

关注未来批零价差变化和模式转型

贵州茅台 (600519.sh)

推荐 维持评级

核心观点:

1. 事件

公司 2012 年实现营业收入 265 亿元, 同比增长 43.8%; 归属于上市公司股东净利润 133 亿元, 同比增长 51.9%; 实现每股收益 12.82 元。

2. 我们的分析与判断

(一) 关注茅台等龙头公司模式转型可能性

继续我们 3 月 13 日行业报告《白酒行业: 关注龙头公司转型概率》观点, 如果茅台未来坚持转移消费群体, 定位于个人消费品, 顺应治理三公消费时代潮流, 则有望再度引起资本市场关注, 不过这将考验公司的市场营销体系建设。

从行业面分析, 任何品牌在面前高端白酒销售市场竞争格局现状下, 挤占竞争对手的市场份额更为现实, 如此能够提升当期销售, 未来还能够释放越来越大的新增产能。不知道龙头公司是否关注于此。如果能够改变限量保价策略, 实施“敞量顺价”策略, 则有望提升资本市场业绩预期。销售渠道方面, 如果能够做到渠道扁平化, 做到下沉到县级市场都有经销商, 做到直供 KA 店, 做到扩大网店和出口销售, 那么投资者可再次关注。

(二) 关注未来批零价差变化

不论是第四季度预收账款环比增加 13 亿元, 还是近三年来经营现金净额/归母公司股东净利润第一次小于 1, 都成为过去时。展望未来, 我们认为批零价差变化更为重要。作为按照我们品牌渠道评级数量化模型 (具体请参考《快速消费品 (食品饮料为主) 数量化品牌渠道评级模型——产业逻辑投资线路图》的结论, 茅台作为品牌拉动型公司, 批零价差应该最小。我们后续再另外分析。

3. 投资建议

公司估值水平, 与十年前左右白酒行业夕阳论时, 基本上相当; 不仅如此, 跨证券市场比较, 更是创纪录地低于国外同行业同类上市公司估值水平。再参考 PEG 可看出, 公司净利润增速高于国外同行业同类上市公司水平, 预计 EPS2013 和 EPS2014 分别为 15.39 和 18.46 元, 维持“推荐”评级。

另外, 我们在此重复《白酒行业: 从交易角度挖掘投资机会》观点: 白酒板块今年将展现行情为: (1) 某段时间内出现超额收益; (2) 全年落后于大盘的概率较大, 即如《食品饮料行业 2013 年投资策略: 渐入个股时代 备战屌丝阶段》所说的屌丝行业阶段, 请投资者耐心揣摩, 把握到来的阶段性机会。

分析师

董俊峰

☎: 010-66568780

✉: dongjunfeng@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130511010002

特此鸣谢

李琰 010-83571374

(liyan_yj@chinastock.com.cn)

对本报告的编制提供信息

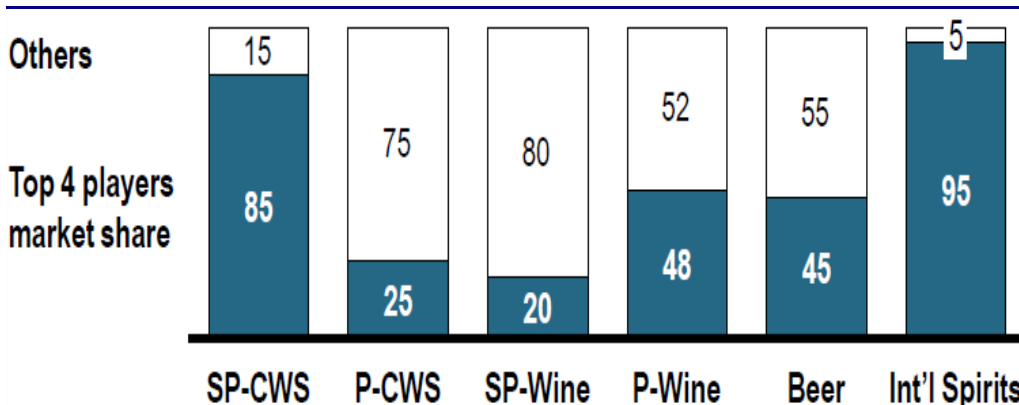
市场数据 时间 2013.03.29

A 股收盘价(元)	168.86
A 股一年内最高价(元)	266.08
A 股一年内最低价(元)	162.31
上证指数	2236.62
市净率	5.13
总股本 (万股)	103818.00
实际流通 A 股(万股)	103818.00
限售的流通 A 股(万股)	0.00
流通 A 股市值(亿元)	1753.07

相关研究

白酒行业：高档酒细分市场分化

图 1：高端白酒和国际品牌市场集中度高（%）



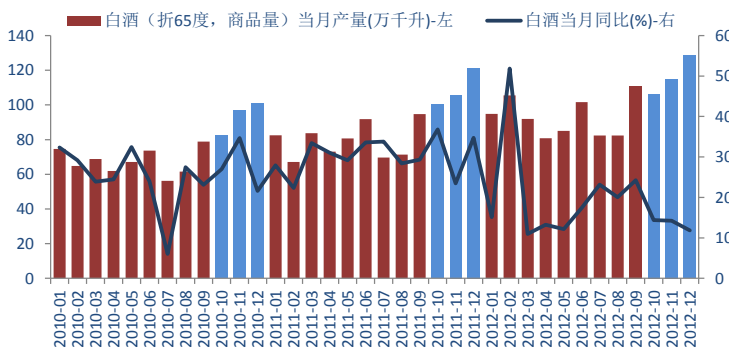
资料来源：中国银河证券研究部 R B Consulting

在我国超高端白酒市场，市场集中度高达 85%左右，成为最具吸引力的蒸馏酒葡萄酒细分市场，市场份额依旧向具备品牌和渠道优势企业集中。

以高端酒产品为主的茅台、五粮液、泸州老窖增速经过 2008-2010 年的调整期，呈现出增速回归的趋势。昔日的高档酒增长模式开始出现分化，品牌力最强的茅台增速主要来自单一产品价格的提升。近年来茅台的终端价格和渠道价差已远高于五粮液和国窖 1573，未来茅台的价差幅度将决定于经营模式是否转型。

2012 年我国白酒行业累计产量 1153.16 万千升，同比增长 18.55%。就累计产量增速水平来看，比去年同期减少 12.15 个百分点，环比增长 0.84 个百分点。其中，12 月单月实现产量 128.37 万千升，同比增长 11.86%，比去年同期减少 22.87 个百分点，环比减少 2.38 个百分点。

图 1：我国白酒行业 2010-2012 年单月产量及增速变动



资料来源：国家统计局，中国银河证券研究部整理

图 3：我国白酒行业收入累计值及增速变动(2000-2012 年)

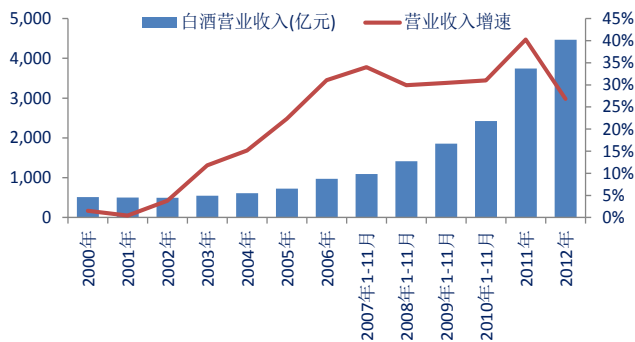
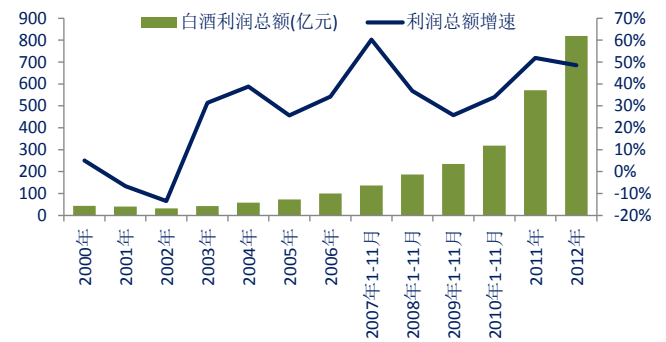


图 4：我国白酒行业利润总额累计值及增速 (2000-2012 年)



资料来源：国家统计局，中国银河证券研究部整理

2012 年全年我国白酒行业收入增速为 26.82%；利润总额增速 48.52%。2012 年，我国白酒行业实现收入 4466.26 亿元，同比增长 26.82%（比上年同期减少 13.43pct），实现利润总额 818.56 亿元，同比增长 48.52%（比上年同期减少 3.39pct）。另外，我们对比 2011 年 1-12 月份和 2010 年 1-11 月份经济指标，2010 年 1-11 月，白酒行业实现收入 2421.62 亿元，同比增长 31.01%，利润总额 318.61 亿元，同比增长 34.05%。我们向前考察十年来历史数据，2011 年 1-12 月份收入增速已经超过前期高点（2007 年 1-11 月 34.03%），利润总额增速接近 2007 年 1-11 月最高值 60.27%，为 2008 年全球金融海啸以来最高增速。今年由于受到宏观经济不景气等诸多负面因素影响，规模以上白酒企业的收入增速从年初起呈现下滑趋势，利润总额增速则在前期维持一定高位的情况下，于四季度出现下滑。总体来说，行业 2012 年四季度由于受到春节前市场景气度不佳的影响，累计同比增速水平略有下降。

图 5：我国白酒行业毛利率水平变动 (2000 -2012 年)

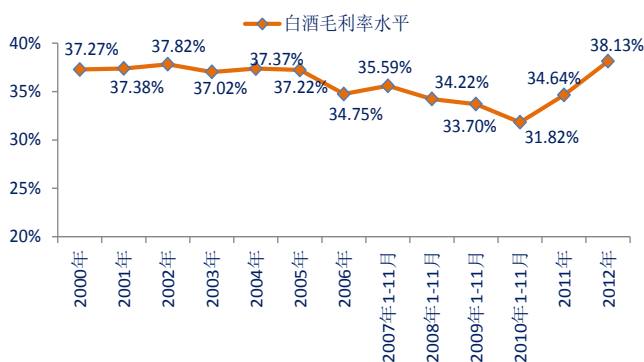


图 6：我国白酒行业利润总额比率变动 (2000-2012 年)



资料来源：国家统计局，中国银河证券研究部整理

2012 年，白酒行业毛利率 38.13%，继续保持上升趋势。如图所述，2012 年，我国白酒行业主营业务成本为 2763.41 亿元，同比增长 22.56%，毛利率为 38.13%，环比上月增长 1 个百分点。对比去年行业毛利率，增加 3.49 个百分点，行业毛利率总体仍延续自去年以来的上升趋势，是否会出现拐点，还需进一步监测数据确认。

利润总额比例自 2002 年来逐年上升，目前总体继续维持高位，体现白酒行业仍保有较强的盈利能力。据我们测算，2012 年行业利润总额比率为 18.33%，同比增长 3.07 个百分点，环比微增 0.19 个百分点，总体仍维持高位，体现出白酒行业较强的盈利能力。

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6—12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6—12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6—12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%—20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6—12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6—12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

中国银河证券食品饮料团队，2011 年第九届新财富最佳分析师。

董俊峰，研究部行业研究主管，兼食品饮料行业分析师（首席）。1994—1998 年消费品营销策划业四年从业经历、1998—1999 年超市业一年从业经历、2001 年至今证券业十年从业经历。清华大学硕士。2003 年业界首创消费品行业数量化研究模型《品牌渠道评级体系》，已获国家版权局著作权登记证书。

周颖，食品饮料行业分析师。2007 年至 2011 年 2 月在中信证券从事行业研究工作，2011 年 3 月至今在银河证券从事食品饮料行业研究工作。清华大学硕士。

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究部

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 26 楼

深圳市福田区福华一路中心商务大厦 26 层

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

北京地区：傅楚雄 010-83574171 fuchuxiong@chinastock.com.cn

上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn

深广地区：詹璐 0755-83453719 zhanlu@chinastock.com.cn