

消费品及服务 - 食品

大众消费启动、高管信心十足

—贵州茅台（002387）调研简报

2013 年 5 月 21 日

评级： 增持（维持）

市场数据	2013 年 5 月 20 日
当前价格（元）	195.00
52 周价格区间（元）	163.60-262.70
总市值（百万）	202445.10
流通市值（百万）	202445.10
总股本（百万股）	1038.18
流通股（百万股）	1038.18
日均成交额（百万）	784.84
近一月换手（%）	7.94%
Beta（2 年）	
第一大股东	中国贵州茅台酒厂(集团)有限责
公司网址	http://www.moutaichina.com

财务数据	FYE	行业均值
毛利率	92.27%	19.62%
净利率	50.30%	15.45%
净资产收益率	38.97%	24.80%
总资产收益率	29.57%	13.73%
资产负债率	21.21%	42.00%
现金分红收益率	0.00%	0.00%
市盈率	15.21	0.00
市净率	5.93	0.00

一年期行情走势比较



表现	1m	3m	12m
贵州茅台	1427.96	1559.97	-1433.43
沪深 300	2.99%	-3.44%	1.38%

梁希民

执业证书号：S1030510120001
0755-83199427

liangxm@csc.com.cn

本公司具备证券投资咨询业务资格

分析师申明

本人，梁希民，在此申明，本报告所表述的所有观点准确反映了本人对上述行业、公司或其证券的看法。此外，本人薪酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

■ 消费群体转变已有所启动、4 月份销量有所回升。三公销售占公司直营的比重不到 8%，经销商的三公消费占比约占 30% 以上。受三公消费限制影响，公司 1-4 月销量下滑 23.8%，但收入增长 11.2%，收入增长主要来自 12 年 9 月提价 30% 的影响。4 月份茅台销量回升，公司转变消费群体——由原来的商务消费向大众消费转变的尝试已呈现效果。

■ 坚持“顺价保量”和“控量保价”策略，管理层对公司发展信心十足。顺价保量：在保证出厂价、团购价 999 元不变的情况下顺应市场价格，加大销售。控量保价：在每年供应量一定程度增长（非完全放开），保证终端价在 1000 元以上。管理层认为：国内百万富翁在两千万以上，公司年销 2000 多万瓶的茅台酒，高端群体平均每人消费不到一瓶；茅台酒的消费群体储备充足，未来有待释放。

■ 公司 2013 财务预算，收入增长 20%。公司公布了 2013 年预算方案：预计 2013 年度实现营业收入较上年同期增长 20% 左右，营业成本较上年同期增长 15% 左右，营业税金及附加较上年同期增长 10% 左右，销售费用较上年同期增长 30% 左，管理费用较上年度增长 15% 左右。据此测算，公司利润也将增加略超 20%。

■ 我们的观点：公司高端的产品形象和产品品质形成了较明显的消费粘性和竞争力。在团购和终端价格下调到合理范围内，社会需求开始启动。从长期来看，茅台酒的消费群体储备丰富，公司产量增长匹配合理，未来可望率先带领行业走出低谷。公司未来几年投资百亿提高产能、投资 60 亿建储酒罐、投资 10 亿元防伪，验证了管理层对未来发展的信心。从短期来看，4 月份的销量回升是否持续仍有待观察。目前市场对 2013 年能否实现预算规划仍半信半疑，下半年旺季销售情况成为重要的观察标的。

■ 盈利预测及投资评级。预计公司 2013 年-2015 年的每股收益为 14.96 元、17.37 元和 20.18 元，13 年的动态市盈率仅为 10 倍。公司经营稳健，品牌和渠道优势明显，4 月销售数据转好已得到市场反应，能否持续仍有待观察，维持“增持”的投资评级。

■ 风险提示：商务政务消费减少高于预期。
行业调整的时间和力度大于预期。

附件：茅台 2012 年股东大会会议纪要

Q1: 茅台营销策略、销售转型是否要开始开拓民企、个人消费市场、海外市场，公司对产品市场的信心如何？

A:

刘自力： 公司对产品和市场的信心是很坚定的。

- 1、茅台的市场形象、产品质量是首屈一指的。
- 2、白酒现在面临的问题是整个行业的，非茅台酒的问题。即使公司产品销量同比有所下降，公司产品在行业中仍然是第一位的。
- 3、根据一季报和近期的销售情况来看，对茅台酒的实际影响不大。
- 4、国际市场的开拓也有相关规划，加大对国际市场的投入，已经在法国设立办事处。

袁仁国： 对茅台酒的销售是有信心的，信心比黄金更重要、办法比暂时的困难更多。今年 1-4 月份，销售量虽然下降了 23.8%，但是销售额同比增长 11.2%，我们针对茅台酒的新状况，做出了转变消费群体的决策，由原来的商务消费转变向大众消费，采取顺价保量，控量保价，4 月份是增长的。系列酒提出薄利多销，利润率原来 18.3%，现在只要 5%以上，加大销售量。茅台虽然遇到很大的困难和挑战，但是有信心。

Q2: 2013 年高端酒的竞争格局和行业前景？公司战略如何？

A:

袁仁国：

对整个白酒行业来说，竞争白热化。去年白酒行业产量 1200 万吨，整个白酒产量供大于求，现在调整。对整个行业还是看好的：1) 国人对白酒是喜爱的，是国人特色；2) 小康社会的推进，随着收入提升，消费升级，品质好的酒是首选；3) 整个行业消费趋于理性，虽然目前有很多政策威力，三公消费、酒驾等，但是中国的白酒行业会在调整中不断进步，不会消亡，特别是高端酒，品质好的酒，消费者是越来越喜欢。

刘自力：

白酒行业经过 10 年的高速发展，12 年以后众多资金涌入白酒市场，现在供大于求，行业进入调整，政府调整不如市场经济自己的调整，目前虽然行业在经历高速发展带来的危机，但是今年市场经济看不见的手已

经在开始对白酒行业进行优胜劣汰的调整。

Q3: 产品防伪计划? RFID 现在产品防伪的进展如何?

A: **袁仁国:** RFID 是商业部 863 计划的重要项目, 公司防伪技术是其计划重要一部分, 目前已经完善, 5 月 22 日将在北京开发布会。通过这几年的运行, 从市场布点和技术上得到不断完善。目前已通过公安部防伪局鉴定通过。该技术公安部鉴定, 得到他们高度认可。

Q4: 习酒推出中高端酱香酒, 如何解决(与茅台)的市场竞争问题?

A: **袁仁国:**

- 1、白酒的市场需求是多样化的, 酱香、浓香、清香等。酱香型的需求是越来越高的, 98 年酱香酒的消费占比 0.01%, 到 12 年已提高至 1%。酱香酒工艺复杂、品质优良。茅台 11 年销量只有 1 万多吨, 所占市场份额有限。
- 2、产品定位上是有区别的, 茅台走高端, 习酒走中高端, 茅台系列酒走中低端。
- 3、由于酱香酒市场需求增长较大, 公司目前的产品茅台、习酒加起来仍未能满足市场的需求。

Q5: 林园: 有人传言茅台价格到 800 元, 但网上买到的 800 元的酒是假的。只要市场价格合适, 预计茅台未来半年到一年后仍然是缺货的。希望公司为股东做定制酒, 对股东层面进行团购, 即可带来一定的消化量有可以培养酱香消费人群。

A: **袁仁国:** 林总提的建议很好, 我们有信心, 现在是暂时的困难。网络上关于茅台 800 元的酒是谣言, 经销商都坚持在 1000 元以上。公司做品质最好的蒸馏酒, 这一点坚定不移。吃惯喝惯茅台酒的人不会再吃其他的。

Q6: 广发基金: 公司在转变消费群体方面的具体措施? 对公司 12 年的分红方案比较满意, 希望公司坚持高比例分红, 提高账面资金使用效率。

A: **营销副总(杜总):** 茅台的消费群体有足够的储备, 以前茅台供应量不足, 储备消费量没有释放。三公消费对茅台产生了一定的牵制, 现在要逐渐启动资源, 我们还有很多资源, 民间消费、民营企业, 现在是

在巩固原有高端基础上，开发多层次需要，逐步开启储备资源。

袁仁国：从原来的三公消费转向新的消费群体：公司三公消费群体销售占比不到 8%，经销商的三公消费占比可能又占到 30%以上，现在从公费消费转到大企业、大集团、民营企业家、个体大老板，目前已经签了很多。从容量上看，国内据不完全统计，亿万富翁 1 万以上，千万富翁 150-200 万以上，百万富翁 1000 万以上，茅台酒才 2000 多万瓶，平均每人不到一瓶。我们各个片区已经与这些层次消费群体签了不少合同。

Q7：易方达基金：年初以来茅台价格有一定程度下滑，大家对价格体系都很关注。公司的策略是顺价保量、控量保价，听起来有些矛盾，公司未来的价格策略是怎样？长期价格处于什么水平合理？

A：袁仁国：对茅台酒转变消费群体和价格并不矛盾。顺价保量：出厂价、团购价 999 元、零售价 1000 元以上是不变的，价格是由价值规律决定的，目前存在价格下滑，这是市场经济决定的，也是少数经销商信心不足造成的。顺价销售是价格不得低于 999 元，加大销售量。控量保价：茅台酒的销售量每年都在一定范围内递增，量不是放开的，保价是要求经销商价格起码要在 1000 元以上，目前来看基本上都是按照 1000 元以上出货的。对茅台的销售充满信心。

世纪证券投资评级标准:

股票投资评级

买入: 相对沪深 300 指数涨幅 20%以上;

增持: 相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间;

中性: 相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间;

卖出: 相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

行业投资评级

强于大市: 相对沪深 300 指数涨幅 10%以上;

中性: 相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间;

弱于大市: 相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

本报告中的信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归世纪证券所有。

The report is based on public information. Whilst every effort has been made to ensure the accuracy of the information in this report, neither the CSCO nor the authors can guarantee such accuracy and completeness or reliability of the information contained herein. Furthermore, it is published solely for reference purposes and is not to be construed as a solicitation or an offer to buy or sell securities or related financial instruments. The CSCO and its employees do not accept responsibility for any losses or damages arising directly, or indirectly, from the use of this report. CSCO or its correlated institutions may hold and trade securities issued by the corporations mentioned in this report, and provide or try to provide investment banking services for those corporations as well. All rights reserved by CSCO.