



东兴证券
DONGXING SECURITIES

战略调整周期

——贵州茅台（600519）三季度财报点评

2014年11月02日

强烈推荐/维持

贵州茅台

财报点评

徐昊	分析师	执业证书编号: S1480514070003
	xuhao@dxzq.net.cn 010-66554017	
焦凯	分析师	执业证书编号: S1480512090001
	jiaokai@dxzq.net.cn 010-66554144	

事件:

公司发布三季报: 前三季度销售收入 221.73 亿元, 同比增长 0.78%, 前三季度净利润 106.93 亿元, 同比下降 3.4%。

公司分季度财务指标

指标	2013Q1	2013Q2	2013Q3	2013Q4	2014Q1	2014Q2	2014Q3
营业收入(百万元)	7165.79	6971.65	7864.95	9068.21	7581.74	7033.9	7557.62
增长率(%)	19.11%	-3.95%	17.11%	37.74%	3.96%	-1.30%	-5.27%
毛利率(%)	93.29%	93.52%	93.49%	91.62%	93.20%	93.01%	91.81%
期间费用率(%)	10.16%	14.15%	10.92%	18.90%	13.91%	15.28%	15.31%
营业利润率(%)	74.94%	72.21%	71.92%	64.30%	71.41%	71.76%	68.48%
净利润(百万元)	3773.36	3847.55	4041.26	4302.72	3952.93	3711.60	3711.15
增长率(%)	20.57%	-08.81%	12.60%	40.13%	04.76%	-03.53%	-08.17%
每股盈利(季度, 元)	3.46	3.52	3.68	3.92	3.56	3.09	3.03
资产负债率(%)	15.92%	17.98%	19.19%	20.42%	15.31%	15.56%	14.17%
净资产收益率(%)	9.78%	10.75%	10.15%	9.75%	8.33%	7.96%	7.37%
总资产收益率(%)	8.22%	8.82%	8.20%	7.76%	7.06%	6.72%	6.33%

观点:

- ▶ 三季度收入 75.58 亿元, 同比增长 7.45%, 三季度净利润 34.63 亿元, 同比下降 1.90%。从三季度收入增速和利润增速看, 收入增速在连续两个季度出现下降后, 再次实现正增长, 而利润增速虽然仍下降, 但相比一季度和二季度下降幅度已经明显收窄。但四季度能否实现利润正增长, 可能最大的阻力并不是来自需求不旺, 而是 2015 年春节在二月份, 会造成备货周期推迟, 春节旺季收入可能大部分确定到 2014 年的一季度。三季度末预收账款 8.63 亿元, 虽然环比二季度末提升了约 3 亿元, 但相比 2013 年三季度仍减少约 10 亿元。
- ▶ 回顾中秋国庆白酒消费小旺季, 行业整体并无太多亮点, 一线白酒整体价格表现偏弱, 中档白酒, 尤其百元价格带表现良好。茅台在中秋国庆一批价格总体维持在 870 至 890 元, 没有如之前预期在旺季一批价格站稳 900 元以上。

- 9月中旬，茅台再次推出经销商新政策：对于在2014年8月31日以前完成2014年合同的经销商，茅台允许以999元的价格给予经销商1吨飞天茅台的计划外量，同时配给819元的计划价格2吨飞天茅台酒，次年可以讲计划外的酒部分转入合同内。以1:2的比例进货，3吨为一组，经销商进货量最多不得超过5组。平均下来，单瓶茅台进货成本879元，略高于当前市场一批价格870元，但只要价格提升至900元以上，经销商仍是有利可图。
- 贵州茅台从2013年7月开始，已经采取了三次经销商政策调整：1)2013年7月，茅台放开经销商权，以999元/瓶，进货30吨飞天茅台，次年可以成为茅台经销商，享受计划内819元出厂价。2)2014年春季糖酒会，两年内卖出20吨飞天茅台即可获得茅台经销商资格，20吨产品中85%的是999元，15%是819元。3)2014年6月，茅台发出专卖店网络发展招商公告，在空白市场发展茅台专卖店，新进者可以成为经销商。空白市场，经销商需要按999元价格采购1.5吨飞天茅台，随后才可以按819元价格采购3吨飞天茅台。
- 我们认为茅台相比其他白酒最高的壁垒有两个，一个是强大的品牌影响力，一个是巨大的潜在需求。茅台现在做的事情就是在挖掘潜在需求，引入新的经销商，让茅台真品慢慢挤占巨大的茅台假酒市场。但我们也看到现在阶段只是经销商进入的铺货阶段，放量还需消费端的逐步恢复，时间点可能在2015年以后。

结论：

2015年春节销售旺季将是考验茅台真实需求的关键节点，相比2014年春节低库存的状况不再重现，价格也基本稳定，真实需求决定一季度业绩表现。预计贵州茅台2014年至2016年EPS分别为：12.89元、13.6元和15.43元，对应PE分别为12.2倍、11.4倍和10.2倍，给予公司“强烈推荐”投资评级。

公司盈利预测表

资产负债表	单位:百万元					利润表	单位:百万元				
	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E		2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
流动资产合计	36225	41932	52453	62116	72703	营业收入	26455	31071	30968	32414	35806
货币资金	22062	25185	32879	39634	46852	营业成本	2044	2194	2629	3048	3529
应收账款	18	1	25	27	29	营业税金及附加	2573	2791	2762	2747	2882
其他应收款	138	120	119	125	138	营业费用	1225	1858	1675	1683	1767
预付款项	3873	4305	4830	5440	6146	管理费用	2204	2835	3351	3437	3683
存货	9666	11837	14260	16535	19145	财务费用	-421	-429	-290	-363	-432
其他流动资产	0	0	0	0	0	资产减值损失	2.98	-2.00	1.00	2.00	2.00
非流动资产合计	8773	13523	11959	10536	9112	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	4	4	4	4	4	投资净收益	3.10	3.01	0.00	0.00	0.00
固定资产	6807	8523	7913	6846	5779	营业利润	18831	21792	20840	21859	24375
无形资产	863	3563	3207	2851	2494	营业外收入	6.76	32.76	20.00	20.00	20.00
其他非流动资产	0	0	0	0	0	营业外支出	137.01	391.95	160.00	130.00	100.00
资产总计	44998	55454	64412	72651	81815	利润总额	18700	21432	20700	21749	24295
流动负债合计	9526	11307	9929	11283	12799	所得税	4692	5467	5175	5437	6074
短期借款	0	0	0	0	0	净利润	14008	15965	15525	16312	18221
应付账款	345	285	324	376	435	少数股东损益	700	828	800	600	600
预收款项	5091	3045	4284	5580	7013	归属母公司净利润	13308	15137	14725	15712	17621
一年内到期的非流	0	0	0	0	0	EBITDA	19687	25446	21973	22920	25366
非流动负债合计	18	18	0	0	0	BPS (元)	12.82	14.58	12.89	13.76	15.43
长期借款	0	0	0	0	0	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E	
负债合计	9544	11325	9929	11283	12799	成长能力					
少数股东权益	1304	1507	2307	2907	3507	营业收入增长	43.76%	17.45%	-0.33%	4.67%	10.47%
实收资本(或股本)	1038	1038	1142	1142	1142	营业利润增长	52.65%	15.72%	-4.37%	4.89%	11.51%
资本公积	1375	1375	2253	2253	2253	归属于母公司净利润	-2.72%	13.74%	-2.72%	6.70%	12.15%
未分配利润	28700	35975	38184	40540	43184	获利能力					
归属母公司股东权	34150	42622	49481	55765	62814	毛利率(%)	92.27%	92.94%	91.51%	90.60%	90.14%
负债和所有者权	44998	55454	61716	69955	79119	净利率(%)	52.95%	51.38%	50.13%	50.32%	50.89%
现金流量表						总资产净利润(%)					
单位:百万元						ROE(%)					
2012A	2013A	2014E	2015E	2016E							
经营活动现金流	11921	12655	15065	15822	17360	偿债能力					
净利润	14008	15965	15525	16312	18221	资产负债率(%)	21%	20%	16%	16%	
折旧摊销	1277.5	4083.7	0.00	1423.2	1423.2	流动比率	3.80	3.71	5.28	5.51	5.68
财务费用	-421	-429	-290	-363	-432	速动比率	2.79	2.66	3.85	4.04	4.18
应收账款减少	0	0	-25	-1	-3	营运能力					
预收帐款增加	0	0	1239	1297	1432	总资产周转率	0.66	0.62	0.53	0.49	0.48
投资活动现金流	-4199	-5339	238	-2	-2	应收账款周转率	2640	3315	2348	1244	1277
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	应付账款周转率	102.22	98.63	101.73	92.63	88.31
长期股权投资减少	0	0	50	0	0	每股指标(元)					
投资收益	3	3	0	0	0	每股收益(最新摊薄)	12.82	14.58	12.89	13.76	15.43
筹资活动现金流	-3915	-7386	-7608	-9064	-10140	每股净现金流(最新)	3.67	-0.07	6.74	5.92	6.32
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊)	32.89	41.05	43.33	48.83	55.00
长期借款增加	0	0	0	0	0	估值比率					
普通股增加	0	0	104	0	0	P/E	12.22	10.75	12.15	11.39	10.15
资本公积增加	0	0	878	0	0	P/B	4.76	3.82	3.62	3.21	2.85
现金净增加额	3807	-70	7694	6755	7218	EV/EBITDA	7.14	5.40	6.65	6.08	5.21

资料来源: 东兴证券研究所

分析师简介

徐昊

会计学硕士，2008 年加入国都证券从事农业和食品饮料行业研究、2011 年加入安信证券从事食品饮料行业研究、2013 年加入东兴证券从事食品饮料行业研究，6 年食品饮料行业研究经验。

焦凯

经济学硕士，2012 年加盟东兴证券研究所，两年工作经验，现从事食品饮料研究。

联系人简介

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用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，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。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，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属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，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，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，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。