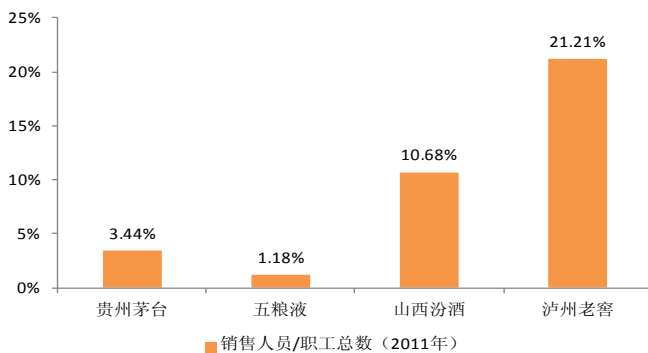
此外，特殊的自然环境更导致茅台酒的不可复制性。比如生产茅台酒所用的高粱必须是本地或周边地区的优质糯高粱，小麦也以本地品种为主。这种糯高粱颗粒小，皮厚、扁圆结实、干燥耐煮，耐蒸，耐翻拌，小麦颗粒饱满均匀，无虫蛀，不霉烂，腹沟深而多粉，并且只有仁怀及周边地区能生产。而且在茅台酒的酿造自然环境系统中，最特殊也即对茅台酒的不可“克隆”最具决定性的因素是其微生物环境，这种环境的形成是地理与历史两方面条件综合叠加、天机巧合的结果，因为茅台镇平均海拔只有400余米，与赤水河两岸的崇山峻岭落差高达600余米，特殊的地理使得茅台镇具有了冬暖、夏热、少雨的独特气候环境，年日照量可达1400小时，这种夏热冬暖少雨的特殊气候，最适宜酿酒微生物的生成与繁衍，据茅台集团科研人员初步分析，至少有100多种微生物参与了茅台酒的主题香——酱香的形成。由于不可复制的自然环境导致只要离开了茅台镇就酿不出茅台酒，而漫长而复杂的生产工艺又导致茅台在短期内难以快速扩大产能，所以这种特殊性就造就了茅台的独特性和稀缺性。

三、优化产品结构，强化渠道建设

在做强茅台酒的同时，公司还积极做足茅台系列酒产品，目前系列酒产品包括：茅台王子酒、茅台迎宾酒、汉酱酒、仁酒等，从而形成了高、中、低档相搭配的完善的产品结构。未来公司将继续开拓系列产品营销网络和终端市场，建立立体的、多层次、多渠道，高端酒、中端酒、低端酒相对分离的新营销网络体系，逐步淡出带有“茅台”字样的系列产品品牌，提升茅台品牌的集中度，并加快“汉酱酒”和“仁酒”的市场开拓，从而填补之前一直空缺的中高端市场。

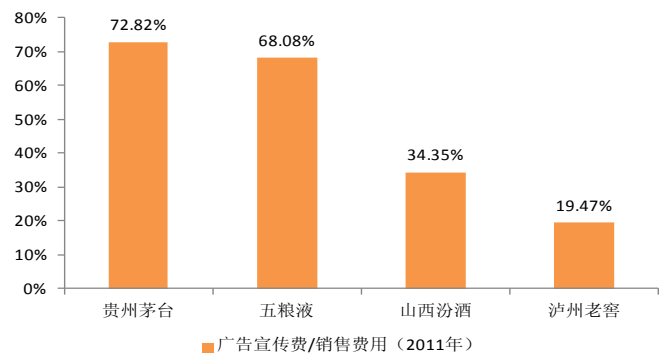
就白酒消费而言，高端和超高端主要靠品牌，而中端和中高端主要靠渠道。由于公司主要针对高端消费群体，产品销售主要以团购和职务消费为主，其次是商超和餐饮渠道，专卖（自营）店渠道目前占比还较小，所以与其它企业相比公司不太注重销售人员的开拓和促销，这就导致公司销售人员占职工总数的比例比其它白酒企业要低，而销售费用中广告宣传费所占比重更大。此外，出于茅台出厂价和终端价价差过大和削弱经销商话语权并收回渠道利润的目的，公司还将进一步加强对终端网络渠道的建设，加大直销力度，加快国酒茅台自营公司的建设进程，从而进一步增强终端影响力和控制力，一方面公司通过强化网络建设，将销售网络覆盖至亚洲、欧洲、美洲、大洋洲、南部非洲及中国重要口岸的免税市场，加大了国际市场的建设力度，提升了茅台品牌国际市场的认知度和美誉度；另一方面，公司在全国各地拥有大量的茅台专卖店，同时公司还积极建设自营网络，截至2012年中期，公司已经在全国建设了33家国酒茅台自营公司，而且考虑到专卖店出售假茅台的事情一再发生，未来公司可能大力发展自营店而对专卖店采取“瘦身”行为，从而进一步保真打假和回收渠道利润。虽然自营店和专卖店无法完全取代经销商的作用但是对于市场零售价格还是会起到很好的指导作用。

图表4 主要白酒公司销售人员/职工总数



数据来源：公司公告，联讯证券投资研究中心

图表5 主要白酒公司广告宣传费/销售费用



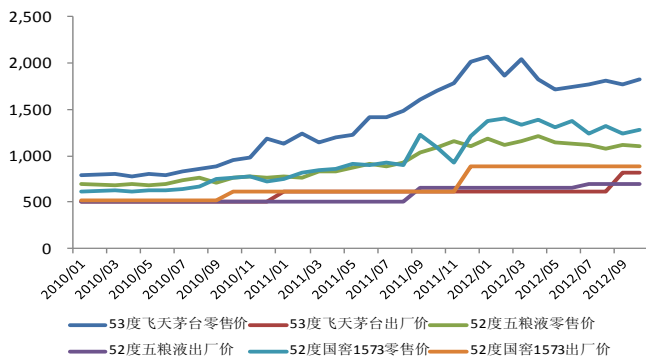
数据来源：公司公告，联讯证券投资研究中心

四、继续提价空间有限，预收账款将提供缓冲垫

2012年9月1日公司再度上调部分产品出厂价格，这些产品平均上调幅度约为20%~30%，其中高度茅台提价200元，低度茅台提价140元。由于经济疲软、库存上升和政府抑制三公消费，市场对茅台需求不再紧俏，在销量疲软的情况下，此次上调出厂价对于公司2012年4季度和2013年的业绩将产生正面影响。不过随着固定资产投资增速和收入增长速度放缓，白酒行业黄金期已过，而前期产能、产量

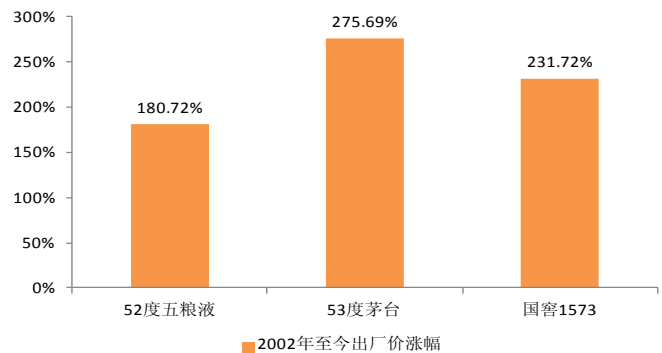
的大幅扩张将导致行业结构性过剩。目前市场普遍寄希望于未来居民收入增加和收入分配改革会推动商务消费和普通居民消费能力的大幅增长，并进而推断白酒行业将继续扩容，白酒价格将继续提升，这个逻辑本质上没有错误，只是将居民收入和消费能力的提高看得过于简单和快速，因为赚到GDP赚不到利润、收入两极分化和消费疲软是与我国经济发展模式和经济体制密切相关的，所以要想解决也不是一朝一夕的事情。即使2020年城乡居民人均收入比2010年翻一番，其复合增速也仅为7.18%，以这个增速很难给消费能力和消费升级带来足够的推动，所以消费升级短期难以实现。从高端白酒价格表现来看，2002年至今茅台、五粮液、国窖1573的出厂价分别上涨了275.69%、180.72%和231.72%，其中茅台的零售价更是一度突破2000元/瓶，零售价和出厂价价差大幅拉大。但是随着固定资产投资增速下滑和政府抑制三公消费，目前白酒零售价已经明显回落。虽然高端白酒凭借着品牌优势还将继续维持高价位，甚至通过侵蚀经销商利润还可以继续提高出厂价，但未来高端白酒提价空间有限，甚至会有所降价，而高端白酒提价受限势又将压缩中高端白酒提价空间。所以我们认为白酒行业未来整体提价空间有限，而且一旦出现行业萎缩，中端和中高端白酒受到的冲击会大于高端白酒。

图表6 茅台、五粮液、1573出厂价和零售价走势



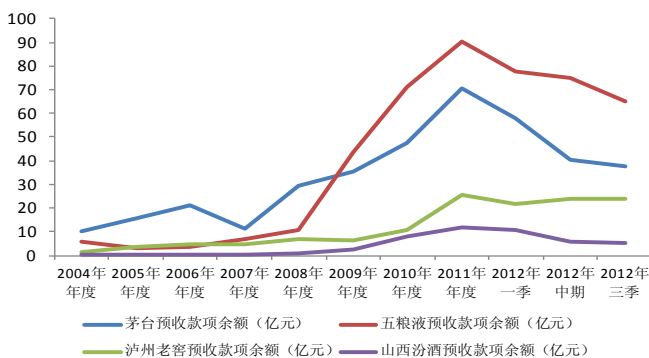
数据来源：WIND资讯，联讯证券投资研究中心

图表7 2002年至今主要名酒出厂价涨幅



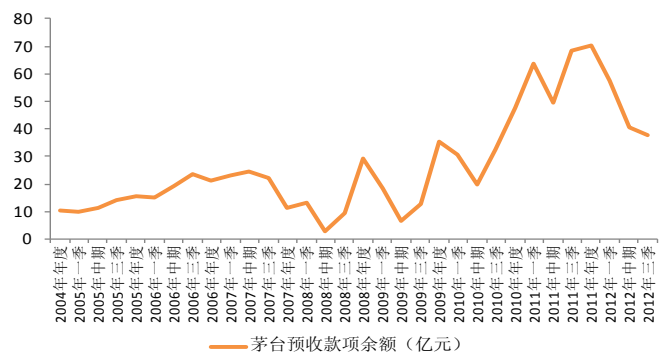
数据来源：WIND资讯，联讯证券投资研究中心

图表8 主要白酒企业预收账款开始加速下滑



数据来源：公司公告，联讯证券投资研究中心

图表9 茅台预收账款余额变化情况



数据来源：公司公告，联讯证券投资研究中心

从预收账款上看，2011年以后主要白酒企业的预收账款都呈现大幅下滑态势，其中二季度和三季度茅台的合并营业成本都小于母公司营业成本，与此同时茅台预收账款从一季度到三季度都在大幅减

少，这说明在市场环境疲软的情况下，公司开始加速确认收入来确保业绩增长。不过截至 2012 年三季度茅台尚有 37 个亿的预收账款余额，明显高于大多数白酒企业，如果市场继续疲软茅台通过减少预收账款确保业绩增长的基础依旧存在，在市场疲软的时候较高的缓冲垫对于稳定业绩增长意义重大。

五、关键假设和业绩预测

由于白酒行业的黄金发展期已过，而消费升级短期难以实现又导致白酒继续提价空间有限，所以在外部环境不发生恶化的情况下，我们认为公司产品继续提价的压力很大，未来很可能控量保价，而专卖店、直营店的开设所带来的渠道下沉有望给公司带来结构性涨价，但幅度不大。

由于业内外资本的疯狂涌入，白酒行业产能大幅增长，但随着原有推动力的逐步衰减，未来几年白酒行业结构性产能过剩隐现。不过茅台属高端品牌，产量相对稀缺且投资价值较高，关于茅台的社会库存很难有确切的数据统计，不过前几年茅台酒畅销的时候，经销商囤货积极性很高，而随着产品销路不畅，渠道存货应该不小，但是更多更大的应该是社会库存，那些所谓“特定阶层”的家用酒窖中往往收藏有几十瓶乃至更多的茅台，不过这部分库存对现货市场的影响不大。“十一五”期间，茅台平均每年新增 2000 吨产能，这部分产能将从 2012 年开始逐步释放，如果市场容量不出现大幅萎缩的话，预计公司每年将新增 1000 吨以上的销量。

图表 10 白酒行业上市公司估值比较

	股价	2012 年 EPS	2013 年 EPS	2014 年 EPS	2012 年 PE	2013 年 PE	2014 年 PE
五粮液	30.91	2.19	2.80	3.34	14	11	9
泸州老窖	35.26	2.35	3.03	4.44	15	12	8
洋河股份	107.65	5.75	7.13	9.18	19	15	12
山西汾酒	37.67	1.32	1.78	2.21	29	21	17
水井坊	21.87	0.77	1.03	1.25	28	21	17
算术平均值					21	16	13
贵州茅台	224.40	13.44	15.30	17.72	17	15	13

数据来源：WIND 资讯，联讯证券投资研究中心

经过测算，我们预计贵州茅台 2012—2014 年的 EPS 分别为 13.44 元、15.30 元、17.72 元，对应的 PE 分别为 17X、15X、13X，公司估值略低于行业平均水平。考虑到茅台酒超高端的品牌、稳定的消费群体、不可复制造成的稀缺性、渠道建设的加强和较高的缓冲垫，所以我们首次给予公司“增持”的投资评级。

主要风险提示

- 1、三公消费大幅下降；
- 2、白酒价格下跌。

图表 11 公司财务报表预测

资产负债表	单位：百万元					现金流量表	单位：百万元				
	会计年度	2010	2011	2012E	2013E		2014E	会计年度	2010	2011	2012E
货币资金	12888	18255	24877	28548	33174	经营活动现金流	6201	10149	10064	11550	13422

交易性金融资产	0	0	0	0	0	投资活动现金流	-1763	-2120	-4013	-4606	-5352
应收票据	205	252	464	532	619	筹资活动现金流	-1293	-2662	-5472	-6279	-7297
应收账款	1	2	2	3	3	现金净增加额	3145	5366	579	665	773
预付账款	1530	1861	5280	6060	7042	融资缺口	—	0	6042	3006	3854
其他应收款	59	47	432	496	577	超额现金	—	0	0	0	0
存货	5574	7187	10498	12047	14000	利润表	单位: 百万元				
其他流动资产	0	0	0	0	0	会计年度	2010	2011	2012E	2013E	2014E
流动资产	20300	27830	41908	48093	55887	营业收入	11633	18402	26529	30444	35378
发放贷款及垫款	0	0	0	0	0	营业成本	1053	1551	2052	2539	3036
可供出售金融资产	0	0	0	0	0	营业税金及附加	1577	2477	2375	2726	3168
持有至到期投资	60	60	67	76	89	销售费用	677	720	1121	1286	1495
长期投资	4	4	5	6	7	管理费用	1346	1674	1715	1968	2286
固定资产	4192	5426	7771	8918	10363	财务费用	-177	-351	-396	-454	-528
无形资产	452	808	1069	1227	1426	折旧摊销	—	—	—	—	—
递延所得税	278	503	376	431	501	EBITDA	6981	11980	19266	21925	25393
非流动资产	5287	7071	9782	11225	13044	营业利润	7161	12336	19665	22383	25925
资产总计	25588	34901	51689	59318	68931	利润总额	7162	12335	19529	22228	25745
短期借款	0	0	0	0	0	所得税	1823	3084	4883	5558	6438
交易性金融负责	0	0	0	0	0	净利润	5340	9250	14645	16669	19307
应付票据	0	0	0	0	0	归属母公司净利润	5051	8763	13952	15880	18393
应付账款	232	172	256	293	341	EPS	4.87	8.44	13.44	15.30	17.72
预收款项	4739	7027	4988	5724	6651	主要财务指标					
应交税费	420	788	1788	2052	2384	会计年度	2010	2011	2012E	2013E	2014E
应付股利	319	#VALUE!	260	299	347	收入增长率	—	58%	44%	15%	16%
其他应付款	819	916	1487	1706	1983	净利润增长率	—	73%	58%	14%	16%
其他流动负债	0	0	0	0	0	毛利率	90.95%	91.57%	92.27%	91.66%	91.42%
流动负债	7028	9481	9085	10426	12115	三项费率	15.87%	11.10%	9.20%	9.20%	9.20%
长期借款	0	0	0	0	0	资产负债率	27.51%	27.21%	17.62%	17.62%	17.62%
应付债券	0	0	0	0	0	总股本(百万股)	1038	1038	1038	1038	1038
长期应付款	0	0	0	0	0	当前股价(元)	224.4	224.4	224.4	224.4	224.4
预计负债	0	0	0	0	0	ROA	—	39.62%	44.19%	39.23%	39.32%
其他非流动负债	0	0	0	0	0	ROE	27.45%	35.06%	33.53%	33.26%	33.15%
非流动负债	10	17	24	27	32	EV/IC	—	8	5	4	4
负债合计	7038	9497	9108	10453	12147	EV/EBITDA	—	18	11	10	8
少数股东权益	151	412	975	1118	1300	PCF	38	23	23	20	17
归母公司权益	18399	24991	41606	47747	55485	PB	13	9	6	5	4
所有者权益合计	18549	25403	42581	48865	56784	PS	20	13	9	8	7
负债和股东权益	25588	34901	51689	59318	68931	PE	46	27	17	15	13

数据来源: 公司公告, 联讯证券投资研究中心

信息披露

本资料清晰准确地反映了编撰者的研究观点。编撰者本人不曾因，不因，也将不会因本资料中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司在知晓范围内履行披露义务。

投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

股票投资评级标准

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对基准指数涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对基准指数涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对基准指数涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对基准指数涨幅介于-5%以上。

行业投资评级标准

增持：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于基准指数 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于基准指数-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于基准指数 5%以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇资料，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

风险提示

本资料由联讯证券有限责任公司（以下简称“联讯证券”）提供，旨在派发给本公司客户使用。未经联讯证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本资料的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的资料均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本资料基于联讯证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。

联讯证券可随时更改资料中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司力求资料内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或询价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和编撰者无关。在本公司及编撰者所知情的范围内，本机构、编撰者本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券没有利害关系。

投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用资料所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员做出的任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。