

公司调研简报

2013年5月20日

证券研究报告

食品饮料

推荐 (维持)

证券分析师

文献

CFA 食品饮料首席研究员
投资咨询资格编号S1060511010014
电话0755-22627143
邮箱wenxian@pasc.com.cn

汤玮亮

投资咨询资格编号S1060512040001
邮箱tangweiliang978@pasc.com.cn

丁芸洁

CGA投资咨询资格编号S1060512040003
电话0755-22625697
邮箱dingyunjie640@pingan.com.cn

研究报告回顾

《预收款存粮释放近尾声，2Q13 营收下降是大概率事件》：季报点评，2013-4-17

《长期价值明显，业务趋势未见企稳迹象可能抑制股价》：年报点评，2013-3-29

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

贵州茅台(600519)

囤货、三公略松、消费替代推动销售回暖，后市谨慎

事项： 近日我们参加了贵州茅台股东会，并走访了贵阳机场的直营店和两家专卖店，结合交流情况总结平安观点如下：

平安观点：

■ 估算 4 月份茅台酒销量低个位数增长

董事长袁仁国在股东会交流中披露，1-4 月份公司销量下降了 23.8%，但销售额增长了 11.2%。结合我们估算的涨价比例，并假设 12 年 1-4 月茅台酒与系列酒销量比例与全年相同，估算 1-4 月份茅台酒销量同比下降约 3.9%，系列酒销量同比大降约 63%。我们一季报点评时估算，一季度报表销量同比下降约 4%，袁总在会上表示茅台酒 4 月份单月销量已正增长，故我们判断 4 月份茅台酒销量应有低个位数增长。我们估计系列酒大幅下降，与袁总表示的系列酒困难很大表述相符，他表示公司会将系列酒过去 18% 的利润率降至 5%。参考 12 年系列酒营收，意味着利润降低 3 亿元，EPS 降约 0.3 元。

■ 转变客户，价格限低 1000 元/瓶脱离 900 元/瓶的市场实况

会上袁总、刘总都提出要转变客户，从三公消费转到大众消费。袁总在会上还提到三公采购约占茅台收入的 8%，但占经销商的 30% 以上。在对外会议上，公司首次披露这方面的估计，此数据与我们此前了解相比仍偏低。虽然要转变客户，公司还是限定了经销商最低销售价格为 1000 元/瓶，与我们在贵阳机场直营店了解的出货价一致，与会场直接购酒 999 元/瓶也基本一致，但脱离当前市场 870-910 元/瓶的实际团购价。

■ 囤货、三公略松、消费替代推动销售持续回暖，但谨慎看后市

4 月初至今，茅台经销商的飞天茅台酒动销持续回暖，我们了解的深圳、成都部分经销商有断货现象，5 月份仍在持续，53 度飞天茅台一批价也从月初的 850 上下升至当前的 870-910 元/瓶，幅度超了我们月初做“可能的错误”判断时的预期。综合经销商反馈，私营业主和个人囤货、三公治理较年初略有放松（但整体仍严）、价格从 11 年底的 1800 元/瓶跌至 850-900 元/瓶引发消费者从竞品换到茅台、部分烟酒店补库存、有经销商反馈茅台允许部分经销商不提 4、5 月份的货实际上控量，共同推动了动销持续回暖。但我们对后市谨慎，一方面经销商对烟酒店和商超终端的观察显示，动销并没有明显好转迹象；另一方面，大跌刺激了当前的囤货行为，但实质上透支了未来的购买力。我们坚持此前看法，动销回暖快则可能止于 5 月，慢也应难以延续至中秋旺季。

■ 下调 13 年盈利预测约 7.7%，维持“推荐”评级

考虑系列酒销量跌幅超预期，和下调茅台酒销量增速假设，我们分别下调 13、14 年 EPS 预测约 7.7% 和 16%，预计 13-15 年 EPS 为 13.92、14.04 和 17.39 元，增长 8.9%、0.8% 和 24%，PE 为 14、14、11 倍。茅台仍是白酒板块中首选，维持“推荐”评级。

■ 风险提示：三公治理出现明显变化；厂家改变价格策略。

附一：贵阳茅台直营店和烟酒店走访信息

我们走访了位于金源大酒店对面的茅台直营店，旁边一家门头上标识为茅台酒厂集团技术开发公司旗下的专卖店，旁边一家烟酒店，和机场 13 年 4 月新开的一家直营店，情况如下：

1. 金源大酒店对面的茅台直营店正好在停业装修，里面的保安表示仅最近几天，之后仍会营业。
2. 技术开发公司旗下的专卖店 53 度飞天茅台价格可至 950 元/瓶，店内堆积的酒箱上显示，53 度飞天茅台出厂日期为 2012 年 12 月，茅台迎宾酒、汉酱酒均为 2011 年 11 月，茅台王子酒则为 2012 年 6 月。但老板表示，今年价格降下来了出货量比 2012 年好。
3. 由上海人老板开设的烟酒店表示，53 度飞天茅台价格为 1200 元/瓶，如果要得多，应该还能降一些，我估计 1100 元/瓶左右。
4. 机场直营店是 2013 年 4 月新开的，店内 53 度飞天茅台标牌价为 1519 元/瓶，但店员表示实际价格可到 1280 元/瓶，如果购买量在 10 箱(每箱 12 瓶)以上，则价格可降至 1000 元/瓶，且包运费运至购买者所在地。该直营店一年定量 27 吨，当前库房里有几百箱货。

附二：交流会Q&A：

Q1：公司对销售信心、是否要转型向民企、个人消费和海外市场？

A1：公司对产品、市场信心很坚定。整体白酒行业一定程度上受到一定影响，不是茅台酒受到什么影响。哪怕和同期比茅台酒有所下降，但品牌、形像还是第一流的。

A1 补充：对茅台酒、系列酒的销售是有信心的。1-4 月份，销售量虽然下降了 23.8%，销售额增长了 11.2%。茅台酒 4 月份是增长的（我们理解应该指的是茅台酒 4 月单月的销量从 1-3 月的同比下降转为正增长）。茅台酒要转变消费群体，转到大众消费，要顺价保量，控量保价。茅台系列酒遇到很大困难，但现在讲究薄利多销，原来要 18%的利润率，现在保 5%的利润率就够了。

Q2：如何看 13 年高端白酒竞争格局，行业前景，公司战略如何调整？

A2：竞争非常激烈，白热化，13 年白酒产量 1200 万吨，供大于求。看好行业前景，中国人对白酒是喜爱的；人均收入上升会喝品质好的酒；行业消费趋于理性。

A2 补充：白酒行业经过连续十几年的发展，特别是 12 年，很多社会资金流入了白酒市场。白酒现在进入了调整期，但政策调整还不如市场经济自身的调整。现在行业虽然有原来高速发展带来的危机，2013 年现在的危机，市场的手已经在带来调整，优胜劣汰在发挥作用。

Q3：现在 RFID 防伪情况如何？

A3：是一项重要项目，已经完善，市场布点和，5 月 20 日开北京新闻发布会，推广 RFID，

技术已经通过公安部的鉴定和肯定。

Q4：习酒也推出了中高端酱香酒，请问如何解决同香型酒的竞争问题？

A4：对酱香的需求比例越来越大，越来越高。1998年，酱占全部白酒不到0.01%，2012年占到1%。习酒走中端，茅台酒走高端，股份公司系列产品走中下端。习酒与茅台是有区隔的。

Q5：茅台现在卖得不好，但估计再有半年到一年，还是缺货。有很多朋友最近喝回茅台了。公司能否中端酒开发一些团购产品，给股东提供。

A5：市场上虽然遇到暂时的困难，但有坚定信心。经销商销售仍坚挺在1000元以上。

Q6：公司提到着力转换消费群体，具体有哪些措施？希望能够坚持高分红。

A6：消费群体有足够储备，三公消费对茅台产生了一定限制，但公司会逐步去开发储备的群体。

A6补充：三公占公司直接销售比例不到8%，但经销商三公销售占比可能占30%以上。公司会转向大企业、大集团、民营企业。中国9万个亿万富翁，150万-200万的千万富翁。公司现在已经签了不少的合同了。

Q7：年初以来价格下滑，市场很关注，公司控量保价、顺价保量的具体思路？长期来看，是否保持价格在一个合理水平。

A7：顺价保量，指的是出厂价、零售价（999）是不变的。今年价格下滑是事实，也是少数经销商信心不足的一些表现。但价格不能低于999，保证顺价销售。控量保价指的是，茅台销量每年都是稳定增长的。

附注：财务报表

损益表 (百万元, 元/股)					现金流量表 (百万元)				
	2012A	2013E	2014E	2015E		2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入	26,455	28,797	28,797	34,557	净利润	14,008	15,214	15,340	19,002
YoY	43.8%	8.9%	0.0%	20.0%	折旧摊销	435	472	597	727
营业成本	2,044	1,851	1,851	2,221	营运资金投资	-4,945	-4,265	-569	-1,143
毛利率	92.3%	93.6%	93.6%	93.6%	经营活动现金净流量	11,921	11,079	14,709	18,106
营业税金及附加	2,573	2,765	2,736	3,179	资本开支	-1,943	-2,189	-2,404	-3,100
股权激励费用	0	0	0	0	投资活动现金净流量	-4,199	-2,189	-2,404	-3,100
销售费用	1,225	1,506	1,582	1,661	债务融资	1	0	0	0
管理费用	2,204	2,645	2,777	2,916	股权融资	0	0	0	0
财务费用	-421	-529	-625	-785	支付红利	-4,150	-6,665	-7,238	-7,298
投资净收益	3	3	3	2	融资活动现金净流量	-2,662	-3,915	-6,135	-6,613
营业利润	18,831	20,563	20,479	25,368	当年现金净流量	3,807	2,755	5,691	8,493
加：营业外收入	7	0	0	0					
减：营业外支出	137	252	0	0	资产负债表 (百万元)				
利润总额	18,700	20,311	20,479	25,368	货币资金	22,062	24,817	30,508	39,001
减：所得税	4,692	5,097	5,139	6,366	应收款项	222	320	281	360
净利润	14,008	15,214	15,340	19,002	预付款项	3,873	4,627	5,552	6,107
减：少数股东损益	700	761	767	950	存货	9,666	10,179	10,179	12,215
归属母公司所有者净利	13,308	14,453	14,573	18,052	其他流动资产	403	432	435	521
YoY	51.9%	8.6%	0.8%	23.9%	流动资产合计	36,225	40,375	46,955	58,204
销售净利率	53.0%	52.8%	53.3%	55.0%	长期股权投资	4	4	4	4
EPS (当年股本)	12.82	13.92	14.04	17.39	固定资产	7,200	8,837	10,568	12,837
EPS (最新股本摊薄)	12.82	13.92	14.04	17.39	无形资产	863	926	995	1,070
					其他非流动资产	707	653	695	707
重要指标速览					非流动资产合计	8,773	10,420	12,262	14,617
	2012A	2013E	2014E	2015E	资产总计	44,998	50,795	59,217	72,821
估值					短期借款	0	0	0	0
PE(P=195.91)	15.3	14.1	14.0	11.3	应付款项	345	259	286	327
PEG	1.4	1.0	0.7	0.6	预收款项	5,091	2,880	2,880	4,147
PB	6.0	5.9	4.8	4.0	应付股利	0	7,238	7,298	9,040
PS	7.7	7.1	7.1	5.9	其他流动负债	4,090	3,635	3,928	4,521
EV/EBITDA	10.5	9.6	9.7	7.9	流动负债合计	9,526	14,012	14,392	18,035
股息收益率	3.3%	3.6%	3.6%	4.4%	长期借款	0	0	0	0
经营回报率					应付债券	0	0	0	0
ROE	45.0%	42.0%	38.0%	38.8%	其他非流动负债	18	18	18	18
ROA	34.5%	31.3%	27.0%	27.9%	非流动负债合计	18	18	18	18
资本结构及偿债能力					负债合计	9,544	14,029	14,410	18,053
资产负债率	21.2%	27.6%	24.3%	24.8%	归属母公司所有者权益	34,150	34,700	41,975	50,986
速动比率	2.8	2.2	2.6	2.6	其中：实收资本	1,038	1,038	1,038	1,038
运营效率					少数股东权益	1,304	2,065	2,832	3,782
存货周转率	0.2	0.2	0.2	0.2	股东权益合计	35,454	36,765	44,807	54,769
流动资产周转率	0.8	0.8	0.7	0.7	负债及股东权益总计	44,998	50,795	59,217	72,821
固定资产周转率	4.1	3.6	3.0	3.0					

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在 $\pm 10\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 10%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%至 10%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在 $\pm 5\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品,为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考,双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户,并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的,本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能,也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识,认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险,投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券有限责任公司(以下简称“平安证券”)的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准,不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠,但平安证券不能担保其准确性或完整性,报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价,报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任,除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断,可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问,此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司 2013 版权所有。保留一切权利。

中国平安 PINGAN

平安证券综合研究所

地址：深圳市福田区金田路大中华国际交易广场 4 层

邮编：518048

电话：4008866338

传真：(0755) 8244 9257