

贵州茅台（600519）半年报点评：

业绩低于预期，消费旺季来临或改善下半年业绩

分析师：罗柏言

执业证书编号：S0300513060001

Email: luobaiyan@lxzq.com.cn

日期：2013年9月5日

www.lxzq.com.cn

事件：

公司发布2013年中报，报告期内公司实现营业收入141.28亿元，较上年同期增长6.51%；归属于上市公司股东的净利润72.48亿元，较上年同期增长3.61%；归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润74.43亿元，同比增长6.39%，实现基本每股收益6.98元。

点评：

1、提价不抵销量下滑，茅台业绩低于预期。由于政府抑制三公消费和餐饮、零售业的疲软，上半年公司净利润同比增长3.61%，但二季度下降9.23%，而作为公司业绩蓄水池和缓冲垫的预收账款更是从年初的50.9亿元下滑至8.35亿元，随着经销商打款积极性降低，上半年公司货币资金为182.75亿元，同比减少了17.17%，这是自上市以来的首次负增长。考虑到公司自2012年9月1日起平均上调产品价格20%—30%，而上半年收入仅同比增长6.51%，由于需求萎缩和动销不畅，预计上半年茅台酒销量明显下滑，这也表明茅台一直在控量保价。正如我们在一季报点评中所预测的那样，如果说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，那么随着消费淡季来临和预收账款缓冲垫减少，白酒景气度下滑对茅台业绩的影响在二季度有了充分体现。

2、白酒行业景气度下滑尚未结束，但旺季来临或改善下半年业绩。目前白酒主要面临两大问题：结构性过剩以及原有成长模式难以为继。鉴于白酒畸形的消费结构和人口结构变迁导致的消费习惯改变，在出现新的消费支撑因素填补三公消费退出后的空缺之前，白酒行业很难再持续高成长。而白酒行业长期积累的问题和泡沫短期内也不会消除，随着高端白酒企业产品重心下移，白酒结构性过剩问题将在未来几年更为突出，白酒行业景气度下滑趋势短期内不会结束。不过为了应对计划外销量的下滑，公司加大了广告宣传和拓展力度，也降低了门槛，招募新的经销商，此举虽会冲击了原有经销商体系，但却可以极大的拓展销售渠道，增加销量。而且随着天气变冷以及中秋、国庆、春节的到来，动销改善和节前备货将导致茅台出货量快速增加，预计茅台一批价也将从目前的930元、940元/瓶的回升至1000元左右/瓶，消费旺季的来临和渠道的开拓可能使公司下半年业绩好于上半年。

3、维持公司“增持”评级。经过测算，我们下调公司2013—2015年的业绩预测分别为14.24元、15.76元、17.85元，对应PE分别为12X、11X、9X。但考虑到茅台酒超高端的品牌、



不可复制的稀缺性以及消费旺季来临将改善下半年业绩, 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。

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	2645534	2900402.79	3281301	3684468
增速	58.19%	43.76%	9.63%	13.13%	12.29%
营业成本	155123.3976	204430.6	196499.237	274718.2	285453.9
毛利率	91.57%	92.27%	93.23%	91.63%	92.25%
销售费用	72032.77279	122455.3	134252.626	151883.5	170545.1
管理费用	167387.2428	220419.1	241654.111	273389.5	306980.4
财务费用	-35075.1497	-42097.6	-46153.252	-52214.4	-58629.9
营业利润	1233616.443	1883074	2092114.46	2314450	2621840
利润总额	1233466.047	1870049	2077643.63	2298441	2603706
所得税	308433.6666	469204	521290.419	576689.5	653281.8
归属母公司净利润	876314.591	1330808	1478541.26	1635670	1852910
增速	73.49%	51.86%	11.10%	10.63%	13.28%
EPS (元)	8.44	12.82	14.24	15.76	17.85

数据来源: 公司公告, 联讯证券投资研究中心

信息披露

分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。

本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告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。

股票投资评级说明

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。投资者应阅读整篇报告，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

本报告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。合法取得本报告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报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告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报告中的内容、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作者无关。在本公司及作者所知情的范围内，本机构、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。