

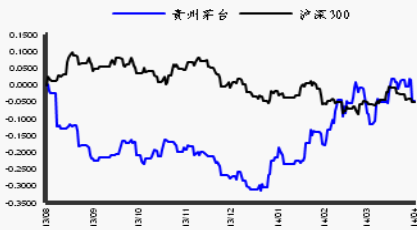
研究所

证券分析师：余春生 S0350513090001  
021-68591576 yucs@ghzq.com.cn

# 预计未来出厂价下调 50-100 元

——贵州茅台（600519）一季报点评

最近一年走势



相对沪深 300 表现

表现	1m	3m	12m
贵州茅台	4.5	21.5	-2.2
沪深 300	0.6	0.5	-11.4

市场数据 2014/4/27

当前价格（元）	164.69
52 周价格区间（元）	118.01-207.17
总市值（百万）	170977.86
流通市值（百万）	170977.86
总股本（万股）	103818.00
流通股（万股）	103818.00
日均成交额（百万）	598.01
近一月换手（%）	6.83

相关报告

合规声明

国海证券股份有限公司持有该股票未超过该公司已发行股份的 1%

## ■ 事件：

4月24日晚，贵州茅台（600519）公布2014年一季度报，2014年一季度实现收入75.82亿元，同比增长5.8%，归属上市公司股东净利润为36.99亿元，同比增长2.96%。预收款项16.21亿元，比2013年四季度30.45亿元减少46.76%。一季度经营活动产生的现金流量净额1.74亿元，同比下降77.99%。

## ■ 点评：

**正视高端白酒消费环境的改变。**新一届政府反腐自 2012 年年底开始，当时社会预期并不强烈，认为是“严打式”的一阵风。2013 年上半年，据了解很多国有企业接待客户接待监管部门人员还存在用茅台、五粮液的现象，只是招待方式更为隐蔽（比如在私人会所或酒瓶上套上其他包装物等）。但随着政府反腐的进一步深化，诸多高官落马，同时科技发展，手机拍照的方便性，现在即使敢用茅台招待，对方也不敢喝，政务消费茅台五粮液目前几乎灭绝。而商务消费分二种方式，一种是对公，比如和电力局等部门业务往来，存在寻租现象，但这部分客户是公职人员，现在也不敢喝。另一种是对私，即民营企业和民营企业的业务往来，民营企业是为自己赚钱，更讲究产品性价比，更讲究成本控制，业务招待倒放在第二位。因此，目前整个高端白酒的消费环境的确发生根本性改变，我们不得不正视。

**经销商销售情况不能完全反映公司财报。**茅台股价的二次大反弹，皆归因于经销商销售的火爆。一次是 2013 年年初茅台一批价从 2000 元降到 800 元带来的价格刺激，二是 2014 年春节前的销售火爆。尽管经销商销售火爆，但之后的公司财报却依然平平，其原因为：一是价格刺激下，大幅增加居民购买，茅台的库存正从渠道库存转变为社会库存，很多居民买了几箱都储藏在家，而并没有开瓶消费，这就减少了二次购买；二是现状下茅台销售更多的是礼品消费，开瓶消费少，春节后有可能一部分回流到市场，或转手送礼，减少二次购买；三是在此届政府反腐前，茅台约有 30-40% 的量直供给军队政府，分给社会上经销商的量实际只有 60-70%。因此，即使社会上的经销商计划内任务完成很好，但公司总体任务也不一定完成。

**预计未来出厂价下调 50-100 元。**茅台万吨工程自 2014 年开始可投放市场，每年约增加 2000 吨产量，按目前的市场情况很难消化如此大的增量。如果公司进一步储存，则公司承担的成本很高，而且越积越多，也不可能有这么大的库房来储存。因此，公司未来的行为必然是放量。而在放量的过程中，首先导致一批价大幅下跌，甚至跌破出厂价，由于茅台的品牌力强势，经销商都会坚持到最后，由此这种局面会维持相当长一段时间。在部分经销商无力维持而选择退出的时候，茅台的需求量萎缩，茅台厂家要增加销量就不得不

下调出厂价。而由于社会招待更多是根据客户的层次来选择招待酒的等级（如该客户用五粮液招待即可，即使茅台价格下调很多，也未必改变主人用茅台招待）。因此茅台价格的下调，并不一定能同时带来相匹配的增量。我们预计，随着茅台厂家库存的进一步增加，茅台出厂价未来有可能下调 50-100 元。而茅台一批价的下跌又会使整个白酒行业承压，白酒行业的调整时间可能比预期的要更长。

**下调公司评级为“中性”。**基于上述分析，我们目前对贵州茅台和整个白酒行业的投资机会还是偏谨慎。预测 2014/15/16 年 EPS 分别为 12.39（下调）/13.01（下调）/14.57（下调）元，对应当前股价 PE 分别为 14.19, 13.51, 12.06，下调公司评级为“中性”。

**风险提示：**政府反腐力度更大时间更长。

预测指标	2013	2014E	2015E	2016E
主营收入（百万元）	31071	27342	29803	32783
增长率(%)	17%	-12%	9%	10%
净利润（百万元）	15136.6	12812	13992	15100
增长率(%)	14%	-15%	9%	8%
摊薄每股收益（元）	14.58	12.34	13.48	14.54
ROE(%)	34.30%	24.80%	23.37%	21.96%

1、贵州茅台盈利预测

证券代码: 600519.sh 股票价格: 164.69 投资评级: 中性 日期: 2014/4/27

财务指标	2013	2014E	2015E	2016E	每股指标与估值	2013	2014E	2015E	2016E
<b>盈利能力</b>					<b>每股指标</b>				
ROE	34%	25%	23%	22%	EPS	14.58	12.34	13.48	14.54
毛利率	93%	91%	90%	90%	BVPS	41.05	47.63	54.81	62.56
期间费率	23%	23%	24%	24%	<b>估值</b>				
销售净利率	49%	47%	47%	46%	P/E	11.30	13.34	12.22	11.32
<b>成长能力</b>					P/B	4.01	3.46	3.00	2.63
收入增长率	17%	-12%	9%	10%	P/S	5.50	6.25	5.74	5.22
利润增长率	14%	-15%	9%	8%					
<b>营运能力</b>					<b>利润表(百万元)</b>	<b>2013</b>	<b>2014E</b>	<b>2015E</b>	<b>2016E</b>
总资产周转率	0.56	0.43	0.42	0.41	营业收入	31071	27342	29803	32783
应收账款周转率	74.58	74.58	74.58	74.58	营业成本	2194	2461	2891	3442
存货周转率	0.19	0.19	0.19	0.19	营业税金及附加	2791	2456	2677	2945
<b>偿债能力</b>					销售费用	1858	1735	1901	2151
资产负债率	20%	18%	16%	15%	管理费用	2835	2485	2708	2999
流动比	3.71	4.44	5.14	5.82	财务费用	(429)	(173)	(224)	(272)
速动比	2.66	2.09	2.55	2.95	其他费用/(-收入)	5	2	2	2
<b>资产负债表(百万元)</b>	<b>2013</b>	<b>2014E</b>	<b>2015E</b>	<b>2016E</b>	营业利润	21792	18381	19852	21520
现金及现金等价物	25185	19271	24928	30255	营业外净收支	(359)	(240)	(40)	(140)
应收款项	417	367	400	440	利润总额	21432	18141	19812	21380
存货净额	11837	26527	30040	34459	所得税费用	5467	4628	5054	5454
其他流动资产	4493	3954	4310	4741	净利润	15965	13513	14758	15926
<b>流动资产合计</b>	<b>41932</b>	<b>50118</b>	<b>59677</b>	<b>69894</b>	少数股东损益	828	701	766	826
固定资产	8523	7771	7124	6531	归属于母公司净利润	15137	12812	13992	15100
在建工程	456	536	526	526					
无形资产及其他	3563	3563	3207	2851	<b>现金流量表(百万元)</b>	<b>2013</b>	<b>2014E</b>	<b>2015E</b>	<b>2016E</b>
长期股权投资	4	4	4	4	经营活动现金流	12655	1334	12429	12497
<b>资产总计</b>	<b>55454</b>	<b>62969</b>	<b>71514</b>	<b>80783</b>	净利润	15965	13513	14758	15926
短期借款	0	0	0	0	少数股东权益	828	701	766	826
应付款项	285	638	723	829	折旧摊销	552	1209	1133	1033
预收帐款	3045	2680	2921	3213	公允价值变动	0	0	0	0
其他流动负债	7977	7977	7977	7977	营运资金变动	(4690)	(14089)	(4228)	(5288)
<b>流动负债合计</b>	<b>11307</b>	<b>11295</b>	<b>11621</b>	<b>12019</b>	投资活动现金流	(5339)	672	657	592
长期借款及应付债券	0	0	0	0	资本支出	(1780)	672	657	592
其他长期负债	18	18	18	18	长期投资	0	0	0	0
<b>长期负债合计</b>	<b>18</b>	<b>18</b>	<b>18</b>	<b>18</b>	其他	(3560)	0	0	0
<b>负债合计</b>	<b>11325</b>	<b>11313</b>	<b>11639</b>	<b>12037</b>	筹资活动现金流	(13230)	(5987)	(6538)	(7056)
股本	1038	1038	1038	1038	债务融资	0	0	0	0
股东权益	44129	51656	59875	68745	权益融资	6	0	0	0
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>55454</b>	<b>62969</b>	<b>71514</b>	<b>80783</b>	其它	(13236)	(5987)	(6538)	(7056)
					现金净增加额	(5914)	(3980)	6548	6034

资料来源: 公司数据、国海证券研究所

## 【分析师承诺】

余春生，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，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。

## 【国海证券投资评级标准】

### 行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

### 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。

## 【免责声明】

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中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。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和征价。本公司及其本公司员工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。本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、财务顾问或者金融产品等服务。

## 【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

## 【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。