

研究所

证券分析师：崔励 S0350513060001

0755-23618502 cui101@ghzq.com.cn

微信：cuimeili003

适应和催化新的消费场景 调整还在路上

——贵州茅台（600519）动态跟踪报告

事件：

公司5月18日举行股东大会。

主要观点：适应和催化新的消费场景

■ **寻找新的消费场景** 奢侈品（如服装、手提包、名车名表、高端酒、珠宝等）都具备“显摆”功能，需要适当的场景。据观察，高端白酒经历近两年调整后，一线品牌的产能还在持续扩张，消费者的购买欲望没有减弱，不同之处在于高端餐饮下滑导致高端白酒的开瓶场景被剥夺，于是，终端需求的结构产生了变化。换言之，就是**开瓶场景需要被重新认识和发掘**。通过此次中央政府的大力整风，高端白酒已走下三公消费升级的伪神坛，阵痛期后，我们认为白酒将启动一波真正的居民消费升级行情，成败关键在于新的产品结构能否**适应和催化新的消费场景**。除此之外，渠道创新、私人定制都只是锦上添花的问题。

■ 新需求下的产品结构调整包含内销和外销两个方面：

1. **内销，适应新的平衡点** 高端白酒的消费环境已经发生变化，公司迫切面临产品结构改革问题。对此，我们认为主动降价是正确选择。不仅是高端白酒，在屌丝经济已经袭来的背景下，各产业巨头纷纷试推中档产品（如奥迪A1/A3、宝马1系、苹果5C等），代表着顺应消费新环境的趋势，更重要的是以上品牌的形象并未受影响，一线品牌依然主导市场。

近期五粮液宣告显性降价，未来两年茅台也处于新增产能急需放量的关头，因此，我们认为**一线白酒的出厂价存在一定的下滑压力**。催化新的消费场景不仅需要消费者改变自身习惯，更需要公司主动对产品结构进行调整，毕竟问题出在需求端，而需求的核心是“欲望”和“购买能力”，前者还在，而后者需被重新审视。

2. **外销，催化新的需求点** 管理层定下要将茅台的外销比例在5年内从10%提升至30%的目标是振奋人心的，但国外消费白酒的几乎都是华侨，而外销的真正目的是要把酒卖给当地人。白酒要攻陷洋人，需具备几个条件：

a) **向酒吧渗透**。洋人消费酒精的主要场景是酒吧，而酒吧是讲究花样的地方，例如龙舌兰搭配盐，科罗娜要加柠檬等，还有各式各样的鸡尾酒。因此，白酒想踏入这个圈子，必须要有自己的风格。比如可以推出一款**全新的、适合调制鸡尾酒的产品**（2012年公司曾展示过使用茅台基酒调制的鸡尾酒），这个步骤可选择通过并购实现。

b) **定位与价格**。西方酒吧 shock（子弹杯）是25ml，消费约30元，一斤下来约合人民币600元。

c) **产地拓展**（难度较大）。伏特加、白兰地等世界名酒都能在西方各主要国家生产，日本和中国也能少量生产。也可通过并购延伸产品线实现。

我们认为，外销的难度虽大，但并非无法实现。过去十年，高端白酒的内销形势一片大好，供不应求，导致外销的价值被阶段性忽视。而过去十年也正是我国 GDP 快速增长的十年，大国的文化影响力与经济实力是成正比的，3 年前，五粮液就曾在时代广场打广告，培育外国消费者。随着近期《舌尖上的中国 2》播出，中华饮食文化在西方国家的影响力将继续扩大，白酒作为中华数千年文化的代表之一，是搭配中华美食的最佳选择，毕竟现在洋人都明白，和中国人做生意，宴请要喝高端白酒。

- **长期看好，但拐点未到，维持“中性”评级** 目前，我们对贵州茅台以及整个白酒行业的投资机会依旧维持谨慎态度。预计公司 2014-16 年 EPS 分别为 12.34/13.48/14.54 元，对应当前股价 PE 分别为 11.8/10.8/10.0 倍，维持“中性”评级。
- **风险提示：**政府反腐力度更大时间更长。

表 1、盈利预测

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%

资料来源：国海证券研究所

表 2、财务数据

证券代码:	600519.sh				股票价格:	144.98	投资评级:	中性		日期:	2014/5/20
财务指标	2013	2014E	2015E	2016E	每股指标与估值	2013	2014E	2015E	2016E		
盈利能力					每股指标						
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%	估值						
销售净利率	49%	47%	47%	46%	P/E	9.94	11.75	10.76	9.97		
成长能力					P/B	3.53	3.04	2.65	2.32		
收入增长率	17%	-12%	9%	10%	P/S	4.84	5.50	5.05	4.59		
利润增长率	14%	-15%	9%	8%							
营运能力					利润表 (百万元)	2013	2014E	2015E	2016E		
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		
偿债能力					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		
资产负债表 (百万元)	2013	2014E	2015E	2016E	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		
流动资产合计	41932	50118	59677	69894	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	现金流量表 (百万元)	2013	2014E	2015E	2016E		
无形资产及其他	3563	3563	3207	2851	经营活动现金流	12655	1334	12429	12497		
长期股权投资	4	4	4	4	净利润	15965	13513	14758	15926		
资产总计	55454	62969	71514	80783	少数股东权益	828	701	766	826		
短期借款	0	0	0	0	折旧摊销	552	1209	1133	1033		
应付款项	285	638	723	829	公允价值变动	0	0	0	0		
预收帐款	3045	2680	2921	3213	营运资金变动	(4690)	(14089)	(4228)	(5288)		
其他流动负债	7977	7977	7977	7977	投资活动现金流	(5339)	672	657	592		
流动负债合计	11307	11295	11621	12019	资本支出	(1780)	672	657	592		
长期借款及应付债券	0	0	0	0	长期投资	0	0	0	0		
其他长期负债	18	18	18	18	其他	(3560)	0	0	0		
长期负债合计	18	18	18	18	筹资活动现金流	(13230)	(5987)	(6538)	(7056)		
负债合计	11325	11313	11639	12037	债务融资	0	0	0	0		
股本	1038	1038	1038	1038	权益融资	6	0	0	0		
股东权益	44129	51656	59875	68745	其它	(13236)	(5987)	(6538)	(7056)		
负债和股东权益总计	55454	62969	71514	80783	现金净增加额	(5914)	(3980)	6548	6034		

资料来源: 国海证券研究所

【分析师承诺】

崔励，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，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。

【合规声明】

本公司持有该股票未超过该公司已发行股份的 1%。

机构销售部人员联系方式

北京区：北京市海淀区西直门外大街168号腾达大厦1509室

姓名	固话	手机	邮箱
白丹	010-88576898-803	18801090832	baid@ghzq.com.cn

上海区：上海市浦东新区世纪大道787号4楼

姓名	固话	手机	邮箱
陈蓉	021-20281099	13801605631	chenr@ghzq.com.cn
胡超	021-20281096	13761102952	huc@ghzq.com.cn
梁柳欣	021-20281099	13524364843	lianglx@ghzq.com.cn
刘云志	021-68591565	13918449204	liuyz01@ghzq.com.cn
颜彦	0771-5513761	15978141626	yany@ghzq.com.cn

广深区：深圳市福田区竹子林四路光大银行大厦3楼

姓名	固话	手机	邮箱
徐伟平	0755-83705955	15012898363	xuwp@ghzq.com.cn
马鑫	0755-83702072	18630119510	max01@ghzq.com.cn
周振宁	0755-82835810	15220268966	zhaoj04@ghzq.com.cn
李慧	0755-83704850	13823570518	lih03@ghzq.com.cn
张宇松	0755-83716857	13530666614	zhangys01@ghzq.com.cn