

# 白酒第一批值得买入标的之一

## 买入 维持

目标价格：暂无

- **长期视角：中国白酒品牌力最强企业之一，长期成长逻辑仍在，库存调整叠加需求抑制风险已得到充分市场，13年仍有20%增长，目前买入股价下跌风险不大：**
  - 短期三公需求已基本见底，库存在（12年）旺季降价后得到快速清理，使得产业链压力无法进一步传导至厂家；
  - 13年预计20%净利润增速可有实现，度过最艰难的2013年，未来收入未定增长可期，那么估值具有绝对安全边际的情况下，股价下跌空间不会太大；
  - 长期看，即便三公消费完全归零，茅台最为白酒最具品牌影响力的企业之一，随着中国家庭资产在1000万以上群体数量的不断增长，只要仍具品牌优势，其客户群体仍然成长，从这个角度看，茅台作为稳定成长股票，仍具投资价值。
- **短期视角，茅台的低点就在此时：渠道去库接近尾声，二季度批发价有望见底，预计公司会继续提价+旺季补库存提供催化剂：**目前渠道中最后的抛货者（一批商）也开始去库存，待其去库完成后，渠道抛货对价格的压力将减弱。未来一旦价格回升，经销商预期扭转，二批商有望温和补库存，可能对销量有超预期影响，库存周期有望被盘活；
- **高分红率提供良好防御性，继续推荐有相对和绝对收益空间：**茅台13年仍可实现20%以上的盈利增长，而只有11X估值，股价下跌空间已经十分有限。在目前股价下，12年分红收益率为3.72%，若13年保持50%的分红率，收益率可达到4.5%，在良好的防御性下，具备相对和绝对收益空间。；
- **盈利预测、估值和投资建议：**预计13-15年收入分别为319亿、381亿和466亿，YOY为20%、20%和22%；净利润分别为164亿、204亿和253亿，YOY为23%、24%和24%；EPS为15.82元、19.65元和24.33元，目前股价对应11x13PE，维持“买入”评级。
- **风险提示：**商务和个人需求转移速度低于预期，国家出台不利于行业的政策。

主要经营指标	2011	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入(百万)	18402	26455	31,900	38,089	46,226
增长率(%)	58.19	43.76	20.6%	19.4%	21.4%
归母净利润(百万)	8763	13308	16,401	20,396	25,055
增长率(%)	73.49	51.86	23.2%	24.4%	22.8%
每股收益	8.44	12.82	15.797	19.646	24.134
市盈率	4.21	2.77	10.90	8.77	7.14

食品饮料行业

分析师：

苏青青 (S1180512060001)

电话：021-51782237

Email: suqingqing@hysec.com

研究助理：

陈嵩昆

电话：021-51782231

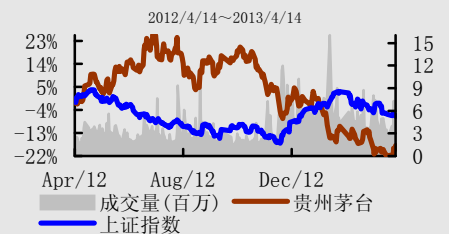
Email: chensongkun@hysec.com

刘洋

电话：021-51782230

Email: liuyang1@hysec.com

市场表现



相关研究

《加加食品：产品结构优化,关注新品推出》

2013/4/11

《行业动态跟踪》

2013/4/10

《黑牛食品：关注产品升级和渠道拓展》

2013/4/10

《贵州茅台：行业下行中证明自己，估值便宜》

2013/3/29

## 目录

对目前市场最关心问题的回答.....	4
Q1、茅台过去的成功仰仗于政务消费，未来十年茅台最主要的消费力量可能消失，是否会对其造成重大打击？.....	4
Q2、渠道去库何时完成，批发价何时见底？.....	4
Q3、转型需要时间，短期（13年）业绩是否会下滑？.....	5
<b>一、    高档酒王者是如何铸就的.....</b>	<b>6</b>
1、公司历史发展概况.....	6
2、公司基本情况概况.....	7
<b>二、    政治层面：贵州省从长远角度支持茅台持续发展.....</b>	<b>8</b>
1、行业调整期，贵州政府对茅台不会谋求杀鸡取卵式发展.....	8
2、若行业转好，贵州省对茅台有业绩考核和释放压力.....	9
<b>三、    政务需求归零后，富人需求和打假仍可保证茅台需求增长.....</b>	<b>10</b>
1、党政军需求遭遇断崖式下跌，即使政策进一步收紧，边际影响已不大.....	10
2、国内高净值人群的迅速崛起构成强大的购买力.....	10
3、流通追溯体系的完善与推广有利于打击假酒，需求向真酒转移.....	12
<b>四、    短期降价清理渠道，长期或再提价保持品牌高度以匹配高端消费人群.....</b>	<b>13</b>
1、通过终端降价和主动控量，渠道库存现已逐步恢复健康水平.....	13
2、在合适时机公司或将继续提价，维持第一高档白酒定位.....	16
<b>五、    盈利预测、估值及投资建议.....</b>	<b>16</b>
<b>六、    风险提示.....</b>	<b>17</b>
附录：赵克志同志履历.....	18

## 图表

图 1：茅台目前的产业链运营状态.....	5
图 2：贵州茅台九十年代以来发展的四个阶段.....	6
图 3：贵州茅台股权结构图.....	7
图 4：茅台产品结构与销售收入构成.....	7
图 5：贵州茅台销售渠道结构.....	8
图 6：茅台酒所交税费与贵州财政收入比例.....	8
图 7：贵州上市公司营业收入按行业划分.....	8
图 8：近年来贵州省政府出台的促进白酒产业与茅台的政策.....	9
图 9：栗战书与赵克志近两年公开场合对茅台酒的支持.....	10
图 10：茅台销售收入按渠道划分.....	11
图 11：五粮液、茅台与泸州老窖销售渠道对比.....	11
图 12：我国高净值人群消费观念.....	11
图 13：我国高净值人群年均消费量分布情况.....	11

图 14: 我国高净值人群主要消费领域占比.....	12
图 15: 我国高净值人群每年购买奢侈品分布情况.....	12
图 16: 贵州茅台酒 RFID 防伪识别技术示意图.....	13
图 17: 2010 年以来 53 度茅台每半年出货量估算结果.....	14
图 18: 2010 年以来 53 度飞天出货量变动估算.....	14
图 19: 茅台产业链主要环节经营现状分析图.....	15
图 20: 茅台经销商去库存周期示意图.....	15
图 21: 茅台经销商补库存周期示意图.....	15
图 22: 分产品收入预测.....	16
图 23: 贵州省委书记赵克志同志履历.....	18
图 24: 三张财务报表摘要.....	19

## 对目前市场最关心问题的回答

在食品安全问题、国家政策打击、行业自身调整等多重问题的打击下，市场对白酒行业的信心跌至谷底。但我们认为即便行业调整不可避免，但优秀的公司仍然可以在行业调整中自行纠偏，不仅受冲击的幅度小于行业，在调整期后还可获得新的核心竞争力。**查理·芒格说过，普通企业只有一次犯错机会，但龙头公司的优势是有两次。**意为优秀的品牌会在企业调整中提供保护和机会，茅台正是借助白酒第一品牌的护城河，不但大概率可以安然度过此轮调整，还有可能通过转型成为下一个十年白酒的大众高端品牌。

目前市场仍然对茅台的短期情况和长期发展有疑虑，我们先对市场最关心的问题做简要分析和回答，具体测算和论证请见正文。

### Q1、茅台过去的成功仰仗于政务消费，未来十年茅台最主要的消费力量可能消失，是否会对其造成重大打击？

我们的答案是否定的，相反茅台更容易获得新的消费群体的青睐。高档白酒行业的品牌初创期已经过去，打造全新的高档白酒品牌将十分困难，因此更可能的情况是消费者在现有的品牌中选择。茅台第一高端酒的品牌形象已经深入人心，由于品牌选择的路径依赖，无疑比其他品牌更容易获得消费者认可，同时茅台擅长于寻找定位和品牌打造，比其他品牌更有能力获得新增的消费群体：

- ◆ 茅台受益于品牌选择的路径依赖：所谓路径依赖，消费者虽然过去并不消费茅台，但茅台在政务中的影响已经扩散到全社会，几乎所有人都认为茅台是第一白酒品牌。那么未来在消费者有机会消费高档酒时，其对品牌的选择并不是从零开始，而是依赖于现有的认知，更倾向于选择茅台。其他品牌若要争取到消费者，必须在包装、性价比、品牌形象等其他方面付出更多的努力；
- ◆ 茅台的基因擅长于寻找定位和品牌打造：茅台在 1990s 始终被五粮液压制，但其敏锐地发现了政务这个当时被忽视的需求，并且通过“高贵、国酒”的品牌定位以及贴近政治的一系列营销，牢牢占据了政务消费者的心智。即使未来消费者定位发生改变，我们相信茅台打造品牌的能力，其“品质坚持、国酒”这样的品牌诉求，我们认为对大众消费者仍然有价值共鸣。

### Q2、渠道去库何时完成，批发价何时见底？

批发价是边际的供需状况决定的，我们认为批发价企稳回升的前提是，渠道中不再出现新增的抛货者，需求出现环比的回升。目前渠道中最后的抛货者（一批商）也开始去库存，随着价格的下降，新增的需求也在持续的出现，弥补政务需求下跌的缺口，我们预计今年的旺季之前（6-8 月份）将可能看到批发价的企稳：

- ◆ 一批商去库后，渠道将不再有新增的大规模抛货：渠道去库过程为终端动销——二批商去库——一批商去库。茅台终端动销从去年 12 月开始大幅改善，同时二批商开始去库，目前二批商基本为零库存。由于一批商利润=（销售价-出厂价）×计划量，因此一批商始终不愿意降价销售，直到春节后一批商开始降价去库存，4 月份开始的批发价下跌主要由一批商去库造成，待其去库完成后，渠道内经销商抛货对价格的压力将减弱；
- ◆ 茅台降价后，大众需求持续增加，将逐步弥补政务消费缺口：茅台在团购价由 1800 元降低到 1000 元左右后，品牌力优势凸显，过去定价在千元价格带的品牌销售受到

极大的影响，原有份额基本都转向了茅台。一线等经济发达城市的商务和个人消费被启动，随着价格的下降，以及茅台品牌在个人和商务消费中接受度的提升，大众需求还在持续增加，填补政务消费下滑的空缺。

**图 1: 茅台目前的产业链运营状态**

产业链环节	运营状态
厂家	3 月份对部分经销商控货，4 月恢复发货，全年计划量未改变，对窜货采取默许态度。
计划外部分（直供）	主要是党政军需求，预计大幅下滑超过一半
一级经销商	一批商相对二批商库存压力较大，每个月需要完成计划量，但相对于去年 10 月份库存已经大幅下降。有库存压力的主要集中于：1，依靠政府关系销售的业外经销商，政务需求消失后没有其他渠道；2，非一线城市的大型经销商，主要由于政府消费下降，社会消费又无法充分支撑销售。
二级经销商	由于一批价还是向下的趋势，一批商的存货相对充裕，因此二批商可以随时调货，基本不保留库存。
终端销售	全国各地的政务相关消费都大幅萎缩，但由于价格的下降，一线等经济发达城市的商务和个人消费被启动，因此销售不畅地区的大量库存窜货流向一线城市，春节后一线城市均出现了终端补库存情况（消费者囤货），预计随着价格下降，这一趋势可以持续。

资料来源：产业链调研，宏源证券研究所

### Q3、转型需要时间，短期（13 年）业绩是否会下滑？

从渠道角度来看，目前渠道库存健康，终端需求也在逐步恢复，因此预计 13 年销量不会大幅下滑，收入仍可保持增长（预计可实现 20% 增长）：

- ◆ **终端压力被渠道消化，不会传导到厂家：**13 年业绩是否会下滑取决于终端需求波动能否传导到厂家层面。我们在上文分析到，由于茅台降价凸显品牌力和性价比，最近几个月大量抢占了其他品牌的消费需求，将渠道中的不良库存基本消化，现在厂家可以正常的出货，因此厂家面对的增长压力并不大；
- ◆ **渠道库存低，经销商仍可完成全年计划量：**茅台经销权仍然是行业中最难获得的资源之一，经销商不会轻易放弃这一资源，因此必须按时足量打款完成全年计划。茅台历史上没有向经销商压货，目前渠道中只有 3 个月以内的库存，相比于其他一些品牌 9-12 个月的库存而言，经销商资金压力很小，因此即使通过压货，茅台的经销商渠道在 2013 年发货量仍然不会下降。

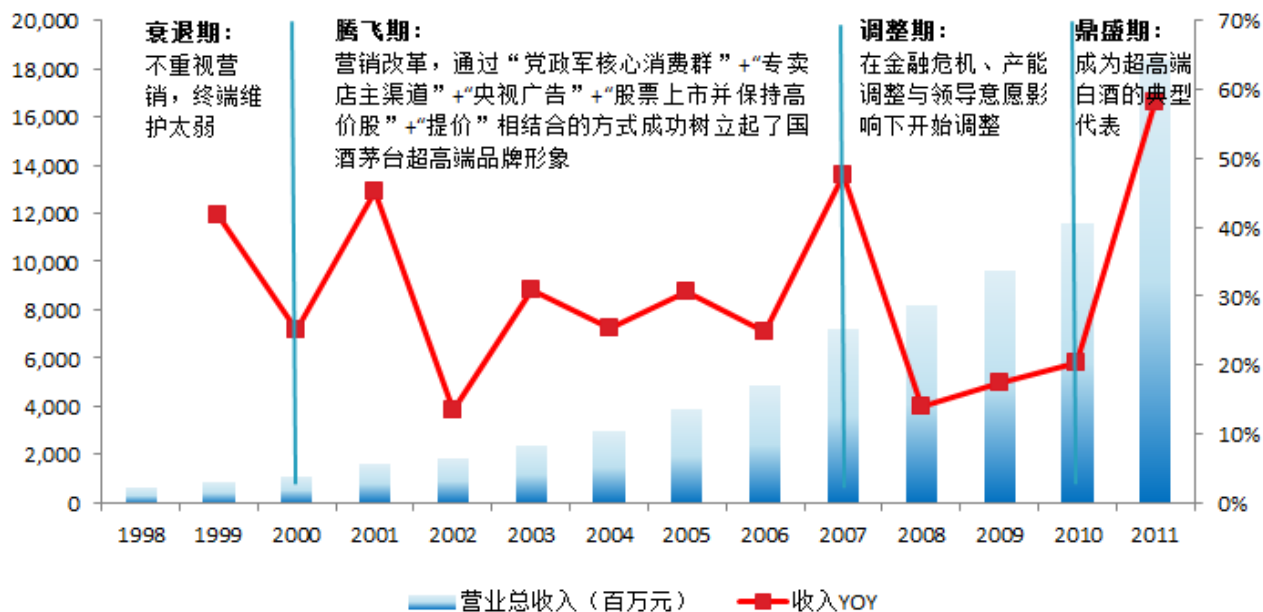


## 一、 高档酒王者是如何铸就的

### 1、 公司历史发展概况

公司九十年代以来的发展历程可以大体分为四个阶段：衰退期（1990年-2000年）、腾飞期（2000年-2007年）、调整期（2008年-2010年）与鼎盛期（2011年至今）。

图 2： 贵州茅台九十年代以来发展的四个阶段



资料来源：宏源证券研究所

**1990s, 衰退期：营销落后，终端维护太弱，市占率下降：**公司早年不重视营销，致使对终端维护太弱：茅台的经销商 70% 以上是糖酒公司，基本上不做终端；而茅台自己的营销人员势力单薄，再加上管理上的问题一直处于无任务、无奖惩、无竞争的“三无”状态。因此茅台的发展遭受了严重的挫折，其地位受到五粮液等其他名酒的威胁。

#### 2000 年-2007 年，腾飞期：营销改革与需求爆发：

- ◆ 营销改革：公司对营销层面加大投入，通过战略性的定位党政军核心消费群，开创专卖店主渠道，在央视巨资投入广告，并依靠 A 股市场保持高价股，外加产品提价等一系列方式成功树立起了国酒茅台超高端品牌形象；
- ◆ 需求爆发：2003 年之后，伴随着国内经济从亚洲金融危机阴霾中逐渐走出，以及固定资产投资维持较高增速，催生出作为感情润滑剂的高档白酒大量需求。

#### 2008 年-2010 年，调整期：金融危机、产能调整与高层动荡：

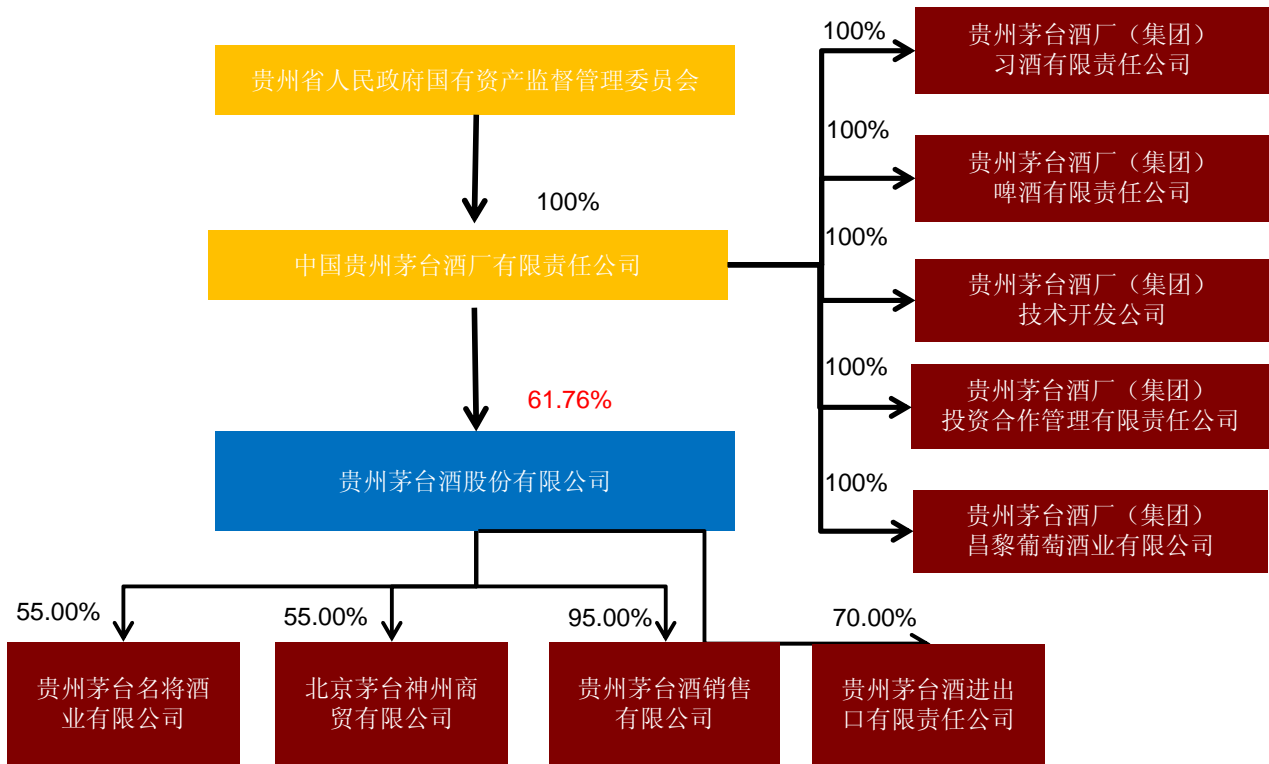
- ◆ 人事动荡：07 年 5 月原总经理乔洪被双规，公司高层人事出现动荡；
- ◆ 经济危机：08 年金融危机爆发后国内经济增速短期内大幅下滑，影响到高档酒销售；09 年 4 万亿投资带动国内经济逐步恢复，茅台销售回升；
- ◆ 税率提升：09 年 7 月消费税基重新核定，公司实际消费税率大幅提高，加之销售起势后供给瓶颈凸显，影响 09-10 年利润增速。

**2011 至今，鼎盛期：成就高档酒王者：**由于国酒地位和产品品质的严格把关，茅台成为超高端白酒的典型代表，在品牌力和价位上与其他超高端白酒逐渐拉开距离。09 年的四万亿导致流动性泛滥，高档白酒投资属性凸显。

## 2、公司基本情况概况

公司控股股东是贵州茅台酒厂有限责任公司，实际控制人是贵州省国资委。公司注册资本 10.4 亿元，2011 年末总资产 349 亿，总负债 95 亿。

图 3：贵州茅台股权结构图



资料来源：宏源证券研究所

公司主要产品包括四个系列：收入占比 10% 的年份酒（如 15 年、30 年茅台），收入占比约 80% 的超高端茅台（如 53 度飞天），以及中高端与中低端的汉酱、仁酒、王子酒、迎宾酒等。

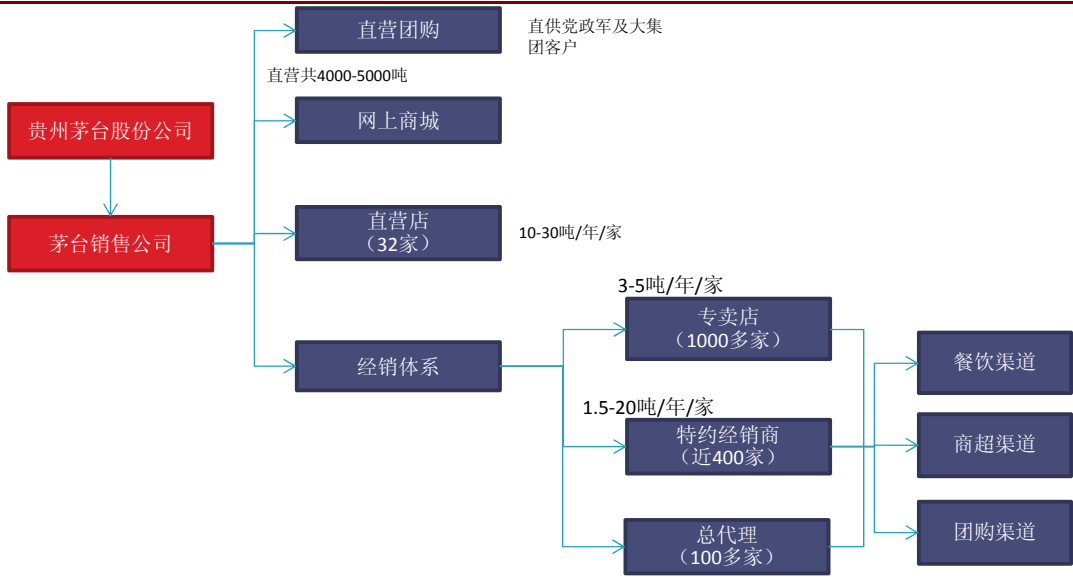
图 4：茅台产品结构与销售收入构成

产品档次	系列	终端价	收入占比
年份酒	15 年茅台、30 年茅台、50 年茅台	7980-33800 元	10%
超高端	高度茅台（53°）、低度茅台	1080-1699 元	80%
中高端	汉酱、仁酒	638-799 元	10%
中低端	王子酒、迎宾酒	166-370 元	

资料来源：宏源证券研究所

茅台的销售渠道：公司下设茅台销售公司，由酒厂将酒先卖给销售公司，再由销售公司加价对外销售。销售渠道主要包括团购、网上商城、直营店与经销商四种。团购直供党政军及大集团客户，年销售量 4000-5000 吨。直营店目前有 32 家，每家年销售额为 10-30 吨。经销体系又包括 1000 多家专卖店（每家年销售量 3-5 吨）、近 400 家特约经销商（每家年销售量 1.5-20 吨）与 100 多家总代理。

图 5：贵州茅台销售渠道结构



资料来源：宏源证券研究所

## 二、 政治层面：贵州省从长远角度支持茅台持续发展

### 1、行业调整期，贵州政府对茅台不会谋求杀鸡取卵式发展

#### 1) 政府支持动力源于贵州茅台对当地经济发展贡献巨大

贵州茅台成长于贵州，从税收、就业等方面担当着推动地方及国家经济发展的重任，其利税总额、利润、税金、人均创利税、人均上交税金等指标，连年均居中国白酒行业前列。14 年来，贵州茅台为国家贡献了 495 亿元的税收。2011 茅台集团税金占行业比重高达 20.41%，占仁怀市财政收入达 64%，并占了贵州省财政收入的 7%。贵州省迄今有 21 家上市公司，贵州茅台规模最大，占全部营业收入的 30%。

图 6：茅台酒所交税费与贵州财政收入比例

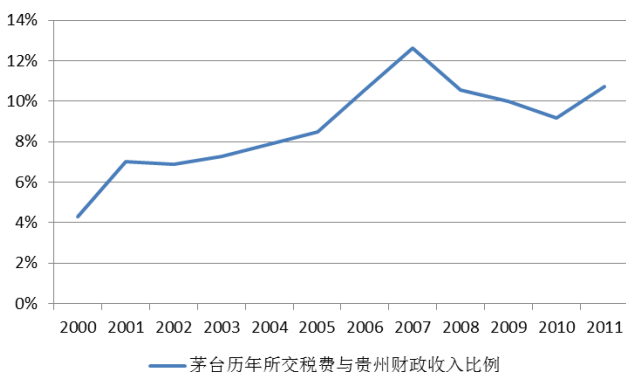
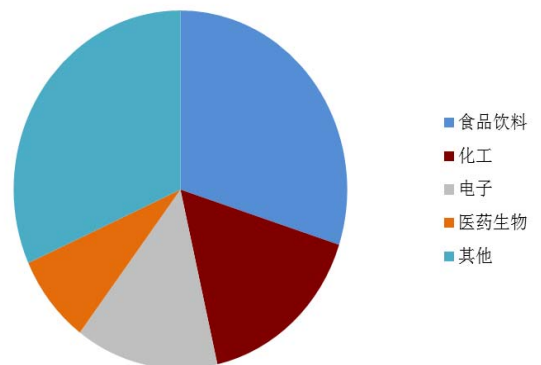


图 7：贵州上市公司营业收入按行业划分





资料来源: wind, 宏源证券研究所

资料来源: wind, 宏源证券研究所

## 2) 行业调整期, 政府对茅台更多的是保护和支持, 业绩压力不大

由于茅台是贵州省经济支柱之一, 因此为了贵州经济的长期发展, 不可能只考虑短期最大化榨取利税, 而是从长期角度支持茅台发展。因此贵州省政府对茅台的业绩释放压力和茅台面临产业链压力之间存在博弈。

从春节前茅台下调了 2013 年集团发展目标的行为来看 (收入目标从 500 亿下调至 416 亿元, 同比增速从 42% 下调至 18%), 贵州政府在制定目标时会考虑行业和企业的真实情况, 在公司发展和贡献利税之间必须取舍的时候, 政府倾向于给予企业足够的缓冲空间。因此 13 年公司来自于政府业绩释放的压力并不大, 业绩的真实性较高。

## 2、若行业转好, 贵州省对茅台有业绩考核和释放压力

### 1) 贵州省及地方政府提出千亿茅台规划:

- ◆ 2012 年 1 月, 贵州省省长赵克志在做《政府工作报告》时提出了千亿茅台的实现路径——组建“大茅台”集团。2 月, 遵义市政府根据省政府要求, 提出全力支持茅台通过兼并、重组和加盟形式, 整合其他酒厂和酒作坊, 扬资金品牌之长, 补产能不足之短, 迅速做大。
- ◆ 2012 年 11 月, 贵州省政府出台《关于加快贵州白酒产业发展的意见》, 明确支持茅台集团兼并、收购省内外白酒企业, 整合省内白酒原料种植、包装印刷、物流等上下游关联产业, 在全省白酒产业率先实现集群发展。确保到“十二五”末, 茅台酒产量达到 4.5 万千升, 茅台集团白酒产量力争达到 12 万千升, 销售收入力争 1000 亿元。

图 8: 近年来贵州省政府出台的促进白酒产业与茅台的政策

时间	政策
2007 年 12 月	《关于促进贵州茅台酒厂集团公司又好又快发展的指导意见》
2008 年 4 月	《贵州省酒类生产流通管理办法》
2008 年 7 月	《关于促进贵州白酒产业又好又快发展的指导意见》
2009 年 7 月	《贵州省白酒产业振兴计划》
2012 年 9 月	《贵州省名优白酒条例 (草案) 》
2012 年 11 月	《关于加快贵州白酒产业发展的意见》

资料来源: 网络公开资料, 宏源证券研究所

### 2) 新一届省委书记赵克志或延续前任栗战书对茅台的支持:

- ◆ 2010 年出身于红色家庭, 党政团全方位经历的栗战书由黑龙江省长调任贵州省委书记, 其任职期间贵州省经济发展十分迅猛。栗数次在公开场合力挺茅台。2012 年 9 月栗战书被任命为中共中央办公厅主任;

- ◆ 2010年8月赵克志由江苏常务副省长调任贵州任省委副书记、代省长、省政府党组书记。2012年7月起赵克志任贵州省委书记。赵亦表示贵州省将继续支持白酒业发展。

**图 9：栗战书与赵克志近两年公开场合对茅台酒的支持**

时间	场合	内容
2011年3月	人民大会堂贵州召开的两会记者会	赵克志回答记者茅台价格飞涨的原因：原材料价格上涨、供需矛盾突出与流通环节的加价。栗战书做补充，大声疾呼各级政府和部门共同行动，为茅台打假。
2011年4月	省委、省政府在怀仁市召开支持茅台酒厂加快发展专题会议	栗战书作重要讲话，肯定了茅台的巨大贡献，指出茅台集团要研究和确定“三大战略”，用5-10年时间把茅台酒打造成为“世界蒸馏酒第一品牌”。赵克志主持并讲话，强调要做大做强茅台酒，抓好规划编制与实施，延长产业链，并坚决打击制假售假行为。
2012年3月	两会贵州代表团开放日答记者问	栗战书指出，进口拉菲酒价格远高于茅台酒，不要把茅台酒和公款消费必然地联系在一起，政府采购是市场行为，不反对必要的正常的合适的市场消费与市场经营行为。
2012年9月	省领导视察茅台循环经济科技示范园区	赵克志等领导对茅台集团的发展规划给予了充分肯定。批示茅台集团要认真贯彻贵州省委省政府关于项目建设要把质量作为生命线的指示精神，做好茅台园区项目建设工作。
2013年3月	两会贵州代表团团组开放活动后答记者问	赵克志说严格执行中央关于高档白酒消费的规定，同时指出中央治理公款消费与茅台酒的正常生产经营并不矛盾；贵州省委、省政府将一如继往支持茅台发展壮大。他还透露，2013年开年以来，贵州茅台销售收入增长了14%。

资料来源：宏源证券研究所

### 三、 政务需求归零后，富人需求和打假仍可保证茅台需求增长

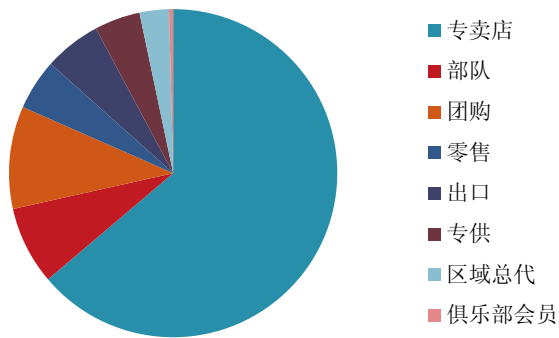
#### 1、党政军需求遭遇断崖式下跌，即使政策进一步收紧，边际影响已不大

在中央“八项规定”、“六项禁令”等影响下，不少地方各省和部委都出台相关规定，规定工作用餐“不上酒”，取消大型宴请活动等。蛇年春节期间的白酒消费不出所料的表现不佳，而党政军消费趋于冰点，正常的交往活动也被取消，矫枉已过正，即使两会后地方继续出台进一步的禁酒细则，更多是对心理层面的打击，对终端需求的边际影响已经不大。因此我们预计，茅台需求量现在已经到了谷底，未来至少不会比现在差，在今后半年的时间里会得到改善。

#### 2、国内高净值人群的迅速崛起构成强大的购买力

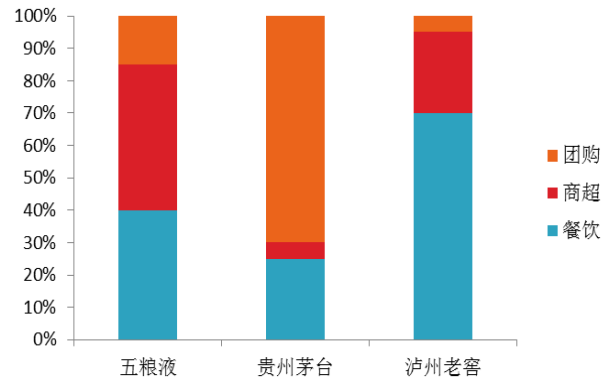
过去贵州茅台为代表的高端酒需求可以分为五种：军队、政务接待、政商务交流、商务往来与个人自饮。现在党政军需求已经趋于冰点，我们认为未来这部分需求会转移到商务与个人需求，尤其是高净值人群的快速崛起会形成对高档酒强大的购买力。

图 10: 茅台销售收入按渠道划分



资料来源: 宏源证券研究所

图 11: 五粮液、茅台与泸州老窖销售渠道对比

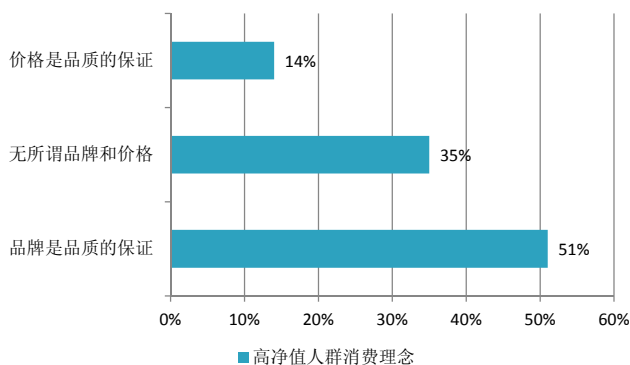


资料来源: 宏源证券研究所

根据 McKinney 的测算, 亚洲是最具发展潜力的财富管理市场, 未来会成为仅次于北美的全球第二大财富管理市场, 其中约 50% 的成长来自中国。未来三年国内高净值人士人数 CAGR=20%。根据胡润发布的报告, 目前我国个人资产在 600 万以上的高净值人群数量约 270 万人, 其中亿万资产以上的有 6.35 万人。庞大的并在快速扩张之中的高净值客户群体将为高档白酒带来巨大的购买力:

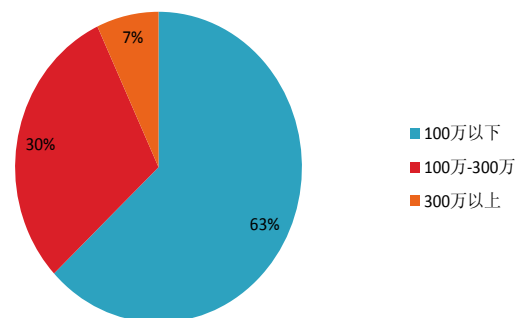
- ◆ 我国高净值人士平均年龄为 39 岁, 其中超过一半的年龄为 31-45 岁, 男性占 8 成, 财富的主要来源是投资回报与企业所有权的出售。7 成喝酒, 2/3 有收藏的习惯;
- ◆ 从消费需求来看, 半数以上的高净值人群认为品牌是品质的保证, 亿万以上高净值人群认为价格是品质的保证这一观点的比例明显高于其他资产级别;
- ◆ 从消费习惯来看, 高净值人群平均一年消费 145 万, 消费额与资产总额正相关。通常认为在新兴市场, 男性是奢侈品牌的首批消费者。同时高净值人群年龄越大, 消费能力越强。每年高净值人群购买奢侈品中会有 29% 投入到高档烟酒中去。

图 12: 我国高净值人群消费观念



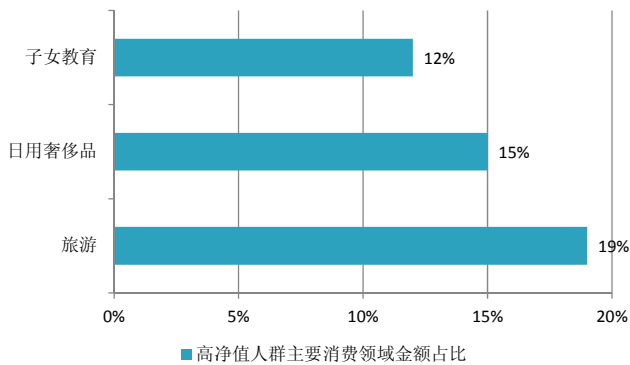
资料来源: 胡润研究院, 宏源证券研究所

图 13: 我国高净值人群年均消费量分布情况



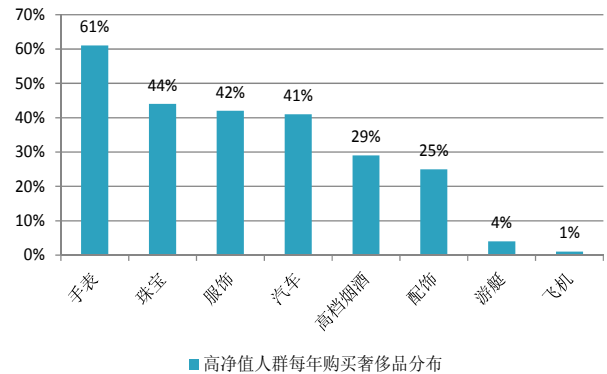
资料来源: 胡润研究院, 宏源证券研究所

图 14: 我国高净值人群主要消费领域占比



资料来源: 胡润研究院, 宏源证券研究所

图 15: 我国高净值人群每年购买奢侈品分布情况



资料来源: 胡润研究院, 宏源证券研究所

茅台的个人需求以及商务需求的崛起, 需要公司定位转变的支持, 参考品牌基因与茅台十分相似的中华烟, 我们认为茅台的重新定位是可以实现的。中华烟采取稳价放量策略, 通过将定位由单纯的政务转为大众消费市场, 实现了 10 年 12 倍增长:

- ◆ 03 年以后中华烟保持了终端价的稳定, 至今销售额增长 12 倍。在反腐和经济环境萎靡的 12 年, 中华烟也有 12% 的销量增长。随居民购买力的提升, 中华烟的主流消费群体逐渐切换到大众消费, 使得销量急剧放大, 而更高端的大中华可以承接高端市场。
- ◆ 茅台酒作为白酒中最高端的品牌, 未来将党政军需求的空缺转移到商务与居民消费中, 无疑有着巨大的潜力。借鉴中华烟, 茅台可能通过品牌和价格重新定位打开大众消费市场, 实现新增产量的消化。

### 3、流通追溯体系的完善与推广有利于打击假酒, 需求向真酒转移

12 年茅台投资约 1.8 亿元启动茅台酒流通追溯体系建设, 以期提升茅台酒防伪功能。公司称, 通过添加 RFID 电子标签, 存储相应追溯及防伪信息, 配合系统平台信息处理, 从而实现茅台酒的质量追溯及防伪。从 13 年起逐渐放弃传统的特殊装置防伪方式, 改采用 NFC 防伪方案:

- ◆ 溯源体系的建设需要耗费大量资金去配置网络及相关识别设备, 而一线酒企有良好的业绩做保证, 其打假的必要性也是推动建设追溯体系的直接动力。不具备规模优势的品牌则很难率先介入;
- ◆ 对于消费者而言, 使用具有 NFC 功能的手机, 或使用大型超市、专卖店与厂家联网的 RFID 终端机, 将粘贴在酒盖与酒瓶接合处的 RFID 标签感应一下, 商品的产地、规格、生产日期、物流码等信息便会很快显现, 迅速识别产品的真伪;
- ◆ 2011 年度贵州茅台共配合执法部门查获假冒茅台酒 23.6 万瓶, 假冒茅台王子、迎宾等系列产品 2.46 万瓶, 各种侵权酒 14.9 万瓶。五粮液、茅台等一线名酒每年的打假费用都在几亿元, 还不包括各地经销商的打假费用。该系统的完善与推广, 必将节省公司每年的打假支出, 并显著减少市面上的假冒茅台酒。

图 16: 贵州茅台酒 RFID 防伪识别技术示意图



资料来源: 公司官网, 宏源证券研究所

## 四、短期降价清理渠道, 长期或再提价保持品牌高度以匹配高端消费人群

### 1、通过终端降价和主动控量, 渠道库存现已逐步恢复健康水平

我们认为, 2010 年至今, 茅台酒的社会库存正在经历一个相对完整的库存周期: 价格及其预期的波动导致的“蝴蝶效应”放大了真实需求, 加剧了终端价格波动。在沿着供应链各环节向上游企业逐级放大的过程中, 伴随着较强烈的加库存——去库存——补库存的轮动, 而未来有望迎来新一个经销商补库存的阶段。

#### 1) 2010 年-2012 年初, 加库存周期: 经销商数量快速扩容, 价格上涨放大原有库存预期:

- ◆ 10 年末开始白酒价格进入加速上涨阶段: 其中茅台酒是行业涨价的标杆。茅台酒涨价为其他一线酒打开涨价空间, 进而为二、三线酒提价创造机会, 带动全行业整体价格中枢上移进程;
- ◆ 四万亿的刺激效果逐渐褪去, 叠加宏观经济整体景气度下行, 绝大部分行业盈利能力急剧下滑, 而通胀的迅速上升推高白酒价格, 使得白酒行业成为为数不多的暴利行业。再加上白酒流通领域的进入壁垒很低, 在赚钱效应的驱动下, 大量资本进入白酒流通渠道, 经销商数量快速扩容;
- ◆ 经销商对未来价格上涨的预期推高了合理库存量, 整个渠道库存被“蝴蝶效应”放大。分销商向上游经销商的订货量是真实需求+零售商合理库存+零售商囤货库存+分销商合理库存+分销商囤货库存, 经销商向厂家订货也以此类推。不少持短期投机心理的经销商加入到“囤酒”的行列中来, 反过来进一步推动了价格的上升。

#### 2) 2012Q1-2013 年初, 去库存周期: 终端需求萎靡, 行业经历大规模去库存, 进一步压低价格:

- ◆ 12 年以来政府对“三公消费”的严格控制, 以及各地政务接待标准先后出台, 高档酒的公务需求受到重创。固定资产投资增速与居民收入增长的放缓也影响到了商务与个人需求。终端真实需求的低迷使白酒涨价的预期破灭;
- ◆ 经销商通过动销回笼资金, 而在上一轮库存周期中高位囤货的经销商产生亏损, 引发



抛售，由于“蝴蝶效应”进一步压低价格。尽管经历销售旺季，但只要价格有所回升，过去两年中大量囤积茅台的资金就会趁机甩货，弥补账面亏损，因此终端价始终无法显著回升；

- ◆ 厂商虽然对于一级经销商而言处于强势地位，可以继续打款压货，但终端需求的量价因素一直萎靡，渠道库存在动销不畅和厂家压货的双重挤压下持续上升，厂商压货亦有压力，收入增长面临低于预期的风险。

我们通过茅台酒销量、营业收入、预收账款的变动、出厂价等指标来估算 10 年以来 53 度飞天每半年的出货量，判断出货量同比与环比相对的变动幅度：

- ◆ 所用主要假设：销售收入中 66%来自 53 度飞天茅台；每半年的价格使用月度出厂价的加权平均值；
- ◆ 10 年以来，茅台在 10 年下半年与 12 年上半年环比都进行了控量，10 年控量幅度较大。12 年上半年的控量对渠道清理有所帮助，因此看到在 12 年年底渠道库存下降，下半年茅台的供应量重新出现增长。

**图 17: 2010 年以来 53 度茅台每半年出货量估算结果**

指标	2010H1	2010H2	2011H1	2011H2	2012H1	2012H2
半年收入（亿元）	65.87	50.46	98.26	85.77	132.64	131.91
半年收入+预收账款增加值（亿元）	50.39	78.17	100.22	106.68	102.83	142.37
53 度茅台预测真实收入（亿元）	33.25	51.59	66.15	70.41	67.87	93.97
加权出厂价（元/瓶）	499	519	619	619	619	752
53 度茅台预测出货量（万瓶）	666.43	994.05	1,068.60	1,137.49	1,096.40	1,249.54

资料来源：宏源证券研究所

**图 18: 2010 年以来 53 度飞天出货量变动估算**

指标	2010H1	2010H2	2011H1	2011H2	2012H1	2012H2
同比变动	35%	-3%	60%	14%	3%	10%
环比变动	-35%	49%	8%	6%	-4%	14%

资料来源：宏源证券研究所

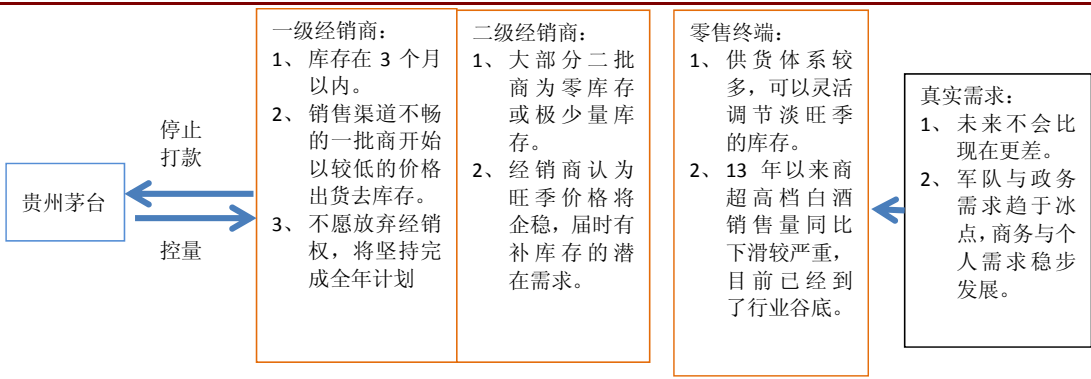
3) 2013 年 Q1，去库基本完成，补库存周期有望开始：渠道库存恢复健康水平，经销商对于未来终端价上涨的预期得到加强：

- ◆ 2013 年春节期间，由于价格的下降使得大量商务和个人需求转向茅台，需求的涌现大大加速了去库进度。春节结束后，大部分茅台二批商的库存均下降到健康水平，一批商开始去库存，目前二批商基本零库存，一批商库存也在 3 个月以内，整个渠道库存恢复到较为健康的水平；
- ◆ 茅台需求量现在已经到达谷底，未来不会比现在更差。经销商队伍已经恢复稳态，曾

经高位囤货并疯狂甩货的经销商已经出局。渠道库存已经逐渐恢复至正常水平。目前经销商对于茅台酒今年旺季的价格走势的预期为企稳甚至小幅上升，经销商有补库存的潜在动机；

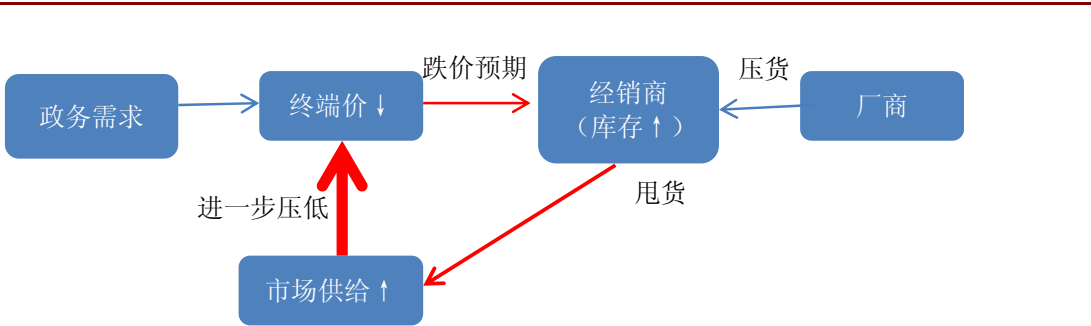
- ◆ 茅台从 12 年上半年即开始控量保价，今年上半年仍有可能继续控量保价。事实上，茅台 3 月份已经部分控量。随着需求端的改善与供给端的收紧，我们认为茅台价格继续下行的空间已经不大；
- ◆ 未来我们需要继续监测一批价的趋势，一方面为了进一步确认市场景气度的反转，一方面大部分经销商仍在观望，如果一批价持续回暖，将触发经销商全面补库存的动作。

图 19: 茅台产业链主要环节经营现状分析图



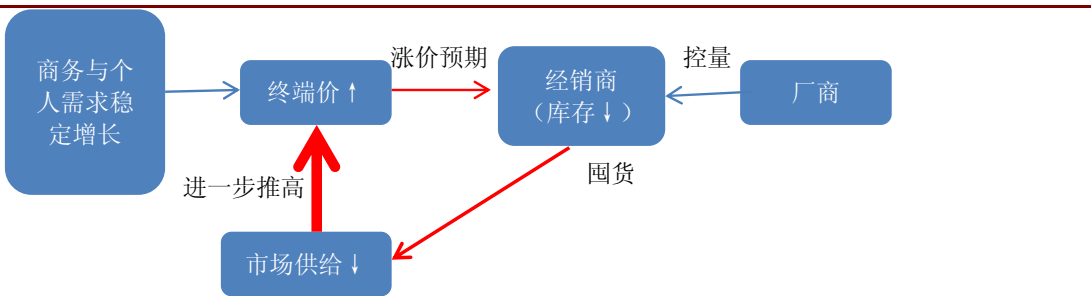
资料来源: 宏源证券研究所

图 20: 茅台经销商去库存周期示意图



资料来源: 宏源证券研究所

图 21: 茅台经销商补库存周期示意图



资料来源: 宏源证券研究所

## 2、在合适时机公司或将继续提价，维持第一高档白酒定位

长期维持 800-1000 元终端价将有损茅台品牌高度，随着茅台在大众消费中地位的逐渐稳固，以及消费水平逐渐提升，我们认为茅台未来还将在合理时机继续提高出厂价，但终端价难现过去的暴涨景象，渠道利润将被保持在合理空间，温和推高终端价以保持第一高档白酒的品牌地位：

- ◆ **提价对渠道库存压力不大，反而有利于渠道稳定：**茅台利用最近几个月价格下滑的机会，快速地清理了过去 3 年滞留在渠道中的不良的投机性库存，目前渠道的压力和风险已经不大，即使提价造成渠道拥塞的可能性也较小。反而通过提价可以稳定经销商的价格预期，减少市场上的窜货，有利于渠道的稳定和健康运行；
- ◆ **茅台需要温和提价保持第一高档酒的品牌地位：**对于大部分消费品而言，价格都是其品牌力的直观反映，甚至价格也可以影响品牌高度，如果茅台长期维持 800-1000 元左右的价格，随着时间的推移和消费水平的提高，可能有其他品牌逐步提价接近甚至超过茅台的价格，那么在消费者的心目中茅台的品牌高度就被削弱了。我们在前文已经分析了高净值消费人群的逐渐增加，茅台是其中大部分人高档酒消费的第一选择，因此在不对渠道造成压力的情况下，如果提价可以被消费者接受，那么既可以保持销售的正常进行，又逐渐提升茅台的品牌力；
- ◆ **未来可能的价格演变：终端价温和上升，渠道利润回归合理：**过去的终端价暴涨不太可能重现，原因是过去茅台的定价权在于价格不敏感的政务消费者，而未来的定价者是价格较敏感的大众消费者，价格若上涨过快将影响销量，因此这种情况下经销商很难再获取暴利。如果未来茅台投资品属性消失，不再有渠道库存周期，长期来看凭借销量和温和提价获得的收入增长也可达到 10-15%，利润增长有望达到 20%。

## 五、盈利预测、估值及投资建议

预计 13-15 年收入分别为 319 亿、381 亿和 466 亿，YOY 为 20%、20%和 22%；净利润分别为 164 亿、204 亿和 253 亿，YOY 为 23%、24%和 24%；EPS 为 15.82 元、19.65 元和 24.33 元，目前股价对应 11x13PE，维持“买入”评级。

图 22：分产品收入预测

	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
销量						
年份酒（吨）	406	486	568	227	250	275
增速	11.89%	19.57%	16.88%	-60%	10%	10%
53 度茅台（直营店）	0	0	480	300	500	600
增速				-38%	67%	20%
53 度茅台酒（经销商）	8255	10927	14036	14738	16948	19491
增速	9.51%	32.38%	28.45%	5%	15%	15%
低度茅台酒销量（吨）	1495	1277	1359	1427	1569	1726
增速	-12.05%	-14.59%	6.40%	5%	10%	10%
系列酒销量（吨）	3766	4359	6066	7582	9099	10919
增速	3.98%	15.75%	39.15%	25%	20%	20%

价格						
年份酒（元/斤）	1,970	2,265	2,378	2,378	2,497	2,622
增速	10.00%	15.00%	5.00%	0%	5%	5%
53度茅台酒（直营店）			1,519	1,519	1,519	1,519
增速						
53度茅台酒（经销商）	499	619	700	819	860	903
增速	13.93%	24.05%	13.09%	17.00%	5.00%	5.00%
低度茅台酒（元/斤）	338	479	619	619	638	657
增速	13.42%	41.72%	29.23%	0%	3%	3%
系列酒（元/斤）	104	166	200	220	242	254
增速	0%	60%	20%	10%	10%	5%
成本						
年份酒（元/斤）	100	113	115	118	121	125
增速	9.69%	13.58%	1.11%	3%	3%	3%
53度茅台酒（元/斤）	36	40	41	42	43	44
增速	5.15%	11.01%	0.48%	3%	3%	3%
低度茅台酒（元/斤）	30	40	48	49	51	52
增速	13.58%	31.10%	20.46%	3%	3%	3%
系列酒（元/斤）	37	52	53	58	61	63
增速	-1%	41%	1%	10%	5%	3%
营业收入(百万元)	11632	18402	26455	31229	38314	46269
高度茅台酒	9838	15728	22350	26132	31916	38462
其中：年份酒	1600	2200	2700	1080	1247	1441
53度茅台酒	8238	13528	19650	25052	30669	37021
低度茅台酒	1011	1223	1682	1766	2001	2268
系列酒	783	1451	2423	3331	4397	5540

资料来源：Wind，宏源证券研究所

## 六、风险提示

目前观察到的商务和个人需求的增加，可能是短期的囤货行为而非真实需求的增加，因此若商务和个人需求转移速度低于预期，茅台业绩可能面临压力。

国家可能出台不利于行业发展的政策，如禁止在中央电视台播放白酒广告等，可能对行业发展形成打击。

## 附录：赵克志同志履历

图 23：贵州省委书记赵克志同志履历

时间	任职
1976.10—1980.01	山东省莱西市夏格庄公社党委常委，姜山公社党委常委、宣传委员
1980.01—1982.09	共青团山东省莱西市委副书记
1982.09—1983.03	共青团山东省莱西市委书记
1983.03—1984.04	山东省莱西市南岚乡、水集镇党委书记
1984.04—1987.03	山东省莱西市委副书记、县长
1987.03—1989.09	山东省即墨市委副书记、市长
1989.09—1991.08	山东省即墨市委书记
1991.08—1994.08	山东省建委副主任、党组成员、党组副书记
1994.08—1997.12	山东省建委主任、党组书记
1997.12—1998.09	山东省德州市委书记
1998.09—2001.01	山东省德州市委书记、市委党校校长
2001.01—2002.02	山东省政府党组成员兼德州市委书记、市委党校校长
2001.02—2006.01	山东省副省长、党组成员
2006.01—2006.03	山东省副省长、省政府党组副书记
2006.03—2006.04	江苏省委常委、省政府党组副书记
2006.04—2006.12	江苏省委常委、常务副省长、省政府党组副书记
2006.12—2010.08	江苏省委常委、常务副省长、省政府党组副书记、江苏省行政学院院长
2010.08—2010.09	贵州省委副书记、代省长、省政府党组书记
2010.09—2010.07	贵州省委副书记、省长、省政府党组书记、贵州省第十一届委员会常委会委员
2012.07—至今	贵州省委书记、贵州省人大常委会主任

资料来源：网络公开资料，宏源证券研究所



**图 24: 三张财务报表摘要**

财务报表预测 (单位: 百万元)

利润表					资产负债表				
	2012	2013E	2014E	2015E		2012	2013E	2014E	2015E
营业收入	26,455	31,900	38,089	46,226	货币资金	22062	37202	47491	61296
YOY	44%	21%	19%	21%	应收和预付款项	4029	2569	3039	13544
营业成本	2,044	2,388	2,823	3,408	存货	9666	12960	15318	1027
毛利	24411	29512	35266	42818	其他流动资产	265	1	1	1
% 营业收入	92%	93%	93%	93%	长期股权投资	4	4	4	4
营业税金及附加	2573	3190	3428	4160	投资性房地产	0	0	0	0
% 营业收入	9.7%	10.0%	9.0%	9.0%	固定资产和在建工程	7200	8400	9600	10800
销售费用	1225	1595	1714	2080	无形资产和开发支出	863	855	848	722
% 营业收入	4.6%	5.0%	4.5%	4.5%	其他非流动资产	0	1	1	1
管理费用	2204	2393	2666	3005	资产总计	44998	61922	75848	87266
% 营业收入	8.3%	7.5%	7.0%	6.5%	短期借款	0	0	0	0
财务费用	-421	-491	-701	-901	应付和预收款项	9526	17673	21923	20044
% 营业收入	-1.6%	-1.5%	-1.8%	-1.9%	长期借款	0	0	0	0
资产减值损失	3	0	0	95	其他负债	18	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	负债合计	9544	17673	21923	20044
投资收益	3	3	3	3	股本	1038	1038	1038	1038
营业利润	18831	22828	28162	34381	资本公积	1375	1375	1375	1375
% 营业收入	71.2%	71.6%	73.9%	74.4%	留存收益	31737	39832	48808	61405
营业外收支	-130	0	0	0	归属母公司股东权益	34150	42245	51221	63818
利润总额	18700	22828	28162	34381	少数股东权益	1304	2004	2704	3404
% 营业收入	70.7%	71.6%	73.9%	74.4%	股东权益合计	35454	44249	53925	67222
所得税费用	4692	5728	7066	8626	负债和股东权益合计	44998	61922	75848	87266
净利润	14008	17101	21096	25755					
归属于母公司所有者的净利润	13308	16401	20396	25055					
少数股东损益	700	700	700	700					
现金流量表					财务指标				
	2012	2013E	2014E	2015E		2012	2013E	2014E	2015E
经营活动现金流净额	36	282	427	428	毛利率	92%	93%	93%	93%
取得投资收益收回现金	0	3	3	3	三费/销售收入	11%	11%	10%	9%
长期股权投资	0	0	0	0	EBIT/销售收入	70%	70%	72%	73%
无形资产投资	-4212	-1199	-1210	-1210	EBITDA/销售收入	71%	71%	73%	74%
固定资产投资	0	-1200	-1200	-1200	销售净利率	53%	54%	55%	56%
其他	0	9	0	0	ROE	39%	39%	40%	39%
投资活动现金流净额	-4199	-1197	-1207	-1207	ROA	30%	26%	27%	29%
债券融资	0	-18	0	0	ROIC	39%	38%	38%	37%
股权融资	392	0	0	0	销售收入增长率	44%	21%	19%	21%
银行贷款增加(减少)	0	0	0	0	EBIT 增长率	54%	21%	23%	22%
筹资成本	-421	-491	-701	-901	EBITDA 增长率	53%	20%	23%	23%
其他	0	0	0	0	净利润增长率	51%	22%	23%	22%
筹资活动现金流净额	-3915	-18	-8305	-11420	总资产增长率	29%	38%	22%	15%
现金净流量	3807	15140	10288	13806	股东权益增长率	17%	37%	21%	33%
					经营现金净流增长率	17%	37%	21%	33%
					流动比率	3.8	3.0	3.0	3.8
					速动比率	2.8	2.3	2.3	3.8
					应收账款周转天数	0.2	0.2	0.2	75.0

资料来源: 宏源证券研究所

**作者简介:**

**苏青青:** 宏源证券研究所食品饮料行业首席分析师, 上海交通大学材料学硕士, 曾任职于国金证券, 2010年新财富团队富团队成员, 2011年加盟宏源证券研究所, 2012年获新财富最佳分析师第四名, 水晶球公募类第五、非公募第三名。

**陈嵩昆:** 宏源证券研究所食品饮料行业分析师, 上海交通大学管理科学与工程硕士, 曾任职于国金证券, 2012年年加盟宏源证券研究所, 2012年新财富团队成员, 水晶球团队成员。

**机构销售团队**

区域	姓名	电话	手机	邮箱
华北区域	牟晓凤	010-88085111	18600910607	muxiaofeng@hysec.com
	李倩	010-88083561	13631508075	liqian@hysec.com
	王燕妮	010-88085993	13911562271	wangyanni@hysec.com
	张瑶	010-88013560	13581537296	zhangyao@hysec.com
华东区域	张珺	010-88085978	13801356800	zhangjun3@hysec.com
	赵佳	010-88085291	18611796242	zhaojia@hysec.com
	奚曦	021-51782067	13621861503	xixi@hysec.com
	孙利群	010-88085756	13910390950	sunliqun@hysec.com
	李岚	021-51782236	13917179275	lilan@hysec.com
华南区域	夏苏云	0755-33352298	13631505872	xiasuyun@hysec.com
	罗云	010-88085760	13811638199	luoyun@hysec.com
	赵越	0755-33968162	18682185141	zhaoyue@hysec.com
	孙婉莹	0755-33352196	13424300435	sunwanying@hysec.com
QFII	胡玉峰	010-88085843	15810334409	huyufeng@hysec.com

**宏源证券评级说明:**

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后6个月内的公司股价(或行业指数)涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来6个月内跑赢沪深300指数20%以上
	增持	未来6个月内跑赢沪深300指数5%~20%
	中性	未来6个月内与沪深300指数偏离-5%~+5%
	减持	未来6个月内跑输沪深300指数5%以上
行业投资评级	增持	未来6个月内跑赢沪深300指数5%以上
	中性	未来6个月内与沪深300指数偏离-5%~+5%
	减持	未来6个月内跑输沪深300指数5%以上

**免责条款:**

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果, 本公司概不负责。

本公司所隶属机构及关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为本公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为宏源证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可, 宏源证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。