

贵州茅台 2013 年第一季度业绩增速大幅度放缓

2013 年 4 月 25 日

投资要点:

●2013 年第一季度贵州茅台净利润同比增长 21%，增速大幅度放缓。去年同期，公司净利润同比增长 57.6%。

●2013 年第一季度贵州茅台营业收入增长速度放缓是公司净利润同比增速大幅度放缓的主要原因。营业收入增长速度放缓的主要原因是政府抑制公款消费。

●公款消费较大幅度减少导致高档白酒消费量增长速度降低，销售价格回落压力较大。53 度茅台、52 度五粮液和国窖 1573 泸州老窖等主要高档白酒全国平均零售价格从 2009 年开始连续三年上涨，到 2012 年元旦春节期间达到高峰，此后持续回落。预计 2013 年第二季度，高档白酒全国平均零售价格将延续回落走势。

●尽管市场零售价格回落目前尚未导致贵州茅台出厂价格的回落，上市公司的财务数据显示公司经营规模和经营业绩受到的不利影响不是很大，但是白酒市场零售价格的回落对上市公司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更加明显地显示出来。

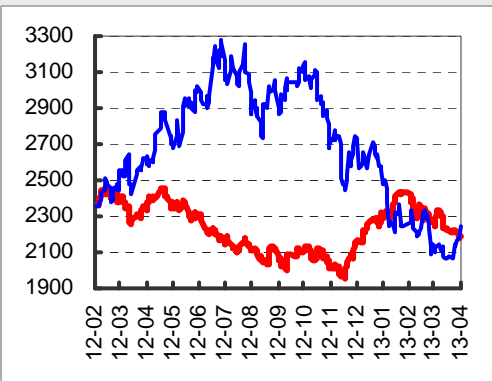
●缩小的市场与扩大的产能双重挤压必然加剧高档白酒厂商间竞争。增加广告费用和其他营销费用支出，甚至降低产品出厂批发价格等都是高档白酒厂商保持原有市场份额、解决产能闲置问题和执行原定发展战略的重要选择。贵州茅台销售费用支出压力预计加大，增加销售费用在竞争对手也增加销售费用的情况下未必能增加公司营业收入，却降低了公司的盈利水平。

●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。2013 年动态市盈率 11.6 倍，与上证指数基本持平。给予“中性”评级是适当的。

贵州茅台（600519）评级 中性

动态市盈率： 11.6
市净率： 5.4

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(%)	6.78	-28.76	-13.98
上证指数涨(%)	-2.06	4.19	-8.85

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

2012 年 3 月 22 日研究报告《政府抑制公款消费，贵州茅台高估值需要回调》

一、2013 年第一季度贵州茅台净利润同比增长 21%，增速大幅度放缓

2013 年 4 月 18 日，贵州茅台公布 2013 年第一季度报告，净利润 35.9 亿元，同比增长 21%。2012 年第一季度报告，贵州茅台净利润同比增长 57.6%。可以看出，贵州茅台 2013 年第一季度净利润增长速度大幅度放缓。

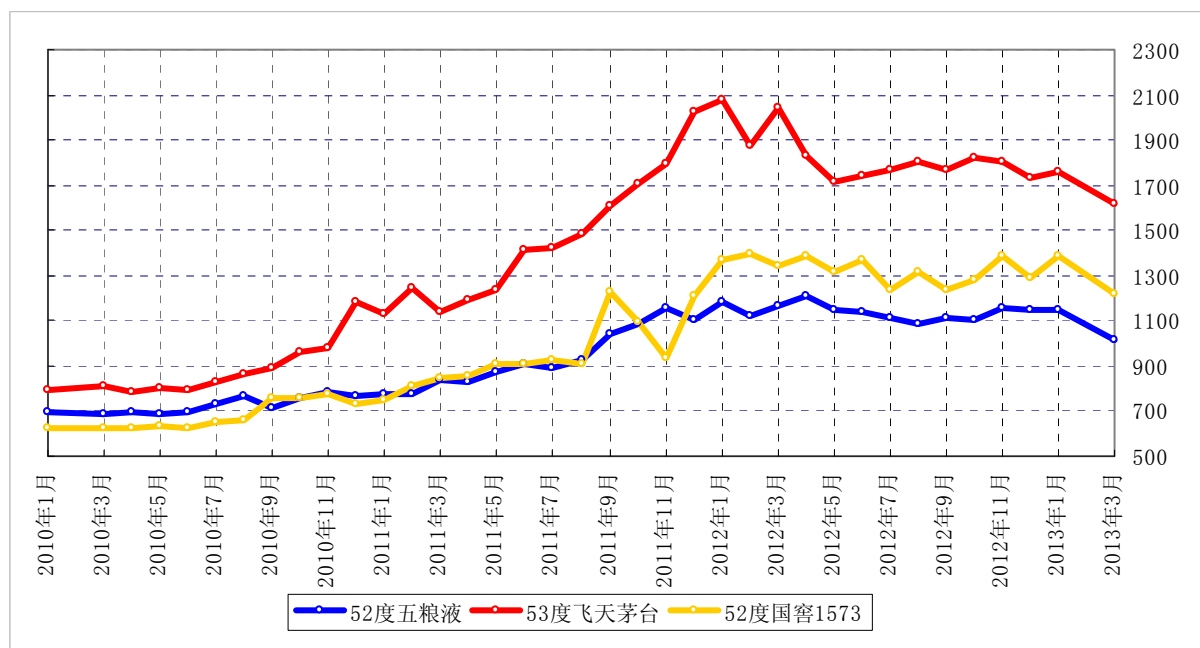
从贵州茅台公布 2013 年第一季度报告的财务报表中可以直观地看到导致贵州茅台净利润增速放缓的几个主要因素。第一个因素是，2013 年第一季度贵州茅台营业收入增长速度放缓，净利润最主要的来源是营业收入，2013 年第一季度贵州茅台营业收入 71.7 亿元，同比增长 19%，是本季度公司净利润同比增长 21% 的主要原因。第二个因素是，2013 年第一季度贵州茅台销售费用增长速度大幅度快于营业收入增长速度，2013 年第一季度贵州茅台销售费用 2.8 亿元，同比增长 49.4%，大幅度快于营业收入 19% 的增长速度。第三个因素是，2013 年第一季度贵州茅台营业外收支净额大幅度降低，2012 年第一季度，贵州茅台营业外收支净额 200 万元，2013 年第一季度营业外收支净额大幅度降低到 -2.52 亿元，主要原因是 2012 年第一季度贵州茅台收到经销商违规扣款，2013 年第一季度贵州茅台支付 2.47 亿元违反《反垄断法》罚款和公益性捐款。

二、2013 年第一季度贵州茅台营业收入增长速度放缓的主要原因是政府抑制公款消费

贵州茅台、五粮液等部分高档白酒，零售价格高达每 500 毫升一两千元，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，影响到高档白酒的销售。

53 度茅台、52 度五粮液和国窖 1573 泸州老窖等主要高档白酒全国平均零售价格从 2009 年开始连续三年上涨，到 2012 年元旦春节期间达到高峰，此后持续回落。预计 2013 年第二季度，高档白酒全国平均零售价格将延续回落走势。

图 1：主要高档白酒全国平均零售价格（元/500 毫升）



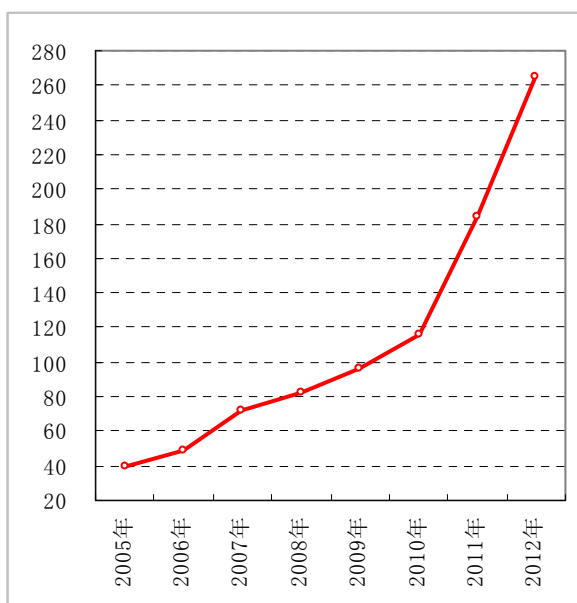
资料来源：《糖酒快讯》

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，公款消费较大幅度减少将导致高档白酒消费量增长速度降低，销售价格回落压力较大。

三、贵州茅台高档白酒零售价格持续回落预计对出厂批发价格造成较大下调压力

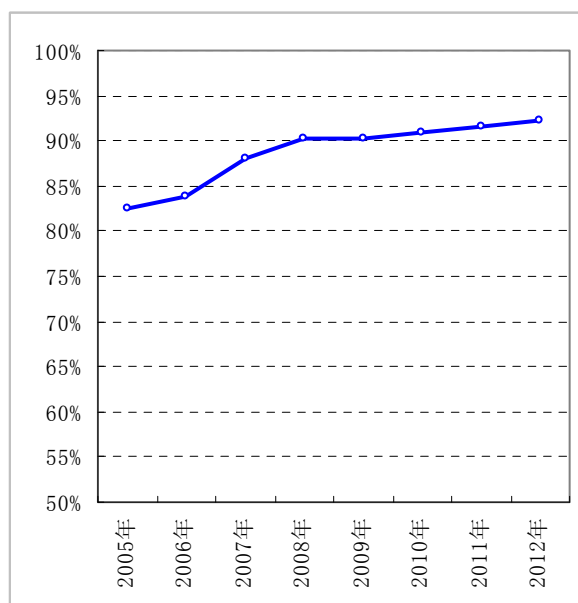
贵州茅台经营规模和盈利水平持续多年快速增长，受宏观经济周期波动的不利影响小，在经济周期处于收缩和萧条阶段也能保持持续稳定增长。

图 2：贵州茅台营业收入变动趋势（亿元）



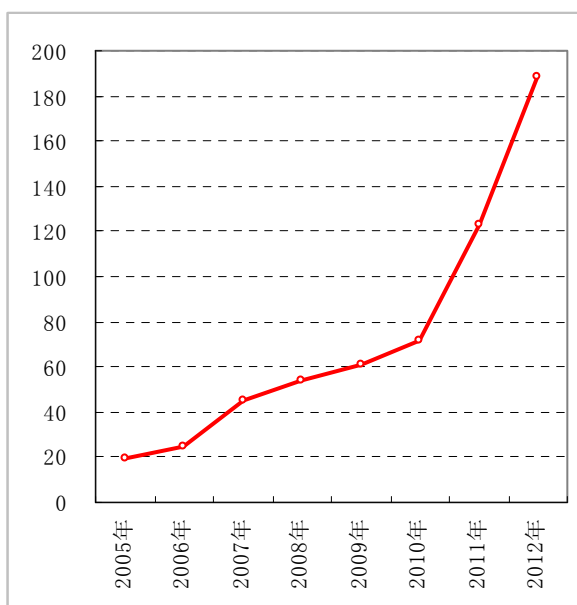
资料来源：上市公司公告

图 3：贵州茅台毛利率变动趋势



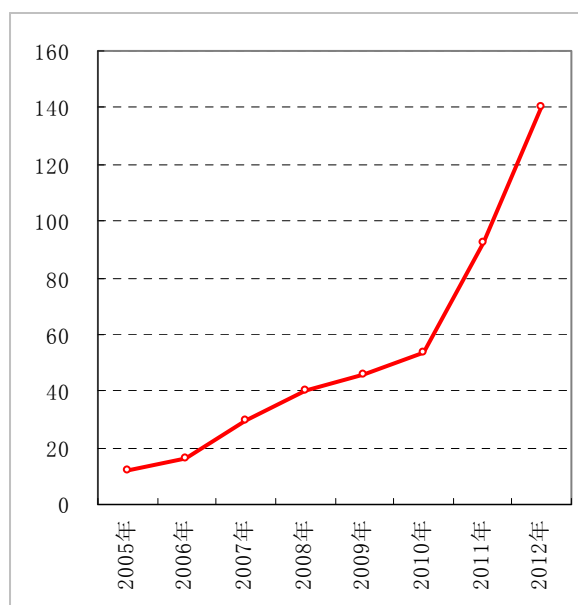
资料来源：上市公司公告

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

我国政府等公共部门庞大，贫富两级分化，对贵州茅台酒等奢侈品消费需求量大而且稳定，政府在经济周期处于收缩和萧条阶段出台扩张性财政政策，拉动高档白酒消费量上升，这是贵州茅台经营规模和盈利水平持续多年快速增长的主要原因。

贵州茅台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，这是贵州茅台经营规模和盈利水平持续多年快速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。

在政府抑制公款消费、流通市场高档白酒存货较多、高档白酒零售价格回落的大环境下，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白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 2013 年 2 月 23 日被罚款 2.47 亿元人民币，五粮液于 2013 年 2 月 22 日被罚款 2.02 亿元人民币。

尽管市场零售价格回落目前尚未导致贵州茅台出厂价格的回落，上市公司的财务数据显示公司经营规模和经营业绩受到的不利影响不是很大，但是白酒市场零售价格的回落对上市公司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更加明显地显示出来。

四、政府抑制公款消费将加剧高档白酒厂商间竞争，贵州茅台销售费用支出压力预计加大

政府抑制公款消费已经在高档白酒零售市场产生巨大影响，高档白酒销售困难，销售价格持续下跌。只要政府抑制公款消费坚持下去，这种影响就将扩散到高档白酒出厂批发价格。缩小的市场与扩大的产能双重挤压必然加剧高档白酒厂商间竞争。增加广告费用和其他营销费用支出，甚至降低产品出厂批发价格等都是高档白酒厂商保持原有市场份额、解决产能闲置问题和执行原定发展战略的重要选择。因此，贵州茅台销售费用支出压力预计加大，增加销售费用在竞争对手也增加销售费用的情况下未必能增加公司营业收入，却降低了公司的盈利水平。

表 2：贵州茅台销售费用占营业收入比例的变动情况

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013 一季度
营业收入	39.31	49.03	72.37	82.42	96.70	116.33	184.02	264.55	71.66
销售费用	4.76	5.85	5.60	5.32	6.21	6.77	7.20	12.25	2.84
占比	12.11%	11.93%	7.74%	6.46%	6.42%	5.82%	3.91%	4.63%	3.96

资料来源：上市公司公告

可以看出，过去几年贵州茅台年销售费用占年营业收入的比例呈现逐年降低的趋势，但是从 2012 年开始出现上行趋势，预计 2013 年将延续这个趋势。

五、贵州茅台股票高估值回调后仍然是有重要投资价值的大盘蓝筹股

从 2005 年到 2012 年，贵州茅台营业利润从 20 亿元左右上升到 188 亿元，翻了 8 倍多；净利润从 11 亿元左右上升到 140 亿元，翻了 11 倍左右。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。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。

表 3：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
2012 年	12.82	32.89

资料来源：上市公司公告

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。2013 年 4 月 17 日，贵州茅台收盘价 178.49 元，按照公司每股收益 12.82 元、每股净资产 32.89 元计算，静态市盈率 13.9 倍，静态市净率 5.4 倍。2013 年贵州茅台净利润增长 20% 预计是能够实现的，2013 年动态市盈率 11.6 倍，与上证指数基本持平。因此，预计未来贵州茅台股票价格难以继续大幅度弱于上证指数，考虑到行业经营环境的重大变化，贵州茅台股票价格也难以大幅度强于上证指数，给予“中性”评级是适当的。

六、贵州茅台盈利预测

表 4：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	264.6	188.3	140.1	12.82
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。