

# 茅台打响白酒国企改革第一枪

## 买入 维持

目标价格：225元

### 事件：

3月17日，贵州省国资委监管企业产权制度改革三年行动计划启动暨推介会在贵阳举行，新一轮贵州国企改革大幕拉开，其中茅台集团的改革力度与深度大幅超出市场预期。

### 我们的观点：

- **系列酒剥离出上市公司，茅台品牌力得到维护，且盈利能力显著提升：**股份公司将把系列酒整体剥离至相对控股的新公司，供产销完全独立，今年就将完成拆分工作。我们认为，1) 过去系列酒打茅台旗号销售，实际是对茅台品牌的损耗，剥离出去将有助于维护茅台大众消费高端酒的品牌形象。2) 12年茅台系列酒收入约24亿，占比9%，13年由于汉酱仁酒降价且腰部市场竞争加剧，系列酒收入大幅减少，预计不到15亿，且毛利率降至40%左右。系列酒剥离后，15年茅台整体毛利率有望提升至95%以上，比剥离前提高3个百分点；
- **营销体系引入腾讯阿里等O2O战投，股权激励+再融资计划促进公司收入提升与业绩释放，管理层结构的进一步完善有利于公司长期发展：**茅台销售体系将全面引进阿里、腾讯、京东等O2O渠道战略投资者，同时将探索建立股权激励或员工持股，并在16年底完成再融资。我们认为，1) 在30多家直营店与1000余家专卖店基础上，引入互联网巨头有望有效推动公司试水新的营销渠道，O2O未来有望成为收入的新增长点；2) 股权激励与员工持股计划有望提升公司管理层与员工的战斗力，并承接李克良为代表的老一辈管理层的优良传统，茅台的管理层结构有望更加完善，有利于公司的长期健康发展；
- **行业龙头开展深度国企改革的示范效应下，白酒行业市场化改革预期增强，板块估值有望提升：**此轮贵州国企改革的力度与深度超出市场预期，而茅台作为行业龙头与老牌国企，其示范效应不言而喻。我们预计未来整个白酒行业的市场化改革进程会加速，引入战投、股权激励与业务分拆等是主要方向。白酒行业基本面修复的过程现在已经较为确定，未来国企改革预期的加强与落地将会继续推升板块估值；
- **盈利预测及投资建议：**茅台向大众消费转型已经初获成功，随国企改革落地，新的长期成长空间被打开，维持“买入”评级及225元目标价。预计13-15年收入分别为302亿、336亿和380亿，YOY为14%、11%和13%；净利润分别为152亿、172亿和195亿，YOY为14%、13%和13%；EPS为14.6元、16.54元和18.75元。

### 食品饮料行业

#### 分析师：

陈嵩昆(S1180513080001)

电话：021-51782231

Email: chensongkun@hysec.com

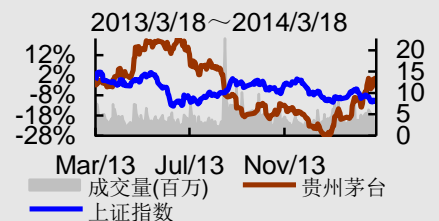
#### 研究助理：

刘洋

电话：021-51782230

Email: liuyang1@hysec.com

### 市场表现



### 相关研究

- 《中炬高新：产能释放和区域扩张推动未来成长》  
2014/3/17
- 《克明面业：渠道精耕下沉，市场份额将继续提升》  
2014/3/12
- 《古越龙山：关注营销拓展，期待制度红利释放》  
2014/3/10
- 《五粮液：4Q收入超预期，业绩今年3Q有望见底》  
2014/3/10
- 《三全食品：3年收入目标翻番，战略清晰可执行》  
2014/3/4
- 《好想你：转型休闲零食，上海进展超预期》  
2014/3/4
- 《三全食品：收入超预期，升级+下沉驱动增长》  
2014/2/28

主要经营指标	2011	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入(百万)	18,402	26,455	30,240	33,594	38,001
增长率(%)	58.2%	43.8%	14.3%	11.1%	13.1%
归母净利润(百万)	8,763	13,308	15,156	17,166	19,461
增长率(%)	73.5%	51.9%	13.9%	13.3%	13.4%
每股收益	8.441	12.819	14.599	16.535	18.746
市盈率	22.90	16.31	9.34	8.25	7.28

**图 1: 三张财务报表摘要**

财务报表预测 (单位: 百万元)									
利润表	2012	2013E	2014E	2015E	资产负债表	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入	26,455	30,240	33,594	38,001	货币资金	22062	33386	41130	53924
YOY	44%	14%	11%	13%	应收和预付款项	4029	2556	2823	11155
营业成本	2,044	2,384	2,632	3,015	存货	9666	12936	14284	909
毛利	24411	27857	30961	34986	其他流动资产	265	1	1	1
% 营业收入	92%	92%	92%	92%	长期股权投资	4	4	4	4
营业税金及附加	2573	2722	3023	3420	投资性房地产	0	0	0	0
% 营业收入	9.7%	9.0%	9.0%	9.0%	固定资产和在建工程	7200	8400	9600	10800
销售费用	1225	1663	2049	2470	无形资产和开发支出	863	855	848	722
% 营业收入	4.6%	5.5%	6.1%	6.5%	其他非流动资产	0	1	1	1
管理费用	2204	2419	2687	2926	资产总计	44998	58055	68202	77189
% 营业收入	8.3%	8.0%	8.0%	7.7%	短期借款	0	0	0	0
财务费用	-421	-436	-617	-787	应付和预收款项	9526	14012	14599	12768
% 营业收入	-1.6%	-1.4%	-1.8%	-2.1%	长期借款	0	0	0	0
资产减值损失	3	0	0	78	其他负债	18	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	负债合计	9544	14012	14599	12768
投资收益	3	3	3	3	股本	1038	1038	1038	1038
营业利润	18831	21492	23821	26882	资本公积	1375	1375	1375	1375
% 营业收入	71.2%	71.1%	70.9%	70.7%	留存收益	31737	39625	48486	58604
营业外收支	-130	-350	0	0	归属母公司股东权益	34150	42039	50899	61017
利润总额	18700	21142	23821	26882	少数股东权益	1304	2004	2704	3404
% 营业收入	70.7%	69.9%	70.9%	70.7%	股东权益合计	35454	44043	53603	64421
所得税费用	4692	5285	5955	6720	负债和股东权益合计	44998	58055	68202	77189
净利润	14008	15856	17866	20161					
归属于母公司所有者的净利润	13308	15156	17166	19461	<b>财务指标</b>	<b>2012</b>	<b>2013E</b>	<b>2014E</b>	<b>2015E</b>
少数股东损益	700	700	700	700	毛利率	92%	92%	92%	92%
					三费/销售收入	11%	12%	12%	12%
					EBIT/销售收入	70%	70%	69%	69%
					EBITDA/销售收入	71%	71%	70%	71%
					销售净利率	53%	52%	53%	53%
					ROE	39%	36%	34%	32%
					ROA	30%	26%	25%	25%
					ROIC	39%	36%	32%	30%
					销售收入增长率	44%	14%	11%	13%
					EBIT 增长率	54%	14%	10%	13%
					EBITDA 增长率	53%	14%	10%	13%
					净利润增长率	51%	13%	13%	13%
					总资产增长率	29%	29%	17%	13%
					股东权益增长率	17%	8%	26%	38%
					经营现金净流增长率	17%	8%	26%	38%
					流动比率	3.8	3.5	4.0	5.2
					速动比率	2.8	2.6	3.0	5.2
					应收账款周转天数	0.2	0.2	0.2	75.0
<b>现金流量表</b>	<b>2012</b>	<b>2013E</b>	<b>2014E</b>	<b>2015E</b>					
经营活动现金流净额	36	282	427	428					
取得投资收益收回现金	0	3	3	3					
长期股权投资	0	0	0	0					
无形资产投资	-4212	-1549	-1210	-1210					
固定资产投资	0	-1200	-1200	-1200					
其他	0	9	0	0					
投资活动现金流净额	-4199	-1547	-1207	-1207					
债券融资	0	-18	0	0					
股权融资	392	0	0	0					
银行贷款增加(减少)	0	0	0	0					
筹资成本	-421	-436	-617	-787					
其他	0	0	0	0					
筹资活动现金流净额	-3915	-18	-7267	-8305					
现金净流量	3807	11324	7743	12794					

资料来源: Wind, 宏源证券研究所

**作者简介:**

**陈嵩昆:** 宏源证券研究所食品饮料行业分析师, 上海交通大学管理科学与工程硕士, 曾任职于国金证券, 2012年加盟宏源证券研究所, 2012年新财富团队成员, 水晶球团队成员。

**刘洋:** 宏源证券研究所食品饮料行业分析师, 上海社会科学院财政学硕士, 2年银行工作经验, 2012年加盟宏源证券研究所, 2012年新财富团队成员, 水晶球团队成员。

**机构销售团队**

		机构销售团队			
公 募	北京片区	李倩	010-88083561	13631508075	liqian@hysec.com
		牟晓凤	010-88085111	18600910607	muxiaofeng@hysec.com
		罗云	010-88085760	13811638199	luoyun@hysec.com
		陈紫超	010-88085798	13811637082	chenzichao@hysec.com
	上海片区	李冠英		13918666009	liguanying@hysec.com
		奚曦	021-51782067	13621861503	xixi@hysec.com
		孙利群	010-88085756	13910390950	sunliqun@hysec.com
		吴蓓		18621102931	wubei@hysec.com
	广深片区	夏苏云	0755-33352298	13631505872	xiasuyun@hysec.com
		赵越	0755-33352301	18682185141	zhaoyue@hysec.com
		孙婉莹	0755-33352196	13424300435	sunwanying@hysec.com
		周迪	0755-33352262	15013826580	zhouidi@hysec.com
机 构	上海保险/私募	赵佳	010-88085291	18611796242	zhaojia@hysec.com
		李岚	021-51782236	13917179275	lilan@hysec.com
	北京保险/私募	王燕妮	010-88085993	13911562271	wangyanni@hysec.com
		张瑶	010-88013560	13581537296	zhangyao@hysec.com
	银行/信托	朱隼	010-88013612	18600239108	zhusun@hysec.com

**宏源证券评级说明:**

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后6个月内的公司股价(或行业指数)涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来6个月内跑赢沪深300指数20%以上
	增持	未来6个月内跑赢沪深300指数5%~20%
	中性	未来6个月内与沪深300指数偏离-5%~+5%
	减持	未来6个月内跑输沪深300指数5%以上
行业投资评级	增持	未来6个月内跑赢沪深300指数5%以上
	中性	未来6个月内与沪深300指数偏离-5%~+5%
	减持	未来6个月内跑输沪深300指数5%以上

**免责条款:**

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们已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, 不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果, 本公司概不负责。

本公司所隶属机构及关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为本公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为宏源证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可, 宏源证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。