

贵州茅台（600519）一季报点评

最坏的时刻尚未结束，但估值优势有望导致股价反弹

联系人：食品饮料行业研究组

日期：2013年4月19日

www.lxzq.com.cn

事件：

贵州茅台公布了2013年一季报，第一季度公司实现营业总收入71.66亿元，比去年同期增长19.1%，实现归属于母公司股东净利润35.93亿元，同比增长21.01%。实现基本每股收益3.46元。

点评：

1、**动销不畅和行政罚款导致业绩增速下滑，预收账款大降致使缓冲垫减少。**受到塑化剂和抑制三公消费的影响，一季度（由于春节推迟）旺季不旺，高端白酒动销不畅，经销商为了清理渠道库存而大幅降价销售，茅台一批价已经从去年底的1400元左右跌至目前的900元左右。党政军消费的减少导致茅台一季度实现收入71.66亿元，同比仅增长19.1%，更重要的是第一季度茅台预收账款为28.67亿元，与年初相比大幅减少了22.25亿元，在茅台已于去年9月1日起平均上调产品价格20%—30%的情况下，其业绩增速却明显低于去年同期的42.54%，这显示出茅台酒在一季度面临着极大的销售压力。此外，由于实施价格垄断行为，茅台和五粮液被国家发改委合计罚款4.49亿元人民币，其中茅台被罚2.47亿，这也导致一季度公司营业外支出达到2.52亿，从而进一步拖累了业绩。如果通过释放预收账款尚能使茅台在2012年和2013年一季度维持不错的业绩增速的话，那么随着预收账款缓冲垫的减少，从2013年二季度开始白酒景气度下滑对企业业绩的影响将真正体现。

2、**最坏的时刻尚未结束，但估值优势有望导致股价反弹。**由于整风运动还将持续一段时间，抑制三公消费具有趋势性，公司原来主要客户（党政军机关、大央企国企）的消费量减少后，短期内难以出现新的消费力量接盘，这也是茅台从1519元的指导价一直到现在跌破1000元的主要原因。随着天气转热，二三季度是白酒的传统消费旺季，经销商将面临更大的去库存压力，茅台出厂价今年上调的可能性很小，一批价和零售价尚存在较大的下跌压力，茅台在二三季度很可能出现价格倒挂的现象，所以茅台最坏的时刻尚未结束。不过茅台股价从高点已经下跌了30%以上，目前估值仅12倍，当前股价已经反映了三公消费的影响且具备了很高的安全边际，随着食品、医药、环保等板块的回调，白酒板块有望出现一波反弹。

3、**维持公司“增持”评级。**经过测算，我们预计贵州茅台2013—2015年的EPS分别为14.53元、16.35元、18.49元，对应的PE分别为12X、11X、10X，目前公司估值较低，未来12个月的合理估值为218元。考虑到茅台酒超高端的品牌、不可复制的稀缺性以及较高的安全边际，所以我们维持公司“增持”的投资评级。

4、**主要风险提示：**1、白酒销量和价格下跌；2、抑制三公消费升级。

内
部
资
料



联讯证券

图表 1 公司盈利预测 (万元)

	2011年A	2012年A	2013年E	2014年E	2015年E
营业收入	1840235.521	2645533.515	3081010	3489575.74	3917832
增速	58.19%	43.76%	16.46%	13.26%	12.27%
营业成本	155123.3976	204430.6469	296911	351141.852	374947.7
毛利率	91.57%	92.27%	90.36%	89.94%	90.43%
销售费用	72032.77279	122455.3444	142612.5	161524.016	181346.9
管理费用	167387.2428	220419.0581	256701.8	290742.489	326423.7
财务费用	-35075.1497	-42097.5922	-49027.2	-55528.586	-62343.3
营业利润	1233616.443	1883073.982	2134214	2402369.1	2716486
利润总额	1233466.047	1870049.047	2119452	2385752.28	2697697
所得税	308433.6666	469203.9767	531780.3	598596.309	676864.6
归属母公司净利润	876314.591	1330807.961	1508294	1697804.74	1919798
增速	73.49%	51.86%	13.34%	12.56%	13.08%
EPS (元)	8.44	12.82	14.53	16.35	18.49

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。