

政府抑制公款消费，贵州茅台高估值需要回调

2013年3月26日

投资要点：

●政府抑制公款消费，高档白酒消费量增长速度预期降低，销售价格回落压力较大。

●尽管贵州茅台酒市场零售价格的回落目前尚未导致出厂价格的回落，贵州茅台的财务数据显示公司经营规模和经营业绩仍然在高速增长，但是市场零售价格的回落对贵州茅台的不利影响是肯定的，一段滞后期过后，这种不利影响就会在公司的财务数据上显示出来。

●贵州茅台对全国经销商向第三人销售茅台酒的最低价格进行限定，被政府物价部门认定为违反了《中华人民共和国反垄断法》第十四条的规定，被罚款 2.47 亿元人民币。

●白酒行业塑化剂事件尽管被证明厂商没有人为添加，贵州茅台酒塑化剂含量没有超标，但是给消费者心理造成的影响将持续相当长时间，尤其是在社会缺少信任、食品事故频发的环境下持续的时间将更长，对贵州茅台酒销售的不利影响也将持续相当长时间。

●贵州茅台董事会发布公告，于 2012 年 12 月 11 日增持本公司股份，拟自本次增持之日起算的未来 6 个月内，从二级市场上继续择机增持本公司股份，累积增持比例不超过本公司已发行总股份的 1%（含本次已增持部分），并承诺在增持期间及法定期限内不减持其持有的本公司股份。

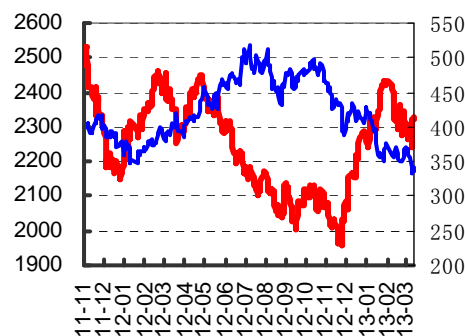
●贵州茅台 2012 年度实现归属于上市公司股东的净利润与上年同期相比预计增加 50%左右，上年同期归属于上市公司股东的净利润为 87.63 亿元，每股收益为 8.44 元。业绩预增的主要原因是 2012 年度公司产品销量与价格同比上年度增长所致。

●贵州茅台股票高估值需要回调，回调后仍然是有重要投资价值的大盘蓝筹股。

贵州茅台（600519）评级 中性

动态市盈率： 11.08
市净率： 5.61

上证综指与贵州茅台股价（蓝线）走势



评价周期	1 个月	6 个月	12 个月
贵州茅台涨(%)	-8.25	-28.51	-14.96
上证指数涨(%)	0.57	13.00	-0.99

资料来源：上海证券交易所

注册证券分析师： 吴正武
执业证书编号： S0820511030001
电话： 021-3222 9888-25512
邮箱： wuzhengwu@ajzq.com

相关报告

2011 年 4 月 18 日研究报告《尽管白酒涨价受到抑制，但是上市公司 2011 年利润预计依然丰厚》

一、政府抑制公款消费，高档白酒消费量增长速度预期降低，销售价格回落压力较大

贵州茅台、五粮液等部分高档白酒，价格高达每 500 毫升两三千元，甚至更高。大众消费者的购买能力比较低，无力多消费，政府公款消费、请客送礼和高端商务消费是这部分高档白酒的主要消费群体。2012 年 11 月党的十八大以后，中央多次要求厉行勤俭节约，严格遵守廉洁从政有关规定，导致去年年底以来高档饭店经营收入受到较大影响，并影响到高档白酒的销售。

2013 年 3 月，十二届全国人大一次会议闭幕后，国务院总理李克强在“总理记者会”上给新一届政府“约法三章”，其中有公费接待只减不增，而且中央政府要带头做起，一级做给一级看。可以预计，该项规定一级接一级贯彻落实下去以后，公款消费将有较大幅度减少，贵州茅台、五粮液等部分高档白酒消费量增长速度预期降低，销售价格回落压力较大。

以武汉市场为例，2009 年底 53 度飞天茅台酒零售价格为 760 多元，2010 年 9 月上涨到逼近 1000 元，2011 年中秋节上涨到 1500 元左右，2012 年初到春节前上涨到 2200 多元，春节后持续回落，到 2013 年 3 月甚至跌到了 1300 元以下。根据《糖酒快讯》提供的数据，53 度飞天茅台酒零售价格在北京、广州、沈阳、杭州、南昌、长沙、太原、郑州、成都、重庆等城市的零售价格走势与武汉基本一致，高点都出现在 2012 年初到春节前这段时间，然后进入持续回落走势，具体零售价格各个城市有所不同。

图 1：武汉市场 53 度飞天茅台酒零售价格变动趋势



资料来源：《武汉晚报》

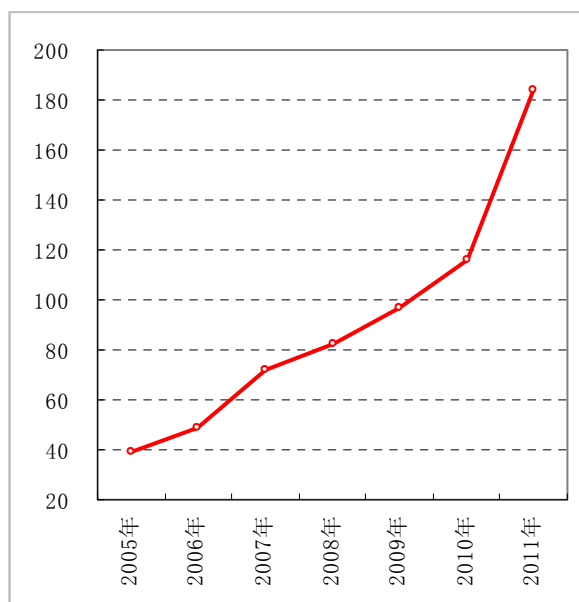
为阻止高档白酒零售价格回落拉动批发价格回落，贵州茅台、五粮液等部分高档白酒厂商试图利用其垄断地位，对全国经销商向第三人销售茅台酒的最低价格进行限定，并对违反限定者进行处罚。该项限定被政府物价部门认定为违反了《中华人民共和国反垄断法》第十四条的规定，贵州茅台于 2 月 23 日被罚款 2.47 亿元人民币。

在政府抑制公款消费，高档白酒消费量增长速度预期降低，流通市场高档白酒存货较多的大环境下，销售价格回落是大势所趋。高档白酒厂商对经销商向第三人销售白酒的最低价格进行限定，既违反《反垄断法》，又不能改变白酒销售价格回落的大趋势。

二、贵州茅台经营规模和经营业绩增长速度预期降低

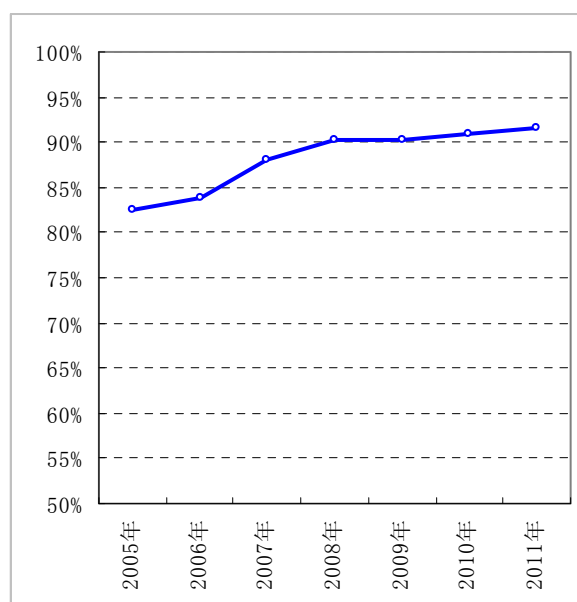
贵州茅台是持续成长的大盘蓝筹上市公司，公司营业收入持续多年增长，受宏观经济周期波动的不利影响小，在经济周期处于收缩和萧条阶段也能保持持续稳定增长。2008年下半年全球金融和经济危机爆发，我国政府为应对经济危机冲击，出台了4万亿元投资计划，并发放了数十万亿元的银行贷款，拉动了高档白酒消费量的上升，这是贵州茅台在经济周期处于收缩和萧条阶段也能保持持续稳定增长的主要原因。

图 2：贵州茅台营业收入变动趋势（亿元）



资料来源：上市公司公告

图 3：贵州茅台毛利率变动趋势



资料来源：上市公司公告

贵州茅台、五粮液等高档白酒拥有行业垄断地位，限制产量和提高销售价格是公司提高盈利水平的重要策略。产量有限投放、市场需求上升导致贵州茅台、五粮液等高档白酒市场零售价格上升，生产厂家提高出厂批发价格，出厂批发价格的提高是贵州茅台营业收入增长的另外一个重要原因。

表 1：贵州茅台酒出厂价格调整情况

日期	每 500 毫升 53 度茅台酒出厂价格	平均调价幅度
2001-08-10	218	22.5%
2003-10-01	268	22.9%
2006-02-10	308	14.9%
2007-04-01	358	16.2%
2008-01-11	439	22.6%
2010-01-01	499	13.7%
2011-01-01	619	24.0%

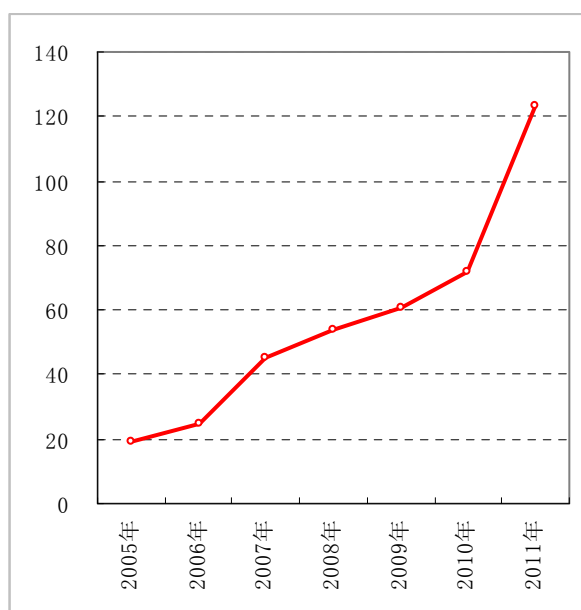
资料来源：上市公司公告

出厂批发价格的提高导致贵州茅台毛利率水平上升，从 2005 年的 82% 上升到 2011 年的 92%，贵州茅台酒具有如此高水平的毛利率，奢侈品特征明显。但是，2008 年以后，贵州茅台酒毛利率水平

上升速度放缓。生产成本上升和脱离大众购买能力的高价格是贵州茅台酒毛利率水平上升速度放缓的主要原因。

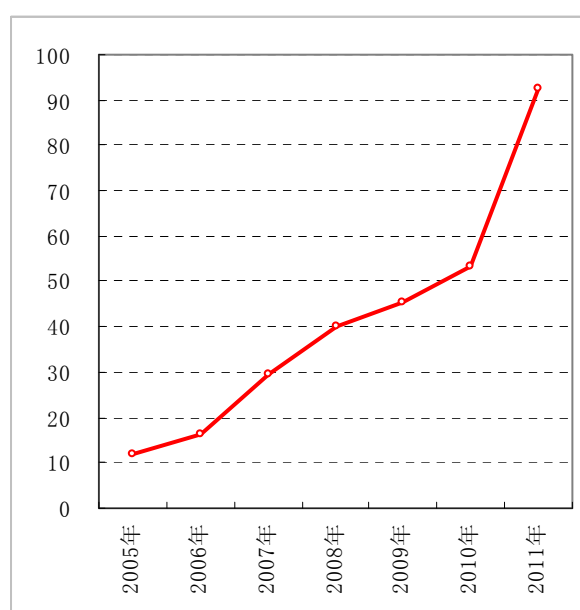
销售量增长和销售价格提高导致贵州茅台的盈利水平上升。从 2005 年到 2011 年，贵州茅台营业利润从 20 亿元左右上升到 120 多亿元，翻了 5 倍多，增长速度大于营业收入的增长速度，而且多年持续增长。从 2005 年到 2011 年，贵州茅台净利润从 10 亿元左右上升到 90 多亿元，翻了 7 倍左右。

图 4：贵州茅台营业利润变动趋势（亿元）



资料来源：上市公司公告

图 5：贵州茅台净利润变动趋势（亿元）



资料来源：上市公司公告

2013 年 1 月 25 日，贵州茅台发布业绩预告，预计 2012 年度实现归属于上市公司股东的净利润与上年同期相比增加 50% 左右，上年同期归属于上市公司股东的净利润为 87.63 亿元，每股收益为 8.44 元。业绩预增的主要原因是 2012 年度公司产品销量与价格同比上年度增长所致。

经营规模的多年持续扩张和经营业绩持续多年大幅度上升是贵州茅台股票价格强于同期大盘指数的根本原因。2005 年贵州茅台股票后复权（分红除权）价格 70 多元，到 2012 年 8 月上涨到 520 多元，同期上证指数从 1000 多点上涨到 2000 多点。

但是，生产成本上升和脱离大众购买能力的高价格已经导致贵州茅台酒毛利率水平上升速度放缓。在政府抑制公款消费，高档白酒消费量增长速度预期降低，流通市场高档白酒存货较多的大环境下，贵州茅台酒销售价格回落是大势所趋。高档白酒厂商对经销商向第三人销售白酒的最低价格进行限定，既违反《反垄断法》，又不能改变白酒销售价格回落的大趋势。因此，贵州茅台经营规模和经营业绩增长速度预期降低，前几年的高速度增长可能难以维持，但是贵州茅台仍然是持续成长的大盘蓝筹上市公司，未来几年经营规模和经营业绩仍能持续稳健增长。公司决策者可能需要针对经营环境中出现的新情况，对经营策略做一些调整。

三、贵州茅台股票高估值需要回调，回调后仍然是有重要投资价值的大盘蓝筹股

2012 年 7 月以后，贵州茅台的股票价格出现了比较长时间和比较大幅度的回落，与贵州茅台酒

的市场零售价格的回落趋势基本一致。尽管市场零售价格的回落目前尚未导致出厂价格的回落，贵州茅台的财务数据显示公司经营规模和经营业绩仍然在高速增长，但是市场零售价格的回落对贵州茅台的不利影响是肯定的，一段滞后期过后，这种不利影响就会在公司的财务数据上显示出来。

除此之外，导致贵州茅台股票价格回落的另外一个重要原因是白酒行业的塑化剂事件。该事件从酒鬼酒开始，向其它白酒厂商蔓延。酒鬼酒被检测出塑化剂超标，被市场猜疑为人为添加，类似于乳业的“三聚氰胺事件”。实际情况是：并没有发现白酒厂商向白酒中添加塑化剂，酒鬼酒被检测出塑化剂超标原因是生产设备中的塑料部件造成的，酒鬼酒对塑料部件进行了更换。针对市场对贵州茅台酒的猜疑，贵州茅台将白酒送到国家权威检测机构进行检测，并且公告了检测报告。事实胜于雄辩，一切猜疑或者别有用心在事实面前都会消散。但是塑化剂事件给消费者心理造成的影响将持续相当长时间，尤其是在社会缺少信任、食品事故频发的环境下持续的时间将更长，对贵州茅台酒销售的不利影响也将持续相当长时间。

为表达贵州茅台董事会对公司未来经营规模、经营业绩和股票价格的信心，2012年12月11日，贵州茅台董事会发布公告，于2012年12月11日通过上海证券交易所证券交易系统在二级市场以买入的方式，增持本公司股份452,506股，占本公司总股本的0.0436%。拟自本次增持之日起算的未来6个月内，从二级市场上继续择机增持本公司股份，累积增持比例不超过本公司已发行总股份的1%（含本次已增持部分）。茅台有限公司承诺，在增持期间及法定期限内不减持其持有的本公司股份。贵州茅台增持本公司股份有利于提高公司股票其他持有者的信心，但是不能改变公司经营环境的新变化，对公司股票价格上涨作用较小。

表 2：贵州茅台每股收益和每股净资产变动情况（远）

	每股收益	每股净资产
2005 年	--	10.79
2006 年	1.64	6.25
2007 年	3.00	8.72
2008 年	4.03	11.91
2009 年	4.57	15.33
2010 年	5.35	19.49
2011 年	8.44	24.07

资料来源：上市公司公告

按照贵州茅台公告的2011年每股收益8.44元计算，2013年3月22日前后公司股票价格170元，公司股票市盈率20倍，高于同期上证指数。按照贵州茅台公告的2012年第三季度每股净资产30.11元计算，2013年3月22日前后公司股票市净率5.6倍，也高于同期上证指数。当然，食品饮料行业景气程度在目前阶段高于其他周期性行业尤其是产能过剩行业，也是贵州茅台保持较高市盈率和市净率水平的重要原因，由于2012年贵州茅台经营业绩同比增长50%左右，用2012年的每股收益和年末每股净资产计算的估值水平要低一些。公司股票高估值需要回调，回调后仍然是有重要投资价值的大盘蓝筹股。

四、贵州茅台盈利预测

表 3：贵州茅台主要经营指标预测（亿元，每股指标为元）

	营业收入	营业利润	净利润	每股收益
2009 年	96.7	60.8	45.5	4.57
2010 年	116.3	71.6	53.4	5.35
2011 年	184.0	123.4	92.5	8.44
2012 年预报和预测	276.1	185.1	138.8	13.37
2013 年预测	323.0	209.0	158.0	15.25

资料来源：历史数据来源于上市公司公告

注册证券分析师简介:

姓名: 吴正武, 浙江大学管理学博士, 2009年加入爱建证券有限公司, 从事过食品饮料行业、宏观经济和沪深A股投资策略研究。

分析师承诺:

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 在此申明, 本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果, 引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源, 力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与, 未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

投资评级说明

报告发布日后的6个月内, 公司/行业的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准。

● 公司评级

强烈推荐: 预期未来6个月内, 个股相对大盘涨幅15%以上

推荐: 预期未来6个月内, 个股相对大盘涨幅5%~15%

中性: 预期未来6个月内, 个股相对大盘变动在±5%以内

回避: 预期未来6个月内, 个股相对大盘跌幅5%以上

● 行业评级:

强于大市: 相对强于市场基准指数收益率5%以上;

同步大市: 相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动;

弱于大市: 相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

重要声明

爱建证券有限责任公司具有证券投资咨询资格, 本报告的产生基于爱建证券有限责任公司(以下简称“爱建证券”)及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 爱建证券及其研究人员对上述信息的准确性和完整性不作任何保证。对由于该等问题产生的一切责任, 爱建证券不作任何担保。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 在不作事先通知的情况下, 可能会随时调整。本报告中的观点、结论和建议仅供参考, 并不构成所述证券的买卖出价或征价, 爱建证券不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。

在法律允许的情况下, 我公司及其所属关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进

行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行服务或其他服务。

本报告版权仅为“爱建证券有限责任公司”所有，未经书面许可，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、复制件或复制品，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。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“爱建证券有限责任公司”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。